REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE

UNIVERSITE Mouloud MAMMERI DE TIZI-OUZOU

FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES ET DES SCIENCES DE GESTION

DEPARTEMENT DES SCIENCES ECONOMIQUES

Mémoire

En vue de l'obtention du diplôme
de magistère en Sciences Economiques
Option : Monnaie-Finance-Banque

Thème

Les fonds souverains et la régulation du capitalisme financier

Dirigé par :

BOUZAR Chabha,
Professeur

Elaboré par :

MOHAND OUALI Radia

Jury de soutenance composé de :

Président : M. YAICI Farid, Professeur, Université de Béjaia.
Rapporteur : Melle. BOUZAR Chabha, Professeur, UMMTO.
Examinateurs : M. SI MOHAMED Djamel, Maître de Conférences « A », UMMTO.
M. OUALIKENE Salim, Maître de Conférences « A », UMMTO.
M. BOUYAHIAOUI Nacer, Maître de Conférences « B », UMMTO.

Date de soutenance : jeudi 05 avril 2012.

Pour les miens ;

Je remercie mon Encadreur le Pr. BOUZAR, pour sa disponibilité ainsi que ses judicieuses directives. Aussi, les membres du jury pour la lecture et l'appréciation de ce manuscrit.

Je m'incline devant ma famille, afin de lui signifier toute ma gratitude et ma dévotion. Son soutien indéfectible m'a été vital pour mener à bien et jusqu'au bout le présent travail.

« I believe that banking institutions are more dangerous to our liberties than standing armies. If the American people ever allow private banks to control the issue of their currency, first by inflation, then by deflation, the banks and corporations that will grow up around the banks will deprive the people of all property until their children wake up homeless on the continent their fathers conquered. »

(« Je pense que les institutions bancaires sont plus dangereuses pour nos libertés que des armées entières prêtes au combat. Si le peuple américain permet un jour que des banques privées contrôlent leur monnaie, les banques et toutes les institutions qui fleuriront autour des banques priveront les gens de toute possession, d'abord par l'inflation ensuite par la récession, jusqu'au jour où leurs enfants se réveilleront sans maison et sans toit, sur la terre que leurs parents ont conquis. »)

Thomas Jefferson.

Lettre au secrétaire au Trésor Albert Gallatin, 1802.

Sommaire :

Introduction générale : *6*

Chapitre I : Remontée dans l'histoire pour comprendre le phénomène des « fonds souverains » *11*

Introduction du Chapitre I : *11*

Section 1 : Le financement de l'économie 11

Section 2 : Genèse des fonds souverains, investisseurs à long terme 32

Conclusion du chapitre I : *45*

Chapitre II : La scène internationale occidentale vacille face aux fonds souverains – Qui est donc cette catégorie d'investisseurs? *47*

Introduction du Chapitre II : *47*

Section 1 : Identification des fonds souverains 48

Section 2 : Adoption de bonnes pratiques de la part des fonds souverains et des pays d'accueil 64

Conclusion du chapitre II : *82*

Chapitre III : Les stratégies et le comportement adoptés par les fonds souverains dans l'économie mondiale *84*

Introduction du Chapitre III : *84*

Section 1 : Quelles sont les stratégies d'allocation des actifs des fonds souverains ? 84

Section 2 : Quel est le comportement adopté par les fonds souverains dans l'économie mondiale ? 104

Conclusion du Chapitre III : *135*

Conclusion générale : *137*

Bibliographie : *141*

Liste des tableaux, graphiques et figures : *148*

Annexes : *150*

Table des matières : *174*

Introduction générale :

La finance contemporaine a été traversée par un gigantesque bouleversement qui a duré depuis plus de vingt ans. Sans cesse, de nouveaux marchés étaient créés par l'innovation financière pour rendre le système plus complet et ainsi plus capable de gérer les risques. Ces derniers auraient été dispersés par leurs transferts sur un grand éventail de porteurs qui devaient réagir de diverses façons face au risque. C'est ainsi, que le niveau de risque pour l'ensemble de l'économie serait diminué d'une façon certaine. La globalisation financière a transformé la finance, mais c'est au moment où ils commençaient à s'obstruer que ses conduits sinueux étaient dévoilés. La crise financière et économique mondiale de 2007-2008, a été la débâcle d'un extraordinaire imbroglio financier.

Ce sont des crises financières *exogènes* qui peuvent se produire dans des systèmes financiers efficaces, où l'information est parfaitement diffusée sur tous les participants du marché et où tous les agents économiques sont rationnels. Lors de la survenance de ces crises, les patrimoines des agents économiques connaissent des pertes, les plans d'investissement antérieurs sont déformés, les anticipations des prix futurs sont remises en cause et ce, par *des chocs imprévisibles* qui peuvent altérer le fonctionnement de n'importe quel marché. Des faillites et même une récession peuvent être provoquées par l'ajustement des marchés pour le rétablissement de l'équilibre si ces chocs sont de grande ampleur. On ne peut pas prévoir l'arrivée des *crises exogènes*, car elles sont par nature imprévisibles ; c'est ce que pensait Alan Greenspan quand il présidait la Réserve fédérale des Etats-Unis. Ce n'est que lorsqu'une bulle sur les prix d'actifs éclate d'une façon totalement fortuite, qu'on peut l'identifier. Le rôle tenu par la Banque Centrale pour le maintien de la stabilité financière, est dans ce cas cantonné à gérer les effets de la crise pour qu'elle ne mute pas en récession qui coûterait très cher. *L'hypothèse de l'efficience* préconise donc qu'une finance déréglementée a le pouvoir de s'autoréguler, l'unique intervention demeure l'amortissement des effets économiques et sociaux des ajustements engendrés après le choc.

Le 23 octobre 2008, Alan Greenspan lui-même doute de l'hypothèse de rationalité qui présume que les marchés sont capables de s'autoréguler, en déclarant troublé devant la commission du Congrès des Etats-Unis chargée du contrôle de l'action gouvernementale : « J'ai fait une erreur en croyant que le sens de leurs propres intérêts, notamment chez les

banquiers, était la meilleure protection qui soit »[1]. Il admet en outre, qu'on ne peut pas attribuer l'éclatement de la crise globale qui a produit un dysfonctionnement voire une paralysie du système de crédit à l'échelle mondiale, à un *choc exogène* complètement inattendu touchant des marchés concurrentiels efficaces. En effet, il paraît plus plausible de penser que la crise est *endogène* à un cycle financier, qui est lui-même indissociable du fonctionnement de la finance. Ce qui nous renvoie au débat dans les années 1930, qui opposait Keynes aux adeptes de l'efficience des marchés. Keynes a posé l'hypothèse de l'instabilité intrinsèque de la finance, en s'opposant à celle de son autorégulation. Pour Keynes, les acteurs rationnels dans les marchés sont conduits par l'incertitude au mimétisme et au court-termisme, par opposition à l'hypothèse du comportement rationnel des acteurs dans des marchés où l'information est toujours disponible sur les valeurs fondamentales à long terme des actifs. Keynes pensait que les crises sont endogènes à un cycle financier, en expliquant que c'est le vacillement des acteurs de la finance collectivement entre un optimisme et un pessimisme qui fait emporter les prix et le crédit dans un mouvement haussier extrême, s'opposant à l'idée que l'éclatement des crises financières est dû à des chocs exogènes et que leur résorption est du ressort des marchés.

Pour que le capitalisme soit viable malgré l'instabilité financière, Keynes préconise l'intervention de l'Etat en régulateur macroéconomique, c'est l'une de ses célèbres recommandations, qui a été d'une actualité saisissante en automne 2008, avec la mise en place de gigantesques plans de relance par les Etats occidentaux dont les économies commençaient à s'enfoncer dans la récession. Les Banques Centrales procèdent à l'abaissement des taux d'intérêt afin de propulser à nouveau les économies, mais avec des bilans bancaires dégradés l'impulsion de la politique monétaire est fortement entravée. Lorsque l'obsession de se désendetter gagne tous les agents privés, les encaisses absorbent la monnaie injectée, en vue des échéances à venir. Une abstention de dépense caractérise les agents possédant des liquidités, dans l'espoir d'une baisse des prix ou alors pour satisfaire une aversion au risque, en procédant à des placements exclusifs en titres d'Etats. La crise globale du crédit a confirmé tous ces comportements. C'est donc l'Etat, se substituant aux agents privés qui ne veulent ou ne peuvent pas dépenser, qui est à même de soutenir la demande effective, en agissant en emprunteur de dernier ressort.

[1] Aglietta M. et Rigot S. : « Crise et rénovation de la finance », édition Odile Jacob, mars 2009, page 21.

C’est dans un segment particulier du marché hypothécaire américain que la crise de la titrisation a débuté, mais s’en est suivie une diffusion éclair des pertes dans l’ensemble du système financier occidental, révélant toute la véhémence du risque systémique. Cependant, les dysfonctionnements de la finance contemporaine ont été d’une importance telle que c’est *toute l’organisation du système financier qui est remise en cause*. C’est le *financement* de l’économie mondiale qui est mis en péril. Des réformes radicales doivent être apportées dans *la valorisation des actifs* et plus particulièrement dans *l’appréhension du risque*.

Keynes s’est posé une question fondamentale en analysant les dynamiques qui ont conduit à la crise de 1930, celle du *rôle indispensable que doit tenir la finance de marché dans l’immobilisation du capital pour le financement de l’économie*. Seulement, la finance est autoréférentielle et commandée par la liquidité des marchés, qui peut s’assécher et conduire à l’inquiétude des acteurs qui va déclencher la panique, si l’opinion commune qui dirige le comportement des acteurs vacille. Ce comportement est incompatible avec un financement adéquat de la croissance. En somme, la finance de marché doit être protégée de ses propres dérèglements, étant dans l’incapacité d’assumer les investissements longs et c’est l’Etat qui doit les prendre en charge et organiser une régulation financière. Pour cela, il est nécessaire pour Keynes de contrôler les mouvements de capitaux.

Afin de tenir compte de la situation financière de notre époque et dans le cadre du maintien de la globalisation financière, la solution de Keynes ne peut être retenue, d’autres réponses doivent être apportées à la question qu’il a formulée en posant cependant, le problème de l’organisation financière de l’après-crise. Car des acteurs financiers possédant le potentiel d’investisseurs de long terme existent dans la finance actuelle. Cependant ces acteurs, les investisseurs institutionnels (fonds de pension et compagnies d’assurance), les fondations et les fonds souverains se sont engouffrés dans le tourbillon du gain rapide et de la prise de risques multiples dont ils n’avaient même pas la maîtrise, ces investisseurs rappelons le sont censés avoir les engagements sociaux les plus longs et ce sont eux également qui collectent d’énormes montants d’épargne. Aspirés par les comportements dominants sous l’exigence des hauts rendements à court terme – le crédo des banques d’affaires –, ils se sont précipités dans le piège décrit par Keynes. Ce qui leur a valu d’énormes pertes dans la crise, sans qu’ils n’exercent aucune force de rappel stabilisatrice sur les marchés, en ayant un comportement *contrarian* et agissant en sens contraire du courant moutonnier.

Les organes d'Etat des pays émergents et ceux pétroliers, joints aux fonds publics occidentaux disposent d'une épargne qui va propulser les entités publiques au devant de la scène financière internationale et leur faire retrouver leur suprématie sur la finance. C'est pour cette raison là justement que l'étude des investisseurs à long terme est si capitale.

C'est précisément autour d'une catégorie de ces investisseurs, en l'occurrence « les fonds souverains » que va s'articuler notre thème : « *Les fonds souverains et la régulation du capitalisme financer* ». Présentant un double intérêt, aussi bien sur le plan international que national, le sujet que nous avons choisi est non seulement d'actualité mais il contient également un questionnement se rapportant à la viabilité de la finance contemporaine et donc du capitalisme financier. Avec la survenance de la crise financière de 2007-2008, un changement du régime du crédit est à venir et donc immanquablement une modification des conditions de financement de la croissance. Ce qui renvoie automatiquement à la question fondamentale de savoir quels seront les nouveaux acteurs qui seront prépondérants dans une finance assainie du levier de crédit qui a été poussé à l'extrême.

Nous allons essayer de présenter un travail qui va s'agencer autour de la problématique suivante : « *Est-ce que les fonds souverains, acteurs de la finance contemporaine ont le potentiel et le profil d'investisseurs à long terme capables de participer à la réorganisation de la finance d'après-crise ? À la régulation du capitalisme financier, mis à mal par les comportements les plus extrêmes ayant conduit à une crise globale des plus dévastatrices depuis la fin de la seconde guerre mondiale ?* »

Une problématique à laquelle nous posons une hypothèse à confirmer ou à infirmer :

- Dans une finance où la capacité d'endettement sera structurellement réduite, le rôle que tiendront les fonds souverains pour l'apport de fonds propres sera important.

Nous allons essayer d'apporter des éléments de réponse à notre problématique en scindant notre travail en trois chapitres, où nous allons appréhender la montée en puissance des fonds souverains considérés comme un nouvel acteur de la finance internationale. Dans un premier temps en remontant dans l'histoire pour essayer de comprendre l'émergence du phénomène des fonds souverains : nous présenterons d'abord dans un cadre conceptuel le financement de l'économie, en invoquant les deux modes de financement prévalant dans la finance indirecte et directe, tout en analysant l'évolution des systèmes financiers (section 1

chapitre I), nous essayerons ensuite d'explorer la genèse des fonds souverains, d'abord en établissant une vue globale sur une partie des sources de financement de l'économie, en présentant la grande classe des investisseurs de long terme à laquelle ils appartiennent et puis, les dynamiques qui ont été à l'origine de leur création (section 2 chapitre I); dans un second temps, nous affinerons la présentation de ces fonds en les identifiant : Qui sont-ils ? Quelle typologie pouvons-nous leur attribuer ? Quel est leur cadre institutionnel ? (section 1 chapitre II) et puis nous aborderons les réactions offensives de la scène internationale occidentale face aux investissements des fonds souverains sur son territoire, mais surtout les deux apports de l'OCDE ainsi que le FMI en élaborant un ensemble de bonnes pratiques du côté des fonds souverains et celui des pays récipiendaires (section 2 chapitre II). Enfin, nous ferons une esquisse des stratégies d'allocation des actifs adoptées par les fonds souverains et ce, sous leurs divers profils d'engagements, en invoquant les errements des contrats de délégation de gestion qui ont conduit à l'institutionnalisation du court terme (section 1 chapitre III) qui va constituer une première réponse à la problématique que nous avons posée, avant de finir avec une seconde et dernière réponse se rapportant au comportement qui a été adopté par les fonds souverains dans l'économie mondiale avant que la crise financière mondiale de 2008 ne survienne, pendant et après l'éclatement de cette dernière (section 2 chapitre III).

Chapitre I : Remontée dans l'histoire pour comprendre le phénomène des « fonds souverains »

Introduction du Chapitre I :

Le modèle de financement de l'économie mondiale s'est transformé sous l'ère de la mondialisation financière. Du modèle de la banque de détail où *« les crédits sont initiés et les risques portés »* – ayant prédominé depuis la deuxième guerre mondiale et durant plusieurs années –, il y a eu passage au modèle de la banque d'investissement, où *« les crédits sont initiés et les risques vendus »*. Et c'est ce modèle précisément qui a conduit à la crise financière la plus dévastatrice de l'après-guerre.

Plusieurs économistes émérites, sont d'avis que la finance de l'après crise verra monter en puissance *les investisseurs à long terme*, car capables de maîtriser le risque. Un basculement du financement des économies du modèle de crédit vers celui des investisseurs à long terme, serait une évolution capitale à venir. Les fonds souverains faisant partie intégrante de cette catégorie d'investisseurs, auront à jouer un rôle de plus en plus important.

Leur apparition est un phénomène complexe, elle ne peut être cantonnée à l'accumulation des réserves de change. Pour les deux tiers d'entre eux, ils succèdent, des décennies plus tard, aux flux de pétrodollars que les pays exportateurs de pétrole déposaient sur les marchés de l'eurodollar, des marchés offshore à Londres et au Luxembourg, ayant permis aux banques occidentales de les recycler en prêts consortiaux. Ces pays ont décidé de maîtriser directement les revenus qu'ils perçoivent de leurs exportations, en créant des fonds appelés souverains et en les alimentant avec les excédents qu'ils perçoivent. Le tiers restant des fonds existants, a émergé suite à une stratégie de croissance que les pays asiatiques ont adoptée après les affres de la crise financière qu'ils ont traversée en 1997. Une stratégie s'axant sur l'ouverture commerciale, visant une accumulation de réserves de change.

Section 1 : Le financement de l'économie

Depuis longtemps, les banques ont joué le rôle principal dans le financement des économies ; cependant, depuis plus de trente ans, on assiste à un vaste mouvement de transformation économique, sociale et technologique. En effet, l'expansion des marchés financiers et des mouvements de capitaux aux niveaux national et international, a conduit à l'apparition d'un marché unifié de l'argent sur la planète (phénomène de la globalisation

financière). Ainsi, les systèmes financiers se sont profondément transformés et par conséquent les sources de financement se sont multipliées.

Dans la présente section, nous présenterons les deux modes de financement, à savoir : le financement par crédits bancaires (la finance indirecte) et le financement par le marché (la finance directe), tout en analysant l'évolution des systèmes financiers.

1. Les différentes formes de financement d'une économie :

Il existe deux sources de financement, à savoir le financement interne (autofinancement) et le financement externe (par le système financier). Dans le premier cas, il s'agit pour les agents économiques d'autofinancer leurs achats d'actifs, c'est-à-dire utiliser leur épargne brute (bénéfice non distribué des sociétés, épargne accumulée des ménages).

Cependant, le financement interne, n'est généralement pas suffisant pour les entreprises et les administrations publiques, puisque leur capacité d'épargne ne couvre pas leurs investissements. Ils recourent d'ailleurs à la deuxième source de financement qui est le financement externe. Autrement dit, les agents à besoins de financement entrent en contact avec les agents à capacités de financement via le système financier composé des banques, des institutions de crédit et des marchés de capitaux. Dans ce cas, deux canaux de financement se présentent, à savoir le financement indirect et le financement direct.

1.1. La finance indirecte :

J.G. Gurley et E.S. Shaw définissent un mécanisme de la finance indirecte selon lequel, afin de satisfaire leurs besoins de financement, les emprunteurs ultimes émettent des titres primaires, souscrits par des entreprises financières qui se financent en émettant des titres secondaires négociables ou non négociables. C'est sur un processus d'intermédiation financière que repose ce mécanisme.

1.1.1. Principes et modalités de l'intermédiation financière :

Dans le mécanisme de la finance indirecte, les institutions financières exercent des activités d'intermédiation de bilan qui peuvent être monétaires ou non monétaires.

1.1.1.1. Les principes de l'intermédiation de bilan :

L'intermédiation de bilan est l'activité par laquelle, les institutions financières achètent des titres primaires émis par les agents non financiers qui ont des besoins de

financement et qui sont des emprunteurs ultimes et créent des créances sur elles-mêmes, sous la forme de titres secondaires ou indirects (ex. : obligations, dépôts bancaires). Cette activité se traduit par des variations des deux parties du bilan (ressources et emplois).

Autrement dit, les banques (ou toute autre entreprise financière) collectent les dépôts à court et long terme de leurs clients, qu'elles vont ensuite prêter aux agents à besoins de financement. Cette mise à disposition de capitaux, va être rémunérée par un intérêt qui est le prix de la monnaie et du renoncement à une utilisation immédiate de cet argent.

Le maillon central du mécanisme de la finance indirecte, est ainsi représenté par ces intermédiaires financiers. Ils émettent des titres de créances souscrits par les prêteurs ultimes ou encore attirent les dépôts de ces derniers en contrepartie d'engagements, afin de collecter des ressources financières. Ces ressources peuvent être complétées par celles de nature monétaire que certains intermédiaires ont le pouvoir de créer.

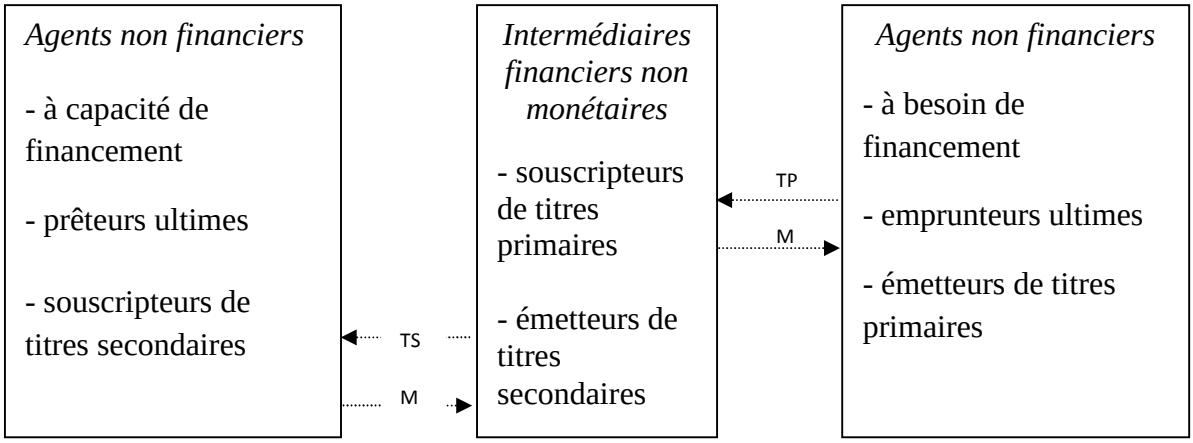
Les titres primaires que les agents à besoin de financement émettent sur le marché financier (actions, obligations, titres de créances divers), sont achetés par les intermédiaires en utilisant les moyens financiers ainsi constitués ou qu'ils créent au bénéfice des intermédiaires (ex. : reconnaissances de dette pour les crédits bancaires aux ménages).

L'intermédiation financière peut prendre deux natures, soit monétaire, soit non monétaire.

1.1.1.2. L'intermédiation financière non monétaire :

Dans le cas de l'intermédiation financière non monétaire, les titres primaires (TP) émis par des agents non financiers à besoin de financement sont achetés par les institutions financières, en contrepartie de versements monétaires (M). Ces institutions offrent des titres secondaires (TS), qui sont des créances non monétaires sur elles-mêmes aux agents non financiers à capacité de financement contre de la monnaie (M). Ce mécanisme peut être schématisé comme suit :

Figure 1 : L'intermédiation financière non monétaire



Source : Koenig G. : « Analyse monétaire et financière », édition Economica, Paris, 2000, page 28.

Selon le schéma précédent, on distingue deux types d'opérations que peuvent effectuer les intermédiaires financiers :

- « Achat des actions et des titres de créance (titres primaires) émis par les agents à besoin de financement (emprunteurs ultimes), en utilisant les ressources obtenues par la vente de parts, d'actions et d'autres engagements envers eux-mêmes (titres secondaires) aux agents à capacité de financement (prêteurs ultimes). Ces titres secondaires représentent des dettes non monétaires indirectes pour l'émetteur et des actifs financiers pour les détenteurs. Ils offrent aux prêteurs ultimes des services spécifiques, différents de ceux fournis par les titres primaires sous-jacents (ex. : services de liquidité rendus par les titres secondaires de très court terme émis par une institution qui a surtout acheté des titres à échéances longues).
- Accord de crédits aux agents à besoin de financement en utilisant des dépôts à terme confiés par les agents à capacité de financement. Les engagements des intermédiaires financiers envers les prêteurs ultimes qui correspondent aux dépôts de ces derniers représentent les titres secondaires. Quant aux engagements des emprunteurs ultimes qui sont les bénéficiaires des prêts, ils constituent les titres primaires »[2].

Les intermédiaires financiers selon leur nature, peuvent acheter des titres primaires ou céder des titres secondaires dans un éventail plus ou moins large. Le rôle de l'intermédiation non monétaire dans le financement de l'économie est expliqué d'une façon

[2] Koenig G. : « Analyse monétaire et financière », édition Economica, Paris, 2000, page 28.

simple par Gurley et Shaw. Ainsi, selon ces auteurs, les intermédiaires émettent des titres de créance (actifs non monétaires indirects) qui sont achetés par tous les agents à capacité de financement en contrepartie de la remise de monnaie scripturale. Cette monnaie est utilisée par les intermédiaires financiers pour l'acquisition des titres primaires émis par les agents à besoin de financement, qui dépensent les liquidités obtenues pour l'acquisition des biens et des services. En somme, la monnaie utilisée peut éventuellement revenir aux agents à capacité de financement, ce qui va leur permettre une reconstitution de leurs encaisses initiales, mais en ayant à disposition un portefeuille de titres secondaires plus important.

Au final, dans le processus de l'intermédiation financière non monétaire, il n'y a pas de *création monétaire*, les besoins de financement d'agents non financiers sont financés par l'épargne des agents à capacité de financement. Autrement dit, dans ce processus de financement, l'intervention du système monétaire n'est que pour l'assurance du règlement des opérations d'achat et de vente. Dans le cas contraire, il s'agit de l'intermédiation monétaire.

1.1.1.3. L'intermédiation financière monétaire :

Selon l'analyse de Gurley et Shaw, il y a beaucoup de similitude entre le principe de l'intermédiation financière monétaire et celui de l'intermédiation non monétaire. En effet, dans le cas de l'intermédiation monétaire, l'achat des titres primaires cédés par les agents à besoin de financement par les institutions qui gèrent des dépôts à vue, se fait avec de la *monnaie que ces dernières ont le pouvoir de créer*. Ces actifs monétaires sont des titres secondaires aisément transformables en moyens de paiements et acceptés par tous.

Les intermédiaires créent de la monnaie pour le bénéfice des agents à besoin de financement. Ces actifs sont acquis par des agents à capacité de financement, en contrepartie des biens auxquels ils renoncent et qu'ils cèdent aux agents à besoin de financement.

Il ressort que l'intermédiation monétaire aboutit à un résultat analogue à celui induit par l'intermédiation non monétaire vue plus haut (figure 1). Elle se traduit en effet, soit par une hausse des titres primaires détenus par les intermédiaires financiers monétaires et par un accroissement de leur endettement envers le secteur non financier ; soit par une augmentation des titres secondaires détenus par les agents à capacité de financement ; soit par une hausse de l'endettement ou par une baisse des créances des agents à besoin de financement qui ont cédé des titres primaires.

Toutefois, l'intermédiation monétaire se spécifie par rapport à l'intermédiation non monétaire, notamment dans la nature et le mode d'émission des titres secondaires. En effet, ces derniers correspondent, dans le premier cas, soit à de la monnaie externe soit interne selon la nature de leurs contreparties. La monnaie externe représente pour ses détenteurs une créance sur les émetteurs qui n'est pas compensée, dans leurs bilans, par un endettement. De ce fait, la variation de son montant modifie le patrimoine de ses détenteurs, ce qui influence leurs comportements. Quant à la monnaie interne, elle constitue une créance des résidents privés non financiers sur les émetteurs qui est contrebalancée par une dette envers ceux-ci. De ce fait, une hausse de son montant nominal n'affecte pas les patrimoines nets (créances-dettes) de ses détenteurs privés et de ses émetteurs. De plus, une variation du niveau général des prix ne provoque aucun transfert de richesse réelle entre les résidents non financiers et les institutions monétaires.

Au total, que ce soit par une intermédiation monétaire ou non monétaire, les institutions financières jouent un rôle important dans le financement dans une économie.

1.1.2. Rôles des intermédiaires financiers dans le financement économique :

Par leur intermédiation, les institutions financières remplissent plusieurs rôles ou fonctions qui leurs sont spécifiques. Elles sont en effet considérées comment étant une réponse aux imperfections des marchés financiers et permettent de réaliser des gains.

1.1.2.1. L'intermédiation financière : une réponse aux imperfections des marchés financiers :

Même dans une économie de marché de capitaux, l'intermédiation financière est aussi présente. Cette présence des institutions financières est principalement justifiée par l'existence, sur les marchés financiers, des coûts de transaction et des asymétries informationnelles (phénomène d'anti-sélection et d'aléa moral).

A. L'intermédiation financière réduit les coûts de transaction :

Le financement indirect permet des gains en termes de coûts de transaction qu'un appel direct aux marchés (Coase, 1937 ; Williamson, 1989). En effet, le recours aux intermédiaires financiers permet de réduire ou d'éliminer les coûts induits par les imperfections des marchés financiers, bien que ceux-ci se caractérisent par certains aspects qui se rapprochent des caractéristiques des marchés de concurrence pure et parfaite. Selon

l'analyse de Coase, les coûts de transaction résultant du fonctionnement des marchés qui assurent l'affectation des ressources financières, sont principalement formés par les coûts d'utilisation du système de prix et par les coûts de négociation des contrats.

Les agents individuels qui font appel direct aux marchés financiers, se trouvent dans l'obligation de chercher les informations nécessaires sur les conditions des échanges envisagés et de trouver les co-contractants et les produits désirés. De plus, ils doivent négocier et conclure des contrats séparés pour chaque catégorie de transactions. Pour remédier à ces insuffisances, les agents recourent aux intermédiaires financiers, qui permettent de réduire les coûts liés à la collecte des informations, ainsi qu'à la négociation et l'exécution des contrats.

En outre, l'existence des intermédiaires financiers permet également, de réduire les coûts résultant des informations incomplètes et asymétriques, qui sont fournies aux opérateurs dans un environnement incertain et qui peuvent être sources de comportements opportunistes.

B. L'intermédiation financière réduit l'asymétrie informationnelle :

Lors de la souscription de titres, les agents n'ont généralement pas les informations nécessaires sur les émetteurs afin d'apprécier les risques de leurs opérations. C'est à ce moment que certains comportements opportunistes apparaissent et consistent pour les agents à utiliser la ruse ou la tricherie, pour aboutir à des intérêts individuels. Cette asymétrie informationnelle s'explique par le phénomène d'anti-sélection (*adverse selection*) qui est source d'inefficience, puisqu'il peut empêcher la réalisation de transactions qui pourraient être bénéfiques pour les parties. Afin qu'elle soit éliminée des coûts de recherche d'informations sont nécessaires, mais ils peuvent être importants pour les souscripteurs. La présence des intermédiaires financiers permet d'avoir les informations dont les marchés ne disposent pas sur les activités et la solvabilité des emprunteurs, notamment parce que ces derniers sont leurs clients. Cette justification de l'existence des intermédiaires financiers n'est cependant pas incompatible avec le maintien des marchés financiers dans la mesure où les rôles des deux catégories d'institutions sont souvent complémentaires.

L'exécution des contrats financiers peut aussi laisser apparaître des comportements opportunistes. C'est ainsi que et d'une façon délibérée, un émetteur de titres peut provoquer certains événements pouvant justifier, selon les contrats, une réduction des droits des détenteurs d'actifs.

Il s'agit dans ce cas, du phénomène de l'aléa moral (*moral hazard*) qui peut être évité par un contrôle coûteux de l'activité de l'émetteur effectué par le prêteur individuel. Afin d'y remédier, les institutions financières constituent l'intermédiaire qui dispose de services spécialisés en utilisant des techniques adaptées et en effectuant un suivi régulier de l'exécution des contrats.

Au-delà des réductions des différents coûts que permet l'intermédiation financière, elle est également à l'origine d'importants gains pour l'économie.

1.1.2.2. L'intermédiation financière et la réalisation de gains :

D'importants gains sont liés à l'existence des intermédiaires financiers. Il s'agit principalement des gains dus à une internalisation des transactions financières ; à une activité de transformation financière ; à un accroissement des ressources financières ; à des économies d'échelle et aux spécialisations des activités financières.

A. L'intermédiation à l'origine de l'internalisation des transactions financières :

L'internalisation des transactions financières pour un intermédiaire financier – sans lequel elles passeraient par les marchés – consiste en l'émission d'une seule catégorie de titres secondaires, en contrepartie d'un achat de n titres primaires. Ainsi, les coûts engendrés par les n contrats d'achat de titres primaires vont être évités au prêteur ultime. Qui bénéficiera en outre des avantages conférés par la possession de titres secondaires.

B. L'intermédiation permet la transformation financière :

L'une des spécificités les plus saillantes des intermédiaires financiers est la fonction de transformation des échéances, des taux et des risques. Ils peuvent en effet émettre des titres secondaires à échéances plus courtes que celles des titres primaires, pouvant faire face aux demandes de remboursement de leurs dettes grâce à des ressources stables assurées par le nombre important de souscripteurs des titres qu'ils ont émis. Ainsi, ils peuvent satisfaire les emprunteurs ultimes qui demandent des ressources de long terme pour financer leurs investissements et les prêteurs ultimes qui, pour assurer leur liquidité, ne veulent céder leurs disponibilités qu'à court terme.

De plus, l'intermédiation financière permet une transformation des taux en finançant par des dépôts à taux d'intérêt fixe des prêts à taux variables. Comme elle permet également une transformation des risques en finançant des crédits à la consommation dont le risque de

remboursement est plus ou moins important, par des ressources monétaires qui ne renferment aucun risque.

C. L'intermédiation : un facteur d'accroissement des ressources de financement

L'accroissement des ressources de financement se réalise dans le cas d'une intermédiation financière monétaire qui permet de mettre à la disposition des agents à besoin de financement des ressources nouvelles, créées à cet effet. D'ailleurs, l'activité supplémentaire qu'autorise ce type de financement est susceptible d'engendrer des ressources qui permettent de rembourser les crédits.

D. Les intermédiaires financiers et la réalisation d'économies d'échelle :

L'importance des transactions qu'effectuent les intermédiaires financiers leur permet de réaliser des économies d'échelle qu'un simple opérateur individuel ne peut pas accomplir. En effet, comme dans l'économie industrielle, lorsque la production des services financiers augmente et les coûts de production diminuent, les institutions réalisent des économies d'échelle ayant pour origine :

- Premièrement, disposant d'importantes ressources, les institutions financières – intermédiaires financiers – peuvent acquérir des lots de titres primaires dont l'unité est plus grande que ce que pourrait acheter un individu. Un agent individuel va donc supporter des coûts fixes moyens de transaction plus faibles que ceux supportés par ces entités. En outre, les titres acquis par un intermédiaire sont susceptibles d'avoir une valeur unitaire plus élevée que celle de l'actif que peut acheter un individu dont les disponibilités sont limitées. C'est ainsi que la contrainte de l'indivisibilité de certains actifs peut être déviée par l'acquisition des titres secondaires par l'agent individuel, qui sont de valeur unitaire plus faible que les titres primaires. Il bénéficiera ainsi d'une façon indirecte des avantages, notamment fiscaux, attachés à la détention des actifs primaires de valeurs unitaires élevées.
- Deuxièmement, l'importance des ressources des intermédiaires financiers leur permet également de mieux se prémunir contre les risques financiers en diversifier leur portefeuille d'actifs et ce, contrairement à un agent individuel. Aussi, avec l'émission d'une catégorie de titres secondaires en contrepartie de ses titres primaires, l'intermédiaire financier permet aux prêteurs ultimes de tirer bénéfice des avantages de cette diversification.

E. Avantages de la spécialisation des intermédiaires financiers :

La spécialisation des intermédiaires financiers par type d'opérations ou par type de clientèle permet l'élaboration de services et de produits financiers bien adaptés aux exigences des prêteurs ultimes. Elle permet également une bonne connaissance et un bon suivi de la situation des emprunteurs ultimes grâce à des services économiques et juridiques. Les informations obtenues bénéficient aux détenteurs des titres secondaires qui peuvent ainsi mieux apprécier leurs risques.

Les agents économiques non financiers peuvent également se procurer des liquidités dont ils ont besoin sur les marchés de capitaux. Il s'agit selon l'analyse de Gurley et Shaw de la finance directe qui constitue un circuit court de financement et dans lequel les marchés financiers organisés jouent un rôle essentiel grâce aux nombreux avantages qu'ils procurent.

1.2. La finance directe :

Dans ce cas, les agents économiques se rencontrent sur le marché des capitaux. Ceux qui ont des besoins de financement émettent des titres de propriété ou de créance qui sont achetés par ceux qui ont des capacités de financement. Les prix de ces titres sont fixés à la rencontre de l'offre et de la demande des fonds prêtables.

1.2.1. Nature et rôle de la finance directe :

« La finance directe est un mécanisme de cession directe de titres primaires par les agents qui ont un besoin de financement et qui constituent les emprunteurs ultimes à ceux qui ont une capacité de financement et qui forment les prêteurs ultimes.

Les titres primaires incluent tous les titres de créances et de propriété qui sont émis par les agents non financiers. Dans le mécanisme de la finance directe, ils comprennent essentiellement :

- Les actions, les obligations et divers titres de créances émis par les entreprises non financières qui, du fait de l'insuffisance de leur autofinancement, ont des besoins des financements pour former du capital physique ;

- Les titres d'emprunt des collectivités locales et de l'Etat qui ont généralement un besoin de financement. »[3]

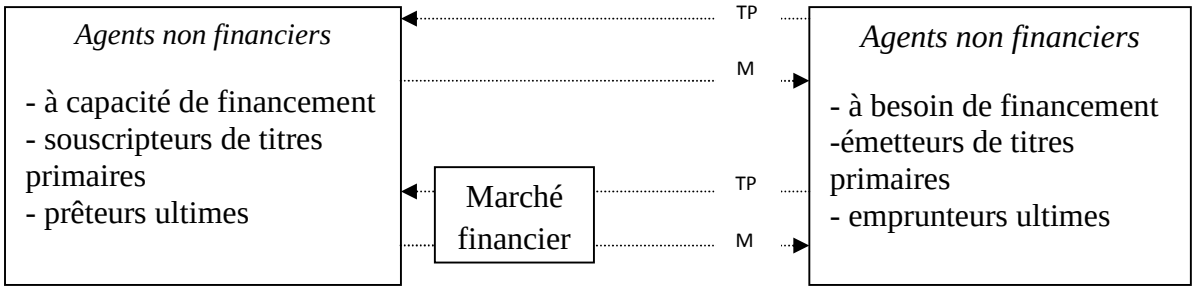
Les ménages en globalité ont toujours une capacité de financement qui va leur permettre l'acquisition de ces titres. Les entreprises non financières peuvent disposer éventuellement d'une telle capacité.

Selon Gurley et Shaw, la nature et le rôle de la finance directe peuvent être décrits comme suit : « Supposons que tous les agents ayant des besoins de financement vendent, pour un moment correspondant à leurs déficits, des titres primaires qui sont acquis par des agents à capacités de financement. Les premiers accroissent leurs engagements financiers et ils perçoivent de la monnaie déjà en circulation, alors que les seconds augmentent leurs créances financières et réduisent leurs encaisses. La monnaie dépensée par les premiers pour les achats de produits peut éventuellement revenir aux seconds à la faveur de l'accroissement de la production et des revenus. Dans ce cas, ces derniers reconstituent leurs encaisses initiales et disposent d'un patrimoine plus élevé grâce à la hausse du volume des titres primaires »[4].

1.2.2. Mécanisme de la finance directe :

Des relations directes entre les agents à besoin de financement et à capacité de financement sont établies dans le mécanisme de la finance directe et ce, dans le cadre de marchés financiers organisés ou à l'occasion d'opérations de gré à gré effectuées en dehors de tels marchés. Ainsi, les emprunteurs ultimes qui sont des agents à besoin de financement émettent des titres primaires (TP) en contrepartie de ressources monétaires (M) en provenance des prêteurs ultimes qui ont des capacités de financement. Ces différents flux sont schématisés dans la figure suivante :

Figure 2 : Les circuits de la finance directe



Source : Koenig G. : « Analyse monétaire et financière », Edition Economica, Paris, 2000, page 25.

[3] Koenig G. : Op. citée, page 24.
[4] Koenig G. : Op. citée, page 25.

D’après la figure ci-dessus, on distingue deux canaux de financement : le financement de gré à gré et le financement sur les marchés financiers.

1.2.2.1. Le financement direct de gré à gré :

Dans le financement direct de gré à gré, il y a rencontre directe entre des agents à besoin de financement – vendant des titres primaires pour avoir des ressources monétaires – et des agents à capacité de financement – en position d’acquisition de ces titres (flux direct TP) avec de la monnaie (flux direct M) –. Citons l’exemple des prêts et des apports effectués par les actionnaires à leurs entreprises ou encore celui des crédits inter-entreprises.

Cependant, l’essentiel des opérations de la finance directe s’effectue dans le second cas ; c’est-à-dire, dans des marchés financiers organisés sur le plan institutionnel.

1.2.2.2. Le financement sur les marchés financiers :

Les agents à besoin de financement émettent des titres primaires sur les marchés financiers afin de trouver des ressources (flux TP passant par le marché). En souscrivant à ces émissions, les agents à capacité de financement procèdent au placement de leurs excédents financiers (flux M passant par le marché). Ces opérations concernent essentiellement les agents non financiers.

Les institutions financières peuvent également intervenir sur le marché financier pour leur propre compte en achetant ou et vendant des titres. Mais, c’est surtout par des opérations de *courtage* que ces intermédiaires permettent de rapprocher les acheteurs et les vendeurs sur ces marchés et aussi par des opérations de *trading* par lesquelles ils achètent des titres à des agents non financiers pour les revendre à d’autres. Il s’agit de l’intermédiation de marché qui permet une amélioration de l’affectation des ressources sur les marchés.

1.2.3. Les avantages des marchés financiers dans la finance directe :

Selon Koenig (2000), les marchés financiers présentent plusieurs avantages qui peuvent être regroupés en quatre catégories :

1.2.3.1. Assurer la négociabilité des titres :

Cet avantage résulte de la division du marché financier en deux compartiments : un marché primaire qui abrite les émissions des actions et des obligations et un marché

secondaire (marché boursier) où ces titres sont négociés. Il y a complémentarité de ces deux marchés, car les agents n'achètent de titres nouveaux que si leur liquidation est possible en cas de besoin. C'est un avantage qui fait défaut aux opérations inter-entreprises ou encore celles inter-personnelles qui se dénouent généralement à l'échéance des titres.

1.2.3.2. Faciliter l'accès aux ressources et placements financiers :

Les marchés financiers fournissent tous les renseignements sur le volume du financement offert et demandé. Leur fonctionnent est établi selon des règles connues de tous, ce qui permet de réduire ou d'éviter les coûts en temps et en moyens matériels qui incombent aux opérateurs pour l'obtention des informations sur les conditions des échanges et afin de trouver les co-contractants désirés.

Les marchés financiers offrent également des gammes diversifiées d'actifs pouvant répondre à un large éventail de besoins et des titres standards (montants, échéances, taux d'intérêt), évitant ainsi les coûts élevés induits par l'élaboration de contrats spécifiques dans les opérations personnelles.

1.2.3.3. Définir des taux d'intérêt d'équilibre des titres échangés :

Les agents qui désirent intervenir sur les marchés financiers peuvent se référer à des taux d'intérêt d'équilibre des titres échangés fournis par ces derniers. « Si ces taux et les prix des actifs qui leur correspondent reflètent à tout instant toutes les informations pertinentes disponibles, y compris celles de nature confidentielle, ils traduisent une efficience informationnelle forte des marchés sur lesquels ils sont formés. S'ils intègrent les informations sur les prix passés ou toutes celles publiquement disponibles portant sur les événements passés, courants et anticipés, ils caractérisent une forme faible ou semi-forte d'efficience »[5].

1.2.3.4. Eliminer ou réduire certains risques :

Les marchés financiers permettent aux opérateurs la réduction ou l'élimination de certains risques, comme par exemple le risque de défaillance des emprunteurs, le risque de variation des taux d'intérêt, ou encore le risque de change. Cet avantage résulte :

[5] Koenig G. : Op. citée, page 26.

- De la surveillance et du contrôle des opérations financières, qui sont assurés en France par exemple, par la Commission des Opérations en Bourse (COB) qui est chargée de la protection de l'épargne ;
- Du développement des marchés de produits dérivés, c'est-à-dire d'actifs financiers dont la valeur dépend du prix d'autres actifs appelés sous-jacents.

Ainsi, en France par exemple, la création du marché à terme international de France (MATIF) en 1986 permet la protection des détenteurs d'obligations contre les risques de variations non désirées des taux d'intérêt par un recours à des opérations de couverture à terme ferme (les opérateurs sont dans l'obligation de procéder à des transactions prévues au terme des contrats aux prix fixés d'avance). Il est de même pour le marché des options négociables de la bourse de Paris (MONEP) créé en 1987 qui assure une certaine protection contre une variation défavorable des prix des actions par des opérations à terme conditionnelles (les opérateurs ont le choix d'exercer ou non leurs droits d'achats ou de ventes au terme des contrats).

Dans une économie donnée, si le financement se fait principalement par crédits bancaires on parlera d'une économie d'endettement ; si par contre, le financement se fait essentiellement par les marchés financiers, on parlera alors d'une économie de marché.

2. Types d'économies en fonction du mode de financement :

La référence à deux types d'économies en matière de financement remonte à une distinction établie en 1974 par John Richard Hicks.

2.1. Distinction entre économie d'endettement et économie de marchés financiers :

La distinction faite par Hicks est basée sur le mode de financement qui prédomine dans un pays donné. Il distingue en effet deux types d'économies : des économies d'endettement et administrées et des économies de marchés de capitaux.

2.1.1. Economie d'endettement et prédominance de la finance indirecte :

Une économie d'endettement est une économie où la finance indirecte prime par rapport aux autres types de financement. Le financement de l'économie se fait principalement par crédits bancaires. Dans une telle économie, les agents économiques à besoin de

financement ont essentiellement ou exclusivement recours au financement externe indirect. Le rôle des intermédiaires financiers, notamment les banques, est déterminant.

2.1.1.1. L'organisation du financement dans une économie d'endettement :

Dans toute économie d'endettement, l'organisation du financement avantage le rôle des intermédiaires financiers et leur garantit un refinancement quasi-automatique.

A. Le financement des entreprises financières et non financières :

Les marchés financiers ne captent pas assez l'épargne des ménages. Ce qui amène les entreprises non financières afin de couvrir leurs besoins – en partie alimentés par l'autofinancement qui est insuffisant –, de recourir aux intermédiaires financiers pour l'obtention de crédits pour leur financement.

Quant aux établissements de crédit, ils sont dits « en Banque », puisqu'ils sont structurellement endettés à l'égard de la Banque Centrale qui s'emploie à la satisfaction de l'essentiel de leurs besoins de refinancement. Et ce, pour cause de l'insuffisance des ressources disponibles sur le marché monétaire. Un marché qui n'est généralement ouvert qu'aux institutions financières offrant leurs excédents de trésorerie à celles déficitaires.

B. Le refinancement bancaire et le diviseur de crédit :

Dans une économie d'endettement, où les crédits sont concédés par les banques en amont à leur refinancement auprès de la Banque Centrale, cette dernière assure quasi-automatiquement le refinancement des banques secondaires pour ne pas les mettre en difficulté et provoquer ainsi une crise de confiance. La Banque Centrale étant considérée dans ce cas, comme un prêteur en dernier ressort contraint. Autrement dit, la logique du système d'une économie d'endettement astreint la Banque Centrale à résoudre les problèmes de liquidité pour éviter les paniques monétaires.

« Le quasi-automatisme du refinancement implique que la distribution des crédits et la création monétaire qu'elle induit sont fondées sur le mécanisme du *diviseur de crédit* […]. Dans ce mécanisme, le montant des crédits détermine celui des ressources que les banques doivent se procurer et qu'elles peuvent obtenir facilement à condition d'en accepter le coût »[6].

[6] Koenig G. : Op. citée, page 35.

2.1.1.2. Les modalités de la politique monétaire dans une économie d'endettement :

Le volume du refinancement ne peut être contrôlé par la Banque Centrale du fait qu'elle est dans l'obligation de refinancer les crédits accordés par le système bancaire au préalable. En effet, afin de contrôler l'évolution monétaire induite par les opérations de crédits bancaires, la Banque Centrale agit d'abord sur les taux d'intérêt et encore sur le volume des crédits accordés – si la première intervention s'avère non efficace – (encadrement du crédit).

A. Le contrôle des taux d'intérêt des crédits :

Le contrôle des taux d'intérêt des crédits bancaires se fait par la Banque centrale sur le marché monétaire en fixant un taux directeur dont la variation conditionne celles des taux du marché interbancaire qui se répercutent sur le taux de base bancaire[7], ainsi que sur les conditions débitrices appliquées à la clientèle bancaire.

Dans le cas d'une demande de crédits jugée démesurée, les autorités monétaires augmentent le taux d'intérêt du refinancement dans le but d'obtenir une hausse sensible du taux débiteur des banques sans que l'augmentation des taux d'intérêt exerce un effet conséquent sur le patrimoine des demandeurs de crédits. Cependant, les autorités peuvent renoncer à une hausse trop importante des taux d'intérêt pour éviter de mettre en difficultés certaines banques.

Afin de remédier aux limites que présente cette action, les autorités monétaires recourent à *l'encadrement du crédit*, qui est une autre action permettant, dans une économie d'endettement, de contrôler le volume de la masse monétaire.

B. L'encadrement du crédit :

Dans ce cadre, les banques commerciales sont obligées de constituer auprès de la Banque Centrale, des réserves supplémentaires non rémunérées dont le montant représente une fraction du volume des crédits accordés aux résidents et ce, dans le cas où ce volume dépasse une norme déterminée.

Ces réserves augmentent à un taux très progressif au fur et à mesure que la différence entre l'augmentation effective des crédits et celle définie par la norme s'accroît, ce qui rend ce système décourageant.

[7] Le taux de base bancaire est le taux de référence appliqué aux meilleurs clients.

« … Un rationnement du crédit se manifeste si, pour un taux d'intérêt donné, les prêteurs offrent des ressources d'un montant inférieur à celui qui est demandé et si les demandeurs ne peuvent pas obtenir des crédits supplémentaires en acceptant une hausse du taux d'intérêt »[8].

Contrairement à une économie d'endettement, une économie de marchés financiers se caractérise principalement par des financements via les marchés de capitaux en émettant ou en souscrivant à des titres et par une flexibilité des taux.

2.1.2. Economie de marché et prédominance de la finance directe :

Une économie de marchés de capitaux se caractérise par le recours principal au financement externe direct. Les marchés permettent aux agents emprunteurs d'obtenir des prêts des agents à capacité de financement. Cette catégorie d'économie présente les caractéristiques suivantes :

2.1.2.1. Le recours des entreprises non financières et financières aux marchés de capitaux :

Dans une économie de marchés financiers, les agents non financiers a besoin de financement financent essentiellement leurs investissements grâce à leur autofinancement et aux émissions d'actions et obligations sur de vastes marchés financiers alimentés directement ou indirectement par l'épargne des agents à capacité de financement. En revanche, afin de satisfaire leurs besoins de liquidités de court terme, ces agents recourent, au moins partiellement, à la vente de titres négociables sur un marché monétaire largement ouvert aux agents financiers et non financiers. L'émission de titres négociables sur un marché secondaire permet de capter des fonds traduisant un mouvement de mobiliérisation dont le taux[9] – dans une économie de marchés financiers – est généralement très élevé.

Aussi, les besoins de liquidités des institutions bancaires sont financés par le recours à un marché monétaire bien alimenté. Les actifs détenus par ces institutions ont généralement un risque faible et bénéficient d'une liquidité élevée. Il s'agit notamment des titres privés – tels que les certificats de dépôts négociables – et des titres publics.

[8] Koenig G. : Op. citée, page 35.
[9] Le rapport entre les financements par titres des agents à besoin de financement et la somme des financements par titres et par crédits.

Les banques commerciales peuvent également recourir à la Banque Centrale afin de se refinancer. Dans ce cas là et contrairement à une économie d'endettement, la Banque Centrale peut être considérée comme un prêteur en dernier ressort non contraint. Ces banques primaires sont dites « hors Banque » du fait de leur indépendance vis-à-vis de la Banque Centrale. Cependant, le recours au refinancement assuré par la Banque Centrale ne se fait que rarement et à titre transitoire pour certaines économies – notamment celle des Etats-Unis –.

2.1.2.2. Les actions de la politique monétaire dans une économie de marchés financiers :

Les autorités monétaires recourent au mécanisme du multiplicateur de base monétaire – dans une économie de marchés financiers – afin d'influencer les taux d'intérêt et agir sur les liquidités bancaires.

A. Action sur les taux d'intérêt :

Grâce à la flexibilité des taux d'intérêt et au décloisonnement des marchés, la politique des taux d'intérêt est plus efficace dans une économie de marché. En effet, les taux d'intérêt sont déterminés sur les différents compartiments du marché des capitaux en confrontant l'offre et la demande d'actifs. Ces compartiments ne sont pas étanches, ce qui permet une forte substitution des actifs et une bonne transmission des impulsions monétaires.

« Dans ce contexte, une politique d' *open market* qui influence directement le taux d'intérêt formé sur le compartiment de court terme du marché des capitaux agit sur les taux d'intérêt des autres compartiments à la faveur des arbitrages financiers effectués par les opérateurs »[10].

Ainsi, un achat de titres publics dans le cadre de la politique d'*open market* va réduire le taux d'intérêt de court terme et conduira par conséquent les agents économiques non financiers à se reporter sur les titres de long terme. Ce qui va d'un côté, augmenter les prix de ces derniers et avoir une action sur le patrimoine positive qui peut être importante, du fait de la détention des agents non financiers de portefeuilles financiers volumineux. Et de l'autre, baisser le taux d'intérêt de long terme favorisant ainsi les investissements. Inversement, les banques sont encouragées par la baisse du taux d'intérêt de court terme à

[10] Koenig G. : Op. citée, page 40.

augmenter les crédits de court terme, qui vont avoir un rendement relativement plus élevé par rapport aux titres composant leurs portefeuilles.

B. Action sur les liquidités bancaires et le multiplicateur de base monétaire :

Contrairement à la politique du diviseur selon lequel le montant des crédits détermine le volume du refinancement que le système bancaire doit se procurer, dans le processus du multiplicateur, c'est la monnaie centrale[11] constituant la base monétaire, qui détermine le volume de la monnaie qui peut être créée par des opérations de crédit.

Selon cette logique, la politique monétaire peut influencer la valeur de la masse monétaire M (billets et dépôts bancaires) soit en agissant sur la base monétaire, soit en modifiant la valeur du multiplicateur par un changement du taux de réserves obligatoires. Ces deux actions permettent d'accroître ou de diminuer la capacité des banques d'accorder des crédits à l'économie par leurs effets sur les liquidités bancaires.

Au total, il y a eu un développement de l'intermédiation bancaire parallèlement au développement des marchés financiers avec l'émergence de nouveaux autres acteurs. Cette situation s'est traduite par un passage d'un système d'économie d'endettement à un système d'économie de marchés. L'évolution des systèmes financiers est un point que nous allons essayer de traiter ci-après.

2.2. Evolution des systèmes financiers :

C'est l'accélération des innovations financières ainsi que la volonté de réforme des autorités publiques qui ont induit une profonde évolution des systèmes financiers. Jusqu'au début des années 1980, la prédominance des banques faisait distinguer des économies d'endettement administrées – à l'exemple de la France ou encore le Japon – où les marchés de capitaux n'étaient pas développés. Aujourd'hui, la poursuite de l'expansion des marchés financiers est corollaire de celle de l'intermédiation. Dans le processus d'évolution des systèmes financiers, s'est inscrit un lien de complémentarité entre banques et marchés, induit par la mutation financière.

[11] Est une monnaie à haute puissance, elle est émise par la Banque centrale en contrepartie du stock d'or et de devises, des créances nettes sur le Trésor et des concours aux établissements de crédit.

2.2.1. Complémentarité entre banques et marchés :

Au-delà des transformations des fonctions d'un système financier, notamment les transferts de ressources, la gestion des risques, … c'est la transformation, dans le temps, des institutions, notamment les banques, les compagnies d'assurance, les gestionnaires d'actifs, … qui caractérise la dynamique des systèmes financiers. Toutes ces institutions remplissent les fonctions de base d'un système financier, mais selon des modalités profondément diversifiées par l'innovation financière. C'est ainsi que leur périmètre d'activité a évolué considérablement avec le temps : à titre d'exemple, les groupes bancaires multispécialisés se développant depuis les années 1980 et 1990, sont très différents des banques commerciales ou les banques d'affaires spécialisées de la France du 19ème siècle.

La coexistence des banques et des marchés, fait qu'ils remplissent les mêmes fonctions, cela dit de manière non similaire. « La banque mutualise et internalise la gestion des risques, tandis que cette dernière s'opère par diversification et externalisation sur les marchés […]. Quand il est réalisé par la banque, le transfert des ressources s'effectue sur la base d'une information privée et dans le cadre de relations de long terme personnalisées alors que, sur le marché, ce transfert s'appuie sur l'information publique que véhiculent les prix, dans le cadre de relations anonymes … D'ailleurs, ce sont bien ces différences qui fondent la complémentarité des banques et des marchés dans l'exercice des mêmes fonctions »[12].

2.2.2. Les déterminants de la combinaison banque/marché :

Il y a disparité selon les pays du poids relatif que prennent les institutions remplissant les fonctions du système financier. La combinaison banque/marché va ainsi différer d'un pays à l'autre, du fait de sa dépendance de nombreux facteurs en liaison au système productif, au cadre juridique prévalant ainsi qu'à un ensemble de déterminants d'ordre institutionnel.

Le financement d'une PME ne se fait pas de la même façon que celui d'une firme multinationale. La structure du financement est profondément influencée par le degré de concentration du système productif, ainsi que sa plus ou moins grande spécialisation dans des secteurs d'activités donnés. Le financement du marché est standard, le financement bancaire par contre, conviendrait pour des relations de financement personnalisées et à long terme ; ce qui est plus approprié pour le financement des PME, par exemple.

[12] Plihon D., Couppey-Soubeyran J. et Saïdane D. : « Banques, acteurs de la globalisation financière », Les études de la Documentation Française, N°5232, 2006, page 41.

Le système juridique d'un pays est également un des paramètres influençant la combinaison banque/marché. Ainsi, le système juridique anglo-saxon serait beaucoup plus favorable pour le développement des marchés de titres, à l'opposé du système juridique français, qui se traduit par un plus grand poids pour les banques.

Par ailleurs, il y a plusieurs déterminants d'ordre institutionnel, notamment la structure du marché de travail, la protection sociale, les régimes de retraite, … qui influencent profondément la structure du financement d'un pays. En effet, en prenant l'exemple des régimes de retraite, quand les salariés n'ont pas une assurance sociale qui les couvre totalement, ils se trouvent dans l'obligation de soustraire à un complément, comme c'est le cas au Royaume-Uni ou encore aux Etats-Unis. Dans ces pays là, l'essor qu'ont pris les assurances vie et les fonds de pension est parfaitement fondé. Des institutions activant dans de vastes marchés de capitaux.

Au total, tous ces facteurs sont autant d'éléments qui différencient la combinaison banque/marché d'un pays à l'autre. Ce qui est à retenir, c'est l'intensification du lien entre banques et marchés dans le cadre du développement des systèmes financiers. En effet, tandis que dans les économies d'endettement administrées, les marchés sont exclus en tant qu'institutions – avec une quasi inexistence de Bourse de valeurs et la réservation exclusive du marché monétaire aux banques – et en tant que mode de régulation – concurrence non développée, des prix fixés administrativement – ; les systèmes financiers actuels montrent que les marchés décloisonnés et ouverts à tous les agents économiques, ne sont pas en mesure d'exclure les banques et autres intermédiaires financiers, car ils sont essentiels à leur bon fonctionnement et à la poursuite de leur expansion.

2.2.3. Quelle convergence des systèmes financiers ?

Actuellement, l'intermédiation financière et les marchés de capitaux se développent d'une manière corollaire. On désigne d' « économies de marchés de capitaux », les systèmes financiers des pays développés. Ce sont des systèmes financiers libéralisés, dont la caractéristique principale est la prépondérance des marchés pour les placements et dans les financements. « Pour autant, ces systèmes ne sont :

- ni déréglementés. Certes, le capital des banques n'appartient plus à la puissance publique. L'encadrement du crédit a disparu, de même que le contrôle des changes. Les cloisonnements institutionnels ont volé en éclats depuis la banque universelle, la bancassurance, les

conglomérats financiers, … Mais les intermédiaires financiers sont soumis, depuis la fin des années 1980, à des exigences réglementaires de solvabilité qui, depuis, n'ont cessé d'évoluer […]. Ils sont désormais partie prenante dans la définition de ces normes de gestion et se soumettent à la pression des marchés ;

- ni désintermédiés. Au sein de marchés de capitaux développés, l'intermédiation des financements et des placements n'a pas perdu en importance. C'est la nature de l'intermédiation qui a profondément évolué. L'intermédiation des financements ne consiste plus seulement en des crédits, mais aussi en des titres détenus par les intermédiaires financiers. Quant à celle des placements, elle n'est plus seulement faite dans des dépôts liquides et peu ou pas rémunérés, mais également dans des produits adossés à des investissements de marché. Avec la mutation financière s'est ainsi opérée une mise en relation très étroite des banques, de l'ensemble des intermédiaires financiers et des marchés ;
- ni uniformes. La mutation financière a largement brouillé la frontière entre les systèmes orientés marchés, dans lesquels on classait auparavant les pays anglo-saxons et les systèmes orientés banques, auxquels on rattachait le Japon et les pays d'Europe continentale. Les systèmes financiers développés sont hybrides : banques et marchés y sont étroitement imbriqués. Ce sont des « économies de marché intermédiées» »[13].

Au final, on peut dire que l'évolution des systèmes financiers s'est dirigée vers une hybridation résultat d'une articulation de plus en pus étroite entre l'intermédiation et les marchés. En effet, une grande capacité d'adaptation à leur environnement changeant a caractérisé les institutions bancaires et financières.

Le modèle de capitalisme financier qui a structuré l'économie mondiale jusqu'à l'avènement de la crise financière dévastatrice de 2007-2008, a été caractérisé par la présence d'acteurs majeurs qui sont les fonds d'investissement. Nous allons nous pencher à présent sur une des catégories de ces fonds, ceux de long terme.

Section 2 : Genèse des fonds souverains, investisseurs à long terme

La globalisation financière change de face, avec l'acquisition par les pays du Sud – les pays asiatiques, les pays du Golfe, la Russie –, d'une incroyable puissance financière. En effet, les pays émergents drainent une épargne d'un volume important, placée dans des institutions publiques ; par ailleurs, on assiste au développement des fonds publics

[13] Plihon D., Couppey-Soubeyran J. et Saïdane D. : « Banques, acteurs de la globalisation financière », Les études de la Documentation Française, N°5232, 2006, page 43.

occidentaux, qui sera marqué par les exigences croissantes de garanties pour les retraites. Ainsi, les entités publiques vont retrouver leur influence sur une finance malmenée par les excès de l'endettement qui ont été parrainés par les banques d'investissement.

Les fonds souverains sont des investisseurs gérant des actifs financiers dans une logique de long terme. Ils appartiennent donc à une catégorie d'investisseurs rationnels et bien répertoriés, dont l'utilité est fortement recherchée pour bien ordonnancer la finance internationale et ainsi réguler le capitalisme financier.

Dans un premier temps, nous allons tenter de présenter l'éventail des investisseurs financiers de long terme ; il s'agira par la suite de découvrir la genèse des fonds souverains.

1. Qui sont les investisseurs financiers à long terme ?

Nous traiterons d'abord du profil des investisseurs à long terme, en énumérant leurs caractéristiques ; avant de les répertorier par groupes afin de mieux apprécier le rôle qu'ils tiennent dans le monde de la finance.

1.1. Les caractéristiques des investisseurs financiers à long terme :

Le profil des investisseurs à long terme est très varié. Tous types d'investisseurs peuvent accéder aux marchés financiers globalisés. Toutefois, ils n'ont pas tous la même attitude. Nous pouvons déjà les distinguer par rapport à leur statut, en l'occurrence public et privé. Les investisseurs à long terme sont donc des acteurs publics ou privés, qui peuvent être regroupés selon au moins deux caractéristiques.

La première caractéristique est incontestablement l'**horizon d'investissement**. En effet, les marchés enregistrent une action simultanée de deux grandes catégories d'investisseurs, à savoir les investisseurs agissant sur une période de court terme (traders, hedge funds, private equity, fonds communs de placement,…) et les investisseurs dont les investissements portent sur une longue période (compagnies d'assurance, fonds de pension à prestations définies, fonds de dotations universitaires, fonds souverains, …).

La seconde caractéristique se rapporte à la structure de leur bilan et plus précisément **la nature du passif** qui va conditionner leurs objectifs. « Les investisseurs de long terme sont ceux dont les passifs stipulent une socialisation des risques. Les ressources d'épargne qui leur sont confiées sont directement collectives. Ils n'ont pas d'engagement de passif contractuel

vis-à-vis d'épargnants individuels. […] Ils ont une mission plus ou moins bien définie qui leur est confiée par un organisme de tutelle. D'autres investisseurs à long terme […] sont des collecteurs d'épargne contractuelle. Ils ont un engagement d'objectifs inscrit dans un contrat vis-à-vis de leurs mandants qui sont les ménages. Garantissant des revenus d'épargne dans un contexte d'incertitude et dans la longue durée »[14]. En somme, les investisseurs à long terme représentent des entités ayant des ressources constituées de fonds propres ou d'épargne contractuelle.

1.2. Les types d'investisseurs à long terme :

Les investisseurs à long terme forment une catégorie d'investisseurs, qui se superpose en partie seulement à celle des investisseurs institutionnels, mais elle contient encore des investisseurs non institutionnels, qui investissent à durée perpétuelle.

Trois types d'investisseurs ayant un passif qui détermine l'attribut de long terme sont à distinguer les uns des autres : Les investisseurs dont les engagements du passif sont importants et contractualisés. Ce sont les fonds de pension à prestations définies, les assureurs ; ceux dont les engagements du passif sont spécifiés dans le temps à l'instar des fonds publics de lissage des systèmes de retraite par répartition ; et enfin les investisseurs n'ayant aucun engagement contractuel de passif, qualifiés par certains économistes de *« fonds perpétuels »,* ce sont les fonds de dotation universitaire, les holdings ou les établissements publics, les fondations, les fonds souverains.

1.2.1. Les investisseurs à engagements de passif importants et contractualisés :

Ce sont des investisseurs à long terme contractuels, ils ont des engagements sociaux d'où les contraintes qui pèsent sur leurs passifs. Leur mission étant de « mutualiser les risques et les contraintes qui se produisent dans le cycle de vie des ménages de manière à fournir des protections collectives »[15].

1.2.1.1. Les fonds de pension :

Les fonds de pension sont des investisseurs institutionnels. Ils fournissent des revenus de retraite selon des plans de retraites publics – dont l'élaboration incombe aux

[14] Aglietta M. et Rigot S. : « Crise et rénovation de la finance », édition Odile Jacob, mars 2009, page 177.
[15] Aglietta M. : « Les fonds souverains et l'avenir du capitalisme », in « Fonds souverains : à nouvelle crise, nouvelle solution ? » s/d de Jean-Paul Betbèze, édition PUF, avril 2008, page 82.

gouvernements –, à partir d'une collecte d'épargne à long terme des employeurs et des salariés.

Les plans de retraites sont à ***prestations définies*** ou à ***cotisations définies***. Les fonds de pension adoptant un plan de retraite à prestations définies – ce sont ces fonds qui appartiennent à la catégorie des investisseurs de long terme – s'engagent à fournir des revenus de retraite en remplacement du salaire de fin de vie active. Ces revenus vont dépendre des années de cotisations ainsi que de l'évolution des salaires. Pour ceux qui adoptent un plan de retraite à cotisations définies, par contre, ils n'engagent les employeurs que pour des cotisations spécifiées. C'est ainsi que les revenus de retraites seront tributaires des cotisations des employeurs et des salariés ainsi que les résultats générés par les investissements du fonds, qui le plus souvent recherche des plus-values à court terme au lieu d'une gestion de long terme ; il n'y a plus de socialisation des risques, ils sont rejetés entièrement sur les salariés. Les plans de retraites à cotisations définies ne garantissent pas un revenu de retraite d'une façon formelle et c'est justement ce qui les distingue des plans à prestations définies. Le montant des pensions de retraite qui seront servies, sera insuffisant pour mener un niveau de vie décent et ce, par manque de contribution durant la vie active.

Ces dernières années, il a été enregistré une croissance continue des fonds de pension, un phénomène probablement renforcé par les difficultés de financement des systèmes de retraite, ainsi que l'engagement de plusieurs réformes de part le monde. Néanmoins, les fonds de pension à prestations définies sont à distinguer de ceux à cotisations définies. En effet, les premiers offrent plus de sécurité à leurs mandants, car ils opèrent selon une mutualisation intergénérationnelle du risque, ce n'est pas le cas de ceux à cotisations définies qui rejettent tout le risque sur les salariés. Durant les années ayant précédé la crise boursière des nouvelles technologies de 2001-2002, ces derniers étaient insuffisamment financés des sociétés auxquelles ils étaient rattachés, les dirigeants de ces entreprises avaient sous-évalué leurs cotisations, comptant sur une appréciation indéfinie des cours boursiers leur permettant de se rattraper sur le règlement de leurs cotisations. L'éclatement de la bulle des valeurs des nouvelles technologies a mis à mal ces sociétés là. En sus de l'avènement de *la juste valeur*, principe fondamental des nouvelles règles comptables IAS / IFRS, les fonds de pension n'avaient aucune chance de récupérer leurs pertes. Aussi, de profondes réformes ont été adoptées par les pays membres de l'Union Européenne quant à leurs fonds de pension à prestations définies, dont l'objectif est l'amélioration de la solvabilité de ces investisseurs

institutionnels, à l'instar du Royaume-Uni et des Pays-Bas. Quand aux Etats-Unis, les dirigeants d'entreprises ont procédé à une transformation des fonds à prestations définies en fonds à cotisations définies, rejetant ainsi toute forme de solidarité, en choisissant l'individualisation des risques, qui seront supportés par les ménages, les plus démunis contre des marchés financiers volatils à répercussions sur les revenus de retraite.

1.2.1.2. Les compagnies d'assurance :

Ce sont leurs contraintes réglementaires qui les distinguent des fonds de pension. L'avènement des nouvelles normes comptables a encore durci ces contraintes. De ce fait, les compagnies d'assurance se retrouvent avec des marges de manœuvre réduites pour la gestion de leurs actifs.

Pour se conformer à la loi, les compagnies d'assurance doivent réduire la proportion des actions au profit des obligations à long terme dans leurs portefeuilles, l'actif sera ainsi moins sensible aux fluctuations des marchés financiers.

1.2.2. Les investisseurs à engagements de passif spécifiés dans le temps :

Ces investisseurs sont représentés par *les fonds publics de lissage des systèmes de retraite par répartition*. Ils ne sont conçus qu'à titre transitoire, ils ne vont pas se perpétuer indéfiniment. Ils ont pour finalité la modération de la forte hausse à venir du taux de dépendance de la population non active sur les systèmes de retraite par répartition, résultant de l'arrivée à l'âge de la retraite de nombreuses personnes issues de l'explosion démographique qui a marqué le milieu du 20ème siècle. L'objectif attendu des investissements est la maximisation du surplus collectif qui viendra alimenter les caisses de retraites durant la phase de décaissement.

Nous pouvons citer à titre d'exemple, le fonds de lissage irlandais, ou encore le Fonds de réserve des retraites français dont la période retenue pour le décaissement est 2020-2040.

1.2.3. Les fonds perpétuels :

Ce sont des fonds qui n'ont pas d'engagement contractuel de passif, ayant pour objectif l'accumulation des actifs à long terme en préservant leur valeur réelle dans le temps. Aussi, l'alimentation d'un budget de dépenses en tirant des revenus des placements effectués. Enfin, pour certains d'entre eux, une prise de participations en capital encadrée par des

politiques publiques de développement économique. Ce sont les fonds de dotations universitaires, les holdings ou les établissements publics, les fondations, les fonds souverains. Nous avons choisi de présenter les fonds de dotations universitaires ci-après, en réservant l'axe principal du présent travail aux fonds souverains, qui sont de loin les plus importants parmi les fonds perpétuels. Ce sera tout au long des chapitres suivants.

1.2.3.1. Les fonds de dotations universitaires :

Appelés aussi *endowments,* les fonds de dotations universitaires gèrent des actifs importants sur le très long terme. Ils ont pour objectif la préservation de la valeur du capital sur un horizon indéterminé ainsi que l'alimentation d'un budget opérationnel (budget de recherches universitaires) à partir de flux de revenus stables.

Les plus importants fonds de dotations universitaires, sont respectivement ceux des Etats-Unis d'Amérique et de l'Angleterre. Les actifs sous gestion de ces fonds connaissent un taux de croissance soutenu, ce qui ne manquera pas de renforcer le poids des investisseurs de long terme.

Le tableau 1 ci-dessous, quantifie le poids des investisseurs de long terme face aux investisseurs institutionnels et nous donne ainsi un élément de comparaison du poids des actifs sous gestion des deux catégories. Ainsi à fin 2006, 2 800 milliards de dollars d'actifs étaient sous contrôle des fonds perpétuels et 29 300 milliards de dollars sous celui des investisseurs institutionnels avec engagement de passif contractuel, ce qui fait un total d'une valeur de 32 100 milliards de dollars d'actifs sous gestion d'investisseurs de long terme. Ceci contre 32 400 milliards de dollars d'actifs sous gestion d'investisseurs institutionnels sans engagement de passif à horizon d'investissement moyen à court, avec 19 300 milliards de dollars pour les fonds communs de placement, 10 800 milliards de dollars pour les fonds de pension à cotisations définies et 2 300 milliards de dollars pour les fonds spéculatifs, à savoir les *hedge funds* et les *private equity* (Aglietta M. & Rigot S., 2009).

Tableau 1 : Actifs sous gestion des investisseurs institutionnels et des investisseurs de long terme en 2006 (milliards de dollars)

<table>
<tr><td rowspan="2">Investisseurs institutionnels sans engagement de passif</td><td colspan="2">Investisseurs de long terme</td><td rowspan="2">Actifs sous gestion en milliards de dollars</td></tr>
<tr><td>Investisseurs institutionnels avec engagement de passif contractuel</td><td>Investisseurs sans engagement de passif contractuel</td></tr>
<tr><td>Fonds communs de placement</td><td></td><td></td><td>19 300</td></tr>
<tr><td>Fonds de pension à cotisations définies</td><td></td><td></td><td>10 800</td></tr>
<tr><td></td><td>Fonds de pension à prestations définies</td><td></td><td>10 800</td></tr>
<tr><td></td><td>Compagnies d’assurance</td><td></td><td>18 500</td></tr>
<tr><td></td><td></td><td>Fonds souverains & Fonds de réserves publics</td><td>2 500</td></tr>
<tr><td></td><td></td><td>Fonds de dotations universitaires</td><td>300</td></tr>
<tr><td rowspan="2">Total : 30 100</td><td>Total : 29 300</td><td>Total : 2 800</td><td rowspan="2">Total : 62 200</td></tr>
<tr><td colspan="2">Total investisseurs de long terme : 32 100</td></tr>
</table>

Source : Aglietta M. et Rigot S. : « Crise et rénovation de la finance », édition Odile Jacob, mars 2009, page 181.

La manière d’aborder l’incertitude est commune à tous les investisseurs financiers à long terme. Ils se démarquent nettement des *hedge funds* connus par leur *trading* agressif dans les marchés liquides pour enregistrer des profits d’arbitrage. Ils adoptent une allocation stratégique flexible dans le temps. Patients, leur objectif est d’obtenir « un rendement régulier et proche de la rentabilité économique du capital »[16], ce qui les distingue encore des *fonds de private equity* qui sont qualifiés de prédateurs dont l’objectif est l’extraction du maximum de cash flow des entreprises sur des périodes de court à moyen terme, faisant pression par leur poids actionnarial quant à la prise de décisions par rapport à l’endettement, aux restructurations et démantèlements de ces entreprises, qui sont nuisibles pour les investissements à long terme.

Les investisseurs financiers à long terme en s’engageant dans les entreprises leur apportent de la stabilité du capital. De même, leur influence est stabilisante sur les marchés de capitaux dans lesquels ils investissent. En effet, avec un horizon d’investissement de long

[16] Aglietta M. : « Les fonds souverains et l’avenir du capitalisme », in « Fonds souverains : à nouvelle crise, nouvelle solution ? » S/d de Jean-Paul Betbèze, édition PUF, avril 2008, page 82.

terme, ils peuvent absorber la volatilité financière en actionnant les forces de retour vers les valeurs fondamentales.

2. A l'origine de la création des fonds souverains :

A l'origine de l'existence des fonds souverains, nous retrouvons le recyclage des pétrodollars dans les années soixante ainsi que l'accumulation d'excédents commerciaux par les pays pétroliers et les pays asiatiques, vers la fin des années quatre-vingt-dix pour ces derniers.

2.1. Le recyclage des pétrodollars :

Le début de l'afflux des pétrodollars remonte à la première crise des prix du pétrole survenue en 1973-1974. En effet, le prix du baril de pétrole a quasiment quadruplé de 3 à 12 dollars le baril, générant pour les pays de l'Opep[17], une importante manne en dollars en quête d'investissement.

Dans le milieu des années 1960 déjà, des pays exportateurs de pétrole ont effectué des dépôts en dollars sur un marché offshore formé à Londres exclusivement pour les dépôts et prêts en dollars. C'était le marché de l'eurodollar bénéficiant d'une réglementation très avantageuse du gouvernement britannique, à la différence des marchés nationaux, dont les opérations étaient libellées en livre sterling, qui étaient strictement réglementés. En effet, dans le marché de l'eurodollar, il n'y avait pas d'obligation de dépôts minimums pour les prêts accordés en dollars, pas de contrôle des changes, pas de taxation des intérêts. Les banques effectuaient des emprunts à un coût plus faible qu'aux Etats-Unis, enregistrant de plus gros bénéfices. De plus, l'imposition de taxes sur les obligations étrangères et obligations de réserves minimales, stipulées par la législation américaine (l'Interest Equalization Act de 1963) dans le but de limiter les prêts à l'étranger, a poussé les banques américaines à l'installation de filiales à Londres pour contourner ces restrictions justement. Contribuant ainsi à l'essor du marché de l'eurodollar, qui a connu une croissance extraordinaire à la fin des années 1960 et au début des années 1970 avec l'ouverture de filiales à Londres des principales banques d'Europe Continentale, offrant une large gamme de possibilités de dépôts et de prêts en dollars. D'autres facteurs encore ont favorisé l'afflux de dollars sur le marché de

[17] L'Arabie saoudite, l'Iran, l'Irak, le Koweït, le Venezuela, le Qatar, l'Indonésie, la Libye, les Émirats arabes unis, l'Algérie, le Nigeria et l'Équateur.

l'eurodollar pour la même période, notamment les politiques anti-inflationnistes des pays à devise forte comme l'Allemagne et la Suisse, dressant des obstacles à l'entrée de capitaux étrangers dans leur pays.

Depuis la création du marché de l'eurodollar jusqu'au premier choc pétrolier en 1973, il a pu être enregistré une importante croissance des dépôts des pays exportateurs de pétrole sur ce marché. Cela se faisait d'une manière directe ou indirecte par l'intermédiaire des banques d'autres pays de l'Europe – notamment la Suisse –, qui réinvestissaient sur le marché de l'eurodollar les dépôts des pays exportateurs de pétrole à leur niveau, pour leur compétence en matière d'octroi de prêts sur le marché monétaire ou le marché de capitaux. Ils étaient estimés cependant à 12 % du total des dépôts en eurodollars et ce avant 1974, ce qui ne constituait pas un secteur important pour le marché de l'eurodollar. Ce fut les retombées de la hausse du prix du pétrole sur les économies européennes fortement dépendantes des importations du pétrole, qui a ancré une place importante pour les pétrodollars dans le marché de l'eurodollar. En effet, une augmentation de l'ordre de 100 % des dépôts des pays de l'Opep sur le marché de l'eurodollar a été enregistrée, seulement en une année – de 1973 à 1974 –.

A partir de l'année 1975, les pays exportateurs de pétrole ont commencé à changer la politique de placement de leurs liquidités, passant du court vers le long terme. En effet, en 1974 les pays de l'Opep ont investi 64 % de leurs excédents de paiement à court terme, ce taux a diminué jusqu'à 27 % en 1975. Ce changement dans l'horizon d'investissement des pays exportateurs de pétrole, peut d'abord s'expliquer par les rendements fiables qu'offrent les investissements de long terme (actions et obligations). Mais également par une politique monétaire expansionniste des pays européens et des Etats-Unis qui, en vue de relancer la croissance économique, ont procédé à une baisse importante du taux d'intérêt, ce qui a eu une incidence négative sur le rendement des dépôts à court terme.

L'analyse de la demande sur le marché de l'eurodollar révèle l'importance qu'a revêtue le recyclage des pétrodollars. Avec les dépôts à court terme des pays de l'Opep, des prêts ont pu être octroyés aux pays européens débiteurs dont les balances de paiement alors enregistraient d'importants déficits, par cause de la détérioration de leurs termes de l'échange. Avec les placements à long terme en actions et obligations des pays exportateurs de pétrole, des institutions internationales, tel que le FMI, ont pu bénéficier de prêts à long terme, développant ainsi leurs concours aux pays débiteurs. Les entreprises industrielles des pays

comme les Etats-Unis, l'Angleterre et l'Allemagne ont acquis des capitaux frais à long terme grâce aux investissements directs en actions des pays de l'Opep.

Entre 1974 et 1977, les banques européennes ont été confortées dans le refinancement des prêts à long terme à partir des dépôts de pétrodollars à court terme qui ne leur coûtaient pas cher et ce, malgré le risque de liquidité que renferme la transformation de dépôts à court terme en prêts à long terme. Grâce à leurs excédents de liquidités, les banques qui opéraient sur le marché de l'eurodollar ont accordé un nombre important de prêts à long terme. C'est ainsi que l'histoire a été marquée entre 1977 et 1978 par une inédite souscription à des volumes importants de prêts à long terme à des taux assez bas par des pays en développement d'Amérique Latine, d'Afrique et d'Asie, c'était des emprunteurs de deuxième rang qui ont pu accéder à des emprunts à long terme.

Avec la survenance du deuxième choc pétrolier de 1979-1980, l'impact de la forte hausse des prix pétroliers sur les pays industrialisés importateurs de pétrole a été tout autre. En adoptant des technologies d'efficience énergétique pour la substitution du pétrole, les pays occidentaux industrialisés ont pu développer une sorte de résilience face à la hausse des prix du pétrole. L'élasticité prix de la demande s'était considérablement améliorée, ce qui leur a permis d'ailleurs d'enregistrer même temporairement en 1978 – juste avant le deuxième choc pétrolier –, des excédents de leur balance des paiements. Après avoir investi sur le marché de l'eurodollar dans un premier temps – en 1979 et en 1980 –, les pays de l'Opep ont par la suite redirigé le plus gros des investissements de leurs excédents pétroliers en dehors de ce marché, principalement sur le long terme et en d'autres devises que le dollar. La hausse des taux d'intérêt réels par cause de la reprise de l'inflation et du courant monétariste, qui a gagné les Etats-Unis et l'Angleterre, a plongé les pays en développement dans une situation débitrice, devenant ainsi incapables d'assurer le service de leur dette. En 1981, Les pays de l'Opep ont retiré des dépôts à court terme d'une valeur importante du marché de l'eurodollar provoquant ainsi l'assèchement des ressources monétaires de ce dernier. En 1982 et 1983, ils ont réduit leurs dépôts sur le marché eurobancaire de sommes importantes, une grave pénurie de capital s'en est suivie. Ce qui a conduit à une restriction des concours bancaires aux emprunteurs de deuxième rang et à des défauts de remboursements des pays en développements endettés. Le deuxième choc pétrolier a ainsi aggravé le lourd endettement des pays en développement en altérant leur balance des paiements.

Au total, on peut dire que les pays exportateurs de pétrole par leur apport important de liquidités ont positivement influencé la disponibilité de prêts à court et à long terme grâce au recyclage des pétrodollars dans le milieu des années 70. Aujourd'hui et depuis déjà quelques années, ces mêmes pays et d'autres encore ont choisi d'investir eux-mêmes les excédents de leurs recettes d'exportation, en les accumulant dans des fonds, qu'on appelle *« fonds souverains »*.

Avant d'identifier ces fonds, on abordera dans le point ci-après, la croissance des excédents commerciaux et leur accumulation par les pays exportateurs de pétrole ainsi que les pays asiatiques, qui est à l'origine de la création des fonds souverains.

2.2. L'accumulation d'excédents commerciaux par les pays exportateurs de pétrole et les pays asiatiques :

Des excédents commerciaux considérables caractérisent l'économie mondiale actuelle. Ce sont les pays exportateurs de pétrole qui en bénéficient grâce à la hausse des prix pétroliers, ainsi que les pays asiatiques qui axent leur politique de développement sur les exportations.

La crise financière de 1997 ayant marqué les pays d'Asie, ces derniers au sortir de cette crise, ont adopté une stratégie de développement qui a transcendé la dynamique de leur croissance économique. En effet, le fondement de leur stratégie de croissance a été de dégager le maximum d'excédents commerciaux vis-à-vis du reste du monde, visant une accumulation des réserves de change. C'est une sorte d'auto assurance dont les pays asiatiques[18] se sont dotés pour se prémunir contre les retombées macro-économiques catastrophiques de crises similaires à celle qu'ils venaient de subir. Ils ont visé également, une diminution du recours à l'assistance financière de la communauté internationale. Pour ce, ces pays ont adopté une politique de change dont l'objectif était de limiter l'appréciation de leurs monnaies, leurs exportations s'en trouvaient ainsi incontestablement favorisées.

Depuis 1998 et chaque année, les pays asiatiques ont pu accumuler de très importants excédents de la balance des paiements. En 2006, ils ont atteint 6,6 % de leur produit intérieur brut. En sus d'une réception de flux d'investissements directs étrangers assez conséquents, l'abondance de l'épargne disponible dans ces pays devait impérativement trouver une contre

[18] Chine, Hong Kong, Macao, Philippines, Indonésie, Malaise, Corée du sud, Singapour, Taiwan, Thaïlande et Viêt-Nam.

partie en investissement. Or, avec des systèmes bancaires peu développés, les économies des pays asiatiques sont caractérisées par une insuffisante capacité de prise de risque d'investissement, comparativement à l'épargne abondante disponible. Aussi, ils ont tendance d'exporter leurs excédents d'épargne, en utilisant le levier de change. Tout particulièrement la Chine en phase de décollage économique pour qui, maintenir un taux de change sous-évalué apparaît comme une nécessité structurelle, afin de maintenir une croissance élevée et contrer les effets de sa capacité réduite à dépenser.

Pour les pays exportateurs de pétrole, c'est leur capacité d'absorption qui est réduite, une subite et forte augmentation de leurs revenus ne peut pas être suivie par leurs dépenses. Avec la vague récente de la hausse des prix du pétrole, les pays pétroliers ont consacré une moitié de l'excédent des recettes pétrolières à l'importation des biens et services et l'autre moitié en investissement sur les marchés financiers.

Le tableau 2 ci-après, reprend l'importante progression des réserves de change à l'échelle mondiale avec la représentation de quelques pays pétroliers et asiatiques et ce, entre l'année 1999 et l'année 2006.

Tableau 2 : Réserves officielles (en milliards de dollars US)

	Fin 1999	Fin 2006	Différence
Chine	158	1 068	910
Japon	287	880	593
Russie	8	296	288
Corée	74	234	160
Inde	33	171	138
Singapour	77	137	60
Brésil	35	86	51
Malaisie	31	82	51
Algérie	5	78	73
Mexique	32	76	44
Turquie	23	61	38
Libye	7	59	52
Nigeria	5	42	37
Total	775	3 270	2 495
Total tous pays (or exclu)	1 882	5 072	3 190
Total tous pays (or inclus)	2 163	5 624	3 461

Source : FMI, in Revue Futuribles n° 338, page 8.

Ainsi, de 1 882 milliards de dollars US enregistrées à la fin de l'année 1999, les réserves de change ont atteint 5 072 milliards de dollars US à la fin de l'année 2006. Soit une augmentation de 3 190 milliards de dollars US en sept (07) années seulement, ce qui est exponentiel comparé aux « normes habituellement fixées en terme de couverture des importations (trois mois), des dettes à court terme (100 %), de la masse monétaire M_2 – masse monétaire M1 (numéraire en circulation + dépôts à vue + comptes de transaction) à laquelle s'ajoutent les dépôts d'épargne – (5 % à 20 %)»[19].

L'accumulation des réserves de change n'est pas sans risque. D'abord, elle contient un effet inflationniste certain. C'est pour cela précisément, que beaucoup de pays qui en bénéficient, adoptent une politique de stérilisation qui vise à neutraliser cet effet par des opérations sur le marché monétaire national. Ces opérations sont le plus souvent l'émission de dette publique, à l'instar des bons du Trésor émis par les pays asiatiques à l'échelle intérieure. Ceci étant réalisable sur un plan théorique, en pratique les stérilisations de montants importants, peuvent être incomplètes ou inefficaces, car les économies des pays émergents se trouvent souvent dans l'incapacité de les mettre en œuvre par manque d'instruments de marché, ce qui peut conduire à des déséquilibres financiers internes. Ces économies procèdent souvent au rationnement du crédit, ainsi qu'à des relèvements sensibles du taux des réserves obligatoires, à l'administration des taux d'intérêt aussi, pour un contrôle efficace de l'expansion du crédit. Elles transfèrent ainsi efficacement le coût budgétaire de la stérilisation au secteur bancaire, cependant le coût d'opportunité de la stérilisation pour le secteur privé demeure entier et n'est pas pour autant supprimé, ni d'ailleurs les risques monétaires liés à une stérilisation incomplète. En somme, dans des économies où il y a un recours systématique à des instruments réglementaires tels que cités au préalable, pour la stérilisation des réserves de change accumulées massivement, il est fort probable qu'il y ait une diminution de l'efficacité de l'allocation du capital.

Un deuxième risque est lié à l'accumulation des réserves de change, c'est celui de la culminance de la concurrence commerciale, ce qui amène à créer des tensions régionales. Les pays émergents se concurrencent pour l'exportation vers les pays développés et entrent en concurrence même avec ces derniers. « Dans un monde où des économies émergentes symétriques se font concurrence sur des secteurs d'activité comparables, l'accumulation compétitive [de réserves] tend à annuler l'essentiel des gains de compétitivité, entraînant

[19] Du Granut C.: « L'essor des fonds souverains – La nouvelle géographie de la richesse », Revue Futuribles n° 338, page 7.

l'appauvrissement de ces économies et une accumulation excessive de réserves. En revanche, dans un monde asymétrique, une économie émergente où le coût de la stérilisation serait suffisamment bas pourrait gagner la guerre de l'accumulation des réserves»[20]. L'interdépendance des économies émergentes d'Asie, peut accentuer les tensions commerciales tant au niveau régional qu'international. Générant ainsi des risques réels de réactions protectionnistes dont le coût économique et social n'est pas négligeable et peut même être très élevé.

Par ailleurs, le risque de la détérioration de la valeur des réserves de change libellées en monnaie nationale est important. Il serait induit par une dépréciation du dollar US. Ainsi, « une baisse de 10 % du dollar US réduirait à zéro le capital de la plupart des banques centrales des pays asiatiques »[21].

Ainsi, au vu de l'ampleur des portefeuilles à gérer et des problèmes posés par leur gestion, les gouvernements des pays accumulateurs de réserves de change, se constituent en investisseurs financiers, ayant pour objectif principal d'accroître la rémunération des avoirs financiers détenus, en diversifiant le risque de leurs investissements. Les fonds souverains seraient alors une volonté de gestion dynamique de ces réserves.

Conclusion du chapitre I :

Certains auteurs qualifient les fonds souverains de « réserves excédentaires en quête de placement ». Ce sont des ressources minières, salariales et financières qui se trouvent à l'origine de la richesse des fonds souverains. Leur existence repose sur un contrat implicite, celui de transférer vers les générations futures l'opulence de revenus d'aujourd'hui. Les pays rentiers, ont parfaitement intégré le sens du tarissement des ressources issues des sols et des sous-sols et de ce fait, les ressources provenant de leur exploitation. C'est ainsi, que leur décision de perpétuer ces ressources en alimentant avec, des fonds qui vont les convertir en revenus accessibles sur le long terme, parait tout à fait rationnelle et logique. Aussi, les pays bénéficiaires des excédents commerciaux et/ou de change se trouvent dans une situation précaire, ils ne peuvent durablement s'opposer à l'appréciation de leur monnaie contre le

[20] Discours du Gouverneur de la Banque de France : « Les implications systémiques de l'accumulation des réserves de change », 1er octobre 2007, Banque de France, page 5.
[21] Du Granut C. : « L'essor des fonds souverains – La nouvelle géographie de la richesse », Revue Futuribles n° 338, page 9.

dollar, cette situation n’est en effet que conjoncturelle. Ainsi, les revenus issus des volumes très importants des exportations que les pays émergents effectuent et par lesquels ils enregistrent une accumulation de réserves de change sans précédent, sont appelés eux aussi à diminuer, d’où la création de leur côté également de fonds souverains pour les mêmes raisons pratiquement.

Chapitre II : La scène internationale occidentale vacille face aux fonds souverains – Qui est donc cette catégorie d'investisseurs?

Introduction du Chapitre II :

Les fonds souverains sont des fonds d'investissement qui représentent une gestion dynamique des réserves de change. Ils sont financés par les excédents commerciaux accumulés par leurs Etats d'origine, les pays pétroliers ou rentiers et les pays asiatiques. Ils ont comme objectif commun, le transfert de la richesse détenue vers le futur ; leurs objectifs intrinsèques sont par contre plus variés. Quant à leur cadre institutionnel, il est souvent méconnu à cause de l'opacité qui caractérise la plupart d'entre eux. Toutefois, l'enquête du FMI qui a été menée vers la mi-2008, a permis de mettre la lumière sur les pratiques adoptées par les fonds souverains, se rapportant à la gestion de leurs actifs ainsi que leurs règles de responsabilité et d'éthique ; leurs obligations quant à la communication financière et enfin le régime fiscal qui leur est appliqué.

Pour John Maynard Keynes[22], *les flux internationaux de capitaux sont toujours politiques*. La véhémence de la réaction de l'Occident face à la montée en puissance des fonds souverains et l'accroissement fulgurant de leurs actifs, a avalisé ce que Keynes disait en 1933. Les fonds souverains représenteraient une menace pour la « souveraineté » des nations abritant les entreprises dans lesquelles ils auraient investi, pour les critiques les plus sévères ; pour celles plus modérées, ce qui est redouté c'est que ces fonds soient motivés par des raisons politiques et non pas économiques. Des appels quotidiens fusent de tous les fronts pour une régulation au niveau national et international se rapportant aux investissements des fonds souverains. Et c'est avec une législation discriminatoire que bon nombre d'économies occidentales ont riposté à l'opacité des fonds souverains, au risque de tomber dans les trappes du protectionnisme.

Les instances financières internationales se saisissent du problème et édictent un ensemble de bonnes pratiques du côté des fonds souverains et celui des pays récipiendaires de leurs investissements. L'OCDE mandatée par le G7 publie par son comité d'investissement le 4 avril 2008, un rapport intérimaire – finalisé en 2009 – sur les politiques des pays bénéficiaires des investissements des fonds souverains. Le FMI de son côté, pour pallier à l'opacité des fonds souverains crée en mai 2008, un groupe de travail international

[22] Dans une publication à lui au Yale Review en juin 1933, titrée « National Self-Sufficiency » (l'autosuffisance nationale).

(International Working Group of Sovereign Wealth Funds – IWG) qui achève le 11 octobre 2008 une première étape de ses travaux, en créant un guide de bonnes pratiques d'investissement et de gouvernance des fonds souverains sous forme de 24 principes, les principes de Santiago [GAPP] (General Accepted Principles and Practices).

Section 1 : Identification des fonds souverains

Bien qu'ils ne soient pas récents, les fonds souverains ont particulièrement attiré l'attention des médias occidentaux ces dernières années. L'existence des premiers d'entre eux remonte à une cinquantaine d'années, avec la création du Kowait Investment Authority (KIA) en 1953 au Koweït pour la stabilisation de l'économie nationale contre l'irrégularité des revenus issus des exportations du pétrole.

Ce sont des personnages politiques visionnaires qu'on retrouve à l'origine de l'initiative de la création de ces fonds. Notamment, le cheikh Zayid bin Sultal al-Nahyan, celui qui a fondé et dirigé depuis 1971, la fédération des Emirats arabes unis ; et c'est à lui que revient la création du fonds souverain (ADIA) en 1976 – de loin le plus puissant –, ou encore Lee Kuan Yew, Premier ministre de Singapour et créateur du fonds souverain (GIC) en 1981.

Aussi surprenant que cela puisse paraitre, il n'existe pas encore de définition universelle qui met tout le monde d'accord de ce qu'est un fonds souverain. En effet, ces entités recouvrent des réalités économiques très hétérogènes. Néanmoins, ils sont une résultante de deux ou trois caractéristiques lourdes du système économique international : la forte demande de matières premières, qui fait l'augmentation de leur prix ; le caractère structurel d'excédents de balance courante des pays émergents et enfin l'augmentation du niveau d'endettement des pays développés.

Les travaux intensifs initiés par le FMI à partir de 2007, nous éclairent un peu plus sur le sujet. Nous évoquerons dans ce qui suit, ce qui caractérise les fonds souverains : d'abord ce qu'ils représentent ; leurs modes de financement et objectifs ; et enfin le cadre institutionnel, qui renseigne sur leur structure, la gestion des actifs qu'ils détiennent, leur responsabilité et éthique ainsi que la teneur de l'information financière qu'ils communiquent et le traitement fiscal qu'on leur réserve.

1. Les fonds souverains, qui sont-ils ?

Il n'existe pas de définition universelle des fonds souverains[23], sur laquelle tout le monde s'accorde. En effet, il n'y a pas un seul mais plusieurs modèles de fonds souverains. Le FMI les définit comme « des fonds d'investissements publics qui répondent aux trois critères ci-dessous :

- Ils sont possédés ou contrôlés par un gouvernement national ;
- Ils gèrent des actifs financiers dans une logique de long terme ;
- Leur politique d'investissement vise à atteindre des objectifs macroéconomiques précis, comme l'épargne intergénérationnelle, la diversification du PIB national ou le lissage de l'activité »[24].

En outre, ces fonds sont financés par des réserves de change. Ainsi, de part leur mode de financement deux grands types de fonds se démarquent :

- « Des fonds dits « de matières premières » (commodity funds), qui sont financés par les taxes ou les revenus liés à l'exportation de matières premières (pétrole, gaz, etc.);
- Des fonds dits « de non-matières premières » (non commodity funds), qui proviennent du surplus de la balance des paiements courants de l'Etat ou des revenus du commerce extérieur […], ou encore de l'épargne locale »[25].

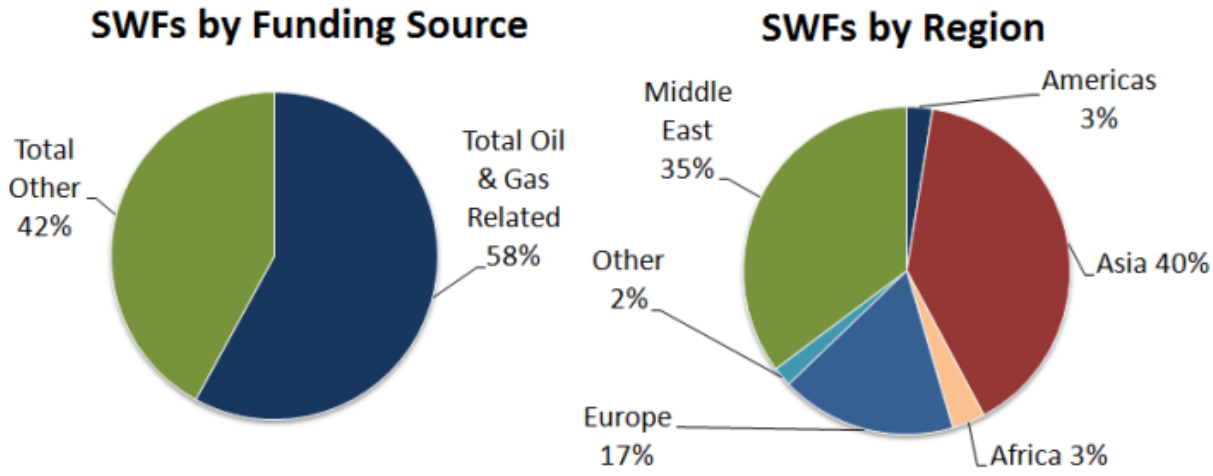
Au total, voici sept caractéristiques communes à la plupart des fonds souverains :

- « Ils sont possédés ou contrôlés par un Etat. C'est le critère de souveraineté, qui les distingue par exemple des fonds de capital investissement ou des fonds spéculatifs.
- Ils gèrent les réserves de change de cet Etat. Ces réserves proviennent des exportations de matières premières ou de produits manufacturés et d'excédents budgétaires.
- Ils gèrent ces réserves de manière distincte des réserves officielles des autorités monétaires. C'est ce qui les distingue des Banques Centrales.

[23] Consulter l'Annexe 1 pour la liste des plus importants fonds souverains existants.
[24] Demarolle A. : « Les fonds souverains », rapport établi le 22 mai 2008.
[25] Puel J.M. : « Les fonds souverains – Instruments financiers ou armes politiques ? », Editions Autrement, avril 2009, page 18.

- Ils répondent à des objectifs macroéconomiques précis, en particulier la diversification du produit intérieur brut (PIB) ou l'épargne intergénérationnelle.
- Ils poursuivent des stratégies d'investissement de long terme, ce qui favorise la prise de risque.
- Ils investissent notamment dans des actifs étrangers, ce qui exclut les fonds qui n'investissent que dans des actifs nationaux.
- Ils n'ont pas ou peu d'engagements explicites (ou alors ce sont des engagements à maturité très longue), ce qui les distingue des fonds de pension. En particulier, ils n'ont pas ou peu recours à l'endettement »[26].

Graphique 1 : Représentation des fonds souverains par source et par région



Source : http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/ (Mise à jour novembre 2010).

2. Fonds souverains, ressources et objectifs :

Les fonds souverains ont pour mission d'investir une épargne dont l'origine les sépare en deux grandes catégories. L'alimentation des plus anciens provient de l'épargne constituée de la vente des ressources naturelles par les pays du Golfe principalement. Les ressources des plus récents, surtout asiatiques, proviennent quant à elles du transfert d'une partie des réserves de change, alimentées par les excédents commerciaux qui ne se rapportent pas aux ressources naturelles, ou les excédents budgétaires. Pour les objectifs adoptés par ces fonds bien qu'ils soient divers, selon l'analyse conduite par le FMI cinq types se démarquent les uns des autres.

[26] Bertin Delacour C. : « Les fonds souverains – Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale», Groupe Eyrolles, Les Echos Editions, 2009, page 21.

2.1. Quelles sont les ressources des fonds souverains :

Les fonds souverains existent et continuent à éclore grâce à la pérennité de leurs ressources. A l'origine de ces ressources, les mutations qui transcendent l'économie mondiale. En effet, une coexistence de trois tendances renforce ces évolutions structurelles propres aux économies du monde actuel :

- « La demande en produits pétroliers et dérivés, dont la consommation est en constante augmentation. A ce titre, la dépendance des économies industrielles est le gage de la pérennité des transferts financiers vers les fonds souverains, ce qui devrait, à court ou moyen terme, entraîner le retour à des cours plus élevés ;
- La persistance des transferts des capacités de production vers les pays à bas coûts de production, provoquant l'augmentation régulière et constante des parts de marché des pays émergents. Ce mouvement transforme radicalement les données du commerce mondial. Ainsi, aujourd'hui, 75% de la croissance chinoise vient des marchés extérieurs ;
- Le niveau d'endettement croissant des économies développées, amorti par les placements considérés jusqu'ici comme sans risques par les économies excédentaires. En corollaire, l'absence de marchés financiers régionaux productifs et organisés contraint l'épargne abondante, publique et privée des pays émergents, à transiter par les marchés occidentaux, essentiellement américains »[27].

2.1.1. Les fonds de rente minière :

L'exportation de matières premières (pétrole, gaz, cuivre, diamants et phosphate) est considérée comme la première source de financement des fonds souverains. En effet, sur la totalité des actifs gérés par les fonds souverains, les deux tiers proviennent de l'exportation des matières premières.

C'est une économie de rente qui caractérise les pays nantis de matières premières, où une seule ressource est exploitée, générant des revenus collectés par l'Etat, d'une façon directe auprès des institutions publiques exploitantes ou alors d'une façon indirecte par le prélèvement de taxes. Ces économies où prédomine un seul secteur public réalisent une faible

[27] De Romanet A. : « Introduction », REF Les fonds souverains, N° hors série 2009, page 13.

croissance, de plus, une très forte dépendance les relie au niveau des réserves générées par l'exploitation de la ressource en question.

Nonobstant, les ressources tirées des sols et des sous-sols ne sont ni renouvelables, ni de long terme. Le « pic de Hubbert », une date à partir de laquelle, la production du pétrole va décliner, se produirait entre l'an 2015 et l'an 2025 selon l'hypothèse la plus généralement admise. Devant l'inéluctabilité du tarissement de l'origine de la richesse dont ils disposent, les pays pétroliers se trouvent dans l'obligation de gérer finement leur manne. A partir de là, le choix d'exploiter ou de garder les ressources naturelles au sol, s'avère fort complexe. Dans le cas où les gisements naturels sont sauvegardés dans le sol, la première résultante est la hausse de leur prix, mais le revers de cette situation est que cela va inciter les pays dépendants importateurs de ces ressources, à développer des technologies d'efficience énergétique de substitution. Sinon, si les ressources sont exploitées, il paraît clair et évident que les recettes tirées de leur vente doivent être investies et non plus consommées. Seulement, « la malédiction des ressources » a gagné de nombreux pays bénéficiant de cette rente : leur taux d'épargne nette et leur croissance n'atteignent même pas la moyenne mondiale.

Les fonds souverains, à bien des égards, sont une solution. Leur création par les pays concernés représente une précaution à court et à long terme. Une protection contre les fluctuations des cours du pétrole et une régularisation des recettes pour ce qui est du court terme. A plus long terme, pour une constitution de revenus financiers au bénéfice des générations futures. De part leurs emplois, ils transforment la rente minière tarissable en une ressource pérenne. En effet, en plaçant à l'échelle internationale des actifs financiers, ils contribuent au besoin de diversification et optimisent la ressource naturelle en générant des revenus à viabilité longue.

C'est le Koweït qui a créé le premier fonds souverain le Kuweït Investment Authority (KIA) dès 1953, dans une optique de réduction de la dépendance du pays par rapport au pétrole, un gisement non renouvelable. Cela en investissant autrement les revenus excédentaires issus de l'exportation du pétrole. Pour la majorité des autres pays exportateurs de matières premières, la création de leurs propres fonds, des fonds de rente minière, s'est produite après les deux chocs pétroliers, de 1973 et 1979 – évoqués dans la section 1 de ce chapitre –.

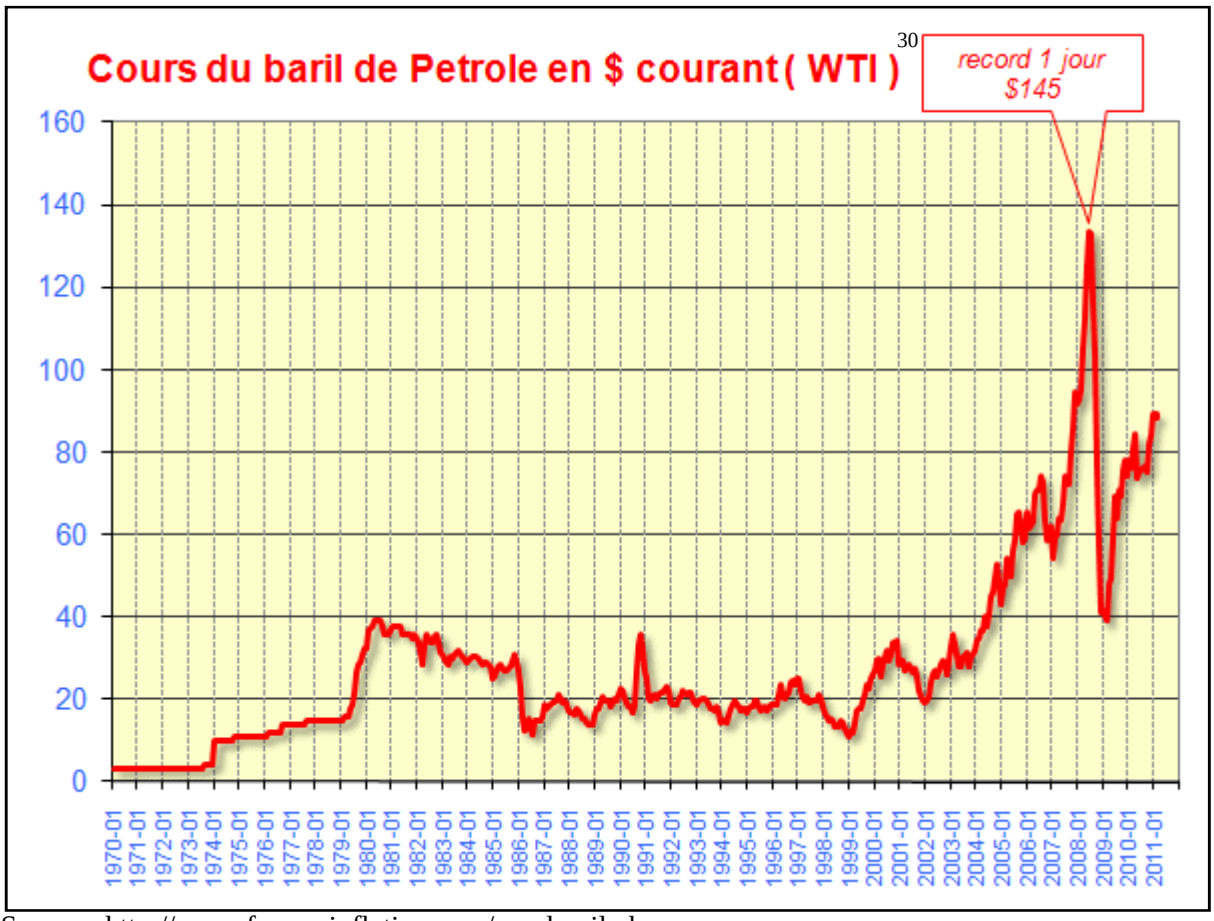
Les chocs pétroliers – comme cité précédemment – ont fait intégrer aux pays pétroliers, l'idée selon laquelle il fallait absolument se protéger contre la volatilité des revenus issus de l'exportation du pétrole. C'est pour sortir du « tout pétrole », que des fonds souverains ont été créés dans ces pays, afin de concourir à la diversification vers l'industrie, les services, etc., dans une optique de diminution de la part de l'exportation des hydrocarbures dans leurs économies.

Par ailleurs, considérons la graphique 2 ci-dessous, représentant les fluctuations des cours du pétrole depuis l'année 1970 jusqu'au début de l'année 2011. Ce qui nous intéresse dans ce graphique est l'augmentation du cours du baril de pétrole durant la dernière décennie et ce, à partir de l'année 1999. L'année 1998, voit le cours du baril du pétrole brut chuter jusqu'à 10 dollars US. L'Opep se réunit et les pays membres évitent la faillite en décidant de diminuer le volume de leur production pour le maintien du cours du baril entre 22 dollars US – un prix minimum pour la couverture des besoins financiers des Etats – et 28 dollars US par baril. Le prix du baril du pétrole a été effectivement maintenu dans la fourchette décidée entre 1999 et jusqu'à la fin 2003, malgré les perturbations survenues au Venezuela, au Nigéria et en Irak. C'est à partir de 2004 que tout change, une forte demande de pétrole est enregistrée, elle est liée à une forte croissance économique mondiale ainsi qu'une forte demande en matières premières de pays émergents tels que la Chine et l'Inde. Les hausses des prix du pétrole n'ont pas pu être enrayées ; seulement le constat qui a été fait est que cette hausse n'a pas empêché la croissance économique mondiale et régionale, même quand les prix ont atteint 100 dollars US le baril. Cela a été expliqué par une baisse importante de l'intensité pétrolière des économies développées. « Il fallait 2 barils de pétrole pour produire 1000 dollars de valeur ajoutée en 1980, il en faut 0,5 aujourd'hui pour produire une même valeur. Un certain nombre d'éléments se conjuguent pour dire qu'après une longue période d'énergie abondante et bon marché, on entre durablement dans une période d'énergie plus chère »[28]. Rajoutons à cela, que durant toute cette période haussière des prix du pétrole, le coût moyen mondial de production de ce dernier est resté au dessous de 10 dollars US le baril, jusqu'en 2007, où tous les coûts ont connu une hausse rapide. 145 dollars US, est le prix record du baril de pétrole atteint en juillet 2008; avec les spéculations à la baisse et la crise économique diminuant la demande des produits pétroliers, le prix du baril chute aux alentours des 40 dollars US en décembre 2008. Son rebondissement pendant les deux années 2009 et

[28] Chevalier J-M. : «Les fonds souverains pétroliers», REF Les fonds souverains, Hors série 2009, page 22.

2010, avoisinant les 85 dollars US en janvier 2011, conduit à ce que « les exportations d'hydrocarbures vont probablement demeurer pour longtemps une ressource financière substantielle pour les pays exportateurs. Les onze pays de l'Opep comptent pour 58 % des exportations mondiales de pétrole. Si l'on rajoute la Russie, la Norvège, le Mexique, on couvre 84 % des exportations mondiales de pétrole et plus de 54% des exportations mondiales de gaz naturel »[29].

Graphique 2 : Représentation du cours du baril de pétrole



Source : http://www.france-inflation.com/graph_oil.php

C'est ce qui a permis aux pays de l'Opep d'enregistrer des revenus passant de 200 Mds de dollars US à 1 000 Mds de dollar US (Chevallier J-M, 2009) entre 2002 et 2008. Les gouvernements concernés par ces importantes ressources, ont utilisé une partie des recettes de leurs exportations des hydrocarbures pour alimenter les fonds souverains qu'ils avaient déjà créés ; pour d'autres ces abondants revenus constituaient une opportunité pour en créer. Ainsi, la puissance que peuvent acquérir les fonds souverains pétroliers possède un lien très fort avec

[29] Chevalier J-M. : «Les fonds souverains pétroliers», REF Les fonds souverains, Hors série 2009, page 23.
[30] WTI = West Texas Intermediate.

les cours pétroliers, responsables du niveau des recettes d'exportations. En effet, les Etats exportateurs d'hydrocarbures alimentent annuellement leurs fonds avec la différence établie entre les recettes de leurs exportations et leurs besoins financiers courants.

Les plus importants pays exportateurs de pétrole, ont créé des fonds souverains et les alimentent à partir des recettes de leurs exportations. Ils sont situés au « Moyen-Orient (Arabie Saoudite, Emirats arabes unis, Qatar, Oman, Koweït, Iran), en Afrique (Algérie, Libye, Angola, Nigeria), en Europe (Norvège, Russie) et en Amérique (États-Unis, Canada, Mexique, Venezuela) »[31].

2.1.2. Les fonds d'excédents commerciaux et budgétaires :

Les excédents commerciaux qui ne proviennent pas des ressources naturelles, ou les excédents budgétaires de certaines économies, qui viennent alimenter les réserves de change, constituent la seconde source de financement des fonds souverains. Ils représentent un peu plus du tiers de la totalité des actifs gérés par les fonds souverains appartenant aux pays asiatiques.

Ces derniers ont adopté une politique de développement axée sur les exportations, au sortir de la crise financière et économique de 1997-1998 qui les a marqués – ce point est détaillé dans la section précédente –. En devenant des exportateurs nets, les surplus de balance des paiements, qu'ils géraient, devenaient de plus en plus importants. A partir des années 2000, les réserves de change de ces pays ont été portées par la croissance mondiale et la montée en puissance de l'empire chinois et de l'Inde, qui ont engendré un accroissement de la demande et de la consommation. Par ailleurs, avec un faible coût de la main-d'œuvre, qui fait que le salaire moyen local est nettement plus faible comparativement à celui perçu en Europe ou aux Etats-Unis, le volume des exportations de ces pays ne peut qu'être important. Avec les régimes de change appliqués dans ces pays, le maintien artificiel d'une monnaie sous-évaluée contribue également à l'accroissement du volume des exportations, concourant à une accumulation importante de réserves de change. Et c'est justement pour une gestion appropriée de ces réserves en devises dont l'accroissement a été exponentiel, ces dernières années – voir le tableau 2 au niveau de la section précédente – que des pays comme la Chine, Hong Kong, la Corée, Taïwan et Singapour, ont créé des fonds souverains. Selon les analystes, le placement de ces devises à l'étranger par les fonds souverains, agit contre

[31] Bertin Delacour C. : « Les fonds souverains – Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale», Groupe Eyrolles, Les Echos Editions, 2009, page 28.

l'appréciation de la monnaie nationale, ce qui stimule encore les exportations, génératrices de liquidités qui, in fine vont renflouer les fonds.

Les fonds souverains peuvent également être alimentés par des excédents budgétaires. « Ils résultent de surplus fiscaux, de cotisations obligatoires de prévoyance et de retraite prélevées à des taux très élevés, de produits de ventes d'actifs ou de revenus de privatisations. C'est le cas des fonds de Malaisie, de Thaïlande, du Vietnam, de Singapour (partiellement), d'Australie et de Nouvelle-Zélande »[32]. On considère assez souvent, que l'épargne de ces pays là est excessive, elle se fait certes au profit des générations futures, mais c'est également au détriment des générations actuelles. « Une partie des richesses devrait être réorientée vers le développement des infrastructures, la satisfaction des besoins domestiques, notamment dans le domaine de la santé, l'augmentation des salaires, l'amélioration de la protection sociale et la stimulation de la consommation des ménages »[33].

Essayons de mettre en lumière à présent, les différents objectifs des fonds souverains dans le point suivant.

2.2. Quels sont les différents objectifs des fonds souverains :

En plus du mode de financement, les différents objectifs que les Etats donnent à leurs fonds souverains, sont considérés comme un autre élément de différenciation de ces derniers. Selon l'analyse conduite par le FMI – voir le Rapport sur la stabilité financière dans le monde d'octobre 2007 –, cinq types de fonds souverains se démarquent selon les objectifs adoptés. Toutefois, un seul but les réunit : le transfert de la richesse obtenue aujourd'hui vers le futur. Une plus large variété concerne leurs objectifs plus précis :

2.2.1. La stabilisation des revenus :

L'objectif des *fonds de stabilisation* [stabilization funds] est de « *protéger les finances publiques et l'économie nationale des fluctuations des prix des produits de base (en général le pétrole) »*[34]. Et ce, *pour l'obtention d'une stabilité des revenus issus de leur exportation.* En effet, une volatilité importante des cours des matières premières, notamment le pétrole dont le prix reste le prix directeur de l'énergie, caractérise les marchés des produits de base. Les pays mono exportateurs de matières premières ou dont les économies sont

[32] Bertin Delacour C. : « Les fonds souverains – Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale», Groupe Eyrolles, Les Echos Editions, 2009, page 33.
[33] Bertin Delacour C. : Op. Citée, page 33.
[34] Bulletin du FMI : « Fonds de placement d'Etat », du 04 mars 2008, page 2.

dépendantes de ces exportations, sont très affectés par ces fluctuations à la fois brutales et importantes. Ils trouvent des difficultés parfois à essayer d'équilibrer un budget, établi selon des dépenses prévues pour plusieurs années et des revenus d'une forte irrégularité.

Ce qui est attendu des fonds de stabilisation est le remplacement des recettes irrégulières et cycliques provenant des ressources naturelles par *un revenu stable et récurrent*. En période de cours élevé, ils procèdent à l'emploi des recettes obtenues, avec des placements dans des actifs déconnectés du marché des matières premières. Ainsi, les besoins en financement de leur gouvernement en période de baisse des cours seront couverts, avec les revenus produits par les placements, qui vont absorber les chutes de cours. Ces fonds sont généralement financés par le surplus des excédents de revenus des exportations des ressources naturelles, par rapport à une valeur ou un prix de référence déterminé chaque année.

« Tel est le premier objectif des fonds de rente minière, tels que Kia au Koweït, le Reserve Fund de Russie, le Fonds de Régulation des Recettes d'Algérie, le Libyan Investment Authority, le State General Stabilization Fund du sultanat d'Oman, le Oil Income Stabilization Fund du Mexique et l'Economic and Social Stabilization Fund du Chili (contre la volatilité des cours du cuivre) »[35].

Les pays asiatiques ont des économies trop dépendantes des recettes provenant du commerce extérieur. Si le volume de leurs exportations venait à chuter ou encore un changement dans les conditions de change venait à se produire, ce serait un coup fatal pour ces pays là. Se doter de fonds de stabilisation, serait judicieux pour se prémunir des risques cités précédemment.

2.2.2. L'épargne intergénérationnelle :

L'objectif des *fonds d'épargne* [saving funds], appelés également *fonds intergénérationnels* est de *« convertir des actifs non renouvelables en un portefeuille plus diversifié »*[36]. Et ce, *pour la constitution d'une épargne pour les générations futures.* C'est une pérennité des revenus provenant de l'exportation des matières premières, ressources tarissables, qui est recherchée au profit des générations futures et ce, dans un souci d'équité. Ainsi, l'épargne générée par ces fonds remplacera pour les générations futures, le tarissement des revenus issus de la ressource qui enrichit l'Etat dans le présent ; un tarissement qui

[35] Bertin Delacour C. : « Les fonds souverains – Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale», Groupe Eyrolles, Les Echos Editions, 2009, page 34.
[36] Bulletin du FMI : « Fonds de placement d'Etat », du 04 mars 2008, page 2.

surviendra lorsque la ressource s'épuisera. C'est dans un souci d'une répartition juste et impartiale, en somme équitable, des revenus provenant de l'exportation des ressources naturelles à travers les générations, que ces fonds sont créés. Ils permettent une conversion d'actifs non renouvelables en actifs financiers durables. La richesse dont dispose le pays aujourd'hui et qui profite à la génération actuelle, sera fructifiée pour réaliser un patrimoine qui profitera aux générations de demain.

Il est historiquement prouvé, qu'une exploitation excessive des ressources naturelles comporte des effets négatifs, appelée la *« maladie hollandaise »* – ce phénomène économique est d'origine des Pays-Bas dans les années 1960, « la richesse d'un secteur exportateur peut conduire à un appauvrissement d'autres secteurs de l'économie ». Ceci est valable particulièrement lorsqu'il s'agit de l'exportation des ressources naturelles. Une augmentation des recettes issues de ces exportations va avoir un double effet : une augmentation de la consommation qui va conduire à la hausse des prix ; une abondance de devises qui va conduire à l'appréciation de la monnaie locale. La hausse des prix et des taux de change va conduire à une altération des termes de l'échange avec des exportations de produits des autres secteurs de l'économie, dont les prix de revient comme les prix de vente sont en hausse –. Les fonds d'épargne ont un profil pour parer contre ces effets justement. Ainsi, en pourvoyant ces fonds par leurs rentes minières, ces pays ne les dépensent pas et prémunissent par la même le reste de leurs économies des hausses des prix et des taux de change qui en découleraient.

« Tel est l'autre objectif des fonds de rente minière, tels que ADIA à Abu Dhabi, les fonds du Koweït, du Qatar, de Libye ou de Norvège »[37]. Ces dernières années ont été marquées par l'augmentation du poids des fonds de stabilisation. Il est également attendu que les excédents d'entrées du secteur public seront orientés vers des fonds intergénérationnels.

2.2.3. Le financement des retraites :

L'objectif des *fonds de réserve de retraite conditionnels*, est de *« faire face (à l'aide de ressources autres que les cotisations de retraite des particuliers) à des engagements imprévus non spécifiés au titre des retraites dans le bilan de l'Etat »*[38]. La constitution de ces fonds s'est faite pour pallier aux déficits des systèmes de retraite par répartition, qui ont de fortes chances de survenir dans deux décennies, d'ici l'an 2030 à cause du vieillissement de la

[37] Bertin Delacour C. : « Les fonds souverains – Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale», Groupe Eyrolles, Les Echos Editions, 2009, page 35.
[38] Bulletin du FMI : « Fonds de placement d'Etat », du 04 mars 2008, page 2.

population. Ces fonds constituent un provisionnement d'une partie des besoins de financement futurs, se rapportant au choc démographique à venir. Tant que le contexte démographique est favorable, ces fonds procèdent à l'accumulation et au placement des réserves financières. Les Etats décaisseront au besoin – sous l'effet du vieillissement de la population –, pour contribuer au financement des retraites. Ainsi, les moyens apportés par ces fonds souverains, viendront en complément aux efforts financiers qui seront déployés par les Etats concernés, pour garantir l'équilibre financier des systèmes de retraite par répartition. Des moyens qui seront mieux répartis dans le temps et entre les générations, pour que les régimes soient durables.

Les fonds souverains de réserve de retraite conditionnels, sont à différencier des fonds se pension – cités dans la section 2 du chapitre I –, leurs engagements de retraite sont implicites et non explicites, leurs ressources – point développé plus haut – ne proviennent pas des cotisations des employés ou des entreprises, comme pour les fonds de pension. Ces fonds sont financés aujourd'hui et font des placements financiers, pour qu'ils puissent couvrir les besoins futurs, tels qu'évalués. L'Etat disposant de ce genre de fonds ne permet aucun décaissement, dans des cas exceptionnels, les retraits font état d'autorisations des plus hautes instances de l'Etat.

« Tel est l'objet par exemple du National Wealth Fund russe, du Future Fund australien, du Superannuation Fund néo-zélandais, du National Pensions Reserve Fund irlandais, du Pension Reserves Fund chilien »[39].

2.2.4. L'optimisation du rendement :

L'optimisation du rendement des réserves de change est l'objectif d'une autre catégorie des fonds souverains, ce sont *les sociétés de placement des réserves* [reserves investment corporations], qui *« sont créées pour accroître le rendement des réserves »*[40].

Les Banques Centrales détiennent et se chargent de la gestion des réserves officielles. Cette gestion est très prudente et à court terme, visant le couple sécurité et liquidité. Ces réserves officielles représentent une partie seulement des réserves de change ; une gestion plus dynamique et optimale des réserves de change reçues en dotation, sera l'objet de ce type de fonds que les Etats détenteurs de volumes faramineux de réserves de change créent. Les

[39] Bertin Delacour C. : « Les fonds souverains – Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale», Groupe Eyrolles, Les Echos Editions, 2009, page 37.
[40] Bulletin du FMI : « Fonds de placement d'Etat », du 04 mars 2008, page 2.

investissements que peuvent en faire les fonds souverains, sont plus risqués et d'une plus grande diversité, car c'est le rendement qui est recherché. « C'est l'objet par exemple des fonds CIC de Chine, GIC de Singapour ou KIC de Corée »[41].

2.2.5. La diversification de l'économie :

L'objectif des *fonds de développement* [development funds] est de « *financer des projets socio-économiques ou [de] promouvoir des politiques industrielles propres à stimuler la croissance de la production potentielle d'un pays* »[42]. Ces fonds souverains, prennent des participations stratégiques. Ils peuvent prendre la forme de holdings de participations appartenant aux Etats d'origine.

Pour le développement de leurs pays, ces fonds souverains investissent dans les infrastructures, dans des secteurs stratégiques, procèdent à des partenariats industriels également. « 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 Dubaï ou QIA du Qatar »[43].

Il y a lieu de souligner, qu'assez souvent il y a une coexistence, une combinaison ou carrément un changement avec le temps des objectifs des fonds cités précédemment. Ainsi, une constitution d'un fonds souverain dont l'objectif est de stabiliser les revenus, peut évoluer en un fonds d'épargne ou alors en un fonds de retraite.

3. Le cadre institutionnel des fonds souverains :

La contribution d'une vingtaine de fonds souverains, à une enquête lancée par le FMI en mois de mai 2008, a permis de dessiner les contours des pratiques en usage des fonds, se rapportant à leur cadre institutionnel, notamment leur structure, leur gestion du portefeuille d'actifs en leur possession, leur responsabilité et éthique, l'information financière qu'ils diffusent, ainsi que le traitement fiscal qui leur est réservé.

[41] Bertin Delacour C. : « Les fonds souverains – Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale», Groupe Eyrolles, Les Echos Editions, 2009, page 38.
[42] Bulletin du FMI : « Fonds de placement d'Etat », du 04 mars 2008, page 2.
[43] Bertin Delacour C. : « Les fonds souverains – Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale», Groupe Eyrolles, Les Echos Editions, 2009, page 38.

3.1. La structure des fonds souverains :

C'est par la loi de finances, une loi spéciale ou par la Constitution que les fonds souverains sont institués, comme *un ensemble d'actifs sans personnalité juridique,* où les actifs sont directement détenus par l'Etat ; ou encore comme *personne morale distincte*. Deux tiers des fonds, ont des représentants du gouvernement – majoritaires dans la moitié des cas – dans les organes de direction.

3.1.1. Fonds souverains : Ensemble d'actifs sans personnalité juridique

La moitié des fonds souverains environ appartient à cette catégorie. Sans personnalité morale, ils ne se distinguent pas du gouvernement ou la Banque Centrale de leur Etat. Généralement, contrôlés par le ministère des finances, qui se charge de la définition de la politique d'investissement. La totalité des membres de l'organe de direction dans ce cas, peut appartenir au gouvernement. C'est la Banque Centrale ou encore une agence gouvernementale qui va assurer la gestion opérationnelle.

« C'est le cas des fonds de Norvège, d'Arabie Saoudite, d'Alberta au Canada, de Russie, du Chili et du Mexique »[44].

3.1.2. Fonds souverains : Personne morale distincte

« Pour l'autre moitié, les fonds souverains sont organisés en tant que personnes morales distinctes du gouvernement et de la Banque Centrale. Certains sont des entités de droit public, comme KIC en Corée du Sud, KIA au Koweït, QIA au Qatar ou ADIA à Abu Dhabi. D'autres sont des sociétés de droit privé, régies par le droit commun des sociétés ou des lois spéciales : c'est la cas des fonds CIC en Chine, Temasek et GIC à Singapour »[45].

Comme toute institution ayant une personnalité morale, les fonds souverains de cette catégorie sont dirigés par un conseil d'administration, dont la nomination des membres – au nombre de cinq à neuf en moyenne – se fait pour un mandat de cinq années au minimum, par le ministre des Finances ou un autre membre du gouvernement. Le nombre des membres du gouvernement faisant partie du conseil est souvent limité. L'indépendance des membres du conseil par rapport au gouvernement n'est pas dans tous les cas acquise ; il y a des cas où le ministre des Finances peut procéder à la révocation des administrateurs, pour non satisfaction

[44] Bertin Delacour C. : « Les fonds souverains – Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale», Groupe Eyrolles, Les Echos Editions, 2009, page 56.
[45] Bertin Delacour C. : Op. citée page 57.

des objectifs tracés par exemple ; dans d'autres cas par contre, des raisons précises doivent motiver la révocation, comme une condamnation pénale par exemple.

Des comités d'études peuvent assister le conseil d'administration dans ses décisions, les conseils qu'ils prodiguent se rapportent à la stratégie d'investissement, l'audit et contrôle des risques, le contrôle de gestion, la rémunération et le recrutement.

C'est le ministre des Finances qui désigne le président du conseil, comme il peut également être choisi parmi les membres. Il lui incombe la mise en œuvre de la politique d'investissement tracée par le conseil. En général, des dirigeants chargés de la stratégie, des opérations ainsi que des finances le secondent.

3.2. La gestion des actifs, responsabilité et éthique des fonds souverains :

Les fonds souverains dont la taille est importante, disposent de grandes capacités internes en moyens humains et matériels, ce qui leur permet de gérer de façon interne le portefeuille d'actifs dont ils disposent, c'est le cas par exemple de Singapour (GIC) et de la Norvège.

Pour les autres, à taille moins importante, ils confient la gestion des actifs dont ils disposent, en partie ou en totalité, à des prestataires externes. Citons à titre d'exemple, la majorité des fonds du Moyen-Orient ou d'Australie. Ce sont des gestionnaires généralement occidentaux, leurs systèmes d'information sont développés, avec un savoir faire, notamment pour les interventions sur les marchés occidentaux, surtout quand il s'agît d'instruments spécialisés. Dans ces cas là, les dirigeants internes définissent l'allocation des actifs, sélectionnent les gérants et se chargent des fonctions de contrôle.

Par ailleurs, les fonds souverains sont des entités ayant une responsabilité et une éthique. En effet, le ministre des finances ou le gouverneur de la Banque Centrale ou même le parlement, a le droit de vérifier la bonne tenue de leur gestion et partant, le taux de réalisation des objectifs balisés par le fonds.

Ce sont des standards communs se rapportant à la moralité et à l'intégrité qui sont adoptés par la plupart des fonds. Ils appliquent les mêmes règles contre les abus de biens commis par tout le personnel y compris les dirigeants. « Ces règles couvrent également les opérations d'initiés, les conflits d'intérêts, la politique de communication, les systèmes d'alerte et de contrôle de comportements non éthiques ou frauduleux. Elles sont incorporées

dans un dispositif législatif ou dans un code de conduite adopté par le fonds »[46]. Tous les fonds se conforment à ces règles, ils les appliquent certes de diverses façons, mais en général, ils diffusent le reporting financier et communiquent leurs investissements régulièrement. Il y a également « un déontologue ou compliance officer chargé d'assurer la conformité avec les lois, règlements et usages applicables. Le partage des fonctions entre front, middle et back-office permet aussi de limiter le risque opérationnel, de même que la réconciliation des comptes, les audits internes et externes et le recours à un dépositaire pour la détention physique des actifs gérés par le fonds»[47].

3.3. L'information financière diffusée et le traitement fiscal envers les fonds souverains :

Les fonds souverains doivent tenir des comptes et les établir selon un ensemble défini de normes comptables. Dans la réalité, l'application varie entre les normes IFRS[48], ou les normes IPSAS[49], ou encore des normes comptables appliquées dans le pays d'origine. Il y a en fait, une disparité dans la préparation des comptes d'un fonds à un autre. Ces comptes sont audités d'une façon interne, des audits externes peuvent être réalisés également par des organismes indépendants de renommée internationale.

« La communication financière varie de manière importante selon les fonds. Dans les fonds sans personnalité juridique distincte, elle est généralement assurée par l'administration chargée de la gestion du fonds. [Ceux] dotés de la personnalité morale peuvent être tenus de publier un rapport annuel détaillé. Ce rapport comporte des informations sur le cadre juridique du fonds, sa gouvernance, ses objectifs, sa stratégie d'investissement, sa politique de contrôle des risques, ses comptes audités et des données sur sa rentabilité. En revanche, les fonds ne sont pas obligés de divulguer d'informations sur leur portefeuille. […] Les fonds les plus transparents communiquent leur rapport annuel au parlement et le diffusent au public à travers leur site Internet »[50].

Malgré le nombre important des investissements des fonds souverains à l'étranger, il n'existe pas encore de réglementation précise sur le traitement fiscal des revenus perçus par ces fonds. Ce dernier dépend de chaque pays, source des revenus, aucune uniformité

[46] Bertin Delacour C. : Op. citée page 60.
[47] Bertin Delacour C. : Op. citée page 60.
[48] IFRS : International Financial Reporting Standards.
[49] IPSAS : International Public Sector Accounting Standards (des normes qui tiennent compte des caractéristiques particulières du secteur public).
[50] Bertin Delacour C. : Op. citée page 59.

n'existant encore. Mais il dépend également de la structure du fonds souverain. En effet, « un fonds sans personnalité juridique distincte du gouvernement ou de la Banque Centrale aura plus de chance de se voir appliquer le régime fiscal préférentiel accordé, le cas échéant, aux Etats, qu'un fonds doté de la personnalité morale et soumis au droit commun des sociétés privées ou qu'un fonds qui investit à travers une société commerciale»[51].

Cependant, une définition d'un régime fiscal des revenus que le fonds perçoit dans le pays d'accueil peut se décider entre l'Etat d'origine du fonds souverain ou ce dernier et le pays récipiendaire par l'intermédiaire d'un accord particulier. Ainsi, les pays qui veulent attirer les investissements des fonds souverains, renforcent la sécurité fiscale de ces derniers.

Dans ce qui suit, nous allons présenter les travaux des deux institutions internationales, en l'occurrence l'OCDE ainsi que le FMI, se rapportant aux fonds souverains.

Section 2 : Adoption de bonnes pratiques de la part des fonds souverains et des pays d'accueil

Les fonds souverains ont acquis une notoriété internationale dès le début de l'année 2007. En effet, à partir du G7[52] Finances du 13 avril 2007 et durant toutes les autres réunions de cette instance, le sujet a été abordé. Le 19 octobre 2007 – lors des assemblées annuelles du FMI et de la Banque mondiale – les ministres des Finances du G7 mandatent les institutions financières internationales, en l'occurrence le FMI et l'OCDE[53], pour la définition d'une charte de bonnes pratiques à laquelle vont adhérer les fonds souverains d'un côté et les pays récipiendaires de leurs investissements de l'autre.

1. Les politiques des pays d'accueil à l'égard des investissements des fonds souverains :

L'OCDE pour sa part a été mandatée pour l'élaboration d'orientations se rapportant aux politiques des pays d'accueil quant aux investissements provenant des fonds souverains.

[51] Bertin Delacour C. : Op. citée page 61.
[52] États-Unis, Canada, Royaume-Uni, France, Allemagne, Italie, Japon.
[53] OCDE (Organisation de Coopération et de Développement Economiques) compte 30 pays membres : Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, canada, Corée, Danemark, Espagne, États-Unis, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Islande, Italie, Japon, Luxembourg, Mexique, Norvège, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République slovaque, République tchèque, Royaume-Uni, Suède, Suisse et Turquie.

1.1. Les règles de l'OCDE :

Le travail a été confié par l'OCDE à son Comité de l'investissement. Une première mission lui a déjà été confiée dès 2006, se rapportant à des travaux sur le thème des « restrictions apportées par les Etats à l'investissement dans les secteurs qu'ils jugent stratégiques ». La nouvelle mission quant à elle a eu pour objet la transposition des principes déjà identifiés et adoptés par le G8 dès juin 2007, concernant le contrôle des investissements étrangers, sur les fonds souverains en particulier. Le projet s'articulant sur *« la liberté d'investissement, la sécurité nationale et les secteurs 'stratégiques' »* – avec la participation des dix pays[54] non membres de l'OCDE mais adhérents à la Déclaration de l'OCDE sur l'investissement international et les entreprises multinationales – a repris les instruments pour l'investissement qui existent déjà dans les codes de l'OCDE et dont l'imposition s'étale à tous les Etats membres. Ces principes (*non discrimination, transparence* et *libération*) recouvrent une utilité fondamentale pour l'orientation des actions des pays récipiendaires. Ainsi, les investisseurs étrangers recevront un traitement équitable, y compris les fonds souverains. Avec l'engagement des gouvernements adhérents récipiendaires à l'inscription de l'équité de traitement dans leurs politiques d'investissement. Un « examen par des pairs » du respect des engagements pris est prévu également dans les instruments de l'OCDE. Additivement aux principes existants, il est prévu également d'autres qui viennent renforcer les codes de l'OCDE : le principe de *statu qo* et celui de la *libération unilatérale*.

Voici un extrait du rapport du Comité de l'investissement de l'OCDE, qui résume les principes établis en matière d'investissement représentant l'acquis de l'OCDE :

« Les principaux instruments de l'OCDE pour l'investissement sont le Code de l'OCDE de la libération des mouvements de capitaux adopté en 1961 et la Déclaration de 1976 sur l'investissement international et les entreprises multinationales, dans sa version révisée en 2000. Ces textes prévoient des procédures de notification et de surveillance multilatérale, sous la supervision générale du Conseil de l'OCDE, afin de garantir leur respect. Ces instruments comportent les principes suivants:

- ***Non discrimination** : Les investisseurs étrangers ne doivent pas être soumis à un régime moins favorable que les investisseurs nationaux dans les mêmes circonstances. Bien que les instruments de l'OCDE protègent directement la liberté d'investissement des*

[54] Argentine, Brésil, Chili, Egypte, Estonie, Israël, Lettonie, Lituanie, Roumanie et Slovénie.

fonds souverains établis dans les pays membres, ils obligent également les membres à tout faire pour étendre les avantages de la libération à tous les membres du Fonds monétaire international. En pratique, l'expérience a montré que les gouvernements des pays de l'OCDE adoptent presque toujours des mesures de libération sans opérer de discrimination à l'égard des pays non membres : les investisseurs de ces pays bénéficient des mêmes avantages de liberté d'accès au marché que les résidents de pays membres de l'OCDE. Toute discrimination flagrante envers des investisseurs non établis dans la zone OCDE reviendrait à s'écarter considérablement de la tradition de l'OCDE.

- ***Transparence** : Les informations sur les restrictions à l'investissement étranger doivent être complètes et accessibles à tous.*

- ***Libération progressive**. Les membres s'engagent à supprimer progressivement les restrictions à la libre circulation des capitaux dans leurs pays.*

- ***Statu quo** : Les membres s'engagent à ne pas mettre en place de nouvelles restrictions.*

- ***Libération unilatérale** : Les membres s'engagent également à faire bénéficier tous les autres membres des mesures de libération qu'ils prennent et à ne pas les conditionner à celles engagées par d'autres pays. La non-réciprocité est un principe important pour l'OCDE. Les instruments de l'OCDE sont basés sur la conviction que la libération profite à tous, et notamment au pays qui en est à l'origine »*[55].

Ces principes portent une force de loi vis-à-vis des pays membres de l'OCDE. Toute restriction aux investissements étrangers, de nature publique ou privée est interdite. Une exception est toutefois autorisée par les instruments de l'OCDE pour l'investissement concernant les pays d'accueil. En effet, les pays membres récipiendaires ont le droit à une prise de mesures jugées nécessaires pour protéger leur *sécurité nationale*. Leurs inquiétudes sont provoquées quand les investisseurs sont des Etats étrangers, notamment les fonds souverains, susceptibles d'avoir des objectifs politiques et non commerciaux. Leur crainte majeure est qu'un gouvernement étranger puisse accéder à leurs technologies de défense à des fins militaires, ou encore de communier avec les services de renseignements d'un pays étranger en mésentente avec le pays d'accueil.

[55] OCDE : Rapport du Comité de l'investissement, 4 avril 2008, page 4.

Toutefois, il a été convenu par les membres de l'OCDE que l'application de la clause se rapportant à la sécurité nationale incluse dans les instruments de l'OCDE pour les investissements, ne devait en aucun cas servir de prétexte à des politiques protectionnistes. L'engagement pris par ces pays pour instaurer des politiques d'investissement ouvertes doit demeurer sans équivoque.

Des principes élémentaires issus du projet sur la liberté d'investissement se résument en *la non-discrimination, la transparence et la prévisibilité, la proportionnalité* et *la responsabilité*. Ils vont orienter les pouvoirs publics lors de la conception et mise en œuvre des mesures protégeant leur sécurité nationale dans le cadre de l'investissement étranger. Les participants au projet estiment que les principes sur lesquels ils se sont accordés, sont parfaitement transposables sur les investissements apportés par les fonds souverains.

Voici un extrait du rapport du Comité de l'investissement de l'OCDE, qui décrit les principes orientant la politique d'investissement issus du projet sur la liberté d'investissement :

« *Les participants se sont accordés sur les orientations suivantes pour la politique d'investissement afin de préserver la sécurité nationale :*

Non-discrimination *– les pouvoirs publics doivent suivre le principe de non-discrimination. D'une manière générale, les pouvoirs publics doivent recourir à des mesures d'application large qui réservent un traitement similaire aux investisseurs dans des circonstances similaires. Lorsque ces mesures sont jugées inaptes à protéger la sécurité nationale, les mesures spécifiques prises pour tel ou tel investissement doivent être conçues en fonction des particularités de l'investissement qui constitue un risque pour la sécurité nationale.*

Transparence/prévisibilité *– il est certes dans l'intérêt des investisseurs et des gouvernants d'assurer la confidentialité des informations sensibles, mais les objectifs et les pratiques réglementaires doivent être aussi transparents que possible afin d'améliorer la prévisibilité des résultats.*

- *Codification et publication. La législation et les textes d'application doivent être codifiés et portés à la connaissance du public sous une forme appropriée (ex. dans un registre public ou sur l'Internet). En particulier, les critères d'évaluation utilisés dans les examens doivent être connus du public.*

- *Notification préalable. Les pouvoirs publics doivent prendre des mesures pour informer les parties concernées de tout projet de modification des politiques d'investissement.*
- *Consultation. Les pouvoirs publics doivent solliciter les points de vue des parties concernées lorsqu'ils envisagent de réviser leurs politiques d'investissement.*
- *Équité et prévisibilité des procédures. L'examen des procédures relatives aux investissements étrangers doit être assorti de délais stricts. Les informations commercialement sensibles fournies par l'investisseur doivent être protégées. Dans la mesure du possible, il convient d'envisager des règles prévoyant l'approbation des transactions si aucune action n'est engagée dans un délai spécifique pour les restreindre ou les conditionner.*
- *Divulgation des actions menées dans le cadre de la politique d'investissement. C'est la première étape pour assurer la responsabilité. Les pouvoirs publics doivent veiller à faire dûment connaître les actions qu'ils engagent au titre de la politique d'investissement (ex. par des communiqués de presse, des rapports annuels ou des rapports au Parlement), tout en protégeant les informations classifiées et commercialement sensibles.*

Proportionnalité des réglementations *– les restrictions à l'investissement ou les conditions rattachées à une transaction ne doivent pas être plus sévères que nécessaire pour protéger la sécurité nationale, et doivent être évitées si d'autres mesures existantes sont appropriées pour répondre à une préoccupation de sécurité nationale.*

- *Les préoccupations essentielles liées à la sécurité relèvent de l'autodétermination. Les instruments de l'OCDE pour l'investissement reconnaissent que chaque pays est fondé à déterminer les mesures nécessaires à la protection de sa sécurité nationale. Ce choix doit s'opérer en utilisant des techniques d'évaluation des risques rigoureuses et qui tiennent compte des circonstances, des institutions et des ressources propres au pays. La relation entre les restrictions à l'investissement et les risques identifiés pour la sécurité nationale doit être claire.*
- *Ciblage précis. Les restrictions à l'investissement doivent cibler directement les préoccupations liées à la sécurité nationale.*
- *Expertise adéquate. La conception des mesures de restriction de l'investissement motivées par des impératifs de sécurité doit bénéficier d'une expertise adéquate en matière de sécurité nationale et de l'expertise requise pour mettre en balance les*

répercussions des actions et les avantages d'une politique de l'investissement ouverte et appréhender l'impact des restrictions.

- *Réponses adaptées. Si elles sont appliquées, les mesures de restriction doivent être adaptées aux risques spécifiques posés par les projets d'investissement. Cela implique de prévoir des mesures (notamment des accords d'atténuation des risques) qui prennent en compte les préoccupations de sécurité, sans pour autant bloquer totalement les investissements.*
- *Dernier ressort. Les mesures éventuelles de restriction de l'investissement doivent être prises en dernier ressort, lorsqu'aucune autre action (ex. délivrance de licences dans un secteur, politique de la concurrence, réglementation des marchés financiers) ne peut être engagée pour remédier aux préoccupations en matière de sécurité.*

***Rendre des comptes** – Pour que la responsabilité des autorités chargées de l'application soit effective, il convient d'envisager des procédures de supervision parlementaire, un contrôle juridictionnel, des évaluations périodiques d'impact et l'obligation que les décisions de blocage d'un investissement soient prises à un échelon hiérarchique élevé*»[56].

Un mécanisme d'examen périodique par des pairs est prévu par le projet, suivant lequel les pays d'accueil reviennent à leurs pairs quand ils prennent des mesures ou envisagent de les prendre. Ainsi, se basant sur les principes évoqués plus haut et les engagements pris par les membres de l'OCDE dans le cadre des instruments codifiés pour l'investissement, les pairs émettent des commentaires à l'intention des pays d'accueil concernés.

1.2. Les mesures nationales de protection de la sécurité :

Dans ce qui suit, nous allons essayer de présenter l'essentiel des mesures nationales de protection de la sécurité, édictées par la France, le Royaume-Uni, l'Allemagne et enfin les Etats-Unis.

1.2.1. Les mesures édictées par la France :

La France dispose d'une loi, en date du 9 décembre 2004, qui soumet à autorisation préalable du ministre de l'économie, l'acceptation d'investissements étrangers dans le pays

[56] OCDE : Rapport du Comité de l'investissement, 4 avril 2008, page 6.

dans une activité dont la nature a été déterminée par le *décret* dit *anti-OPA* du 30 décembre 2005. « Les secteurs protégés sont limitativement énumérés et relèvent [de] […] :

- Jeux d'argent ;
- Sécurité privée ;
- Développement de moyens destinés à faire face à l'utilisation illicite d'agents pathogènes ou toxiques (antidotes) ;
- Interception de communications ;
- Sécurité des systèmes d'information ;
- Technologies duales ;
- Cryptologie ;
- Industrie secret défense ;
- Armement ;
- Etude ou fourniture d'équipements au profit du ministère de la Défense »[57].

La réglementation ci-dessus édictée, vise spécifiquement les investissements d'opérateurs n'appartenant pas à un Etat membre de l'UE[58], ou un Etat faisant partie de l'EEE[59], de plus de 33,33% du capital d'une société française – un seuil constituant la minorité de blocage et donc une acquisition du contrôle –. Ou encore, les investissements de ces mêmes opérateurs dans l'une des activités citées préalablement et jugées sensibles. De même, les investissements indirects – c'est-à-dire effectués par des opérateurs établis dans l'UE, dont les actionnaires détenant le contrôle, sont des résidents dans des pays tiers – sont concernés. D'ailleurs, ce dernier point a été considéré comme une entrave à la liberté de circulation des capitaux et à la liberté d'investissement, par la commission européenne, qui a demandé à la France la modification du dispositif et ce, en date du 12 octobre 2006.

Pour ce qui est des fonds souverains aspirant l'acquisition de plus de 33,33% du capital d'une société française dont l'activité exercée est réputée sensible, ils ne dérogent pas à la règle et doivent se soumettre à la procédure d'autorisation préalable citée ci-dessus. Ainsi, le fonds souverain QIA du Qatar, en voulant acquérir 100% de Cegelec – société française de l'ingénierie électrique sollicitée également par la défense et le nucléaire – en 2008, a formulé une demande d'autorisation préalable à son investissement pour le ministre de l'économie et

[57] Bertin Delacour C. : « Les fonds souverains – Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale», Groupe Eyrolles, Les Echos Editions, 2009, page 126.
[58] UE : Union Européenne.
[59] EEE : Espace Economique Européen.

des finances. L'opération d'investissement a été permise mais non sans certaines conditions et après de longues concertations avec des hauts services de l'Etat.

La France est perçue par les fonds souverains comme un pays réticent quant à l'accueil de leurs opérations d'investissement. Ce qui est sûr du moins, c'est qu'il y a variation et ambigüité dans les prises de position des dirigeants des pays occidentaux, notamment le président français Nicolas Sarkozy qui à l'occasion de sa première locution depuis son élection, le 8 janvier 2008, affirmait : « Face à la montée en puissance de fonds spéculatifs extrêmement agressifs et des fonds souverains, qui n'obéissent à aucune logique économique, il n'est pas question que la France reste sans réagir »[60]. Revenant sur ses propos, lors de son passage en Arabie Saoudite, peu de temps après : « La France sera toujours ouverte aux fonds souverains dont les intentions sont sans ambigüité, dont la gouvernance est transparente et dont le pays d'origine pratique la même ouverture à l'égard des capitaux étrangers »[61].

Entre 2006 et 2007, la France a appliqué son dispositif d'autorisation préalable à 69 opérations d'investissement – 68 opérations se rapportant à la défense et 1 à la sécurité publique –. Il n'y a eu aucun rejet, mais il y a eu des autorisations sous conditions. Les investisseurs concernés n'ayant émis aucun recours.

1.2.2. Les mesures édictées par le Royaume-Uni :

Au Royaume-Uni, la conclusion de *l'Entreprise Act* en 2002 afin de contrôler les concentrations, donne au ministre de l'Industrie le droit d'empêcher des opérations même en cours portant sur des investissements étrangers dans le cas où l'« intérêt public» – la sécurité nationale en d'autres termes – est mis en cause. Depuis octobre 2008, le « maintien de la stabilité du système financier du Royaume-Uni » est inclut dans l'intérêt public. « Les opérations concernées sont en principe les concentrations […] [là où il y a prise de contrôle avec plus de 50% de droit de vote] ou de fusion dans lesquelles l'entreprise britannique acquise réalise un chiffre d'affaires supérieur à £ 70 millions (ou résultant en l'acquisition au Royaume-Uni d'une part de marché au moins égale à 25%) »[62].

[60] Puel J.M. : « Les fonds souverains – Instruments financiers ou armes politiques ? », Editions Autrement, avril 2009, page 9.
[61] Puel J.M. : Op. citée, page 9.
[62] Bertin Delacour C. : « Les fonds souverains – Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale», Groupe Eyrolles, Les Echos Editions, 2009, page 130.

Pour ce qui est des fonds souverains, le premier ministre anglais, Gordon Brown, affirmait en novembre 2008 à Abu Dhabi : « le Royaume-Uni poursuivra une attitude bienveillante envers les fonds souverains, en particulier ceux du Qatar et des Emirats arabes unis. […] le Royaume-Uni, qui a historiquement accueilli les investissements étrangers, est un endroit naturel pour l'investissement des fonds souverains »[63]. Le Royaume-Uni est très bien perçu par les investisseurs étrangers, car il ne prend pas en considération leur nationalité et prend une position catégorique contre le protectionnisme, il les reçoit avec une grande bienveillance. En effet, il est classé premier pays d'accueil européen pour les investissements des fonds souverains, qui sont réalisés dans les secteurs de la finance, l'énergie, la distribution, etc.

Aucune opération d'investissement étranger n'a été empêchée ou bloquée jusque là, bien qu'il a été prévu de le faire lorsque la société publique russe Gazprom a offert d'absorber la société Centrica (maison mère de British Gas), mais qui en finalité s'est rétractée de l'offre.

1.2.3. Les mesures édictées par l'Allemagne :

Le contrôle des investissements étrangers en Allemagne a été renforcé et affermi par l'adoption en février 2009 d'une loi, qui le permet *a posteriori* dans le cas où ils mettraient en péril l'« ordre public » ou la « sécurité nationale ». Le contrôle doit se faire par le ministre de l'Economie.

Aucun secteur n'est mentionné d'une façon explicite par ce *nouveau régime*. Selon les motifs avancés dans le texte de la loi, ce sont des secteurs stratégiques qu'il est prévu de protéger : la défense en premier lieu – bien que ce secteur est déjà couvert par la législation modifiée – mais également les secteurs de l'énergie, des télécommunications ainsi que d'autres services publics.

« Les opérations concernées [par le contrôle] sont les acquisitions réalisées par un investisseur non européen et portant sur 25% ou plus du capital d'une société allemande. Les investissements étrangers directs et indirects sont visés : la réglementation s'applique aux investisseurs qui ne sont pas ressortissants de l'UE ou de l'AELE[64] et à ceux qui sont

[63] Puel J.M. : « Les fonds souverains – Instruments financiers ou armes politiques ? », Editions Autrement, avril 2009, page 53.
[64] Association Européenne de Libre Echange qui compte la Norvège, l'Islande, la Suisse et le Liechtenstein comme membres.

ressortissants de l'UE ou de l'AELE mais qui sont détenus à au moins 25% par un actionnaire qui ne l'est pas »[65].

Ce nouveau régime est applicable aux investisseurs étrangers, qu'ils soient publics ou privés sans discrimination. Les investissements des fonds souverains – dont la fulgurante ascension sur la scène financière internationale serait l'une des raisons de l'adoption de ce nouveau régime – effectués dans des sociétés allemandes seraient ainsi concernés également. L'application de la nouvelle législation est prévue dans des conjonctures qualifiées d'exceptionnelles. Nonobstant, elle laisse planer un doute quant à la concrétisation de l'opération, mettant les investisseurs étrangers, fonds souverains y compris, dans une situation d'insécurité : d'abord, comme les notions *d'ordre public* et de *sécurité nationale* ne sont pas définies clairement, le gouvernement allemand aura toute la latitude de les apprécier ; de plus, le nouveau régime prévoit la possibilité d'un contrôle *a posteriori* des opérations réalisées, ce qui rend le climat autour de l'opération d'investissement réalisée ainsi que ses conditions très suspicieux et ce, pendant une durée de cinq long mois.

Ainsi, l'Allemagne en voulant peut-être se protéger contre des « prédateurs » étrangers, a fait baisser probablement son attractivité en tant que pays d'accueil des investissements de pays n'appartenant pas à l'Europe.

1.2.4. Les mesures édictées par les États-Unis :

Un comité interministériel – Committee on Foreign Investments in the United States (CFIUS) – doit examiner les opérations d'investissements étrangers quand elles présentent un risque pour la « sécurité » du pays. C'est un renforcement de la réglementation vis-à-vis des investissements étrangers, entrée en vigueur le 24 octobre 2007 et mise en œuvre à partir du 14 novembre 2008.

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

[65] Bertin Delacour C. : « Les fonds souverains – Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale», Groupe Eyrolles, Les Echos Editions, 2009, page 133.

Les opérations visées sont celles permettant à un investisseur étranger de prendre le contrôle d'une entreprise américaine. Le contrôle est défini comme le pouvoir de prendre les décisions importantes par le niveau de participation au capital, le nombre de sièges au conseil d'administration ou tout autre moyen. Les prises de participations n'excédant pas 10% des droits de vote d'une société américaine sont exclues du champ d'application de la procédure, à condition toutefois que la participation soit exclusivement détenue à des fins d'investissement passif »[66].

147 opérations d'investissements étrangers ont été présentées au CFIUS durant l'année 2007.

La réforme qui a été apportée en 2007 à la législation américaine se rapportant aux investissements étrangers, visait en réalité les investisseurs publics étrangers aux États-Unis, dont le nombre des opérations sur le sol américain a crû considérablement ; c'est en fait une résultante d'importants débats au Congrès, suite à deux opérations devenues une polémique : d'abord lorsque l'entreprise chinoise CNOOC a projeté d'acquérir en 2005 la société américaine d'énergie Unocal, une opération qui s'est soldée par un échec par rapport à une forte opposition de plusieurs parlementaires aux motifs que l'entreprise américaine détenait une technologie sensible et que l'entreprise chinoise a surenchéri son offre d'acquisition avec des fonds publics. Et puis, il y a eu en 2006 l'acquisition de la société britannique P & O qui contrôlait l'exploitation de plusieurs ports aux États-Unis, par le fonds souverain ICD de Doubaï via sa filiale Dubaï Ports World (DPW). Ce qui est invraisemblable c'est qu'après avoir reçu une acceptation du CFIUS, l'opération a fait polémique devant le Congrès, ce qui a obligé la filiale DPW de céder les activités qui se rapportent aux États-Unis au groupe américain AIG.

C'est le contrôle des investissements provenant d'entités publiques étrangères, notamment les fonds souverains, qui a été consolidé par cette nouvelle réglementation. Toute opération en provenance d'entités citées préalablement est examinée d'une façon automatique par le CFIUS – qui s'intéresse en particulier à la position de l'entité étatique investisseur par rapport aux accords de non-prolifération ; sa politique d'investissement ; l'indépendance de ses prises de décisions du gouvernement ; sa transparence concernant ses objectifs et son cadre institutionnel ; sa conformité avec les normes établies aux États-Unis, notamment en ce qui se rapporte à la communication –.

[66] Bertin Delacour C. : Op. citée, page 135.

Au total, c'est un dispositif qui ne définit pas clairement la notion de « sécurité nationale » ou « contrôle » ou encore « infrastructures critiques ». Leur interprétation revient à l'administration, ce qui ne va sûrement pas assurer la sécurité et la prévisibilité juridiques pour les investisseurs étrangers. De plus, la durée que peut prendre la procédure est longue, il y a des délais arrêtés pour l'examen et l'enquête du CFIUS – 75 jours –, mais également une phase de pré-notification pour s'assurer de la présence de tous les éléments nécessaires pour le commencement de l'examen officiel, qui elle peut durer plusieurs mois.

Au demeurant, les interdictions sont très rares, mais le dispositif de contrôle mis en place laisse planer un climat de suspicion autour des projets d'acquisition. Au total, il est considéré comme peu favorable aux fonds souverains car quelque part, il les perçoit d'avance comme nuisant pour la sécurité nationale des États-Unis.

1.3. Les dangers du protectionnisme :

Que ce soit sur le plan juridique, économique ou encore politique, mettre des barrières à l'encontre des investissements étrangers, ou en d'autres termes la pratique du protectionnisme par les Etats récipiendaires est perçue très négativement. D'abord, cela va à l'encontre des principes de l'OCDE ainsi que les règles de l'OMC, sur le plan juridique. Très préjudiciable sur le plan économique avec comme effets : un ralentissement de la croissance et du développement ; une génération d'une mauvaise allocation des ressources ; le découragement de la concurrence ; un freinage des progrès que peuvent enregistrer les sociétés ainsi que leur environnement ; enfin, l'obstruction du financement de nouveaux investissements, privant ainsi les secteurs protégés de capitaux indispensables. Et puis, la pratique du protectionnisme est carrément non fondée et injustifiée sur le plan politique. En effet, c'est avec uniquement une logique de marché qu'il y a eu les innombrables investissements des pays de l'OCDE dans les pays émergents, sans se soucier d'ailleurs des intérêts de ces derniers. Que ce soit les réseaux d'électricité, d'eau ou encore de transport des pays sous-développés, ont quasiment été mis sous contrôle de grandes firmes occidentales ; l'Allemagne, l'Italie et la France ont implanté leurs institutions financières dans les pays d'Europe de l'Est, en achetant presque la totalité des réseaux bancaires et d'assurance de ces derniers. Et encore les États-Unis, conquérant presque les ressources naturelles de l'Amérique latine et de l'Irak. A ce moment là, si les pays occidentaux évoquent la réciprocité, ce qui serait légitime alors c'est la réception justement des investissements des pays émergents.

Ce qui est important à signaler également, est que toutes les études qui ont pu être menées sur les fonds souverains et les intentions qui se cachent derrière leurs investissements n'ont pas établi des intentions politiques, ou alors des risques qui mèneraient à l'instabilité du système financier international, ou encore un abus de pouvoir ou un pillage des technologies occidentales.

La politique menée par beaucoup de fonds souverains est claire : acquérir le contrôle des firmes dans lesquelles ils investissent ne les intéresse guère. Ils n'exercent pas au-delà d'une fonction d'investisseur professionnel, souvent disposant de moyens humains et matériels limités. Et s'il existe, selon plusieurs études, quelques fonds, qui possèdent les moyens et les intensions de poursuivre des intérêts stratégiques, leurs activités ne devraient pas être préjudiciables au grand nombre des autres fonds. Ce qui retient l'attention par contre, est le fait que ce sont des non-résidents qui détiennent presque la moitié des firmes cotées sur les grandes bourses, sans que personne ne le dénonce ou alors s'y oppose.

En outre, lors des réunions du G7 le 13 et 14 février 2009 en rapport avec la situation économique mondiale, des engagements ont été pris pour la lutte contre le protectionnisme. Pour la majorité, les mesures nationales prises afin de contrôler les investissements étrangers étaient suffisantes, leur utilisation n'est toutefois recommandée qu'en dernier ressort, lorsqu'il y a un risque sur la sécurité nationale.

Enfin, les sociétés occidentales avancent qu'un apaisement général quant aux craintes suscitées par les motivations des fonds souverains, gagnerait la communauté récipiendaire si ces fonds adoptaient justement une charte de bonnes pratiques, dont le but serait l'amélioration du niveau de leur transparence ainsi que la qualité de leur gouvernance.

2. Adoption de bonnes pratiques de la part des fonds souverains :

Vingt-quatre principes sont érigés par l'IWG[67], groupe de travail institué par le FMI pour une bonne conduite en matière d'investissements à l'étranger destinés aux fonds souverains. Seulement, avec les principes de l'OCDE qui ont une force de loi vis-à-vis de ses pays membres en matière des restrictions aux investissements étrangers qui sont interdites, un gouffre sépare ces derniers des pays émergents et en développement non membres de l'OCDE qui sont eux libres de leurs actions dans ce domaine ; sauf que, *la réciprocité* devient

[67] IWG: International Working Group of sovereign wealth funds.

primordiale au vu de la manne gigantesque de liquidités dont disposent ces pays qui s'orientent de plus en plus vers les investissements internationaux.

2.1. Le FMI définit un code de conduite pour les fonds souverains (les principes de Santiago[68]) :

L'organisation en novembre 2007 à Washington d'une table ronde regroupant les gestionnaires des fonds souverains a marqué le début des travaux initiés par le FMI afin d'ériger un ensemble de bonne conduite, qui va participer à apporter des réponses aux innombrables questions et critiques des médias mais surtout à apaiser les griefs des pays d'accueil à l'encontre des investissements des fonds souverains. Mais c'est en mai 2008 que fut organisé un groupe de travail international (GTI) [IWG] composé de 23 Etats[69] membres du FMI ayant des fonds souverains, ainsi que des observateurs permanents[70]. L'objet principal de ce groupe étant de formuler conjointement des principes en reflet avec les pratiques et les objectifs des fonds souverains en matière d'investissement. A la troisième réunion qui s'est tenue à Santiago en Chili, vingt-quatre *principes et pratiques généralement acceptés (PPGA)* [GAPP][71] par les fonds souverains appelés également « Principes de Santiago » ont été arrêtés. Leur publication s'est faite le 11 octobre 2008, représentant une sorte de guide qui s'adresse aux fonds souverains actuels et futurs.

Deux objectifs phares se dégagent des Principes de Santiago : d'abord, *assurer l'indépendance des fonds souverains quant au pouvoir politique de leur pays d'origine*. C'est ainsi, qu'afin de séparer la décision d'investir d'éventuelles pressions politiques, les Principes instaurés délimitent les droits et obligations du côté de l'Etat actionnaire et de celui des gestionnaires des fonds. Pour apaiser les inquiétudes des pays récipiendaires quant à la poursuite d'intérêts stratégiques ou encore politiques de la part des pays d'origine des fonds, l'orientation est aux investissements la rentabilité financière ou encore ceux qui adoptent les modes de gestion indicielle du portefeuille[72]. Pour une réduction des interventions des pouvoirs publics, les Principes prônent la surveillance des fonds souverains par les marchés financiers à l'échelle mondiale. Ensuite, *réduire l'opacité des fonds souverains*, en d'autres

[68] L'Annexe 2 reproduit intégralement le texte des Principes de Santiago.
[69] Australie, Azerbaïdjan, Bahreïn, Botswana, Canada, Chili, Chine, Guinée Equatoriale, Iran, Irlande, Corée, Koweït, Libye, Mexique, Nouvelle-Zélande, Norvège, Qatar, Russie, Singapour, Timor Leste, Trinidad et Tobago, Emirats arabes unis, États-Unis.
[70] Banque Mondiale, OCDE, Arabie Saoudite, Vietnam, sultanat d'Oman.
[71] GAPP : Generally Accepted Principles and Practices.
[72] Dont la valeur évolue comme celle d'un indice de marché (In Bertin Delacour C. : « Les fonds souverains – Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale»,page 157).

termes *améliorer leur niveau de transparence*. Ainsi, le comportement des fonds sera mieux cerné par les acteurs du marché, ce qui leur permettra d'anticiper leurs décisions. Une plus grande transparence de la part des fonds souverains va créer un climat de confiance, ce qui va de pair avec la stabilité du système financier et de plus va démolir les barrières protectionnistes. Les entreprises dans lesquelles des fonds souverains transparents investissent sont valorisées, car les investisseurs perçoivent la transparence comme un gage de qualité.

Le Groupe de Travail International en adoptant les Principes de Santiago a relevé un grand défi. En effet, la grande diversité des fonds souverains et la nature secrète de quelques uns d'entre eux quant aux objectifs poursuivis, la stratégie d'investissement tracée ou encore leur cadre de gouvernance a du rendre la tâche difficile. La mise en accord des fonds participant au processus qui a duré uniquement 4 mois, dans un contexte de crise financière puis économique qui a vu chuter considérablement les prix des matières premières, confirme une volonté indéniable de la part des fonds souverains d'une insertion sans barrières dans les marchés financiers mondiaux.

Les Principes de Santiago ont pris la forme de recommandations se rapportant à :

- La politique d'investissement ;
- La politique de financement ;
- La gestion des risques ;
- Le cadre juridique ;
- La gouvernance ;
- La transparence ;
- Et les règles des pays d'accueil.

Les analyses de ces principes par rapport à leur contenu rapportent qu'ils sont « complets » mais « pas parfaits », car ce qu'il faut garder à l'esprit c'est qu'ils constituent un compromis après des négociations. En les comparant à la grille d'évaluation qu'il a élaborée, Edwin Truman[73] donne une note de 74/100 pour un fonds souverain qui respecterait ces principes.

Le domaine qui a été le moins bien élaboré est celui de la transparence. En effet, il n'est pas prévu par les Principes que les fonds publient le montant des actifs qu'ils gèrent et

[73] Senior Fellow au Peterson Institute depuis 2001, ayant procédé au classement des fonds souverains selon les deux critères de gouvernance et de transparence.

son évolution, leurs rapports annuels, leurs états financiers, les rapports de leur audit externe ou encore les règles de surveillance auxquelles ils sont astreints dans leurs pays d'origine. Les fonds dans leur majorité sont plutôt opaques, ils perçoivent mal la transparence qui, selon eux est nuisible pour leur performance dans un climat de concurrence. Nonobstant, si le fonds ne publie pas les informations citées préalablement, il limiterait sa responsabilité face au public. Il y a encore la publication de la composition du portefeuille détenu, qui est recommandée par les Principes, mais là encore sans plus de détails. Il y a donc une possibilité que les fonds ne publient pas en précisant les classes d'actifs composant leur portefeuille, leur ventilation en devises par pays et par secteurs, etc.

Au total, les Principes de Santiago représentent une sorte de trait d'union entre les fonds souverains et les pays d'accueil de leurs investissements. Le dialogue une fois établi doit être continu, pour une meilleure compréhension réciproque.

Concernant maintenant leur portée, les GAPP n'ont pas force de loi, ils ne sont pas contraignants et sont dépourvus de sanctions ; ce sont de simples recommandations. Les Etats d'origine ainsi que les fonds souverains qui leur sont rattachés sont libres de les adopter et de les mettre en œuvre ou non. Il subsiste une interrogation à ce moment là pour les pays récipiendaires se rapportant à la souscription et l'application en pratique aux GAPP par les fonds souverains. A ce propos, les Principes de Santiago soulignent que leur application est tributaire des lois et règlements appliqués dans les pays d'origine des fonds. Ainsi, c'est la réglementation des pays auxquels appartiennent les fonds souverains qui prime et qui peut faire obstacle à l'application d'un principe quelconque des GAPP ; ceci peut être le cas du domaine de la gouvernance ou encore celui de la transparence. Aussi, il a été relevé la non participation de plusieurs pays[74] possédant des fonds souverains aux travaux du GTI d'un côté, et la participation de plusieurs autres avec toutefois une expression de réticences, tel que la Chine.

Le FMI a choisi une démarche de concertation avec les fonds souverains pour l'élaboration des Principes de Santiago, ce qui est en faveur d'une application effective de ces derniers par les fonds. En effet, les pratiques énumérées dans les principes n'ont pas été imposées aux fonds participants, mais plutôt ce sont ces derniers qui ont accepté de s'y soumettre. Aussi et afin de permettre une bonne diffusion, compréhension et application des

[74] Comme : Algérie, Botswana, Brésil, Brunei, Colombie, Hong Kong, Kazakhstan, Malaisie, Nigeria, Taïwan, Venezuela.

Principes de Santiago, le GTI a mandaté un groupe permanent, chargé également du réexamen périodique du code de bonne conduite. Il constitue également un cadre d'échange entre les fonds souverains ainsi qu'avec les pays d'accueil.

Comme les Principes de Santiago n'ont pas force de loi, il ce peut qu'il y ait des fonds souverains qui ne vont pas les respecter, leur sanction pourrait être dans ce cas là justement, celle des acteurs du marché. Ainsi, les pays récipiendaires se méfieraient d'eux, pouvant provoquer des griefs protectionnistes envers toute la communauté des fonds souverains ; poussant les fonds respectueux des Principes de Santiago à exercer une pression contre les fonds récalcitrants, pour ne pas subir injustement des restrictions sur leurs activités.

Par contre, si les fonds souverains appliquent les Principes de Santiago ils garantiraient une poursuite de motivations financières, apposant ainsi sur leurs investissements un gage de qualité, avec une satisfaction d'exigences minimum en matière de transparence et de bonne gouvernance. Et c'est ce qui devrait les inciter justement à s'y conformer.

2.2. La réciprocité en matière d'investissements étrangers :

La réciprocité en matière d'investissements étrangers est une règle qui n'est pas stipulée dans les Principes de Santiago. Sous réserve des mesures prises pour protéger leur sécurité nationale, les pays de l'OCDE – sous l'égide de l'OCDE ainsi que d'autres instances internationales – afin de promouvoir l'ouverture des marchés de capitaux, procèdent à la l'abolition des barrières existantes à l'encontre des investissements étrangers et ce, d'une façon unilatérale. Tandis que les pays d'origine des fonds souverains sont partiellement fermés aux investissements des pays de l'OCDE. De part leur réglementation opaque et non prévisible – « multiplicité des textes applicables ou au contraire absence de règles codifiées, critères d'évaluation flous si ce n'est arbitraires, procédures longues »[75] –, les pays émergents peuvent être caractérisés, selon les cas, de discriminatoires envers les investissements étrangers.

Les régimes les plus stricts sont maintenus présentement par les Etats possédant les fonds souverains les plus importants. « Aux Emirats arabes unis, les investisseurs étrangers ne peuvent détenir plus de 49 % d'une société locale. Ce seuil est abaissé à 40 % dans les

[75] Bertin Delacour C. : « Les fonds souverains – Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale», Groupe Eyrolles, Les Echos Editions, 2009, page 175.

industries liées au pétrole et au gaz. Des restrictions particulières s'appliquent dans les secteurs des télécommunications, du tourisme et des assurances. D'autres limitations s'appliquent dans les industries sensibles, telles que l'énergie, la défense, l'eau, la production d'électricité. […] La Chine a plus de deux cents lois et textes, émanant de différentes autorités, susceptibles d'affecter les investissements étrangers. La réglementation est complexe et opaque. Si les investissements étrangers sont encouragés dans certains secteurs pour satisfaire à des besoins spécifiques de l'économie, les 'industries ou entreprises critiques' doivent demeurer sous contrôle chinois. […] En Russie, la Douma a adopté en mai 2008 une loi sur les investissements étrangers dans les sociétés d'importance stratégique pour la sécurité de l'Etat et de la défense. […] [Ainsi] tout projet d'investissement de plus de 50 % d'une société russe par une entreprise étrangère privée, ou de plus de 25 % par une entreprise étrangère publique [est soumis à autorisation d'une commission spéciale]. Les seuils de 50 % et 25 % sont respectivement ramenés à 10 % et 5 % si la société russe exerce dans l'un des quarante-deux secteurs considérés comme stratégiques pour la défense et la sécurité. […] La Russie est l'un des pays les plus fermés [aux investissements étrangers] et la nouvelle loi n'a fait que durcir davantage le régime [qui leur est] applicable »[76].

De ces exemples, il apparaît clairement qu'il y a une grande disparité entre les économies développées appartenant à l'OCDE et celles émergentes, quant à l'ouverture face aux investissements étrangers. Nous avons évoqués plus haut les dangers du protectionnisme, en évoquant les pays occidentaux quant à l'application de leurs réglementations se rapportant à leur « sécurité nationale » ; en réalité, l'OCDE avec ses principes qui ont une force de loi vis-à-vis de ses pays membres – où toute restriction aux investissements étrangers, de nature publique ou privée est interdite –, balise en quelque sorte le comportement que ces derniers doivent avoir face aux investissements étrangers. Tandis que les pays émergents et en développement non membres de l'OCDE sont en fait libres de leurs actions dans ce domaine.

Au vu de l'ampleur des liquidités engrangées ces dernières années par les pays émergents détenant des fonds souverains et des entreprises multinationales, ayant réalisé d'importants progrès économiques et qui s'orientent de plus en plus vers les investissements internationaux, *la réciprocité* devient alors primordiale. D'autant plus qu'un développement fulgurant s'est produit dans les flux de capitaux des économies émergentes vers les économies développées.

[76] Bertin Delacour C. : Op. citée pages 175, 176 et 177.

Les pays non-membres de l'OCDE peuvent se servir des principes établis par cette organisation, orientant la politique d'investissement – issus du projet sur la liberté d'investissement –, pour réaliser les leurs. C'est dans ce sens justement, que des expertises régulières en matière de politique d'investissement, sont établies par l'OCDE dans certains pays tels que la Chine ou la Russie, soldées par des recommandations qui sont plus ou moins appliquées.

Ce qui a été dénoté par contre, c'est l'accès favorisé au marché du pays d'origine du fonds souverain par les entreprises ayant reçu ce dernier dans leur capital. « Ainsi, après que le fonds chinois CIC a pris 10 % de Blackstone, ce dernier a acquis 20 % du groupe chinois de Chimie China National Bluestar Corp. pour 600 millions de dollars. La société française Cegelec, reprise à 100 % par QIA, compte participer aux programmes de développement de ce dernier au Qatar. Les établissements financiers, tels Morgan Stanley, Merrill Lynch ou Barclays Bank, qui ont ouvert leur capital aux fonds asiatiques, ont davantage la possibilité de faire des affaires dans ces pays dans des domaines qui leur étaient fermés par le passé »[77].

Conclusion du chapitre II :

Plusieurs modèles de fonds souverains coexistent. Ce sont des fonds d'investissement publics, dont le rôle est la gestion d'actifs financiers à long terme. Ils sont alimentés par des réserves de change, provenant de taxes ou de revenus liés à l'exportation de matières premières, ou encore du surplus de la balance des paiements courants des Etats ou des revenus du commerce extérieur, ou encore de l'épargne locale. Leurs objectifs bien que divers, néanmoins une classification établie par le FMI dresse cinq types de fonds de part leur objectif, à savoir les fonds de stabilisation, les fonds d'épargne, les fonds de réserve de retraite conditionnels, les sociétés de placement des réserves et enfin les fonds de développement.

Dès la mi-2007 les fonds souverains sont devenus un sujet international important, leur existence remonte pourtant aux années 1950. C'est lorsque la taille de leurs opérations et leur influence potentielle via leurs investissements réalisés dans les fleurons des économies occidentales ont augmentés, qu'un débat intense a commencé quant au contrôle ou non des opérations de ces fonds. L'obtention de deux importantes avancées à peine un an plus tard, a de fortes chances d'induire une meilleure relation entre fonds souverains et pays

[77] Bertin Delacour C. : Op. citée page 178.

récipiendaires. D'un côté, l'OCDE affinant ses principes régissant le contrôle des investissements étrangers en rajoutant aux règles existantes (*non discrimination*, *transparence* et *libération*) de nouvelles (*statu qo* et *libération unilatérale*), pour une meilleure coordination de la réglementation appliquée par les pays récipiendaires à l'entrée des capitaux étrangers. De l'autre, le FMI établissant un ensemble de principes de bonne conduite, que les fonds souverains sont appelés à respecter dans le but d'apaiser les craintes de nombreux pays recevant leurs investissements. Ainsi, émergera un partenariat solide entre fonds souverains et pays récipiendaires, particulièrement dans un fonds de crise générale d'un modèle de financement ayant culbuté le levier du crédit.

Chapitre III : Les stratégies et le comportement adoptés par les fonds souverains dans l'économie mondiale

Introduction du Chapitre III :

La finance a été déboussolée par toutes formes d'excès, notamment l'externalisation : délégation d'investissement, externalisation de l'évaluation. En effet, la libéralisation de la finance à partir des années 1970, a conduit à une expansion des marchés de prestataires qui permettent l'exercice d'une confiance impersonnelle ; cette expansion a été renforcée à partir des années 1990 avec l'abondance des opportunités d'investissement. Les procédures et institutions dans lesquelles les investisseurs déposent aveuglément leur confiance, favorisent structurellement les investissements de court terme parce qu'elles sont organisées sous forme de marchés, où prédominent l'impératif de surveillance fréquente des performances ainsi qu'une légitimité d'une évaluation externe. Les investisseurs de long terme se sont emboîtés eux également dans la structure organisationnelle et psychique de ces marchés, qui ont fait en sorte de « normaliser » l'investissement à court terme.

Une voie de secours subsiste pour que les investisseurs de long terme le deviennent réellement, ce serait de mettre *l'allocation d'actifs au service du passif*. Ainsi, les fonds souverains à l'instar des investisseurs de long terme peuvent se donner les moyens afin de produire des allocations stratégiques flexibles dans le temps, des allocations dynamiques en d'autres termes. En adoptant clairement un profil d'engagements, ceci va influencer certainement la gestion ainsi que les opérations menées par ces investisseurs, notamment leur perception du risque d'investissement ainsi que leurs préférences de rendement.

Nous allons essayer de présenter dans ce chapitre, d'abord les stratégies d'allocation des actifs des fonds souverains et puis, le comportement adopté par ces investisseurs dans l'économie mondiale depuis l'année 2000 et jusqu'après la crise financière mondiale de 2008.

Section 1 : Quelles sont les stratégies d'allocation des actifs des fonds souverains ?

La constitution des marchés de prestataires – auxquels s'adressent désormais actuellement les fonds d'investissement en externalisant une grande part des tâches essentielles de la décision d'investissement – à partir des années 1970 et son déploiement massif dans les années 1990, a mis en concurrence leurs différents acteurs à savoir les firmes

de consultants, les gérants de portefeuilles, les analystes financiers et les agences d'évaluation ; ce qui n'a pas manqué d'influer négativement les politiques d'investissement, en provoquant un raccourcissement des horizons d'investissement. Une *institutionnalisation* d'un ensemble de critères définissant le « bon » investissement s'est imposée comme « norme » à tous les investisseurs. Pour que les investisseurs de long terme recouvrent leur profil, leur allocation d'actifs doit être mise au service du passif.

Nous allons exposer en premier les tenants de l'institutionnalisation de court-terme dans l'allocation d'actifs de tous les investisseurs, avant de présenter ce qu'est une allocation stratégique flexible dans le temps et enfin les différents profils d'engagements adoptés par les fonds souverains.

1. L'institutionnalisation du court-terme comme résultante de la délégation dans la gestion de portefeuille :

Nous allons présenter ici une analyse de Sabine Montagne qui s'appuie sur « une recherche plus large, menée en collaboration avec M. Aglietta et A. Rebérioux (Aglietta, Montagne, Rebérioux, 2007) en 2006 et 2007. L'analyse est fondée sur des interviews en Europe et aux Etats-Unis, des participations à des séminaires, groupes de travail et colloques de professionnels financiers, la lecture de la presse et de la littérature spécialisée »[78]. En premier, l'exposé du cadre théorique de l'analyse va présenter l'intérêt d'une approche sociologique des marchés ; en second, nous verrons que la constitution des marchés de prestations a « normalisé » l'investissement à court terme. En dernier, l'analyse montre qu'au terme de la crise boursière de 2000, pour une meilleure réactivité, de nouvelles pratiques ont été adoptées menant à la marchandisation des prestations de gestion et au renforcement des procédés de recrutement et d'investissement à court terme.

1.1. La théorie de l'agence contre la sociologie des marchés :

« La théorie économique *mainstream*[79] considère efficace la division du travail financier au nom des vertus de la spécialisation, de la professionnalisation, de la concurrence, en supposant que les prestataires vont répondre 'rationnellement' aux besoins 'fonctionnels' émis par les investisseurs. Le modèle principal-agent, outil de cette théorie pour rendre

[78] Montagne S. : « Le court-termisme institutionnalisé : Les effets de la gestion REF hors série, « Les fonds souverains », REF hors série, « Les fonds souverains », 2009, page 417.
[79] Courant dominant de la pensée économique [in Dictionnaire d'économie et de sciences sociales, Editions Nathan, 2007, page 569].

compte des relations de délégation […], réduit en effet les interactions sociales à des relations bilatérales entre individus rationnels aux préférences définies ex ante»[80].

Seulement, les investisseurs peuvent être ambigus quant aux intérêts qu'ils doivent exprimer et *l'agent* doté d'une bonne expertise, peut dans ce cas là « dominer » le *principal*. Mais la théorie nous dit qu'il y a des règles de bonnes pratiques, une éthique des professions, la concurrence, etc. pouvant être regroupées dans des structures institutionnelles qui seront en mesure d'endiguer l'excès de pouvoir se rapportant à la situation. Il y aurait *opportunisme individuel* et *conflits d'intérêts* dès lors que la prestation ne correspond plus à la demande explicitement formulée ; ce dysfonctionnement peut être enrayé par les règles de gouvernance – qualifiées de « bonnes » par la théorie de l'agence –.

Concrètement, les besoins d'investissement à long terme sont énoncés d'une façon claire et précise par les investisseurs d'un côté et de l'autre, une proposition adaptée est offerte par les prestataires qui sont parfaitement en mesure de le faire. Ainsi, sur chaque segment d'investissement vont émerger des marchés de prestations. Seulement, les pratiques de délégation ont évolué récemment à contre courant de ce qui était prévu ; une grande perméabilité de ces marchés a remplacé le cloisonnement qui était prévu. L'abondance des liquidités au niveau mondial a conduit, autant la clientèle spéculative des fonds fermés que celle de détail des ménages nord-américains à propulser l'innovation de produits financiers fabriqués à l'initiale pour eux, mais qui a intéressé finalement même la clientèle institutionnelle dont l'horizon d'investissement devrait être long. « *Les frontières entre les différents besoins se sont brouillées au point de considérer, au nom de la diversification, n'importe quel type de produit éligible à n'importe quel portefeuille*»[81].

La construction de ces marchés s'est faite sur la base d'une série d'adaptations consécutives entre les acteurs financiers. Au cours de ce développement, le principal ne s'est pas opposé à l'agent et vis versa, mais il s'en est suivi une lente déviation de leur référentiel commun d'investissement. Les investisseurs étant dans l'incapacité d'exprimer et d'exiger également des philosophies d'investissement claires, cela a facilité la tâche aux prestataires, qui n'ont pas eu d'opposition quant à leur façon de faire. Il y a en fait, deux parties distinctes qui doivent pouvoir exprimer chacune leurs normes d'investissement en amont à

[80] Montagne S. : Op. citée, page 418.
[81] Montagne S. : Op. citée, page 419.

l'interaction ; seulement, *cette conception omet le fait que la formation de ces normes se fait sur « le marché » et non pas dans la « confrontation » bilatérale principal-agent.*

Les marchés de prestataires ont pu *« institutionnaliser » la norme de court terme* ; l'angle d'analyse présenté ci-dessus, en adoptant le cadre de la sociologie des marchés, arrive à étudier comment cela a pu se produire. « Il déplace la problématique de l'agence, centrée sur la question de la *coordination* à celle de la *valeur* »[82]. Dans la théorie de l'agence, l'analyse est focalisée sur les dispositifs institutionnels, qui vont permettre la création d'une interaction entre les agents et ce, pour un contrôle mutuel ainsi qu'un alignement de leurs intérêts. Par antithèse, l'approche de l'étude menée par le groupe de chercheurs – sus-référencée – va privilégier « la diversité des acteurs et leur capacité à en tirer profit ». *L'alignement des intérêts* est délaissé contre *la recherche du profit* par les agents économiques dans cette relation de délégation. Ceci suppose, que les agents ont la capacité de définir la *valeur* des produits échangés, une encaisse d'un revenu s'ensuivra ainsi que le calcul du profit qui sera arboré aux actionnaires, à l'occasion. Ce qui doit être ciblé donc par *la délégation* c'est « *la définition de ce qui vaut et de combien ça vaut* ».

« *L'affichage public de la valeur* » de l'agent dans un espace qui met en concurrence des entreprises ainsi que des individus, représente la pierre angulaire de tout l'édifice qui va se construire par la suite ; et cela au-delà de ce que peut réaliser le principal localement, pour évaluer son agent quant à un acquittement honorable de sa mission. Cet aspect de « *recherche de valorisation* » qui a été facilement assimilé au niveau individuel par l'agent cherchant à être valorisé afin de circuler aisément sur son marché du travail, est en fait plus complexe et contraint les firmes concernées à l'intégrer dans leurs modèles d'affaire.

L'objectif de l'étude menée – que nous avons faite notre – est de dévoiler le fait que c'est « *la valorisation publique des prestataires* », beaucoup plus loin que la tension que peut provoquer le contrôle du principal sur l'agent, qui – devenue indispensable par leur organisation marchande – « soutient l'adoption d'une *norme d'investissement à court terme* par l'ensemble des acteurs financiers ».

1.2. La création de marchés de prestataires :

L'intérêt de l'analyse principal-agent n'est pas rejeté par l'étude mais elle la juge incomplète. En rappel, voici ses résultats : une logique de délégation est élaborée, en

[82] Montagne S. : Op. citée, page 419.

schématisant les rôles des investisseurs et des gérants et c'est ainsi qu'elle donne l'explication du *raccourcissement* de l'horizon d'investissement. Les investisseurs auraient une obligation légale qui les pousse à *surveiller* leurs gérants d'une façon *continue*, ce qui a eu comme conséquence directe d'amener ces derniers à exhiber des exploits financiers au plus vite, ce qui reviendrait à prospecter des investissements appréciés sur les marchés immédiatement. Par ailleurs, l'importante asymétrie d'information mais encore de compétence entre administrateurs et gérants, qui a rendu indispensable ce contrôle continu de l'activité des délégataires, a été l'origine de la mise en place d'un *agencement* ayant pour *résultat totalement fortuit*, la recherche de l'obtention de performance financière à court terme. Il y a eu donc, une gestion d'actifs qui *s'est séparée* des contraintes de passif à long terme des investisseurs et ce, à cause du « besoin vital » de ces derniers de surveiller leurs gestionnaires ; C'est l'explication donnée par la théorie de l'agence.

Aussi, un « système d'évaluation » des gérants a été mis en place par des firmes de consultants, auxquelles les investisseurs recourent systématiquement par incapacité à procéder au recrutement par eux-mêmes. Les consultants ont organisé le recrutement des prestataires en procédant à un examen minutieux et en comparant leurs capacités organisationnelles, lors des appels d'offres. Et puis, en effectuant un *suivi continu* de la prestation, l'évaluation des performances se faisait sur de courtes périodes, mensuellement en général. Et c'est ainsi, que « les sociétés de gestion ont été progressivement soumises à une investigation quantitative (performance) puis qualitative (audit organisationnel) et une mise en concurrence systématique »[83], car contrôlées continuellement par les consultants et mesurées par les firmes d'évaluation quant à leurs performances.

Finalement, il y a eu une *homogénéisation* des résultats apportés par les gérants – ayant pour conséquence une orientation du mode effectif de leur organisation interne –, qui a été provoquée par l'*homogénéisation* des procédures d'appels d'offres, tout particulièrement des critères d'évaluation. « Une approche par les marchés amène à considérer que cette organisation ne vaut pas seulement pour la délégation investisseur-gérant, mais aussi pour l'infrastructure entière. *Les consultants et les firmes d'évaluation sont intéressés à la norme de court terme tout autant que les gérants,* quoique selon des configurations différentes »[84].

[83] Montagne S. : Op. citée, page 420.
[84] Montagne S. : Op. citée, page 420.

1.2.1. Des consultants en recrutement intéressés à la norme de court terme :

L'étude – citée ci-dessus – présente le cas des consultants en recrutement qui traduit parfaitement la création graduelle d'un marché dont les participants – qui prodiguent des conseils aux investisseurs – possèdent déjà une histoire et des stratégies qui font que leurs conseils sont orientés ; les besoins des investisseurs ne sont pas traduits docilement, mais bien au contraire, d'une façon très active les consultants proposent des solutions qui leur rapportent. C'est ainsi que l'investissement à court terme s'impose comme *norme*.

L'émergence des firmes de consultants se produit à la fin des années 1950, leur rôle principal était d'apporter de l'aide aux fonds de pension d'entreprise américains pour un investissement massif sur le marché des actions. Ces fonds délèguent la gestion de leurs portefeuilles à des gérants bancaires et sollicitent l'aide de ces firmes pour analyser leurs performances, dans le cas où c'est un prestataire unique et même quand il s'agit de gérants multiples – parfois des firmes de petite taille, qui ne sont pas adossées à un grand groupe financier et d'autres encore ayant une spécialité d'investissement sur certains types de titres financiers – ; c'est alors que le rôle des consultants prend de l'importance pour sélectionner et recruter ces gérants.

La crise boursière de 1973, la réforme de 1974 se rapportant aux frais de courtage ainsi que la loi ERISA [Employee Retirement Income Security Act] de 1974 sur les fonds de pension, vont propulser le recours à ces firmes de sélection et ainsi à la délégation d'investissement ; la concurrence entre gérants de portefeuilles s'exacerbe alors. Dans les années 1990, les américains investissent sur un plan international, en s'appuyant sur les conseils prodigués par les firmes de consultants sur les titres étrangers. Mais encore, ces firmes procèdent à l'exportation de leurs conseils concernant les prestataires mais également la sélection d'investissements, pour le compte de pays européens conquis par la désintermédiation.

A la fin des années 1990 et avec l'apparition – grâce à l'innovation dans le domaine financier – de produits complexes dont les investisseurs institutionnels ignorent complètement le contenu, décident néanmoins d'y investir et s'adressent donc à nouveau aux consultants pour analyser ces produits. Enfin, dans les années 2000, il y a eu établissement d'un modèle de recrutement par appel d'offres international, dont les consultants sont la pierre angulaire. Ceci étant une fois les fonds de réserve de retraite créés et les processus de délégation des

grands fonds de pension publics rationalisés. *C'est ainsi que s'est tissé un partenariat élémentaire entre consultants et investisseurs institutionnels*.

Les consultants sont des acteurs qui ont *leurs propres intérêts*. Dans leur rôle d'intermédiaires conseils, ils devraient être *transparents*, mais ils ne le sont guère. Ils recrutent des gérants pour le compte des investisseurs, mais encore ils se constituent en firmes, parfois même cotées en Bourse. Au-delà des conseils personnalisés privés qu'ils produisent, ils publient et distribuent des rapports à partir de leur site Internet. « *Ils sont positionnés sur toute la chaîne de valeurs* » ; en effet, ils prodiguent des conseils pour l'investissement en titres financiers, ils produisent et commercialisent des fonds communs et des indices financiers – parfois ils vont jusqu'à la production de produits d'investissement destinés aux fonds d'investissement dont la supervision est l'objectif originel – et ils conseillent pour le recrutement des gestionnaires financiers.

Il y a d'abord ce problème de *conflits d'intérêts*, mais encore ce *positionnement* sur toute la chaîne de valeur qui fait en sorte qu'ils puissent actionner un *décloisonnement* des différents marchés de prestations de gestion et ainsi permettre la circulation de tous types de produits entre *tous* types d'investisseurs.

Et puis leur *mode de rémunération* fait tâche également et constitue un élément de plus qui renseigne sur l'ambigüité de leur position quant aux investisseurs. L'investisseur paye en forfait l'organisation de l'appel d'offres ; cependant, la rémunération du consultant durant la phase itérative de suivi du mandat, *est payée par les gérants* qui lui concèdent une partie des commissions de courtage obtenues. Ce mode de rémunération, en *occultant* le coût des prestations, *incite* à l'investissement en court terme. En effet, le *volume des transactions réalisées* par le gérant pour le compte de l'investisseur est très intéressant pour le consultant. C'est un *biais* aux stratégies à long terme *buy-and-hold*, il est plutôt en faveur à la rotation des portefeuilles, constituant ainsi une « *incitation structurelle à des stratégies d'investissement de court terme* »[85].

1.2.2. Des évaluateurs de performance intéressés à la marchandisation de l'évaluation :

Afin de classer les gérants, les consultants utilisent des outils d'évaluation *standardisés* élaborés en dehors de la relation investisseur-gérant. Ces outils devenus externes

[85] Montagne S. : Op. citée, page 422.

ont objectivé la relation entre investisseur et gérant. La formulation de la relation de confiance qui doit s'établir entre ces deux derniers, doit être tenue dans le langage commun standardisé qui fournit une définition universelle de la qualité des gérants, ex ante à la sélection par un investisseur spécifique. Le *monitoring fiduciaire traditionnel* utilisé dans les années 1970-1980 par contre évaluait les gérants d'une façon *privée* ; la définition de l'évaluation s'appuyait sur le besoin spécifique de l'investisseur et restait circonscrite à la situation locale. Les trustees[86] et les consultants appréciaient d'une façon bilatérale la « valeur » d'un gérant, sa circulation n'était possible qu'à l'intérieur de réseaux d'acteurs ayant pour habitude de conclure des affaires ensemble.

A l'opposé aujourd'hui, un nombre plus important d'acteurs extérieurs a la possibilité d'évaluer les gérants et de diffuser ces évaluations dans des cercles non plus restreints mais beaucoup plus larges et ce, grâce à la disponibilité sur le marché des *styles d'investissement* répertoriés dans une nomenclature et enregistrés dans des bases de données. C'est ainsi que la *valeur* d'un gérant est *affichée publiquement*.

Deux conséquences découlent d'un tel processus : d'abord, un grand panel de choix de recrutement, va inciter au renouvellement des gérants ; et puis l'évaluation devient comme un *produit marchand*, créé par des intermédiaires pour qu'il puisse circuler librement au sein des marchés : « consultants ou autres intermédiaires spécialisés, agences de notation des fonds (*funds rating agencies*, qui proposent une évaluation qualitative des processus de décisions des gérants) et firmes de classement de fonds (*funds ranking*, s'en tiennent à comparer les fonds sur la base de leur historique de performance) »[87]. Dans la commercialisation de l'évaluation, trois types de firmes sont engagées : *les fabricants de package d'aide à la décision*, qui réalisent des logiciels de gestion de portefeuille pour des sociétés de gestion qui veulent leur déléguer la définition de leurs outils de prise de décisions, au lieu du maintien de logiciels élaborés par eux-mêmes ; il y a aussi, *les fournisseurs d'indices [index providers]*, en remplacement des *benchmarks*[88] des pairs, utilisés auparavant pour classer la mesure de performance. Il est vrai que ces derniers favorisaient des comportements mimétiques, ce qui est incontestablement un inconvénient. C'est ainsi que la création d'indices plus généraux avait pour objectif d'éviter justement une convergence des comportements, qui cependant a

[86] Les administrateurs privés qui ont la responsabilité fiduciaire de la gestion des fonds de pension, sont appelés trustees aux Etats-Unis d'Amérique. (In Aglietta M. et Rigot S. : « Crise et rénovation de la finance », édition Odile Jacob, mars 2009, page 197).
[87] Montagne S. : Op. citée, page 423.
[88] La référence de l'allocation des actifs, comme par exemple « la contrainte de passif ».

été une nouvelle fois une résultante de la mise en place de ces indices de marché, du fait de leur faible nombre qui, suggère la difficulté de l'établissement des décisions d'investissement sur les corrélations à long terme des prix d'actifs. Et puis *les agences de notation financière* qui fournissent des *indicateurs synthétiques*, dont le rôle qui leur est assigné est le *classement* des titres financiers ainsi que des prestations de gestion. Ces agences ont pu conquérir la confiance des investisseurs, grâce à une très agressive politique commerciale.

L'ossature institutionnelle de l'évaluation est désormais constituée par ces trois types d'acteurs. Cette évaluation *a été standardisée* pour pouvoir être mobilisée non seulement dans plusieurs situations mais également par un grand nombre d'acteurs ; elle a été construite pour être *marchande*. La résultante de son utilisation est *la convergence des unités de mesure*. Il y a ainsi, une imposition de comportements unifiés : les firmes d'évaluation se positionnent à l'intérieur de la classification pour évaluer les gérants ; une évaluation qui, en rompant avec l'utilisation des benchmarks spécifiques à chaque situation, passe à la notation financière standardisée. Aussi, il n'y a plus de diversité institutionnelle – du fait de la circulation marchande des évaluations et son imposition de la standardisation – dans laquelle pourrait surgir une particularité propre à l'évaluation de long terme. Les méthodes d'évaluation en devenant homogènes se sont alignées sur *les principes d'investissement à court terme*, ce qui est à pointer du doigt comme responsable de cette situation est sans équivoque, *la création d'un marché de l'évaluation – des gérants ou même des émetteurs –*.

1.3. Les investisseurs à la recherche de la « réactivité marchande » :

Le mode relationnel antérieur des investisseurs de long terme *a été défait* et pour cause, la création de cette infrastructure de marchés de prestataires. Une tendance dont la manifestation a été importante après la crise des NTIC[89] de 2000. Trois types de stratégies ont alors été adoptés massivement par les investisseurs : « la gestion alternative, la multigestion et l'achat de fonds ouverts », avec un point commun qui n'est autre que *l'incitation à une plus rapide circulation des produits et des personnes.*

1.3.1. Perte de contrôle dans l'espoir de rendement : l'adoption des stratégies alternatives

Les grands fonds de pension publics investissant dans les hedge funds, est un bon exemple à présenter pour la schématisation de l'investissement dans des produits destinés à

[89] Nouvelles Technologies de l'Information et des Communications.

l'origine à d'autres types d'investisseurs. Ce segment existe déjà depuis longtemps, sans que les fonds de pension ne pensent à y investir. C'était des pratiques qu'on considérait comme trop risquées. Ceci étant valable *avant* la crise boursière de 2000, *à partir de 2001 avec la baisse des rendements sur les marchés d'actifs traditionnels*, les investisseurs institutionnels de long terme commencent à changer de comportement et à investir dans ce segment. Il est important à ce stade de souligner que, c'est parce qu'ils souhaitaient *améliorer le rendement global de leurs portefeuilles*, que les investisseurs institutionnels de long terme *ont intégré* les hedge funds à leur univers d'investissement.

Les acteurs financiers utilisaient jusque là un modèle de gestion benchmarkée[90], l'éclatement de la bulle des NTIC les amène à constater son échec. Le modèle qui a été adopté par ces acteurs après la crise boursière de 2000 – qui est à l'opposé du type de délégation utilisé jusque là – avait pour objectif, *la recherche d'une meilleure réactivité aux événements du marché*, son revers étant d'avoir laissé *plus d'autonomie* à certains gérants – ceux qui ont enregistré de très bonnes performances sur un historique très récent – experts dans la gestion spécialisée alternative (hedge funds, private equity, fonds immobiliers) et la multigestion. Ces diverses formes de délégation d'investissement ont un dénominateur commun : *une perte de contrôle sur la gestion y est concédée par les investisseurs en contrepartie de l'espoir d'enregistrer de meilleures performances financières*.

La gestion spécialisée alternative renferme un problème – et ce n'est pas le moindre –, elle ne subît pas toujours un vrai système de contrôle. En effet, ces activités sont complexes : sur les segments de marché concernés il y a peu d'acteurs, peu de liquidité, les marchés sont inefficients et les contraintes réglementaires sont carrément inexistantes, surtout en matière de divulgation des performances. Pour la relation bilatérale entre investisseur et gérant, elle peut être qualifiée de *déséquilibrée*, car le reporting remis par le gérant n'est que mensuel et pis encore, la qualité de l'information livrée pour l'investisseur est directement liée à son influence sur le marché. En réalité et à l'origine, ces segments d'investissement sont destinés à des acteurs plus initiés ou encore plus puissants ; l'entrée des fonds de pension au capital de ces segments n'a pas pu les vulgariser assez pour que ces investisseurs puissent y exercer un quelconque contrôle.

[90] Consistant à définir très précisément les objectifs des gérants et à encadrer leur action en fixant un benchmark de comparaison. [In Montagne S. : « Le court-termisme institutionnalisé : Les effets de la gestion de portefeuille déléguée», REF hors série, « Les fonds souverains », 2009, page 425].

1.3.2. Perte du sens économique de l'investissement : la multigestion

Dans les années 1970-1980, les responsables fiduciaires étaient liés avec les investisseurs par un contrat de mandat, qu'il fallait rompre en cas d'insatisfaction de l'une des deux parties. Par contre, dans le cas de la multigestion[91] – une autre innovation qui a pour effet la réduction du contrôle des investisseurs sur les gérants –, le multigérant peut facilement procéder à la vente de ses parts de fonds sur le marché, dans le cas de mésentente avec l'investisseur.

D'un point de vue structurel, la multigestion est un dispositif qui crée une « séparation » supplémentaire entre l'investisseur – initialement responsable des actifs – et le gérant – ayant la liberté de prise des décisions pour sélectionner les titres financiers –. Le multigérant se voit obligé de diffuser plus d'informations sur la base des chiffres de performance ou d'indicateurs d'attractivité que sur la stratégie des entreprises sous-jacentes. Ce qui est présenté à l'investisseur ce sont des indicateurs synthétiques abstraits, loin d'une information économique et financière claire et bien établie sur les sous-jacents réels aux titres financiers. Les multigérants, détenant des informations sur les performances des fonds – qui leur sont livrées par les agences de notation de fonds – tendent à avoir de vives réactions à des sous-performances, parce qu'ils communiquent eux-mêmes sur des données synthétiques et sont jugés et évalués eux également selon leurs performances. *C'est ainsi que la diffusion de la réactivité aux aléas des marchés financiers se trouvera encouragée.*

La *muligestion* est une nouvelle forme d'investissement où l'investisseur *n'est pas encore apte à comprendre les facteurs fondamentaux de long terme*, qui le conduiraient assurément à *rallonger son horizon d'investissement* dans les entreprises dans lesquelles il investit. « Parce qu'elle est fondée sur une réactivité à des indicateurs synthétiques, qui sont eux-mêmes rendus nécessaires par l'empilement des strates de délégation, elle est structurellement incompatible avec une compréhension économique industrielle de l'entreprise »[92].

[91] L'investisseur sélectionne un multigérant qui lui vend un produit fabriqué à partir de la sélection et de l'assemblage de fonds existants, gérés par d'autres. [In Montagne S. : « Le court-termisme institutionnalisé : Les effets de la gestion de portefeuille déléguée», REF hors série, « Les fonds souverains », 2009, page 425].
[92] Montagne S. : Op. citée, page 427.

1.3.3. Abandon des mandats de long terme contre l'espoir d'une meilleure réactivité : l'achat des fonds ouverts

L'augmentation des rendements est devenue le premier et dernier objectif des investisseurs en réaction à la dévalorisation de leurs portefeuilles à la suite de la crise d'Internet de 2000 ; pour cela il fallait absolument « *être réactif au marché* ». Cela équivaut à ne prendre que des engagements révocables pour toute décision d'investissement.

Pour être « réactif » au marché les investisseurs ont remis en cause les mandats de gestion ; le renouvellement des gérants a été important avant que *le mandat ne se fasse carrément remplacé par l'achat de fonds.* Ce nouvel ensemble de procédures de délégation délimite un schème relationnel qui non seulement rejette la nécessité d'établir des relations de confiance de long terme entre trustees et gérants, qu'il qualifie de complexes mais encore il serait même périlleux de le faire. Une seule chose est à faire, que ce soit pour le recrutement des personnes ou encore pour le choix des produits, *s'adresser au marché*. Surtout que sur ce marché existent également les outils d'évaluation de ces personnes et de ces produits.

Cette thèse se réalisa concrètement depuis la crise des NTIC de 2000 : l'achat direct de produits financiers négociables, de parts de fonds, de fonds de fonds de la part des investisseurs finaux, a remplacé progressivement la forme contractuelle du mandat fiduciaire. C'est pour ne pas avoir à subir les « lourdeurs » des mécanismes de révocation et de remplacement des mandataires, que les mandants se détournent des relations de mandat. Le souhait émis par les investisseurs est une « libération » du lien avec un même gérant pendant « trois longues années » environ – la durée d'un mandat –. Ils sont finalement *las* de cette relation contractuelle héritée d'un mode relationnel prévalant dans les années 1970-1980. C'est la *réversibilité* de la position qui les attire dans l'achat de produits négociables. Il y a donc une adoption d'une relation plus *anonyme* et *marchande*, qui vient effacer les relations contractuelles propres à la bilatéralité de deux agents, ceci n'est pas sans conséquence : « D'une part, les fonds ainsi achetés en direct sont la plupart du temps ouverts au public ou, tout au moins, à un grand nombre de souscripteurs. Aussi, l'investissement fait dans ces fonds ne saurait être orienté par des considérations propres à un seul type de souscripteur. *Il est donc vain de prétendre faire valoir un horizon d'investissement en propre dès lors qu'on s'adresse à ces fonds*. D'autre part, les agents qui fabriquent ces produits plus ou moins standardisés, destinés à un ensemble indistinct d'investisseurs, *ont une préférence pour des horizons de gestion de court terme* parce que ceux-ci leur permettent d'afficher rapidement une

performance et donc d'avoir une 'valeur' sur le marché concurrentiel des prestataires de gestion »[93].

En renonçant au mandat fiduciaire, les investisseurs abandonnent un levier qui pouvait leur permettre d'établir un mode de délégation plus ajusté aux besoins d'investissement à long terme.

Au total, l'investisseur final *perd* le sens économique des investissements ; et pour cause les stratégies pratiquées dans les années 2000, en l'occurrence la gestion alternative, la multigestion ainsi que l'abandon du mandat fiduciaire. Parce que ces stratégies multiplient les niveaux de délégation, ce qui conduit à un entassement des niveaux de contrôle. Ce *phénomène de délégation en chaîne* conduit à un pilotage par des normes et contrôles procéduraux, ce qui non seulement est loin mais encore rend très difficile un pilotage par des normes substantielles et cohérentes. Ainsi, retourner à des considérations sur l'économie réelle parait ardu.

L'instauration d'un nouveau cadre de gestion financière est considérée donc comme un défi, qui peut être relevé par les fonds souverains, de part leur taille et potentiel de développement. A ce propos, nous allons nous intéresser de plus près à leurs stratégies d'allocation des actifs ci-après, après une explication de ce qu'est une allocation dynamique des actifs dans le long terme ci-contre.

2. L'allocation dynamique des actifs dans le long terme sur les marchés financiers :

Les actions possèdent une prime de risque positive à long terme, leurs rendements ont une force de retour vers la moyenne, leur détention par les investisseurs à long terme dans leurs portefeuilles est capitale. Sauf que leur gestion ne doit pas être passive mais plutôt active, elle doit être tributaire des prévisions des cycles de long terme qui dirigent les variations du rendement en excès des actions. Cette gestion est une couverture intertemporelle qui émane des forces de retour vers la valeur fondamentale, elle mène au rebalancing « qui est le processus conduisant à acheter ou à vendre des actions pour conserver la proportion optimale selon l'allocation stratégique, lorsque des fluctuations non anticipées des cours boursiers font dévier la valeur du portefeuille actions, de sorte que la part des actions dans le

[93] Montagne S. : Op. citée page 428.

portefeuille global diversifié de l'investisseur s'écarte fortement de la proportion optimale selon l'allocation stratégique »[94].

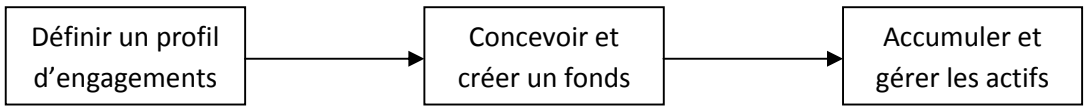
Une analyse de long terme des marchés financiers fait ressortir que la seule stratégie d'allocation des actifs adéquate demeure « l'allocation dynamique », qui est *une allocation stratégique flexible dans le temps*. La réalité par contre est toute autre, les fonds de pension dans leur majorité utilisent un modèle qui sépare l'allocation stratégique de l'allocation tactique. Des consultants assistent souvent les investisseurs dans l'allocation stratégique, tandis que pour l'allocation tactique ils préfèrent utiliser une délégation de gestion selon des mandats généralistes.

3. Les différents profils d'engagements des fonds souverains :

Nous allons présentement expliquer d'abord ce que représente « un profil d'engagements d'un fonds » et puis essayer d'étayer ensuite, le fait que les profils d'engagements qu'adoptent les fonds souverains dans leur diversité possèdent une influence certaine sur leur gestion ainsi que les différentes opérations qu'ils peuvent mener, notamment leur perception du risque d'investissement et préférences de rendement.

3.1. Définition d'un profil d'engagements pour un fonds d'investissement :

Il est une phase élémentaire avant de concevoir et gérer un fonds d'investissement, celle de *la définition d'un profil d'engagements*. Pour ce qui est des investisseurs institutionnels – les fonds traditionnels – notamment, les fonds de pension, les compagnies d'assurances, les fondations, etc., la séquence des événements se déroule ainsi :



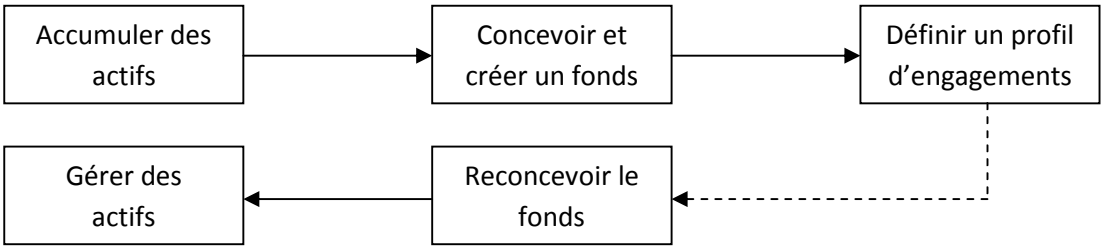
Source : Rozanov A. : « Fonds souverains : Définir les engagements », in REF hors série « Les fonds souverains », 2009, page 305.

Les principaux acteurs de ces fonds maîtrisent parfaitement les objectifs auxquels ils aspirent ainsi que la quantité d'argent nécessaire pour la création du dit fonds. Ce n'est pas toujours le cas pour les fonds souverains, notamment ceux qui appartiennent à des Etats rentiers – exportateurs de matières premières – qui, à la suite d'un choc positif sur les termes de l'échange – forte augmentation du prix du baril de pétrole, … – reçoivent des revenus inattendus et d'une valeur importante de surcroît. La réaction des autorités de ces Etats est

[94] Aglietta M. et Rigot S. : « Crise et rénovation de la finance », édition Odile Jacob, mars 2009, page 258.

pratiquement similaire : une partie de ces revenus est accumulée offshore – sous forme d'un dépôt auprès de la Banque centrale ou encore un compte spécial du Trésor –, l'objectif principal étant *une stérilisation de ces recettes,* mais également en prévention de la volatilité des recettes budgétaires.

Ces dépôts sont rapidement transformés en *structures distinctes* avec une identité propre, un système de gouvernance ainsi qu'une réglementation spécifique. L'objectif initial de stérilisation et de prévention contre la volatilité des recettes budgétaires, est rapidement atteint et même dépassé du fait de la non interruption de l'accumulation des recettes. C'est ainsi, que les autorités repensent le modèle et la structure du fonds créé – dans la hâte – en élargissant ses objectifs ; cela donne généralement un fonds scindé en deux, l'un plaçant en liquidités et l'autre en investissements à plus long terme. Une étude rigoureuse des risques d'investissement précède ce dernier ; ceci aidant à assoir la meilleure stratégie d'allocation des actifs du fonds qui, en définitive et en fonction de ces allocations est réaménagé et géré. Ce qui donne la séquence d'événements – qui est renversée au début puis normalisée par la suite – suivante :



Source : A. Rozanov : « Fonds souverains : Définir les engagements », in REF hors série « Les fonds souverains », 2009, page 305.

En rapportant les séquences d'événements pour la conception et la gestion des fonds traditionnels (investisseurs institutionnels) à celle des fonds souverains, il apparait clairement que les effets de l'existence des uns et des autres sur le secteur de la finance dans sa globalité sont notoires. En effet, des firmes d'évaluation, consultants, gérants et autres prestataires de services – comme vu dans la section précédente – ont été omniprésents dans la phase de lancement et après pour les fonds traditionnels, ce qui n'est pas le cas pour les fonds souverains – ou pour la plupart d'entre eux –. Il est usuel pour ces derniers, d'être lancés et d'opérer sans l'aide de spécialistes pendant une longue durée ; ils ne leur font appel qu'après une forte croissance.

Nous avons vu plus haut – en section 2 du chapitre 1 – qu'il était possible d'établir une typologie des fonds souverains selon les objectifs qu'ils renferment ; mais encore, cette

même typologie – fonds de stabilisation ; fonds d'épargne ou fonds intergénérationnels ; fonds de réserve de retraite conditionnels ; sociétés de placement des réserves ; fonds de développement – peut être établie également selon *les différents profils d'engagements*, en d'autres termes *les stratégies d'allocation*, que les fonds peuvent adopter. Des disparités non négligeables caractérisent chaque profil d'engagement en terme de choix d'investissement, d'allocations d'actifs, du ratio risque/rendement, de tolérance au risque et des contraintes.

3.2. Influence des différents profils d'engagements sur les divers aspects des opérations et de la gestion des différents fonds souverains :

Les fonds souverains en délimitant un objectif précis, adoptent d'une façon automatique une stratégie d'allocation en corrélation avec ce dernier. Dans ce qui suit, nous allons reprendre l'influence que peut avoir le choix d'un profil d'engagements, d'abord sur la perception du risque d'investissement et puis sur les préférences de rendement.

Mais il convient de différencier la classe des fonds de stabilisation des autres types de fonds souverains. Car, *la gestion du risque* est la préoccupation principale des fonds de stabilisation, tandis que c'est plutôt *la maximisation de la richesse* et *la rentabilité à long terme* qui sont recherchées par tous les autres fonds. C'est la protection du budget de l'Etat contre la volatilité des prix des matières premières principalement, qui se trouve à l'origine de la création des fonds de stabilisation et non des retours sur investissements. Gérés en prévalant le couple sécurité et liquidité, ils sont similaires aux réserves des banques centrales, où le retour sur investissement est accessoire et marginal.

3.2.1. Influence des différents profils d'engagements sur la perception du risque d'investissement :

Un gérant d'un fonds de stabilisation classique prudent, ne fera pas de placements en actions ou en instruments illiquides, car ils constituent une classe d'actifs plus risquée que les obligations à court terme et les liquidités. Ce sont les engagements du fonds, *contingents et de court terme*, qui ont conduit à une telle stratégie.

Pour les autres fonds souverains, qui sont des fonds de gestion d'actifs à long terme, la stratégie d'allocation à adopter est complètement inversée. En effet, il serait *sous-optimal* pour ces fonds d'investir en actifs sans risques. Dans ce cas là et s'agissant en particulier des fonds dont l'horizon d'investissement est très lointain, sans décaissements périodiques et un engagement de passif volumineux, la stratégie d'allocation des actifs appropriée est sûrement

la constitution d'un portefeuille largement diversifié et dans plusieurs secteurs d'activité, avec la plus grande partie investie dans des actifs « risqués » : « actions cotées et non cotées, obligations investment et sub-investment grade, marchés émergents, immobilier, capital-risque, fonds d'infrastructure et fonds spéculatifs, […] »[95]. L'adoption d'une telle stratégie découle directement des engagements de cette catégorie de fonds souverains, ils sont *de long terme avec une tendance claire d'une collecte des primes de risques*.

Ainsi, pour les fonds souverains émanant de pays dont l'épargne provient de la vente de leurs ressources naturelles et dont la population est jeune, la prépondérance des actions doit être importante, jusqu'à 90 % du portefeuille. L'allocation des ressources financières sera de ce fait améliorée. Ceux qui gèrent les réserves de change comparés aux banques centrales et à leur gestion traditionnelle conservatrice[96] réduisent considérablement l'aversion pour le risque des marchés financiers, en ayant une allocation de 90 % en actions ; quant à la ventilation en devises, les fonds souverains asiatiques pourraient détenir un portefeuille constitué en 20 % d'actifs en yens contre 2 % pour les banques centrales asiatiques. « Ils seront donc un vecteur de transformation du système monétaire international en le faisant enfin sortir du semi-étalon dollar pour évoluer vers un système polycentrique »[97]. En outre « parmi le portefeuille d'actifs risqués, il leur faut choisir des actifs dont les facteurs de risque sont corrélés négativement avec les facteurs de risque des ressources dont ils tirent le capital à investir. […] Ainsi, les fonds des pays du Golfe ont un intérêt très prononcé pour les actions occidentales. Par exemple, le fonds du Koweït, qui est géré professionnellement, a un portefeuille très diversifié entre actions et obligations et en zones géographiques. Trois catégories d'actions sont recherchées : les blue chips, les valeurs de croissance, les valeurs sous-estimées à fort potentiel de rebond. Les obligations combinent des titres d'Etat, d'agences à garantie publique et d'entreprises de bonne notation. […] Parmi les fonds asiatiques, 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 investit. Quatre thèmes ressortent. Le premier concerne les investissements dans les secteurs moteurs de la transformation économique du pays. Le second, les investissements dans les entreprises dont le profit est tiré par la progression du pouvoir d'achat des classes moyennes. Le troisième, les

[95] Rozanov A. : « Fonds souverains : Définir les engagements », REF hors série « Les fonds souverains », 2009, page 308.
[96] Investissement de la totalité des réserves en obligations d'Etat, essentiellement sur deux devises, le dollar pour plus de 60 % et l'euro pour près de 30 %, le reste se répartissant sur la livre sterling, le yen et le franc suisse. (In Aglietta M. et Rigot S. : « Crise et rénovation de la finance », édition Odile Jacob, mars 2009, page 258.)
[97] Aglietta M. et Rigot S. : Op. citée, page 258.

entreprises ayant un bon positionnement dans les avantages comparatifs dynamiques du pays d'investissement. Le quatrième, l'identification des champions émergents. C'est le conseil d'administration qui décide de l'allocation stratégique. La mise en œuvre n'utilise pas de délégation de gestion »[98].

3.2.2. Influence des différents profils d'engagements sur les préférences de rendement :

Dans ce qui va suivre, nous allons nous intéresser à l'effet que peut produire l'adoption d'un profil d'engagements – stratégie d'allocation, en d'autres termes – sur les *choix de rendement* en terme *nominal* ou *réel* et en *monnaie nationale* ou en *devises étrangères*, que peut avoir un fonds souverain.

La gestion des fonds de stabilisation, similaire à celle des réserves de change classiques des banques centrales, peut être qualifiée de conservatrice. Tout comme ces dernières donc, ce qu'ils recherchent ce sont *les rendements nominaux* en *devises étrangères* et non pas des rendements réels en monnaie nationale. En effet, malgré le fait que cela semble aller contre sens, ce qui est ciblé par les banques centrales ce n'est pas le pouvoir d'achat réel que peuvent procurer les réserves de change ; mais plutôt « la force de frappe » que peuvent fournir ces réserves lors des interventions sur les marchés des changes en survenance des crises. Voilà pourquoi ce sont des rendements nominaux qu'elles recherchent et libellés en devises. La question qui se pose d'elle-même à ce moment, c'est pourquoi est-ce qu'un fonds de stabilisation ne devrait pas adopter une stratégie différente justement, notamment rechercher des revenus réels libellés en monnaie nationale, du moment que l'objet même de la création de cette catégorie de fonds est de *soutenir le budget lorsqu'il est en déficit* ; le besoin ainsi exprimé sera utilisé pour des dépenses réelles libellées en monnaie nationale.

Ce qu'il y a lieu de retenir d'abord, c'est que nous nous situons dans un pays exportateur de matières premières, où il y a une forte dépendance entre le budget et deux variables à savoir : le prix de la matière première et puis le taux de change. Le fonds de stabilisation possède des engagements qu'il va mettre en œuvre lorsqu'il y a une chute du produit de base exporté, en d'autres termes, lorsque le budget est déséquilibré. Car l'objectif du fonds en finalité est *d'équilibrer le budget*, en procédant à *la monétisation d'une partie de ses actifs* ainsi qu'à *l'injection dans le pays des sommes adéquates* pour rétablir cet équilibre.

[98] Aglietta M. : « Les fonds souverains : des investisseurs à long terme en mal de stratégies efficaces », REF hors série « Les fonds souverains », 2009, pages 362-363.

Le pouvoir d'achat renfermé dans les montants injectés ne constitue pas une finalité pour le fonds ; son seul souci étant *le refinancement du budget* en disposant, en termes nominaux des fonds nécessaires. Et puis, il semble que du fait que les actifs du fonds soient directement liés aux recettes des exportations des matières premières qui sont libellées en devises, le fonds de stabilisation choisit de se focaliser sur les rendements nominaux – comme étayé ci-dessus – et en *monnaies de réserve* – c'est-à-dire en devises –. Les devises de la majorité des pays exportateurs de matières premières sont ancrées au dollar US ou alors à un panier de devises, dont le dollar US fait partie ; ainsi les craintes des fonds de stabilisation de ces pays quant aux risques de change dans leur profil d'engagements sont minimes, voire inexistantes. En effet, la crainte se situerait dans la situation où la monnaie nationale est en flottement libre et qu'elle puisse s'apprécier contre la monnaie de réserve. Dans un tel cas, « le scénario catastrophe serait une chute du prix de la principale matière première d'exportation en dessous du seuil prévu au moment où la monnaie nationale s'est appréciée. Le fonds devrait alors monétiser davantage de ses actifs pour couvrir à la fois la baisse des revenus d'exportation et la moindre valeur nominale de ses réserves de change »[99]. Nonobstant, ceci demeure une éventualité improbable. Le choc négatif des termes de l'échange occasionné par une chute des prix des matières premières exportées et donc des recettes conduirait normalement à une baisse de la monnaie nationale.

Au total, un fonds de stabilisation de part son profil d'engagements type – et d'une façon corolaire à la gestion des réserves d'une banque centrale, car ayant finalement les mêmes objectifs – va rechercher dans ces investissements *d'abord la sécurité et la liquidité* par la suite un *rendement* – qui ne peut être que minime – en *terme nominal et en devises*.

La nature des engagements des autres types de fonds – autres que les fonds de stabilisation – fait que leur gestion doit être menée dans le sens opposé des fonds cités plus haut ; car l'objet de ces engagements est *réel* et libellé en *monnaie nationale*. Pour rappel, nous allons reprendre les objectifs des quatre types de fonds souverains concernés par ces engagements – partie extraite du présent mémoire en pages 57 jusqu'à 60 – :

[99] Aglietta M. : Op citée, page 309.

- L'objectif des *fonds d'épargne* [saving funds], appelés également *fonds intergénérationnels* est de *« convertir des actifs non renouvelables en un portefeuille plus diversifié »*[100]. Et ce, *pour la constitution d'une épargne pour les générations futures.*
- L'objectif des *fonds de réserve de retraite conditionnels*, est de *« faire face (à l'aide de ressources autres que les cotisations de retraite des particuliers) à des engagements imprévus non spécifiés au titre des retraites dans le bilan de l'Etat »*[101]. La constitution de ces fonds s'est faite pour pallier aux déficits des systèmes de retraite par répartition, qui surviendront dans deux décennies, d'ici l'an 2030 à cause du vieillissement de la population.
- *L'optimisation du rendement des réserves de change* est l'objectif d'une autre catégorie des fonds souverains, ce sont *les sociétés de placement des réserves* [reserves investment corporations], qui *« sont créées pour accroître le rendement des réserves »*[102].
- L'objectif des *fonds de développement* [development funds] est de *« financer des projets socio-économiques ou [de] promouvoir des politiques industrielles propres à stimuler la croissance de la production potentielle d'un pays »*[103]. Ces fonds souverains, prennent des participations stratégiques. Ils peuvent prendre la forme de holdings de participations appartenant aux Etats d'origine.

Un *fonds d'épargne* selon l'objectif qu'il énonce, doit constituer une épargne pour les générations futures ; des décaissements annuels sont à prévoir, en ayant l'obligation de protéger la valeur réelle du principal pour le bénéfice des générations futures. Un *fonds de réserve de retraite conditionnel* possède également des engagements réels ; les pensions qu'il doit payer aux retraités sont établies sur la base de formules prenant en compte les revenus réels et l'inflation. Un *fonds de développement* et d'une façon corolaire aux fonds cités précédemment, possède des engagements de rendements réels libellés en monnaie nationale bien entendu : sa visée est une croissance réelle de l'économie de l'Etat auquel il appartient. La destination finale du produit généré par les investissements de tous ces types de fonds est *l'acquisition de biens et services réels* et ce, qu'il y ait conservation des investissements à long terme pour l'obtention de dividendes pérennes ou désengagement de ces derniers.

[100] Bulletin du FMI : « Fonds de placement d'Etat », du 04 mars 2008, page 2.
[101] Bulletin du FMI : Op citée, page 2.
[102] Bulletin du FMI : Op. citée, page 2.
[103] Bulletin du FMI : Op. citée, page 2.

Nous allons voir ci-contre – avec trois exemples de grands fonds souverains – que l'intégration de la *nature réelle* des engagements des fonds dans les objectifs et les benchmarks de ces derniers est totale : « le Government of Singapore Investment Corporation (GIC) utilise la moyenne des taux d'inflation du G3 (Etats-Unis, Japon et Union européenne) comme le benchmark de l'ensemble de son fonds. Le Kuwait Investment Office (KIO) inscrit parmi ses principaux objectifs le maintien de la 'valeur réelle' de son Future Generation Fund. Le fonds norvégien a un objectif implicite de rendement réel attendu des actifs du fonds. En 2006, la Norvège a réaffirmé son objectif de rendement réel en changeant le nom du fonds de 'Petroleum Fund' en 'Government Pension Fund-Global' »[104]. De même, les banques centrales s'efforcent d'avoir *un objectif de rendement réel* quand elles ont à gérer un *quasi-fonds souverain*[105] ou encore un gros volume d'excédent budgétaire. L'Autorité monétaire de Hong Kong en est un bon exemple, séparant ses réserves en deux portefeuilles, le Backing Portfolio et l'Investment Portfolio, elle assigne à ce dernier un objectif de rendement réel afin de lui préserver son pouvoir d'achat à long terme.

Nonobstant, si les divers fonds souverains semblent avoir bien transcrit *la nature réelle* de leurs investissements dans leurs objectifs et opérations, entre investir à l'étranger ou localement ou encore s'exposer au risque de change ou non le contour de la question n'est guère délimité.

Section 2 : Quel est le comportement adopté par les fonds souverains dans l'économie mondiale ?

L'information publique sur les fonds souverains est limitée. La logique derrière leurs décisions d'allocation d'actifs n'est pas connue et une image complète des actifs de leurs portefeuilles non plus.

Nous travaillerons sur des données, se rapportant aux transactions publiques les plus importantes des fonds souverains à partir de l'année 2000 et qui ont été mises à jour à partir de l'année 2008, la base de données devenant ainsi de plus en plus étoffée. Bien que ces données informent sur une partie seulement de l'activité totale des fonds, elles permettent néanmoins une exploration plus profonde de cette catégorie d'investisseurs. Par ailleurs, elles

[104] Rozanov A. : « Fonds souverains : Définir les engagements », REF hors série « Les fonds souverains », 2009, page 311.
[105] Importants excédents de réserves.

offrent une possibilité de capter une amorce des différentes stratégies de placement menées par les fonds souverains, avant, pendant et après la crise financière mondiale de 2007-2008.

1. Les investissements des fonds souverains entre l'année 2000 et le mois de mars 2008 :

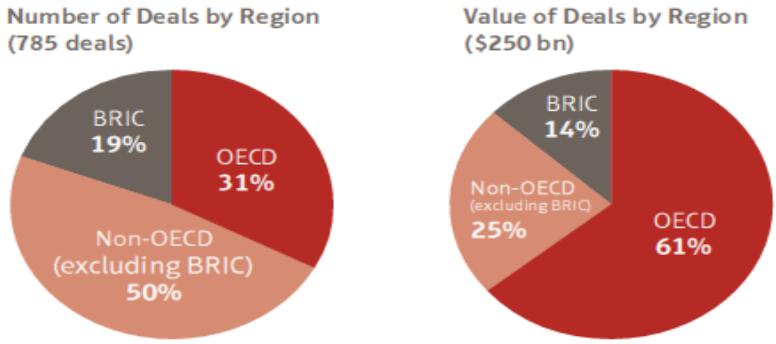
Nous nous baserons dans ce qui suit sur une information publique sur certaines transactions réalisées par les fonds souverains, qui sont souvent signalées dans les bases de l'industrie financière, au niveau des fonds souverains ainsi que les sociétés dans lesquelles ils ont investi. Nous utiliserons donc la base de données des transactions des fonds souverains élaborée par le Groupe Monitor qui, en partenariat avec le centre de recherches Grail Research ont choisi de concentrer leurs recherches sur *les investissements directs en actions et l'immobilier*. Des données ont été recueillies sur 17 fonds avec un total de 785 transactions et quelques 250 milliards de dollars *d'investissements en actions et en immobilier*. Le plus gros des transactions provient de deux régions, le Moyen-Orient et l'Asie, s'étalant sur une période entre 2000 et mars 2008.

1.1. Répartition géographique des investissements réalisés par les fonds souverains :

Les données recueillies montrent que les fonds souverains n'agissent pas comme un groupe, des disparités significatives dans la stratégie d'investissement existent entre les fonds, ce qui ne permet ou rend difficile toute généralisation à leur sujet. L'activité des grands acteurs tels que ADIA (Abu Dhabi), KIA (Koweït), CIC (Chine), et GIC (Singapour) indique une focalisation des transactions sur les marchés de l'OCDE et valide sans doute l'argument que les fonds souverains préfèrent plutôt les marchés de l'OCDE. Pour ces fonds, les investissements au niveau de l'OCDE représentent 80 % ou plus de leurs transactions divulguées publiquement en terme de valeur, avec les États-Unis en principale destination. D'autres fonds cependant, ont pris une approche différente ; Temasek (Singapour) l'un des fonds les plus sophistiqués, possède 60 % de ses investissements publics en valeur en dehors de l'OCDE. La majorité de ses opérations non-OCDE sont domestiques (45% de la valeur des transactions non-OCDE), centrées sur la Chine (37 %), ou dans les économies voisines comme la Thaïlande (6 %) et l'Indonésie (5 %). Sa volonté à diversifier géographiquement ses investissements, reflète son expérience et la compréhension des économies régionales. Pour le reste des fonds, ils semblent poursuivre les opérations attractives où qu'elles se produisent, à l'exemple du fonds de Dubaï Istithmar World qui a investi 2,25 milliards de dollars US en dehors de l'OCDE – environ un quart de la somme de 10,5 milliards de dollars, ayant été

investie depuis sa fondation en 2003 –. Ses investissements portant principalement sur l'accueil et les loisirs, notamment de grandes stations à Zanzibar et au Maroc. Au total, les données disponibles dressent un tableau mitigé de la géographie de l'investissement des fonds souverains durant la période arrêtée (voir graphique 3). Mesurés en nombre de transactions, les investissements des fonds souverains ne représentent qu'un tiers dans les pays de l'OCDE, même si en valeur le taux monte à 61 % du total. Ceci suggère qu'il y a une volonté de la part des fonds souverains d'investir dans des pays non-OCDE, ce qui est à noter par contre c'est l'investissement de petites sommes seulement dans de telles transactions. Cela peut être dû à une perception d'un grand risque politique du pays récipiendaire – non-OCDE – au moment de l'investissement ou encore à la grande taille des opportunités – les grandes entreprises dans lesquelles ils investissent – au niveau des pays OCDE. Ce modèle peut changer dans le futur s'il y a une amélioration des rendements ajustés au risque dans les marchés émergents et encore si les pays de l'OCDE adoptent une réglementation restrictive par rapport aux investissements provenant des gouvernements dont les fonds souverains sont originaires.

Graphique 3 : Destination géographique des investissements des fonds souverains : OCDE, BRIC et NON-OCDE pour la période 2000-1er trimestre 2008



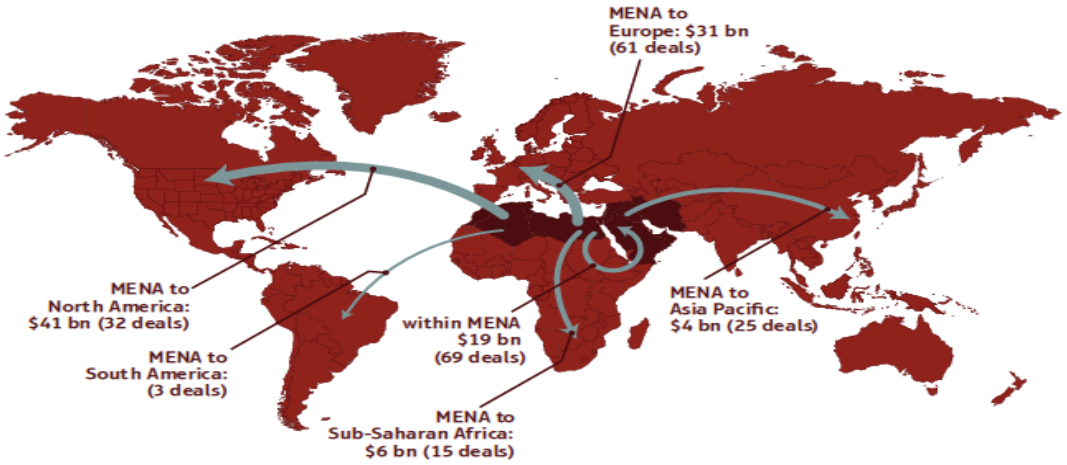
Source: Monitor SWF Transaction Database in "Assessing the risks - The behaviors of Sovereign wealth funds in the global economy", Monitor Group, Juin 2008, page 37.

Il est également important de noter que la plupart des fonds souverains investissent des sommes importantes dans leurs pays d'origine, généralement en petites tranches. Plusieurs grands fonds, notamment Khazanah National BHD (Malaisie) investissent surtout localement. Dans l'échantillon sur lequel nous nous basons pour notre étude, les transactions domestiques représentent un tiers du total en nombre et 15% en valeur.

Les cartes suivantes (Figures 1 et 2) illustrent le flux des investissements des fonds souverains en provenance de régions particulières. Depuis 2000, les fonds basés au Moyen-Orient et en Afrique du Nord (MENA) ont investi quelque 100 milliards de $ et réalisé 205

transactions. La destination de la majeure partie de ces investissements, 72 milliards de $, est l'Amérique du Nord et l'Europe. Toutefois, moins de la moitié des transactions en nombre s'est produite en Amérique du Nord et en Europe, avec la majorité ailleurs. 69 transactions représentant 19 milliards de $ en valeur ont été réalisées dans la région MENA.

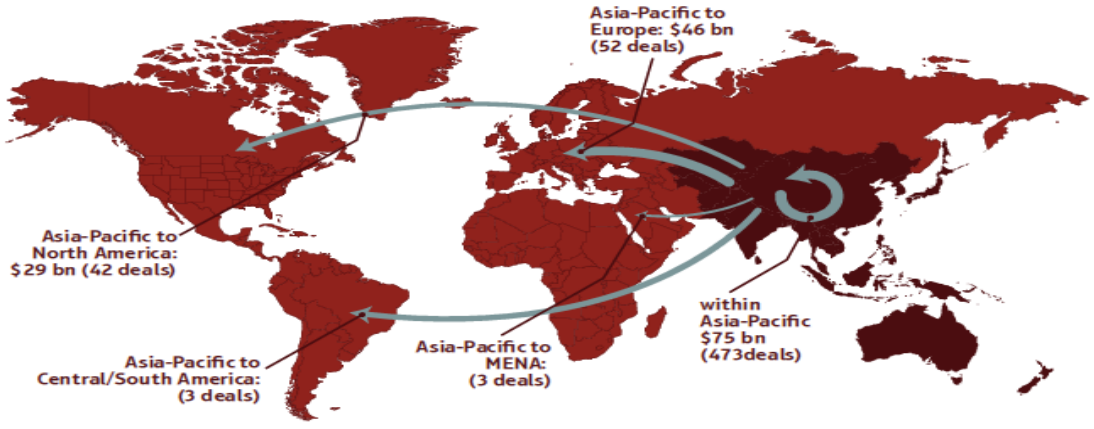
Figure 3 : Les transactions en actions des fonds souverains se rapportant à la région MENA, pour la période 2000-1er trimestre 2008



Source: Monitor SWF Transaction Database in "Assessing the risks - The behaviors of Sovereign wealth funds in the global economy", Monitor Group, Juin 2008, page 38.

Sur la même période, les fonds souverains asiatiques ont investi 150 milliards de dollars et réalisé 573 transactions. Ces fonds investissent davantage dans leur région d'origine que ne le font les fonds MENA. La moitié de l'investissement total soit 75 milliards de $ et plus de 80 % en nombre ont eu lieu en Asie. Le reste de l'investissement établi en Europe et en Amérique du Nord, avec 74 milliards de dollars et 94 transactions.

Figure 4 : Les transactions en actions & immobilier des fonds souverains se rapportant à la région Asie du Pacifique, pour la période 2000-1er trimestre 2008



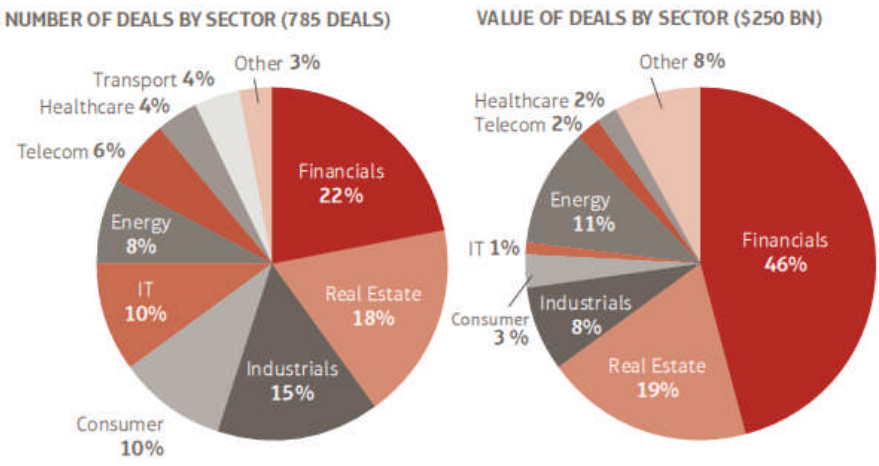
Source: Monitor SWF Transaction Database in "Assessing the risks - The behaviors of Sovereign wealth funds in the global economy", Monitor Group, Juin 2008, page 39.

1.2. Répartition par secteurs des investissements réalisés par les fonds souverains :

Les nombreuses préoccupations suscitées par ces fonds proviennent de la perception qu'ils souhaitent investir dans des secteurs d'importance stratégique pour leurs gouvernements d'origine, poussés par des motifs qui ne sont pas nécessairement ou essentiellement financiers. La base de données utilisée met en lumière les secteurs préférés des fonds souverains. Comme le montre le graphique 6, en termes de valeur, près de la moitié des investissements impliquent les services financiers, avec en plus 19% dans l'immobilier et 11% dans l'énergie et les services publics. En termes de nombre de transactions, l'activité est mieux répartie, avec un quart dans les services financiers, 18% dans l'immobilier, 15% dans l'industrie, 10% dans l'informatique et 10% dans les biens de consommation.

La plus grande partie des transactions ayant porté sur le secteur des services financiers – 22% des transactions en nombre et 46 % en valeur – reflète à la fois la stratégie et l'opportunisme des fonds. Mais il y a de bonnes raisons pour que les fonds souverains investissent en masse dans ce secteur avec un intérêt prononcé pour les marchés de l'OCDE (66% en valeur) et un moindre pour les marchés émergents (34 % en valeur), elles seront présentées ci-contre ; il est à noter avant, que la valeur totale des transactions dans ce secteur ainsi que la part investie au niveau de l'OCDE sont faussées par les récents investissements dans les grandes banques américaines et européennes et les institutions financières au cours de la période 2007 à 2008 – les fonds souverains ont investi 93 milliards de $ dans des institutions financières durant 2007-2008, contre 23 milliards de $ entre 2000 et 2006 –.

Graphique 4 : Sommaire des transactions des fonds souverains dans les différents secteurs en nombre et en valeur



Source: Monitor SWF Transaction Database in "Assessing the risks - The behaviors of Sovereign wealth funds in the global economy", Monitor Group, Juin 2008, page 40.

Le secteur des services financiers a fait appel à des fonds souverains pour de nombreuses raisons :

- Premièrement, les banques et les institutions financières sont des cibles d'investissement attrayantes pour les investisseurs mondiaux en général. Devant les préoccupations récentes du marché concernant l'exposition à la crise mondiale du crédit, les banques étant bien réglementées, leurs actifs sont bien perçus dans les investissements pour les portefeuilles équilibrés, offrant aux investisseurs des opportunités stables de rendement ajusté au risque.

- Deuxièmement, de nombreux fonds investissant dans ce secteur participent dans des entreprises qu'ils connaissent bien. Singapour et Dubaï sont des centres financiers mondiaux et leurs dirigeants sont familiers avec les leaders mondiaux des institutions financières.

- Troisièmement, investir dans les institutions financières offre aux plus récents fonds souverains une occasion d'acheter un accès préférentiel dans d'imminentes opportunités d'investissement de haute qualité et d'exploiter plus largement le secteur, les produits et de traiter des décisions qui résident dans l'expertise de ces institutions financières. Cela a été souligné par les récents investissements des fonds souverains dans le private equity et les hedge funds, notamment dans Blackstone, Carlyle Group, JC Flowers, Och-Ziff, et GLG Partners. Ces investissements permettent également aux fonds souverains d'accéder à des compétences et à l'expérience qui sont particulièrement pertinentes pour les pays cherchant à s'établir en tant que centre financier dans le monde. DIFC de Dubaï, par exemple, a acquis des intérêts dans les marchés boursiers au Royaume-Uni, la Suède et la France. En plus des rendements financiers, DIFC est en mesure d'accéder à des compétences et connaissances nécessaires pour renforcer la position compétitive de Dubaï comme un centre financier régional.

- Quatrièmement, la crise du crédit mondiale de 2008 et son impact sur le prix des titres a créé une opportunité pour les fonds souverains pour sécuriser leurs intérêts à des conditions attractives dans des valeurs mondiales de marque. Alors que la vague d'achat opportuniste de titres a accentué les craintes sur les motivations politiques des fonds souverains, selon les analystes de Monitor Group ces craintes sont exagérées. Les accords ont impliqué des participations minoritaires qui ont été faites sans aucune certitude que la crise du crédit ait touché le fond, ce qui renforce les revendications des fonds qu'ils investissent pour le long terme. Par ailleurs, à supposer que les fonds souverains aient investi non pas pour des raisons altruistes, il est intéressant de noter que ces opérations ont contribué à étayer le système

bancaire mondial à un moment d'anxiété de marché considérable sur l'étendue et la profondeur de la crise du crédit. Des relations étroites avec les principales institutions financières aident également les fonds souverains à améliorer leur propre gestion de portefeuille, stratégies et procédures de gestion du risque. Ceci est particulièrement important pour les nouveaux fonds souverains. L'exposition à la pratique de l'industrie des meilleurs services bancaires, notamment en matière de gestion des risques, peut jouer un rôle important dans le renforcement de l'intégrité opérationnelle des fonds souverains comme des entités financières. Elle facilite également leur intégration dans les protocoles et la surveillance réglementaires essentiels au fonctionnement efficace et transparent des marchés financiers nationaux et mondiaux.

Au-delà des services financiers, la base de données des transactions ne soutient pas l'idée selon laquelle les fonds souverains ciblent des domaines politiquement sensibles. Les investissements dans les transports, la défense et l'aérospatiale et les technologies de pointe représentent moins de 1 % de la valeur des transactions dans la base de données utilisée pour notre étude.

Cependant, à titre individuel les fonds souverains ont procédé à des investissements dans l'industrie que certaines nations peuvent considérer comme stratégiques et sensibles :

• Temasek a fait des investissements importants dans les ports et la navigation de compagnies en Asie, mais il est probable que cette préférence reflète la connaissance et le confort. Les investissements dans ces actifs auraient pour raison, la position de Singapour comme le plus grand port au monde pour les conteneurs d'expédition.

• Les investissements dans l'énergie représentent environ 11 % de la valeur transactionnelle, la majorité d'entre eux provenant de fonds asiatiques et du Moyen-Orient – ADIA, CIC, GIC, Istithmar, Lybie, Mubadala, Nouvelle Zélande, Temasek – Comme avec les investissements singapouriens dans le port, ces investissements peuvent être considérés comme une excroissance des secteurs locaux.

• Les télécommunications comptent pour seulement 2 % de la valeur de la base de données des transactions utilisée. Les fonds Singapouriens sont les principaux investisseurs en partie parce qu'ils cherchent à construire une présence stratégique dans ce secteur dans le Sud-Est asiatique.

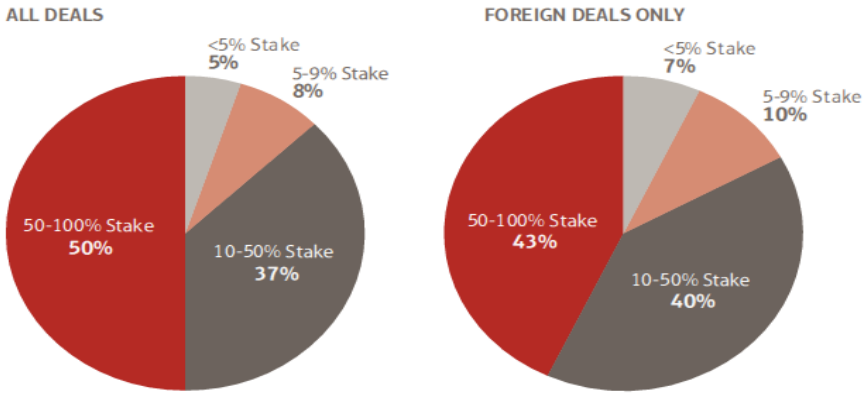
• Le Fonds d'Abu Dhabi Mubadala a ciblé la technologie de pointe et les services liés à l'aviation par rapport à leur importance pour l'avenir des Emirats arabes unis à long terme.

1.3. Les participations majoritaires dans les investissements réalisés par les fonds souverains :

Comme indiqué dans le graphique 5, la moitié des transactions sur actions – selon les informations contenues dans la base de données des transactions des fonds souverains Monitor utilisée pour notre travail – impliquent des participations majoritaires. Toutefois, les participations majoritaires dans les transactions effectuées dans les pays de l'OCDE, ne concernent pas les secteurs sensibles tels que l'informatique, les télécommunications, l'énergie et les services publics, les transports et l'aérospatiale. En effet, les opérations impliquant des participations majoritaires dans les secteurs sensibles au niveau des pays de l'OCDE représentent 2 % en nombre et 4 % en valeur. Les transactions à participations majoritaires sont beaucoup plus courantes dans les marchés émergents et domestiques. Temasek Holdings de Singapour, par exemple, a acquis des intérêts majoritaires dans de nombreuses sociétés en Asie du Sud-Est. Pour ce qui est des transactions à participation majoritaire dans les pays de l'OCDE, il y a DIFC de Dubaï, qui a acheté les technologies de logiciels du cabinet Smart Stream au Royaume-Uni; Istithmar, qui a acheté le haut de gamme détaillant américain Barneys New York ; QIA qui a acquis la société britannique de la santé Four Seasons. Le Fonds d'Abu Dhabi Mubadala a ciblé la haute technologie et les services de l'aviation par rapport à leur importance dans l'avenir à long terme des Emirats Arabes Unis.

Ces exemples suggèrent une volonté d'acheter des participations majoritaires dans des secteurs qui ne prêtent relativement pas à controverse, tels que les produits et services de consommation et l'industrie, par opposition à des secteurs politiquement sensibles dans les pays de l'OCDE. En effet, alors que plus de 20 % des transactions des fonds souverains enregistrées dans les secteurs de l'industrie et les produits de consommation possédant une participation majoritaire, ce résultat s'est produit en moins de 20 % des transactions dans l'informatique (17 %), les télécommunications (13 %), les transports et l'aérospatiale (1 %) ou de l'infrastructure et gouvernement (1 %).

Graphique 5 : Participations acquises par les fonds souverains dans les transactions conclues en totalité et celles conclues à l'étranger



Source: Monitor SWF Transaction Database in "Assessing the risks - The behaviors of Sovereign wealth funds in the global economy", Monitor Group, Juin 2008, page 45.

Dans les marchés de l'OCDE, plus de 50 % des transactions dans les services et l'immobilier, mais seulement 4 % des transactions dans les services financiers ont entraîné des participations majoritaires. En dehors de Temasek, qui a fait 4 investissements majoritaires dans l'énergie et les services publics (1 en Australie, 2 en Corée du Sud et 1 au Royaume-Uni), il n'y a pas eu d'autres exemples impliquant des prises de participation majoritaires des fonds souverains dans des secteurs qui pourraient être considérés comme politiquement sensibles pour les pays récipiendaires.

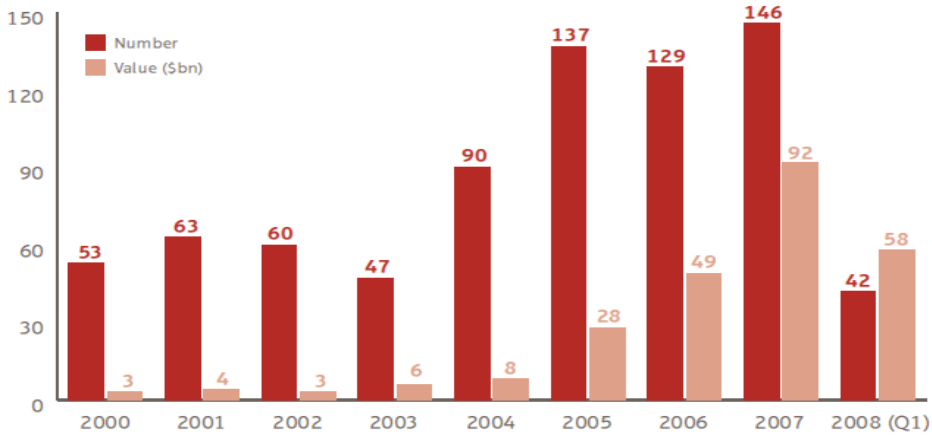
1.4. Les fonds souverains se dirigent vers des classes d'actifs à risque élevé :

Seul un petit nombre de fonds souverains divulguent la composition de leurs portefeuilles par classe d'actifs et ceux qui le font, les classent souvent dans les grandes catégories comme les obligations, actions, et «autres». En conséquence, il est difficile d'estimer la part relative des actions en bourse dans le portefeuille d'un fonds donné, ou comment la philosophie d'investissement du fonds peut être évolutive. Néanmoins, ce qui ressort de la base de données utilisée est que l'appétit des fonds souverains pour les actions a augmenté depuis 2000 (voir graphique 6). Avant cela, seuls quelques fonds des plus anciens tels que Temasek, ont procédé à d'importants investissements directs. Depuis lors, on dénombre 17 fonds sur cette trajectoire. L'appétit pour les classes d'actifs à risque n'est pas

non plus confiné dans les actions ; plusieurs fonds investissent aussi dans l'immobilier et certains ont récemment participé à des transactions à effet de levier de private equity.

La preuve palpable de l'intérêt croissant que portent les fonds souverains pour les actions est renforcée par les investissements des fonds dans des institutions financières comme les banques américaines et européennes et les sociétés de private equity. Bien que ces types d'investissements sont sans aucun doute attrayants en raison des rendements supérieurs, qu'ils ont souvent généré, ils soulèvent néanmoins des préoccupations légitimes étant donné le rôle qu'ont tenu les véhicules d'investissement à effet de levier dans la crise mondiale du crédit de 2007-2008.

Graphique 6 : Transactions des fonds souverains en nombre et en valeur depuis l'année 2000



Source: Monitor SWF Transaction Database in "Assessing the risks - The behaviors of Sovereign wealth funds in the global economy", Monitor Group, Juin 2008, page 46.

Au total et à la lumière de ce qui précède, il est à noter que les fonds souverains investissent massivement dans les marchés intérieurs et émergents, même si une majorité de leurs investissements en valeur s'est produite dans les marchés de l'OCDE, cette proportion a été magnifiée par de gros investissements pendant la crise du crédit de 2007-2008. Les récents investissements des fonds souverains aux Etats-Unis et en Europe en services financiers des entreprises sont atypiques et opportunistes, reflétant le resserrement du crédit de 2007-2008. Ils ne semblent pas investir pour des motifs politiques, certains d'entre eux procèdent à des investissements stratégiques pour accélérer le développement économique dans leur pays d'origine, mais ils ne semblent pas être actifs de façon à menacer la sécurité économique des pays étrangers où ils investissent. Par ailleurs, ils sont prêts à prendre des participations majoritaires dans les entreprises dans lesquelles ils investissent ; contrairement aux idées reçues, depuis 2000 les fonds souverains ont acquis des participations majoritaires

dans la moitié des opérations pour lesquelles des données sont disponibles. Ces opérations sont survenues dans les marchés émergents et dans des secteurs généralement pas considérés comme politiquement sensibles. Enfin, de part leurs allocations d'actifs il est clair que les fonds souverains se dirigent de plus en plus vers une prise de risque financier importante dans leurs investissements.

2. Les investissements des fonds souverains durant la crise économique mondiale de 2008 :

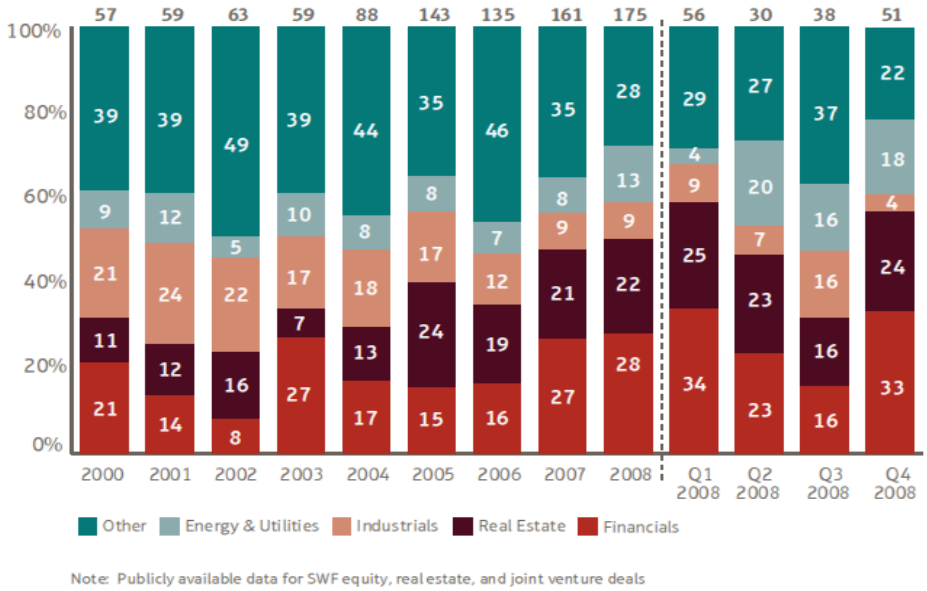
La base de données mise à jour Monitor-FEEM des transactions des fonds souverains révèle qu'en 2008, les fonds souverains ont conclu 175 transactions publiquement enregistrées avec une valeur déclarée de 128 milliards de dollars. Cela représente 14 transactions de plus que celles enregistrées en 2007 et 20 milliards de dollars de plus en valeur. La tendance à une augmentation des dépenses des fonds souverains qui a été évidente depuis 2003, semble continuer. Toutefois, il s'agit d'une bien moindre année en valeurs investies comparée à celle de 2007 – lorsque la valeur déclarée des investissements des fonds a plus que doublé de 50 milliards de dollars en 2006 à 102 milliards de dollars en 2007 –.

2.1. Les secteurs dans lesquels les fonds souverains ont investi durant l'année 2008 :

L'écart entre les transactions enregistrées publiquement des fonds souverains dans les principaux secteurs en 2008 est semblable à celui de 2007. Les services financiers ont continué à être un secteur cible majeur de leurs investissements. A prendre l'année dans son ensemble, les services financiers ont représenté une plus grande proportion de l'investissement des fonds qu'ils ne l'ont été auparavant. Entre 2000 et 2007, la part des services financiers dans les transactions étant de 19 % du nombre total et 44 % de la valeur déclarée ; contre 28% en nombre des transactions (49) et 75 % de la valeur totale (96,2 milliards de $) en 2008. En 2008, la majorité des investissements des fonds souverains dans les services financiers a été dans l'OCDE, représentant 24 transactions d'une valeur déclarée de 69,1 milliards de dollars.

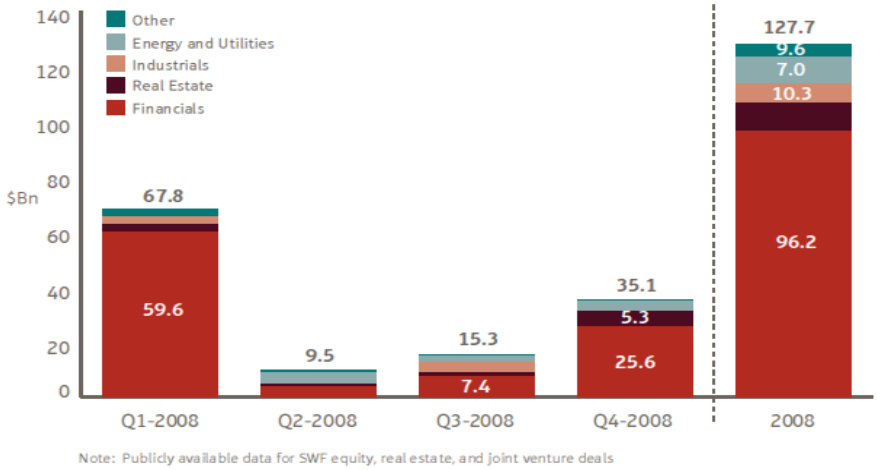
L'immobilier a également été un secteur majeur pour l'investissement, en particulier dans les marchés émergents. Un peu plus d'un cinquième des investissements des fonds souverains réalisés en 2008 (39) ont été dans les biens immobiliers et ils ont été évalués à 10,3 milliards de dollars. Plus de la moitié de ces investissements (21), évalué à 5,2 milliards de dollars ont eu lieu dans les marchés émergents. L'Asie-Pacifique a été le marché de l'immobilier le plus attrayant pour les fonds souverains, là les fonds souverains ont réalisé 17 transactions d'une valeur déclarée de 3,5 milliards de dollars.

Graphique 7 : Nombre d'investissements des fonds souverains par secteur cible



Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database in "Weathering the storm – Sovereign wealth funds in the global economic crisis of 2008", Monitor Group, Avril 2009, page 17.

Graphique 8 : Valeur des investissements des fonds souverains par secteur cible pour l'année 2008



Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database in "Weathering the storm – Sovereign wealth funds in the global economic crisis of 2008", Monitor Group, Avril 2009, page 13.

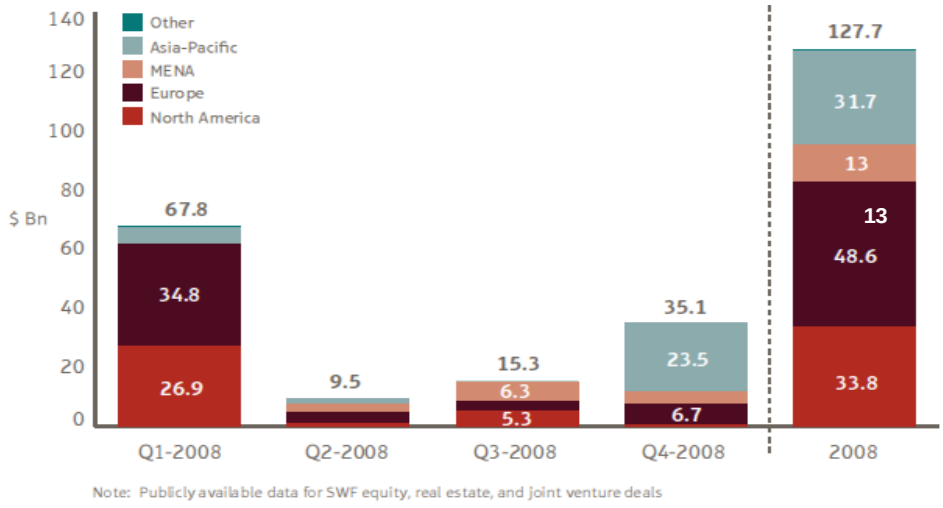
2.2. Répartition géographique des investissements réalisés en 2008 :

Les fonds souverains ont passé 87,2 milliards de dollars dans les économies de l'OCDE en 2008, soit une augmentation de 59,6 milliards de dollars qu'en 2007, tandis que dans les marchés émergents, les fonds souverains ont réalisé des investissements avec une

valeur enregistrée de 40,9 milliards de dollars, soit environ la même qu'en 2007. Cependant, en terme de nombre de transactions 76 (43 %) ont été réalisées dans l'OCDE en 2008, tandis que 99 (57 %) l'ont été dans les marchés émergents. Cela suggère qu'en 2008, les fonds souverains ont entrepris plus d'opérations, mais de moindre valeur dans les économies émergentes que dans les marchés développés. Les économies émergentes en Asie-Pacifique étaient particulièrement attractives pour les fonds comptant pour 67 opérations, d'une valeur déclarée de 31,7 milliards de $. En revanche, les marchés au Moyen-Orient et Afrique du Nord ne représentaient que 40 transactions avec une valeur de 13,5 milliards de $.

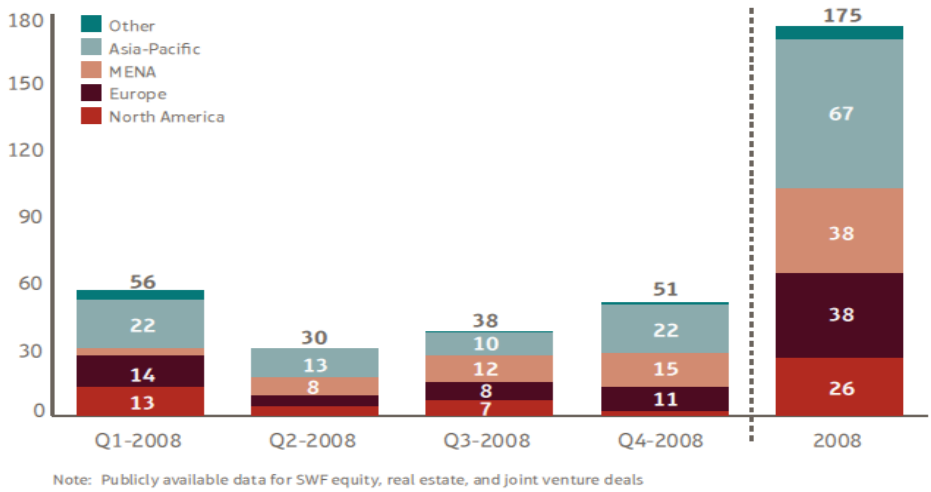
Les fonds souverains se sont tournés particulièrement vers leurs marchés intérieurs en 2008, inversant une tendance de l'investissement domestique en baisse depuis 2003. Plus d'un quart (26 %) des transactions et dépenses des fonds (33,7 milliards de dollars) en 2008 a été effectué dans les marchés d'origine, comparé à 17 % des transactions d'une valeur de 32,1 milliards de dollars en 2007.

Graphique 9 : Valeur des investissements en 2008 des fonds souverains par région cible



Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database in "Weathering the storm – Sovereign wealth funds in the global economic crisis of 2008", Monitor Group, Avril 2009, page 19.

Graphique 10 : Nombre des investissements en 2008 des fonds souverains par région cible



Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database in "Weathering the storm – Sovereign wealth funds in the global economic crisis of 2008", Monitor Group, Avril 2009, page 14.

2.3. Les participations majoritaires dans les investissements des fonds souverains en 2008 :

Quand les fonds souverains prennent des participations de contrôle dans les entreprises, ils le font rarement en dehors des marchés émergents et ils sont moins susceptibles de le faire dans «les secteurs sensibles» au niveau des pays développés. 2008 n'a pas été une année différente, moins d'un quart des transactions des fonds souverains ont abouti à des participations majoritaires (40 transactions). Plus de la moitié (21) ont été dans les marchés domestiques des fonds, tandis que seulement 10 ont été dans l'OCDE; ces transactions ont été enregistrées dans l'immobilier, l'industrie et le secteur des services financiers.

Les fonds asiatiques ont pris plus de participations majoritaires (24 sur 40) que leurs homologues du Moyen-Orient. Dans ces participations majoritaires deux fonds sont sortis du lot, Khazanah National Bhd, le fonds de Malaisie, en prenant 11 participations majoritaires dont 8 dans des entreprises nationales; Temasek avec 9 participations majoritaires dont 2 seulement domestique. La majorité de ces participations majoritaires ont donc été dans les marchés émergents - seulement quatre étaient dans les pays de l'OCDE. En ce qui concerne les fonds du Moyen-Orient, ils ont montré une plus grande propension à prendre des

participations majoritaires dans les marchés de l'OCDE (20 % des participations majoritaires des fonds souverains du Moyen-Orient ont été les marchés de l'OCDE).

2.4. Les fonds souverains les plus actifs en 2008 :

Les fonds du Moyen-Orient ont été les plus actifs en 2008, entreprenant 56 % (98) des transactions mais ils ont dépensé seulement 47,2 milliards de dollars (37 % du total). En revanche, en Asie Pacifique les fonds ont entreprit 44% des transactions, avec une dépense déclarée de 80,5 milliards de dollars (63 %). En 2007, C'était plutôt les fonds asiatiques qui étaient plus actifs, entreprenant 62% des transactions, avec une valeur de 58 % de la valeur totale. Temasek et GIC ayant dominé les investissements en 2007 avec 55 transactions conclues (79 % du total) et une valeur déclarée de 23,1 milliards de dollars (23 % du total). Des fonds les plus actifs du Moyen-Orient en 2007 nous avons le Qatar Investment Authority (QIA) et Istithmar World, avec la moitié du nombre de transactions de leurs homologues asiatiques, représentant la moitié de la valeur déclarée des opérations effectuées par les fonds Singapouriens.

En 2008, les fonds du Golfe étaient au même niveau que ceux de Singapour. Les fonds les plus actifs ont été GIC et Mubadala Development Company; GIC a entrepris 36 transactions et Mubadala 26, dont 44 % enregistrées en dans le 1er trimestre. En second lieu nous avons les fonds QIA et Temasek avec 24 et 23 transactions respectivement, réparties de façon relativement égale toute l'année. En terme de dépenses, GIC a été le plus gros investisseur de 2008, cumulant au total des transactions d'une valeur de 41,8 milliards de dollars, CIC et QIA classés derrière avec des investissements d'une valeur de 26 milliards de dollars et 14,8 milliards de dollars respectivement.

Dans la dernière partie de 2008, il y a eu une convergence entre les stratégies d'investissement. Avant 2008, il y avait eu une différence marquée entre les fonds tels que ADIA et KIA qui investissaient principalement dans l'OCDE, et ceux à l'instar de Temasek et Khazanah, qui étaient plus axés sur les opérations domestiques. La crise économique de 2008 a brouillé cette distinction, les fonds ont été tirés vers l'investissement domestique pour entretenir et renflouer les plans de relance. Par ailleurs, un manque d'opportunités d'investissement aux États-Unis, en Europe et au Japon a attiré des fonds souverains vers les marchés émergents à la recherche d'ouvertures attrayantes d'investissement. Mubadala en est un bon exemple, parmi ses investissements publics rapportés établis avant 2008, seulement un tiers des actions cotées de l'immobilier et joint-ventures a été investi à titre domestique. En

2007, la Société possédait une répartition géographique mixte: 65 % de ses transactions ont été dans les marchés émergents et 35 % dans l'OCDE, mais il ne fait que trois investissements dans les EAU. En 2008 par contre, Mubadala se réinvente comme une entreprise de développement national ; plus de la moitié de ses transactions enregistrées en 2008 étaient dans les EAU représentant plus de 70 % de ses investissements pour l'année.

D'autre part, des exceptions à cette tendance sont QIA et GIC, qui ont continué à investir massivement dans l'OCDE. Des 36 transactions publiquement enregistrées de GIC, 17 étaient dans les pays de l'OCDE représentant 94 % (39,1 milliards de dollars) du total de ses investissements. Plus de la moitié des transactions de QIA a été établie dans les pays de l'OCDE, s'élevant à 88 % (13 milliards de dollars) du total de ses dépenses.

Dans ce qui suit, nous allons essayer de présenter une sorte de bilan de l'activité des fonds souverains durant l'année 2008 et ce, en plusieurs points :

1. En 2008, dans la base de données Monitor-FEEM des transactions de fonds souverains utilisée, les fonds ont conclu 175 transactions d'une valeur de 128 milliards de dollars. Cela continue la tendance croissante de l'activité des fonds depuis 2003. Ce fut près de 10 % de plus que les transactions enregistrées en 2007 et une augmentation des dépenses publiques déclarées de 26 milliards de dollars par rapport aux 102 milliards de dollars en 2007.

2. Le secteur des services financiers a continué d'être une cible pour les investissements des fonds en 2008, avec 28% du total des transactions (49), d'une valeur de 75% de la valeur totale (96,2 milliards de dollars).

3. Malgré la crise économique mondiale, l'Europe était le plus grand marché pour les investissements des fonds souverains en terme de valeur enregistrée, représentant 49 % en valeur des investissements de l'année (48,6 milliards de dollars). Bien que les fonds souverains aient investi massivement en Amérique du Nord au premier trimestre, ils ont évité les États-Unis par la suite.

4. Les fonds souverains ont fait le plus d'investissements en Asie-Pacifique. On enregistre 67 transactions dans cette région (38 % du total). L'Europe et le Moyen-Orient viennent en seconde position (38 transactions pour chaque région). En revanche, les marchés nord-américains ont attiré seulement 26 investissements des fonds souverains en 2008.

5. Dans les trois derniers trimestres de 2008, il y avait une tendance d'investissement des fonds dans leurs marchés intérieurs. 46 transactions domestiques ont été enregistrées en 2008, évaluées à 33,7 milliards de dollars. Seulement 7 de ces opérations d'une valeur totale de 470 millions de dollars, ont été entreprises au 1er trimestre.

6. Bien que l'activité globale des fonds souverains tant en terme de nombre de transactions qu'en valeur ait augmenté d'année en année, 2008 y compris, on dénote que le 1er trimestre de l'année de la crise a été remarquable pour son activité. Il a représenté un tiers des investissements de l'année avec 53% de la valeur annuelle déclarée.

Au total, ce qui ressort de ce qui précède est que la crise économique mondiale a manifesté un profond effet sur les stratégies d'investissement en 2008 des fonds souverains existants dans la base de données utilisée. Malgré la crise, le volume d'activité des investissements est resté important, même si la valeur totale des transactions des fonds a décliné plus tard dans l'année, passant de 67,8 milliards de dollars au 1er trimestre de 2008 à 35,1 milliards de dollars au 4ème trimestre. Pendant la crise, les fonds souverains ont perdu au moins 57,2 milliards de dollars sur le papier de leurs investissements initiaux ; principalement à cause de leur forte exposition au secteur des services financiers, mais aussi probablement à cause d'une mauvaise sélection de titres ou une tendance à investir dans des industries en difficulté comme un moyen de minimiser l'opposition politique subie. Néanmoins, et malgré ce qui représente une part décroissante de l'activité des transactions globale, le secteur des services financiers a continué à être une cible importante pour les investissements des fonds souverains. Représentant en 2008, 28 % des transactions d'une valeur de 75 % de la valeur totale (96,2 milliards de dollars). Comme l'année avançait et la propagation de la crise économique également, de nombreux fonds importants ont modifié leurs stratégies d'investissement, se retirant des marchés éloignés et augmentant les investissements nationaux et régionaux, en particulier dans les marchés émergents. Au 4ème trimestre de 2008, comme les fonds ont cherché à soutenir les économies locales, l'investissement intérieur par les fonds souverains représentait plus de 40% de toutes les transactions, le plus haut niveau depuis 2002. Dans le même trimestre des placements sur les marchés émergents s'élevaient à plus de 70 % de la valeur des transactions pour la 1ère fois depuis 2004. La crise a mis un frein à la croissance des fonds souverains, de sorte que les projections faites en 2007 semblent maintenant trop optimistes. La réduction des recettes d'exportation et la baisse des prix du pétrole suggèrent que les actifs sous contrôle des fonds

souverains seront de l'ordre de 5-6 billions de dollars en 2012, plutôt que les 10-12 billions de dollars prévus auparavant. A l'avenir, les fonds souverains semblent susceptibles de préférer investir pour la durabilité et le long terme plutôt que pour des rendements élevés ajustés au risque des titres dans les économies de marché développées.

3. Les investissements des fonds souverains aux lendemains difficiles de la crise économique mondiale de 2008 :

Nous avons choisi de présenter les investissements réalisés par les fonds souverains durant les deux années 2009 et 2010 dans un même point, même si l'année 2009 marque le prolongement de la grande récession à la suite de la crise économique mondiale de 2008 et l'année 2010 par contre, le début d'une reprise et de la sortie de la récession. La raison en est que des changements palpables dans le comportement des fonds se sont fait jour dès l'année 2009 justement.

3.1. Les investissements des fonds souverains durant l'année 2009 :

En 2009, 18 fonds souverains existants dans la base de données Monitor-FEEM ont conclu 113 transactions d'une valeur de 68,8 milliards de dollars. L'année a vu deux phases très différentes, la 1ère moitié de l'année a été une période prolongée d'austérité et de prudence à cause de la crise financière mondiale. Dans la seconde moitié de l'année par contre, les fonds reviennent en investisseurs plus actifs sur les marchés.

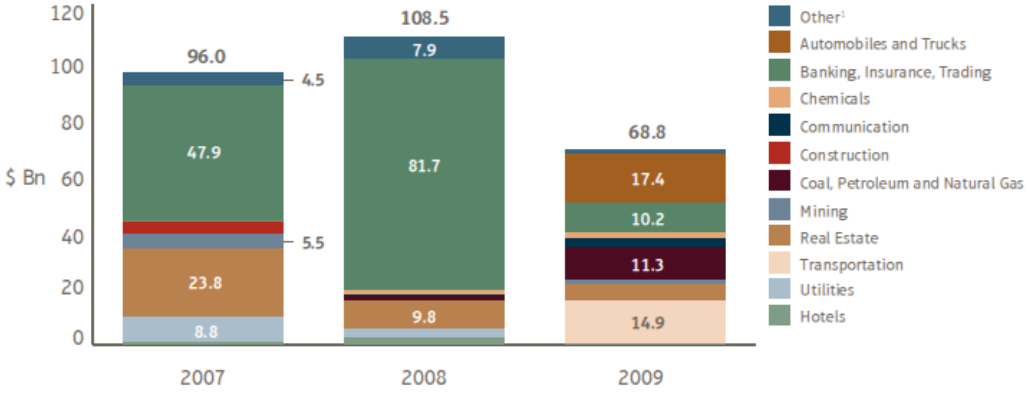
3.1.1. Répartition des investissements des fonds souverains en 2009 selon les secteurs :

La répartition sectorielle des investissements des fonds souverains en 2009 a fait ressortir un changement dans les habitudes d'investissement de ces derniers. En s'éloignant des risques élevés des secteurs tels que les services financiers et l'immobilier qui avaient été la cible principale des investissements des fonds en 2007 et 2008, les fonds s'intéressent à un large éventail de secteurs, principalement les ressources naturelles, l'ingénierie et les technologies (graphique11). Alors qu'en 2008 les services financiers représentaient plus des deux tiers de la valeur des investissements des fonds souverains (81,7 milliards de dollars) et 25 % du nombre de ces investissements , ils ne totalisent que 15 % de la valeur totale (10,2 milliards de dollars) et 25 % des transactions en 2009 – ce qui n'est pas surprenant étant donné l'éclatement de la crise mondiale financière et économique –. Par contre quand les fonds souverains ont voulu s'exposer à nouveau aux services financiers, ils n'étaient plus

disposés à prendre des participations de plusieurs milliards de dollars – caractéristique de leurs investissements dans le secteur en 2008 –. Pour des raisons similaires en apparence, les investissements dans l'immobilier des fonds souverains ont diminué en termes réels de 52 investissements évalués à 9,8 milliards de dollars en 2008 à 23 transactions d'une valeur de 5,9 milliards de dollars en 2009.

Les investissements des fonds souverains en 2009 ont porté sur un large éventail de secteurs. Les secteurs en ingénierie ont été particulièrement ciblés, par exemple, l'investissement dans la fabrication de véhicules automobiles a bondi de 2 transactions évaluées à 65 millions de dollars en 2008 à 6 d'une valeur de 17,4 milliards de dollars en 2009. De même, l'investissement dans les ressources énergétiques comme le charbon, le pétrole et le gaz naturel est passé de 12 transactions évaluées à 1,3 milliards de dollars en 2008 à 14 transactions d'une valeur de 11,2 milliards de dollars en 2009. La hausse spectaculaire des dépenses dans ce secteur, en dépit de la baisse globale d'année en année du volume d'investissements, est révélatrice de l'évolution des investissements des fonds vers les ressources naturelles et a été principalement tiré par le fonds chinois CIC. De même les investissements dans les technologies et les communications sont également devenus un secteur plus important pour les fonds souverains cherchant à diversifier leurs portefeuilles, la valeur de leurs investissements dans ce secteur a quadruplé entre 2008 et 2009.

Graphique 11 : Valeur des investissements des fonds souverains par secteur cible pour les années 2007, 2008 et 2009

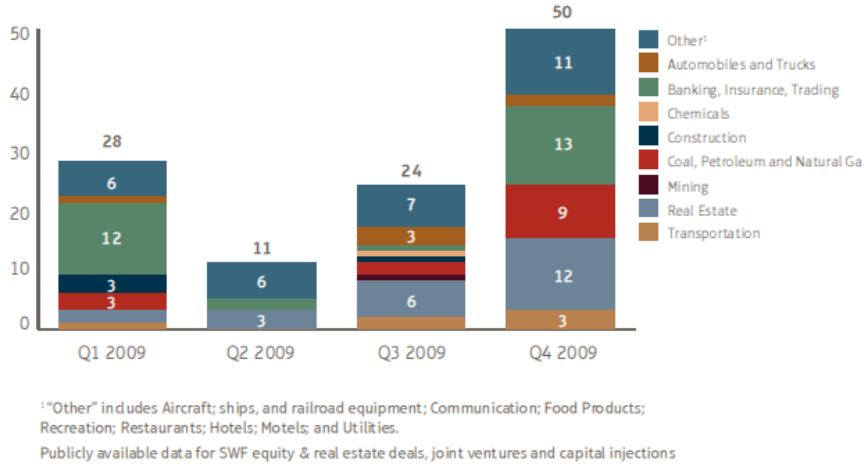


[1] "Other" includes Beer and Liquor; Business Supplies and Shipping Containers; Food Products; Healthcare; Medical Equipment; Pharmaceutical Products; Personal and Business Services; Recreation, Restaurants, and Wholesale.

Note: Publicly available data for SWF equity & real estate deals, joint ventures and capital injections

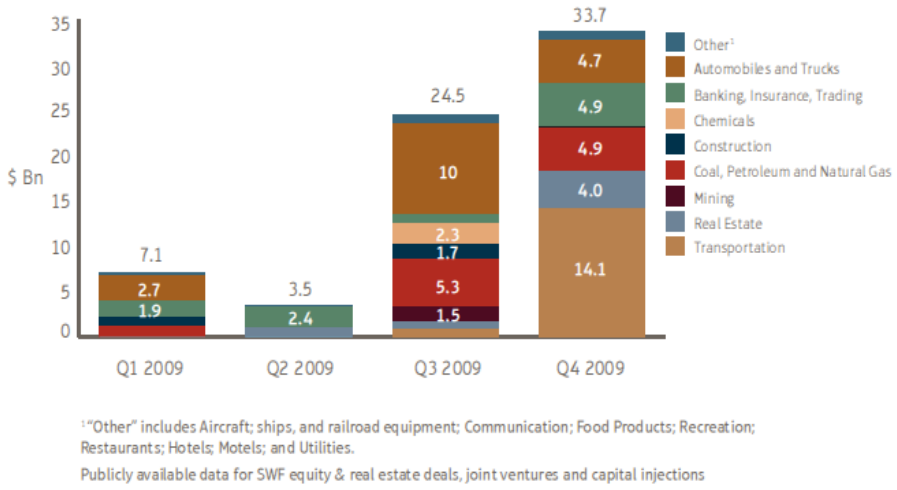
Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database in "Back on Course – Sovereign wealth funds activity in 2009", Monitor Group, mai 2010, page 19.

Graphique 12 : Nombre des investissements des fonds souverains par secteur cible pour l'année 2009



Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database in "Back on Course – Sovereign wealth funds activity in 2009", Monitor Group, mai 2010, page 31.

Graphique 13 : Valeur des investissements des fonds souverains par secteur cible pour l'année 2009



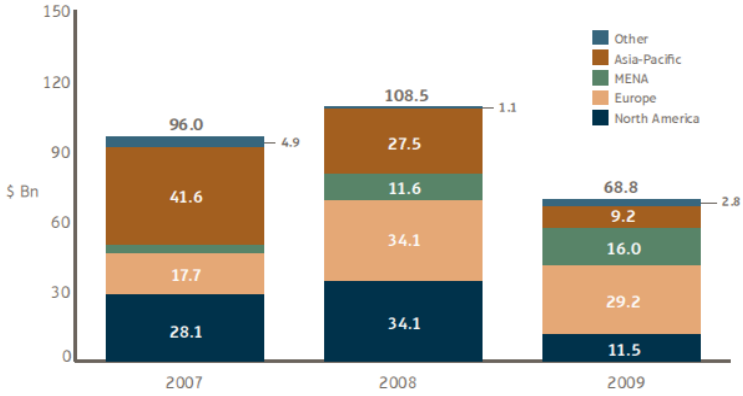
Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database in "Back on Course – Sovereign wealth funds activity in 2009", Monitor Group, mai 2010, page 31.

3.1.2. Répartition géographique des investissements des fonds souverains en 2009 :

Malgré la crise financière, les fonds souverains ont continué à investir dans les marchés européens et nord américains durant l'année 2009, 42 % des investissements des fonds souverains (48), représentant plus de la moitié de la valeur investie (40,7 milliards de dollars) était destiné aux entreprises européennes et nord américaines. Bien que cela

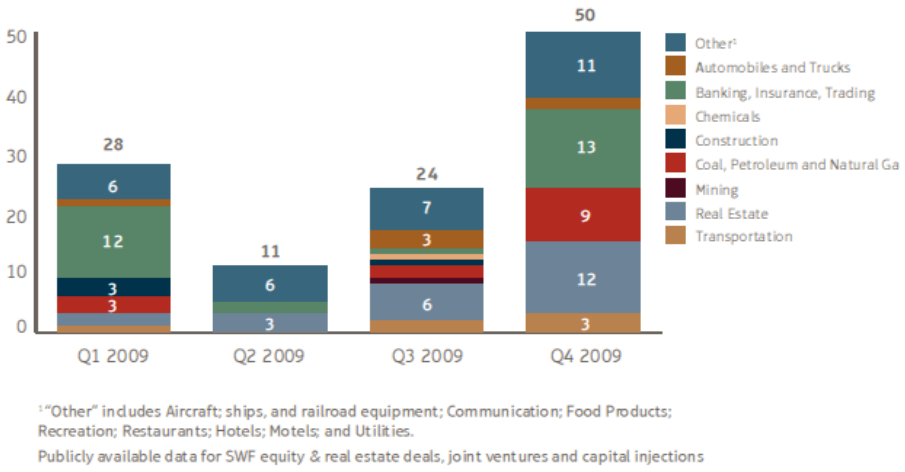
représente une baisse réelle et proportionnelle de la valeur des investissements dans ces régions, en comparaison avec les marchés émergents ce n'est pas un plongeon. La valeur de l'investissement global a diminué de 36,6 % entre 2008 et 2009, tandis que la valeur des investissements dans les pays de l'OCDE a diminué de 39,8 %, passant de 69,4 milliards de dollars à 41,8 milliards de dollars. C'est peut-être surprenant étant donné la concentration des fonds sur les services financiers des pays de l'OCDE au début de 2008 et cela suggère que, malgré les conditions économiques de 2009 les fonds souverains se sont tournés vers les économies développées pour investir encore dans des actifs sous-évalués.

Graphique 14 : Valeur des investissements des fonds souverains par région cible en 2007, 2008 et 2009



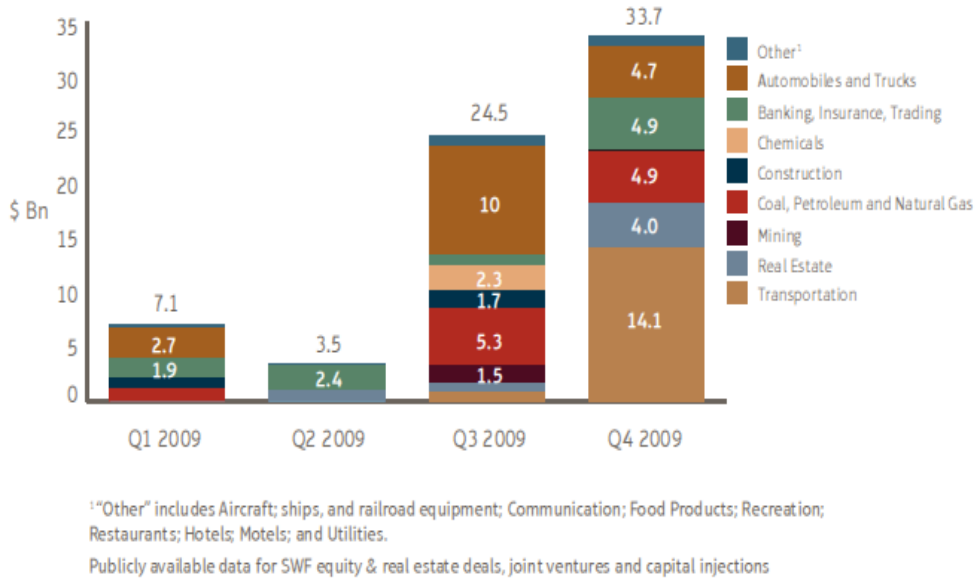
Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database in "Back on Course – Sovereign wealth funds activity in 2009", Monitor Group, mai 2010, page 20.

Graphique 15 : Nombre des investissements des fonds souverains par région cible en 2009



Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database in "Back on Course – Sovereign wealth funds activity in 2009", Monitor Group, mai 2010, page 31.

Graphique 16 : Valeur des investissements des fonds souverains par région cible en 2009



[1] "Other" includes Aircraft; ships, and railroad equipment; Communication; Food Products; Recreation; Restaurants; Hotels; Motels; and Utilities.

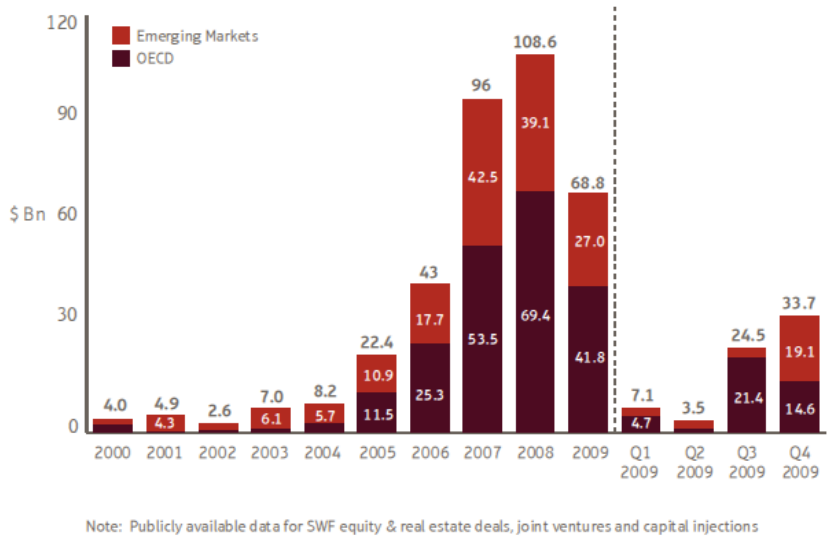
Publicly available data for SWF equity & real estate deals, joint ventures and capital injections

Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database in "Back on Course – Sovereign wealth funds activity in 2009", Monitor Group, mai 2010, page 31.

Cela dit, les marchés émergents ont été des cibles d'investissement majeures pour les fonds souverains. 60 des 113 transactions des fonds souverains ayant été conclues en 2009 dans les marchés émergents représentant 27 milliards de dollars – environ un quart du total des dépenses pour l'année –. Ces investissements dans les marchés émergents ont été divisés d'une façon relativement équitable entre les marchés domestiques et étrangers (28 à 33). Toutefois, en raison d'un investissement de 13,2 milliards de dollars par QIA dans le secteur ferroviaire du Qatar dans une joint-venture avec la Deutsche Bahn au 4ème trimestre, les investissements domestiques semblent être plus significatifs représentant 65% des dépenses totales des marchés émergents.

Les marchés émergents en Asie Pacifique étaient plus attractifs pour les investisseurs souverains que les autres régions en développement, représentant 25 transactions d'une valeur déclarée de 8 milliards de dollars. Le Moyen-Orient et l'Afrique du Nord ont représenté moins de transactions (21) mais d'une valeur plus élevée (16,0 milliards de dollars) principalement en raison de l'investissement qatari dans les chemins de fer.

Graphique 17 : Valeur des investissements des fonds souverains par région cible : marchés émergents vs marchés de l'OCDE



Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database in "Back on Course – Sovereign wealth funds activity in 2009", Monitor Group, mai 2010, page 20.

3.1.3. Les prises de participations majoritaires des fonds dans leurs investissements en 2009 :

En 2009, les fonds souverains ont continué leur tendance à prendre des participations majoritaires dans des entreprises principalement dans les marchés émergents et en dehors des «secteurs sensibles» dans les économies développées. Seulement 18 transactions en 2009 ont entraîné une participation de 50 % ou plus de l'entreprise recevant l'investissement. Moins de la moitié d'entre elles étaient dans les marchés de l'OCDE, avec des participations majoritaires de l'IPIC dans MAN Ferrostaal et NOVA Chemicals étant les plus notables. Sur les 10 participations majoritaires prises dans les marchés émergents, la moitié étaient établies dans les marchés d'origine des fonds, mais c'était des investissements relativement faibles à l'exception de la joint venture QIA et la Deutsche Bahn et Mubadala poursuivant le développement de l'industrie aérospatiale d'Abu Dhabi par l'entreprise d'une joint venture avec Boeing.

Dans un renversement par rapport à 2008, les fonds du Moyen-Orient étaient plus susceptibles de prendre participations majoritaires que les fonds asiatiques. Cela est principalement dû à une baisse de l'activité des fonds Khazanah et Temasek Holdings, qui historiquement ont été plus enclins à prendre des participations majoritaires dans des entreprises nationales.

Dans ce qui suit, nous allons essayer de dresser un bilan de l'activité des fonds souverains en 2009 en plusieurs points :

1- En 2009, les fonds répertoriés dans la base de données utilisée ont exécuté 113 investissements d'une valeur de 68,8 milliards de dollars. Cela représente une nette rupture de la tendance croissante de l'activité des fonds souverains à la fois en nombre et en valeur des placements, avec 40 % en dessous des totaux en 2008.

2- Les fonds souverains ont investi beaucoup moins dans les services financiers en 2009 qu'en 2008, passant de 49 transactions d'une valeur de 81,7 milliards de dollars, à seulement 28 d'une valeur déclarée de 10,2 milliards de dollars. Ils étaient plus prudents également dans les acquisitions immobilières, avec une activité en baisse de plus de la moitié. Leurs investissements se sont plutôt dirigés vers un plus large éventail de secteurs, notamment l'énergie, les ressources naturelles et l'engineering. Une grande ressemblance caractérise ce comportement avec les modèles d'investissement des fonds avant 2005, bien que les secteurs d'intérêt reflètent les réalités économiques actuelles.

3- Poursuivant la tendance à partir de 2008, l'Europe est restée le plus grand marché pour les investissements des fonds en terme de valeur enregistrée et ce, en dépit de la crise financière. Les transactions des fonds dans cette région ont atteint 42,5 % en valeur (29,2 milliards de dollars) de la totalité investie en 2009, contre environ un tiers de la valeur déclarée en 2008. Les fonds souverains ont également investi plus largement en Amérique latine, en Afrique sub-saharienne et l'Asie non Pacifique en doublant en termes réels leurs investissements à 3 milliards de dollars.

4- Une fois de plus, l'Asie-Pacifique a représenté le plus grand nombre d'investissements (32) en 2009. L'Europe a été la deuxième région la plus populaire pour les fonds souverains avec (29) transactions. Le Moyen-Orient a dépassé l'Amérique du Nord en terme de volume d'investissement avec 21 transactions contre 19 en Amérique du Nord, dont la plupart ont eu lieu au dernier trimestre de l'année.

5- Les fonds les plus actifs ont été la China Investment Corporation et le Government of Singapore Investment Corporation, faisant 17 et 18 investissements publiquement déclarés, respectivement. Cependant, le plus important fonds en dépenses a été le Qatar Investment Authority, qui a entrepris 14 transactions d'une valeur de plus de 32 milliards de dollars.

6- Les deux premiers trimestres ont été les plus faibles en volume d'investissement depuis 2005 et 2003, respectivement. L'activité des fonds souverains a commencé à reprendre durant la seconde moitié de l'année avec 85 % des dépenses et deux tiers du nombre total des transactions.

Au total, 2009 a été une année où l'activité des fonds souverains a connu un déclin important au regard des investissements produits en 2008. Les fonds basés en Asie et au Moyen-Orient et Afrique du Nord (MENA) continueront à être le plus actifs, bien que les secteurs et les régions dans lesquels ils ont investi en 2009 diffèrent de ceux des années précédentes. Les fonds ont été moins actifs en 2009 dans les secteurs instables des services financiers et de l'immobilier, même s'il y a eu des transactions significatives dans chacun des deux secteurs. Les fonds ont plutôt montré une préférence croissante pour l'énergie, les ressources naturelles et l'ingénierie ou la technologie, des intérêts reflétant souvent le désir de faire bénéficier les économies domestiques et régionales dans lesquelles les fonds sont basés. Les fonds ont investi activement dans des actions étrangères, surtout en Europe et en Amérique du Nord, qui représentaient ensemble plus de la moitié de la valeur de toutes les transactions au cours de l'année. Les marchés émergents par contre ont représenté plus de la moitié du nombre des transactions conclues, avec la région Asie-Pacifique en destination la plus populaire en nombre de transactions et la région MENA en terme de valeur. Plusieurs fonds ont investi ailleurs, notamment en Amérique latine, Afrique sub-saharienne, et l'Asie non-Pacifique. Les fonds les plus actifs ont été la China Investment Corporation et la Government of Singapore Investment Corporation, avec le plus gros contrat unique étant la participation du Qatar Investment Authority dans une joint-venture portant sur un projet d'infrastructure massive dans le pays d'origine. Plusieurs fonds qui avaient été très actifs en 2007 et 2008 – plus particulièrement Istithmar de Dubaï, mais aussi Temasek de Singapour – se sont retirés du marché afin de réévaluer leurs stratégies mises à mal dans la crise mondiale financière.

3.2. Les investissements des fonds souverains durant l'année 2010 :

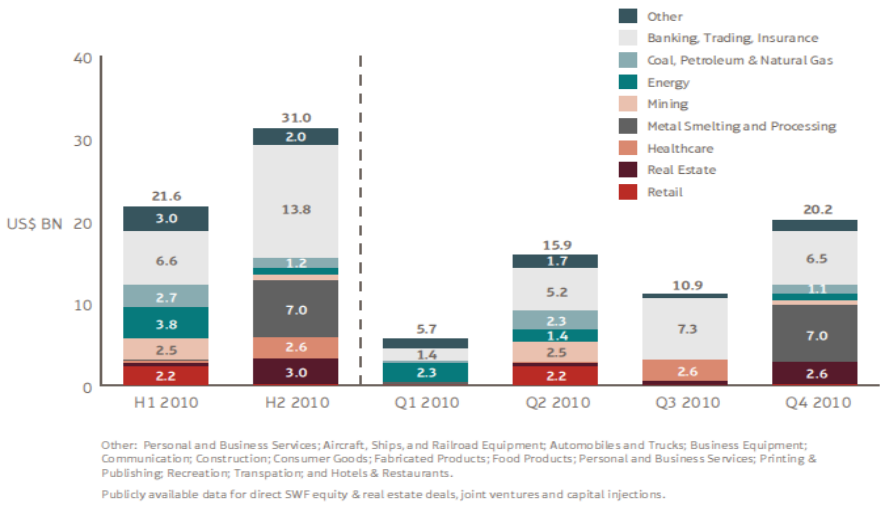
L'environnement économique mondial en 2010, bien que toujours incertain a été mieux que celui de 2009. En 2010, 21 fonds souverains dans la Base de données Monitor-FEEM SWF Transactions ont procédé à 172 investissements rendus publics d'une valeur de 52,7 milliards de dollars. Cela représente une augmentation de plus de 50 % dans le volume des transactions par rapport à 2009, mais une diminution de 23 % en valeur. Les fonds

souverains ont continué la tendance identifiée à la fin de 2009 - celle de faire plus mais plus petits investissements individuels et généralement en prenant des participations moins importantes -.

3.2.1. Répartition par secteur des investissements des fonds souverains réalisés en 2010 :

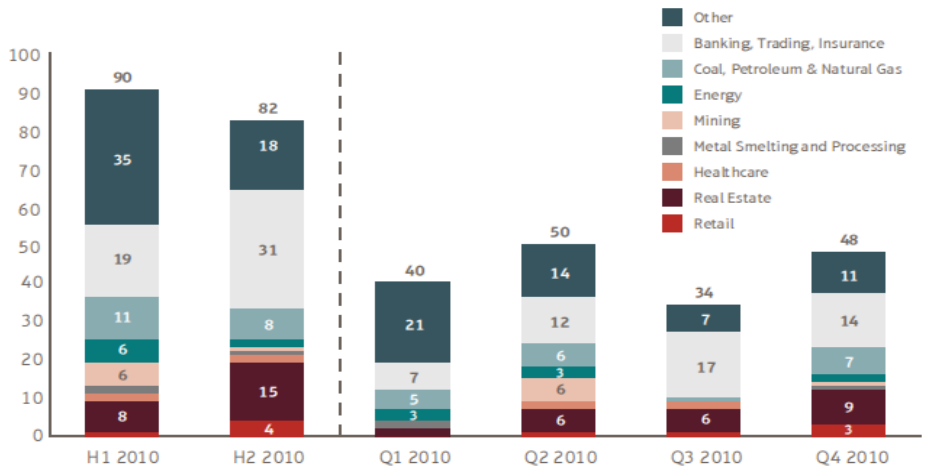
En 2010, les fonds souverains ont investi dans un large éventail de secteurs, continuant à diversifier leurs portefeuilles. Cependant, leur activité signalée publiquement a révélé trois principaux secteurs cibles : les services financiers, les ressources naturelles (charbon, pétrole, gaz naturel et métaux) et leurs industries associées (traitement et transformation, énergie renouvelable, transmission d'énergie). 80 % de la valeur des transactions enregistrées cette année furent conclues dans ces secteurs (41,9 milliards de dollars) avec une majorité en nombre (88). En dehors de ces secteurs là, les investissements ont été variés. La fabrication et l'engineering dans les industries (transport, automobile, aéronautique et construction) a reçu 20 des investissements directs provenant de fonds souverains avec une valeur déclarée de 2,2 milliard de dollars. Il y avait aussi un fort intérêt, notamment par les fonds asiatiques, pour les entreprises technologiques (communication, informatique, santé, éducation) avec 21 placements d'une valeur de près de 4 milliards de dollars. Toutefois, une part importante de cette valeur consiste en l'achat de 77% de la firme Fortis Santé de Singapour par le fonds Khazanah Nasional pour 2,5 milliards de dollars.

Graphique 18 : Valeur des placements des fonds souverains par secteur cible durant l'année 2010



Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database in "Braving the new World – Sovereign wealth funds investment in the uncertain times of 2010", Monitor Group, 2011, page 12.

Graphique 19 : Nombre de placements des fonds souverains par secteur cible durant l'année 2010



Other: Personal and Business Services; Aircraft, ships, and railroad equipment; Automobiles and Trucks; Business Equipment; Communication; Construction; Consumer Goods; Fabricated Products; Food Products; Personal and Business Services; Printing & Publishing; Recreation; Transportation; and Hotels & Restaurants.

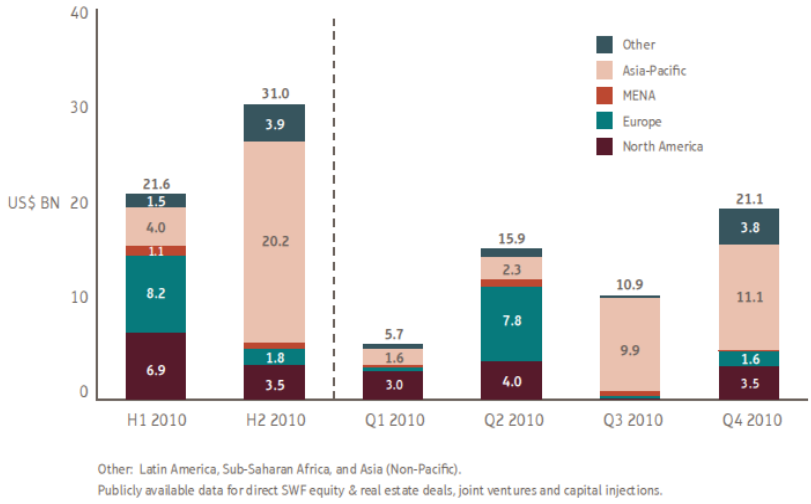
Publicly available data for direct SWF equity & real estate deals, joint ventures and capital injections.

Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database in "Braving the new World – Sovereign wealth funds investment in the uncertain times of 2010", Monitor Group, 2011, page 12.

3.2.2. Répartition géographique des investissements des fonds souverains réalisés en 2010 :

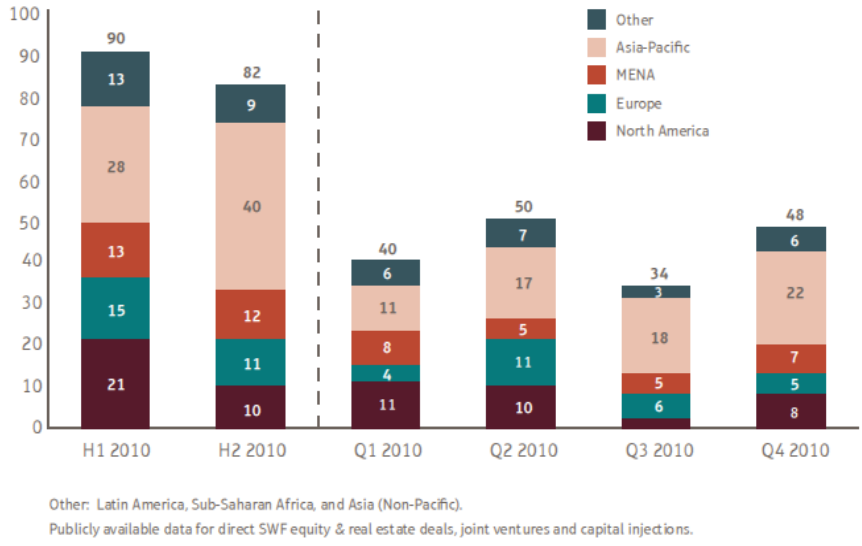
En terme de localisation des investissements, l'année 2010 se subdivise en deux moitiés avec des tendances différentes. Durant les six premiers mois, les investissements publiquement déclarés des fonds souverains ont été dominés par des achats importants dans les marchés développés : plus des trois quarts de la valeur des transactions (16,3 milliards de dollars) et près de la moitié des transactions (47 %, 43 transactions) s'est produite dans l'OCDE. Les actifs européens ont été particulièrement attrayants pour les fonds souverains entre Janvier et Juin, comptant pour 8,2 milliards de dollars d'investissement. La plupart de ces transactions se sont produites au 2ème trimestre, avec un investissement de 2,2 milliards de dollars du fonds QIA pour l'achat de Harrods, la participation du fonds IPIC pour 2,3 milliards de dollars dans la banque italienne UniCredit et le renflouement de la Banque d'Irlande par le Fonds national de réserve des retraites de l'Irlande. Les marchés nord-américains semblent également retrouver leur attrait pour les fonds souverains avec 7 milliards de dollars investis au cours du 1er semestre de l'année. Cependant, seulement trois accords ont été effectués dans des sociétés ayant une activité significative aux Etats-Unis et aucun n'a dépassé 50 millions de dollars.

Graphique 20 : Valeur des investissements des fonds souverains par région cible durant l'année 2010



Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database in "Braving the new World – Sovereign wealth funds investment in the uncertain times of 2010", Monitor Group, 2011, page 21.

Graphique 21 : Nombre d'investissements des fonds souverains par région cible durant l'année 2010



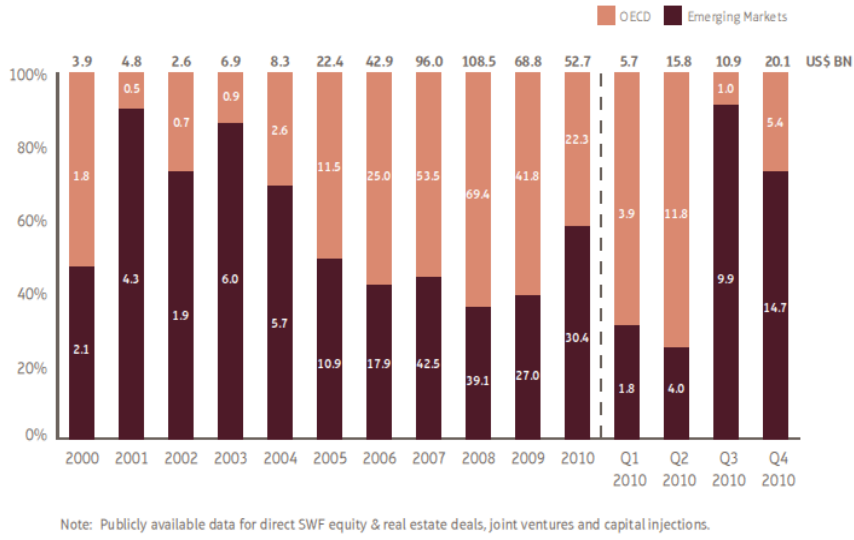
Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database in "Braving the new World – Sovereign wealth funds investment in the uncertain times of 2010", Monitor Group, 2011, page 21.

56 des 82 investissements effectués par les fonds souverains au 2ème semestre de l'année 2010 ont eu lieu dans les marchés émergents, d'une valeur de 24,6 milliards de dollars (79 % du total des investissements de la seconde moitié de l'année). Les marchés les plus favorisés étaient l'Asie-Pacifique avec la Chine représentant 20 des 36 transactions conclues dans cette région – l'Asie-Pacifique émergente excluant le Japon, la Corée du Sud, l'Australie

et la Nouvelle-Zélande –, d'une valeur de 9,4 milliards de dollars. Cela dit, plusieurs pays de l'Asie – Indonésie, Malaisie, Singapour et le Vietnam – ont également reçu des investissements des fonds souverains dans la deuxième partie de l'année.

D'un autre côté cependant, le Moyen-Orient semble encore souffrir des conséquences de la crise financière. La région MENA a été complètement boudée par les fonds souverains de l'extérieur de la région – pas un seul investissement d'un fonds asiatique dans le Moyen-Orient n'a été enregistré dans la base utilisée –. Par ailleurs, la valeur des investissements intérieurs reçus dans le Moyen-Orient a été de 100 millions de dollars.

Graphique 22 : Valeur des investissements par emplacement de la cible : marchés de l'OCDE vs marchés émergents



Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database in "Braving the new World – Sovereign wealth funds investment in the uncertain times of 2010", Monitor Group, 2011, page 22.

Une autre caractéristique des fonds souverains dans les marchés émergents en 2010 a été leur expansion dans ces derniers. Le Brésil, la Russie et l'Inde ont reçu plus d'investissements des fonds souverains que jamais auparavant. L'Inde a été particulièrement populaire avec les fonds de Singapour, Temasek et GIC avec un investissement total de 582 millions de dollars. Bien que ce soit une somme relativement modeste, ce fut la première fois où les fonds souverains portent un intérêt sur le marché indien pour leurs investissements. De même, les compagnies russes ont reçu plus de 800 millions de dollars d'investissements des fonds souverains des pays développés, tandis que le Brésil a attiré plus de 3 milliards de dollars d'investissement, avec la majorité de la valeur représentée par le fonds QIA (2,7 milliards de dollars d'investissement) à Banco Santander's Brazilian unit. L'Afrique Sub-

Saharienne a également reçu un certain nombre d'investissements de fonds souverains et ce, dans les terres agricoles, les télécommunications mobiles et l'exploitation minière d'une valeur totale d'un peu moins d'un demi-milliard de dollars.

Les points les plus proéminents du comportement des fonds souverains durant l'année 2010, sont les suivants :

1- En 2010, 21 des 30 fonds dans la base de données transactionnelle Monitor-FEEM ont exécuté 172 investissements d'une valeur de 52,7 milliards de dollars. Cela représente une augmentation de plus de 50 % dans le volume des transactions par rapport à 2009, mais une diminution de 23 % en valeur d'investissement, poursuivant la tendance des fonds souverains faisant un plus grand nombre d'investissements mais de petite valeur. C'est une année qui enregistre le plus grand nombre de fonds (21) à investir directement et d'une façon individuelle se délaissant des gestionnaires de fonds et ce, contre 17 en 2008 et 18 en 2009.

2- Après avoir assisté à une rupture brutale des investissements dans les services financiers en 2009, un retour remarquable au secteur en 2010, a été enregistré. Banques, assurances et sociétés commerciales ont reçu un total de 20,4 milliards de dollars dans 50 investissements (de 39 % de la valeur totale annuelle). Les fonds souverains ont également investi massivement dans les matières premières (charbon, pétrole, gaz naturel et métaux) avec 26 investissements d'une valeur de 6,9 milliards de dollars, et des industries auxiliaires (traitement et transformation, énergie renouvelable, transmission d'énergie) avec 10 investissements d'une valeur de 11 milliards de dollars.

3- L'Europe a reçu la plus grande proportion des investissements des fonds souverains en terme de valeur, consécutivement durant les deux années 2008 et 2009. Cette tendance a subi un arrêt brusque en 2010, les fonds souverains se détournant vers l'Est, avec l'Asie-Pacifique enregistrant le plus grand nombre d'investissements (70 - 41 % du total annuel) ainsi que la plus grande proportion de la valeur enregistrée (25,2 milliards de dollars - près de la moitié du total).

4- Bien que les marchés émergents aient enregistré une proportion similaire d'investissements reçus des fonds souverains en terme de valeur que les années précédentes (58 % - 30,4 milliards de dollars), le nombre des investissements réalisés dans ces marchés a considérablement augmenté. En 2010, les économies en développement ont reçu 103 investissements (60 %), contre 72 (53 %) en 2009. Cette tendance était particulièrement

évidente dans la seconde moitié de l'année, quand les fonds souverains ont fait 56 investissements évalués à 24,6 milliards de dollars dans les marchés émergents.

5- En 2010, une nette différence dans les habitudes d'investissement des fonds souverains asiatiques et ceux du Moyen-Orient a été enregistrée. Les fonds asiatiques ont investi la moitié de leurs dépenses totales en Asie-Pacifique (11,5 milliards de dollars) et 38 % (8,6 milliards de dollars) en Amérique du Nord. Alors que les fonds du Moyen-Orient ont également investi 48 % de leur investissement total dans la région Asie-Pacifique (13,5 milliards de dollars), mais ils misent sur l'Europe avec 7,5 milliards de dollars dans la région et ont en grande partie évité l'Amérique du Nord.

6- Temasek Holdings de Singapour a été le fonds le plus actif en 2010, procédant à 38 investissements, suivi par les fonds China Investment Corporation (CIC) et Qatar Investment Authority (QIA) avec respectivement 23 et 22 investissements. Qui ont enregistré également les plus grandes dépenses, soit 12,3 milliards de dollars et 9,8 milliards de dollars d'investissements respectivement.

Au total et à la lumière de ce qui précède, l'année 2010 marque le début d'un nouveau modèle d'investissement pour les fonds souverains, qui les prépare à faire face aux réalités économiques à la suite de la crise financière mondiale. Après avoir construit une plus grande capacité interne dans leurs pays d'origine en 2009, les fonds souverains reprennent leurs investissements en 2010 qui semblent plus répandus. Il est probable de continuer à voir les fonds prendre un plus grand nombre de participations de faible volume. L'environnement économique suggère que les matières premières et autres actifs alternatifs vont devenir de plus en plus importants pour les fonds souverains. Avec les rendements en dépression des nombreuses classes d'actifs traditionnelles, particulièrement les actions et obligations des marchés développés, les fonds souverains procèdent déjà à une diversification de leurs portefeuilles afin de se réaligner aux nouvelles réalités économiques. Et c'est justement dans ce sens que les fonds souverains ont tourné leur attention vers les marchés émergents. L'Asie en particulier, avec la Chine mais également l'Inde, le Singapour, l'Indonésie et la Malaisie, ayant reçu un afflux important d'investissements des fonds. Mais encore, l'Amérique latine qui était auparavant une géographie recevant très peu d'investissements des fonds souverains, est devenue plus populaire avec des fonds qui y investissent massivement.

Conclusion du Chapitre III :

Les fonds souverains appartiennent à l'ensemble des investisseurs à long terme, ils sont les plus importants parmi les fonds perpétuels ; en adoptant des allocations d'actifs stratégiques, ils possèdent le pouvoir de part leur potentiel de développement d'inverser la tendance à l'institutionnalisation du court terme dans tous les investissements, particulièrement ancrée après la crise boursière de 2000.

Les investissements des fonds souverains dans la crise ont été imprudents, car largement orientés vers le secteur financier – dans les 18 mois jusqu'à juillet 2008, 92 milliards de dollars ont été investi dans le secteur financier dont 60 milliards de dollars aux Etats-Unis, contre environ 7 milliards de dollars dans les autres secteurs –. Faisant de gros apports de capitaux dans des banques ciblées. Ils ont ainsi fait d'énormes pertes, parce que leur stratégie a concentré les risques sur leurs investissements. Par comparaison historique, les cours boursiers des banques concernées arrêtés dans leurs acquisitions entre fin 2007 et début 2008, étaient jugés faibles. Mais voilà que les cours en question baissent encore de 19 à 66 % depuis les différentes dates des investissements. Dès l'année 2009, les fonds souverains ont procédé à un changement profond de stratégie, pour une diversification des portefeuilles vers d'autres secteurs et d'autres régions que les Etats-Unis. L'amélioration attendue de leur gouvernance interne pour définir les stratégies ainsi que le contrôle des risques, a effectivement débuté avec un renforcement interne significatif en expertise et ce, par plusieurs fonds notamment le fonds chinois CIC, ainsi qu'un changement perceptible dans la délégation dans la gestion de portefeuille et ce, en procédant d'une façon directe aux investissements, se délaissant de plus en plus des services des gestionnaires de fonds.

Au total et malgré les imprudences commises par les fonds souverains dans leurs acquisitions dans la crise – nonobstant les ayant marquées –, l'impact de leurs investissements sur l'équilibre mondial n'est pas neutre. Ces fonds à vue long-termiste en intervenant sur une large gamme d'actifs financiers, soutiennent la croissance des économies. Leur rôle stabilisateur a été prouvé par les injections de liquidités qu'ils ont effectuées dans les institutions bancaires et financières fragilisées par la crise financière. Le marché mondial retiendra leur participation directe pour tenter de consolider financièrement les établissements exposés.

Par ailleurs, ils paraissent avoir endossé de nouvelles responsabilités envers les pays émergents et en développement, de part leurs investissements de plus en plus marqués dans ces régions. Dans une estimation, si 10 % du portefeuille des fonds souverains était destiné aux pays en voie de développement et émergents durant les 10 prochaines années, un flux de 1400 milliards de dollars serait généré, ce qui représenterait plus que la totalité de l'aide consacrée par les pays de l'OCDE pour ces régions.

Conclusion générale :

Les fonds souverains sont des fonds d'investissement publics qui gèrent des actifs dans une logique de long terme. Ce sont les évolutions structurelles de l'économie mondiale, qui sont à l'origine de leurs ressources, notamment la demande en produits pétroliers et dérivés ainsi que, l'augmentation régulière des parts de marché des pays émergents, provoquée par la constance des transferts des capacités de production vers les pays à bas coûts de production. Ils ont comme objectif commun, celui de pérenniser les ressources dont ils disposent, en capitalisant l'abondance de revenus disponibles aujourd'hui dans une optique de transfert vers les générations futures. Car ces fonds appartiennent à des Etats qui ont parfaitement intégré l'idée que la manne dont ils disposent est non pérenne. En effet, d'un côté l'exploitation des sols et des sous-sols génère une fortune qui est une ressource ni renouvelable, ni de long terme, de l'autre les richesses dont disposent les pays en situation de forts excédents commerciaux ne sont que conjoncturelles, car l'appréciation inévitable à venir de la monnaie des pays émergents à laquelle ces derniers ne peuvent s'opposer indéfiniment, va conduire également à la diminution de cette ressource.

Les fonds souverains disposaient d'environ 3000 milliards de dollars d'actifs sous gestion avant la crise, cette manne est à apprécier au regard de l'ensemble des actifs gérés dans le monde : les banques (63000 Mds $), les investisseurs institutionnels des pays développés (53000 Mds $), les fonds de pension (25000 Mds $), les assureurs (20000 Mds $), la capitalisation d'une grande bourse (15000 Mds $ pour le NYSE) (FMI, 2007). Eu égard à ces chiffres, la puissance financière des fonds souverains en tant qu'une catégorie d'investisseurs financiers regroupés est encore très petite. L'appréhension sur les marchés et plus précisément celle des pays occidentaux récipiendaires de leurs investissements, viendrait plutôt de l'influence implicite que peuvent produire ces acteurs disposant de ressources en l'absence d'exigibilité de passif, mais également le profil des pays d'origine de ces fonds. La crainte que leurs motivations ne soient stratégiques ou encore politiques, a provoqué des tensions protectionnistes dans les pays de l'OCDE. Les instances financières internationales se saisissant du problème, établissent une charte de bonne conduite pour les investissements étrangers et ce, pour le compte des fonds souverains ainsi que des pays récipiendaires de leurs investissements. En effet, le Comité de l'investissement de l'OCDE se voit confié la mission de transposer des principes déjà identifiés et adoptés par le G8 dès juin 2007, concernant le contrôle des investissements étrangers, sur les fonds souverains en particulier. Le projet s'articulant sur *« la liberté d'investissement, la sécurité nationale et les secteurs*

'stratégiques' » reprend les instruments (*non discrimination, transparence* et *libération*) pour l'investissement qui existent déjà dans les codes de l'OCDE et dont l'imposition s'étale à tous les Etats membres, en prévoit additivement d'autres venant les renforcer : le principe de *statu qo* et celui de la *libération unilatérale*. Le FMI à son tour, organise en mai 2008 un groupe de travail international (GTI) [IWG] composé de 23 Etats membres du FMI ayant des fonds souverains, ainsi que des observateurs permanents, afin de formuler conjointement des principes en reflet avec les pratiques et les objectifs des fonds souverains en matière d'investissement. Vingt-quatre *principes et pratiques généralement acceptés (PPGA)* [GAPP] par les fonds souverains appelés également « Principes de Santiago » ont été arrêtés. Des Principes de Santiago, on a voulu d'abord, *assurer l'indépendance des fonds souverains quant au pouvoir politique de leur pays d'origine* et puis, *réduire l'opacité des fonds souverains,* en d'autres termes *améliorer leur niveau de transparence.*

Les investisseurs financiers à long terme abordent l'incertitude de la même façon. L'horizon de leur allocation d'actifs est d'au moins cinq ans, il les pousse à user des forces de retour vers les valeurs fondamentales. Ils sont capables d'apporter des liquidités dans des périodes de crise et de panique, au moment où les autres investisseurs fuient vers la qualité immédiate et ce, en ayant un comportement *contrarian*.

Les fonds souverains ont été imprudents dans leurs investissements dans la crise, ces derniers ont été largement orientés vers le secteur financier. Faisant de gros apports de capitaux dans des banques ciblées. Ils ont ainsi subis d'énormes pertes, parce que leur stratégie a concentré les risques sur leurs investissements. Dès l'année 2009, la leçon semble avoir été bien comprise, parce que les fonds souverains ont procédé à un changement profond de stratégie, pour une diversification des portefeuilles vers d'autres secteurs et d'autres régions. Se délaissant de plus en plus des services des gestionnaires de fonds, ils ont commencé à investir d'une façon directe, en procédant à des transactions de faible volume.

Le rôle stabilisateur des fonds souverains a été prouvé par les injections de liquidités, qu'ils ont effectuées dans les institutions bancaires et financières fragilisées par la crise financière. Le marché mondial retiendra leur participation directe pour tenter de consolider financièrement les établissements exposés. Ayant une plus grande aptitude à prendre le risque, les fonds souverains seront des acteurs importants du recyclage des capitaux dans la nouvelle configuration du modèle de financement. Un changement des flux de capitaux va se faire sentir, avec plus d'actions et de participations en capital au détriment des prêts et achats de

titres obligataires ; ce qui va permettre aux entreprises occidentales de se désendetter partiellement en renforçant leurs fonds propres. En étant des investisseurs à long terme, les fonds souverains sont patients et recherchent un rendement proche de la rentabilité économique du capital. Ils pourront peut-être diminuer les incitations de rendement financier déraisonnable, qui sont à l'origine du surendettement. Ainsi, prédominera un autre modèle pour la finance globale, où les investisseurs devenant influents donneront le ton en traçant des objectifs, auxquels les banques d'investissement s'adapteront, plutôt que l'inverse qui a prévalu jusqu'ici.

La crise financière a remis en cause les théories économiques prévalant jusque là. L'implication des investisseurs de long terme, avec les fonds souverains en leur sein, pour contribuer à la reprise et à l'équilibre des marchés financiers est fondamentale. Ainsi, les investisseurs à long terme ont une chance historique de prendre la main sur la finance dans l'intérêt des épargnants. Après avoir tiré de bonnes leçons de leurs pertes, imprévoyances et leur manque d'expertise également.

Pour ce qui est de l'Algérie, les autorités refusent de donner la dénomination de « fonds souverain » au fonds de régulation des recettes (FRR) institué depuis 2000 avec un encours de 232 milliards de DA, progressant à 5.016 milliards de DA (environ 70 milliards de dollars) à fin septembre 2011. Il est alimenté par la différence entre la fiscalité pétrolière réelle et celle budgétisée. Son objectif énoncé est de sécuriser les programmes de développement du pays à moyen terme, la protection de l'économie algérienne des chocs extérieurs ainsi que la maîtrise de l'inflation. Ce serait plutôt un fonds souverain de stabilisation, dont la gestion des réserves de change qui l'alimentent est similaire à celle de la Banque Centrale. Cependant, ce qui serait plutôt intéressant pour l'Algérie c'est de saisir une formidable opportunité de disposer d'un fonds souverain de développement, investissant d'une façon judicieuse dans des firmes internationales afin d'accéder aux technologies et savoirs nécessaires à son développement. N'étant plus capable d'une gestion autonome d'un programme de développement ou encore de concevoir un pôle industriel, des acquisitions dans des entreprises étrangères performantes et de pointe, vont lui permettre un accès non seulement direct mais rapide également à la technologie. La décision de la création d'un fonds souverain de développement demeure parfaitement fondée et nécessaire, en considérant qu'en période d'instabilité monétaire aucun placement monétaire n'est sécurisé ; les réserves de l'Algérie n'auraient pas toutes été utilisées mais uniquement une part qui, à terme serait

convertie en investissements productifs. Au-delà des rendements qu'un fonds pareil pourrait générer, l'objectif principal de sa création serait plutôt les bénéfices beaucoup plus importants qui résulteraient d'une politique industrielle soutenue, ainsi qu'une insertion dans une économie mondiale qui se réorganise. Au demeurant, ce volet mérite un profond regard qui pourrait dégager des propositions concrètes s'inscrivant dans une démarche cohérente et assumée par tous.

Bibliographie :

I - Ouvrages :

1. Aglietta M. et Rigot S. : « Crise et rénovation de la finance », édition Odile Jacob, mars 2009.
2. Allegret J.P. et Courbis B. : « Monnaie, Finance et Mondialisation », Editions Vuibert, 2005.
3. Bénassy-Quéré A., Chevallier A., (CEPII) : « L'économie mondiale 2011 », Edition La Découverte - Repères, 2010.
4. Benoît C. (dir.), « Le monde a-t-il encore besoin de la finance ? » Les cahiers Le Cercle des économistes, Edition Puf – Descartes & Cie, 2010.
5. Bertin Delacour C. : «Les fonds souverains nouveaux acteurs économiques », Edition Leyrolles, 2008.
6. Betbèze J-P. (dir.), « Fonds souverain : à nouvelle crise, nouvelle solution? », Les cahiers Le Cercle des économistes, Edition Puf – Descartes & Cie, 2008.
7. Brana S., Casals M., Kauffmann P. : « Economie monétaire et financière », Edition Dunod, paris, 1999.
8. De Boissieu C. (dir.) : « Les Systèmes Financiers : Mutations, crises et régulation », Editions Economica, 2ème édition, Paris, 2006.
9. Delaplace M. : « Monnaie et financement de l'économie », Edition Dunod, Paris, 2003.
10. Koenig G. : « Analyse Monétaire et Financière », Edition Economica, Paris, 2000.
11. Mishkin F. : « Monnaie, banque et marchés financiers », Edition Pearson Education, 8ème édition, Paris, 2007.
12. Ottavj C. : « Monnaie et financement de l'économie », Edition Hachette, Paris, 2010.
13. Plihon D., Couppey-Soubeyran J. et Saïdane D. : « Banques, acteurs de la globalisation financière », in, Les Etudes de la Documentation Française, N°5232, 2006.
14. Puel J.M. : « Les fonds souverains – Instruments financiers ou armes politiques ? », Edition Autrement, Paris, 2009.
15. Refait M. : « Epargne et investissement », Edition PUF, Paris, 1998.
16. Scialom L. : « Economie bancaire », Edition La Découverte, 2004.

II - Revues :

1- Revue d'Economie Financière :

1. Artus P.: «Vers la fin des fonds souverains ?», in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

2. Aglietta M.: «Les fonds souverains : des investisseurs à long terme en mal de stratégies efficaces», in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

3. Arthuis J.- Marini P.: «Les fonds souverains : potentiel et conditions de partenariat », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

4. Badian L.- Harrington G.: «Évolution de la politique des fonds souverains », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

5. Balding C. : «Qui a peur des fonds souverains ? », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

6. Barbier S. : « Le cas du Fonds de Réserve pour les Retraites », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

7. Bernard P.I.- Mieszala J.C. : «Le rôle des fonds souverains », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

8. Betbèze J.P.: « Fonds souverains : solution à la crise ? », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

9. Bouchard R.: «Fonds souverains et finance islamique », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

10. Caner M.- Grenes T. : «Le fonds souverain norvégien », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

11. Chevalier J.M. : « Les fonds souverains pétroliers », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

12. Chevrier C.: « Les fonds souverains en Russie», in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

13. Coeuré B. : «Vivre avec les fonds souverains», in REF N° hors série «Crise financière : analyses et propositions», 2008.

14. Demange J.: « Les fonds souverains : état des lieux dans le Sud-Est asiatique », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

15. Demarolle A.: «Fonds souverains : quelle stratégie pour la France ? », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

16. Dessertine P. : « Crise économique dans les pays émergents, un tournant dans les

relations Nord/Sud ? », in REF N° hors série «Crise financière : analyses et propositions», 2008.

17. Dockès P. : « Les fonds souverains et l'impérialisme d'émergence », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

18. Gieve J.: « Fonds souverains et déséquilibres financiers mondiaux », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

19. Gilson R.J.- Milhaupt C.J. : «Fonds souverains et gouvernance d'entreprise : une réponse minimaliste au nouveau mercantilisme », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

20. Griffith-Jones S. - Ocampo J.A. : «Fonds souverains : nouvelles réalités économiques et réponses politiques », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

21. Habib-Deloncle L. : « Les acteurs des pays émergents face à la crise », in REF N° hors série «Crise financière : analyses et propositions», 2008.

22. Hadj-Nacer A. : « Les défis de la création d'un fonds souverain en Algérie », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

23. Hawley J.P.- Kamath S.- Williams A.T.: « Fonds souverains et fonds de pension : conceptualiser les implications pour l'investissement responsable », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

24. Higgins M. - Klitgaard T.: « Grandeur et décadence de l'accumulation d'actifs étrangers : causes et conséquences », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

25. Jen S.L. : « Quelle taille pour les fonds souverains en 2015 ? », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

26. Kern S.: « Fonds souverains : nouvelles réalités économiques et réponses politiques », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

27. Kopper C.: « Le recyclage des pétrodollars », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

28. Margairaz M. : « Modalités et ampleur du financement des infrastructures en perspective de longue durée », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

29. Marin Y. : « Fonds souverains chinois : état des lieux », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

30. Matouk J.: « De la souveraineté financière », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

31. Montagne S. : « Le court-termisme institutionnalisé : les effets de la gestion de portefeuille déléguée », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

32. Mourlevat P. : « Les fonds souverains au Moyen-Orient », in REF N° hors série « Les

fonds souverains», 2009.
33. O'Brien J.: « La crise mondiale de la titrisation et la dynamique des fonds souverains », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.
34. Pastré O. : « Les investisseurs à long terme : vieille histoire, nouveaux paradigmes », in REF N° 98 « Information et formation économiques et financières », 2010.
35. Prost O. – Parmentier H. – Hugon C. : « Fonds souverains : quelle réglementation européenne ? », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.
36. Röller L.H., Véron N.: « L'Europe face aux investissements souverains », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.
37. Rozanov A. : « Fonds souverains : définir les engagements », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.
38. Saint-Paul G.: « La gouvernance des fonds souverains et le nationalisme économique », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.
39. Santiso J. : « Les fonds souverains : des acteurs clés dans la nouvelle géographie des richesses », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.
40. Truman E.M. : « Projet de meilleures pratiques pour les fonds souverains », in REF N° hors série «Les fonds souverains», 2009.

2- Revue de la régulation :

1. Blancheton B.et Jégourel Y.: « Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ? », in Revue de la régulation n°5, 1er semestre 2009.

3- Revue Finances et développement :

1. Dodd R., Mills P. : « Crise hypothécaire : effet de contagion », in Revue F&D n° 43, Juin 2008.
2. El-Erian M.A. : « Les fonds souverains et la nouvelle normalité », in Revue F&D n° 47, Juin 2010.
3. Johnson S. : « La montée en puissance des fonds souverains », in Revue F&D n° 44, Septembre 2007.
4. Johnson S. : « Risques internes », in Revue F&D n° 42, Mars 2008.

4- Revue Banque :

1. Baud-Berthier C. : « Temasek et GIC, les frères jumeaux singapouriens ? », in Revue Banque n° 699, Février 2008.

2. Betbèze J.P. : « Un avantage compétitif pour les banques ? », in Revue Banque n° 699, Février 2008.
3. Fulconis-Tielens A. : « Les positionnements européen et français : réactions tous azimuts », in Revue Banque n° 699, Février 2008.
4. Marini P. : « Les intentions de certains fonds suscitent de légitimes interrogations », in Revue Banque n° 699, Février 2008.
5. Restelli-Brizard L. : « Un risque plus commercial que politique », in Revue Banque n° 699, Février 2008.

5- Revue Futuribles :

1. Du Granut C. : « L'essor des fonds souverains – La nouvelle géographie des richesses », in Revue Futuribles n° 338, Février 2008.

6- Revue Problèmes économiques :

1. De Nederlandsche Bank Quarterly Bulletin : « Une menace pour la stabilité financière ? », in Revue Problèmes économiques n° 2.951, Juillet 2008.
2. Du Granut C. : « Les fonds souverains ou la profonde mutation des relations économiques internationales », in Revue Problèmes économiques n° 2.951, Juillet 2008.
3. El Hafdhi R. : « A l'origine des fonds souverains », in Revue Problèmes économiques n° 2.951, Juillet 2008.
4. Plassart P., Arnoux P. : « Le match des capitalismes », in Revue Problèmes économiques n° 2.951, Juillet 2008.
5. Radon J., Thaler J. : « Fonds souverains : le retour du capitalisme d'Etat », in Revue Problèmes économiques n° 2.951, Juillet 2008.

III- Rapports, divers :

1. Achour A., Cometto H., Descamps S., Hammond C., Lacoye-Mateus A. : « Les fonds souverains – Conquête de la politique par la finance », Ecole de guerre économique, Décembre 2007.
2. Aglietta M., Montagne S., Rebérioux A., Rigot S. : « Investisseurs à long terme et gouvernance », Rapport final du projet de recherche sous contrat de l'Institut CDC pour la Recherche, Juillet 2007.
3. « Assessing the risks - The behaviors of Sovereign wealth funds in the global economy »,

Monitor Group, Juin 2008.
4. « Back on Course – Sovereign wealth funds activity in 2009 », Monitor Group, mai 2010.
5. « Braving the new World – Sovereign wealth funds investment in the uncertain times of 2010 », Monitor Group, 2011.
6. Delaite M.-F. : « Le protectionnisme financier : logiques et limites », 6ème Colloque international PS2D, « Stratégies de développement : Quel chemin parcouru ? – Quelles réponses face aux nouvelles contraintes économiques et climatiques ? », Tunisie, 21-23 Juin 2010.
7. Demarolle A., Rapport sur les fonds souverains, 2008.
8. De Romanet A. : « Rôles et caractéristiques des investisseurs de long terme dans l'économie », Rapport moral sur l'Argent dans le monde : « Les enjeux et conséquences de la crise - Entrepreneuriat social et finance plus solidaire », AEF, 2009.
9. De Salins A. : « L'investissement responsable, élément de réponse à la crise ? », Rapport moral sur l'Argent dans le monde : « Les enjeux et conséquences de la crise - Entrepreneuriat social et finance plus solidaire », AEF, 2009.
10. « Financial Market Turbulence – Causes, Consequences and Policies », Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys, IMF, October 2007.
11. « Fonds pétrolier norvégien : un exemple pour les fonds souverains », FMI Magazine, Bulletin n° 7, Juillet 2008.
12. « Fonds souverains et politiques des pays d'accueil », Rapport de Comité de l'investissement de l'OCDE, 4 Avril 2008.
13. « Fonds souverains : le FMI intensifie ses travaux », Bulletin du FMI, 4 mars 2008.
14. Fourgous J.-M., Dassault O. : « Sortie de crise, Capitalisme et Fonds Souverains », Assemblée Nationale, Groupe Génération Entreprise, Avril 2009.
15. Lagerblom A., Levy-Rueff G. : « La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés », Bulletin de la Banque de France, n° 148, Avril 2006.
16. « La riposte à la crise mondiale », Rapport annuel du FMI, 2009
17. « L'économie mondiale au service de tous », Rapport annuel du FMI, 2008.
18. « Le FMI approuve le programme de travail sur les fonds souverains », Bulletin du FMI, 21 mars 2008.
19. « Le FMI va définir des pratiques optimales avec les fonds souverains », FMI Magazine, Bulletin n° 4, Avril 2008.
20. « Le fonds souverain chinois est de retour », HEC, Eurasia Institute, Octobre 2009.
21. « Les entreprises face aux fonds souverains », Institut de l'entreprise, Les notes de

l'institut, Janvier 2011.
22. « Les implications systémiques de l'accumulation des réserves de change », Banque de France, Discours de M. le Gouverneur de France au « Salzburg Seminar », Octobre 2007.
23. « Les principes des fonds souverains stimuleront l'investissement international », Bulletin du FMI, septembre 2008.
24. McCauley R. N., Fung B. S. C.: « Choix des instruments dans la gestion des réserves de change en dollars », Rapport trimestriel BRI, Mars 2003.
25. « Mythe et réalités des fonds souverains », Fondation Pometheus, Février 2009.
26. « Nouveau monde, nouveau capitalisme ? Eléments de débat », Centre d'analyse stratégique, Janvier 2009.
27. Rapport annuel de l'OCDE, 2009.
28. Santiso J. : « Fonds d'Etat pour le développement », Centre de développement de l'OCDE, Repères n° 58, Avril 2008.
29. Véron N. : « Fonds souverains : un double apprentissage », Rapport moral sur l'Argent dans le monde : « La crise de la finance - L'accès des particuliers aux services bancaires - Les enjeux éthiques », AEF, 2008.
30. « Weathering the storm – Sovereign wealth funds in the global economic crisis of 2008», Monitor Group, Avril 2009.

IV- Dictionnaires :

Dictionnaire d'Economie et de Sciences Sociales, Editions Nathan, 2007.

Liste des tableaux, graphiques et figures :

1- Liste des tableaux :

Tableau 1 : Actifs sous gestion des investisseurs institutionnels et des investisseurs de long terme en 2006 (milliards de dollars) *38*

Tableau 2 : Réserves officielles (en milliards de dollars US) *43*

2- Liste des graphiques :

Graphique 1 : Représentation des fonds souverains par source et par région *50*

Graphique 2 : Représentation du cours du baril de pétrole *54*

Graphique 3 : Destination géographique des investissements des fonds souverains : OCDE, BRIC et NON-OCDE *106*

Graphique 4 : Sommaire des transactions des fonds souverains dans les différents secteurs en nombre et en valeur *108*

Graphique 5 : Participations acquises par les fonds souverains dans les transactions conclues en totalité et celles conclues à l'étranger *112*

Graphique 6 : Transactions des fonds souverains en nombre et en valeur depuis l'année 2000 *113*

Graphique 7 : Nombre d'investissements des fonds souverains par secteur cible *115*

Graphique 8 : Valeur des investissements des fonds souverains par secteur cible pour l'année 2008 *115*

Graphique 9 : Valeur des investissements en 2008 des fonds souverains par région cible *116*

Graphique 10 : Nombre des investissements en 2008 des fonds souverains par région cible *117*

Graphique 11 : Valeur des investissements des fonds souverains par secteur cible pour les années 2007, 2008 et 2009 *122*

Graphique 12 : Nombre des investissements des fonds souverains par secteur cible pour l'année 2009 *123*

Graphique 13 : Valeur des investissements des fonds souverains par secteur cible pour l'année 2009 *123*

Graphique 14 : Valeur des investissements des fonds souverains par région cible en 2007, 2008 et 2009 *124*

Graphique 15 : Nombre des investissements des fonds souverains par région cible en 2009 *124*

Graphique 16 : Valeur des investissements des fonds souverains par région cible en 2009 *125*

Graphique 17 : Valeur des investissements des fonds souverains par région cible : marchés émergents vs marchés de l'OCDE _____ *126*

Graphique 18 : Valeur des placements des fonds souverains par secteur cible durant l'année 2010 _____ *129*

Graphique 19 : Nombre de placements des fonds souverains par secteur cible durant l'année 2010 _____ *130*

Graphique 20 : Valeur des investissements des fonds souverains par région cible durant l'année 2010 _____ *131*

Graphique 21 : Nombre d'investissements des fonds souverains par région cible durant l'année 2010 _____ *131*

Graphique 22 : Valeur des investissements par emplacement de la cible : marchés de l'OCDE vs marchés émergents _____ *132*

3- Liste des figures :

Figure 1 : L'intermédiation financière non monétaire _____ *14*

Figure 2 : Les circuits de la finance directe _____ *21*

Figure 3 : Les transactions en actions des fonds souverains se rapportant à la région MENA, pour la période 2000-1er trimestre 2008 _____ *107*

Figure 4 : Les transactions en actions & immobilier des fonds souverains se rapportant à la région Asie du Pacifique, pour la période 2000-1er trimestre 2008 _____ *107*

Annexes :

Annexe 1 :

Descriptive Data of the 30 SWFs in the Monitor-FEEM SWF Transaction Database

COUNTRY	FUND NAME	AUM ($US BN)	INCEP-TION YEAR	SOURCE OF FUNDS	ASSET CLASSES	GEOGRAPHIES
Norway	Government Pension Fund — Global[1]	560.5	1990	Commodity (Oil)	Listed Equities (60 6%) Government Bonds (16.5%) Government-related Bonds (4.7%) Inflation-linked Bonds (3 2%) Corporate Bonds (6.3%) Securitized Bonds (9.0%) Real Estate (0.1%)	Europe (53.0%) Americas, Africa & Middle East (35.7%) Asia & Oceania (11 3%)
U.A.E./ Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority[2]	342	1976	Commodity (Oil)	Developed Market Equities (35–45%) Emerging Markets Equities (10–20%) Small-Cap Equities (1–5%) Government Bonds (10–20%) Credit (5–10%) Alternative Assets (5–10%) Real Estate (5–10%) Private Equity (2–8%) Infrastructure (1–5%) Cash (0–10%)	United States (35–50%) Europe (25–35%) Asia (10–20%) Emerging Markets (15–25%)
China	China Investment Corporation[3]	332.4	2007	Trade Surplus	Cash and Bank Deposits (5.6%) Cash Management Products (6 2%) Equities (12.0%) Fixed Income Securities (7.6%) Receivables & Prepayments (0.01%) Held-to-Maturity Investments (4.3%) Long-term Equity Investments (60.6%) Deferred Tax Assets; (0.003%) Other Assets (0.002%)	**Domestic (≥50%)** **Global (equity investments only) (≤50%)** United States (43.9%) Asia Pacific (28.4%) Europe (20.5%) Latin America (6.3%) Africa (0.9%)
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation[4]	220	1981	Trade Surplus	Developed Market Public Equity (41%) Developing Markets Public Equity (10%) Nominal Bonds (17%) Inflation-Linked Bonds (3%) Real Estate (9%) Private Equity, VC & Infrastructure (10%) Absolute Return Strategies (3%) Natural Resources (3%) Cash (4%)	**Americas (43%)** United States (36%) Other North & South America (7%) **Europe (30%)** United Kingdom (8%) France (5%) Germany (4%) Italy (2%) Others(11%) **Asia (24%)** Japan (11%) China, Hong Kong, S. Korea & Taiwan (10%) Others (3%) **Australasia (3%)**

COUNTRY	FUND NAME	AUM ($US BN)	INCEP-TION YEAR	SOURCE OF FUNDS	ASSET CLASSES	GEOGRAPHIES
Kuwait	Kuwait Investment Authority[5]	202.8	1953	Commodity (Oil)	Equities (55–65%) Bonds (8–12%) Real Estate (8–12%) Alternative Investments (3–7%) Cash (3–7%)	United States & Europe (equal share) (76–86%) Asia & Japan (13–17%) Other Emerging Markets (4–6%)
Singapore	Temasek Holdings[6]	133	1974	Govern-ment-Linked Companies	**Liquidity** Unlisted Assets (23%) Listed Large Bloc Shares (≥20%) (43%) Liquid & sub-20% Listed Assets (34%) **Sector** Financial Services (37%) Telecoms, Media & Technology (24%) Transport & Industrials (18%) Life Sciences, Consumer & Real Estate (11%) Energy & Resources (5%) Others (4%)	Asia (excl. Singapore & Japan) (46%) Singapore (32%) OECD (20%) Others (2%)
China	National Social Security Fund[7]	132	2000	Trade Surplus	Domestic Stocks (30%) Domestic Bonds (63.3%) International Investments (6.7%)	China (93.3%) Other Markets (6.7%)
Russia	National Wealth Fund[8]	94.3	2008	Commodity (Oil)	No Information Disclosed	No Information Disclosed
Qatar	Qatar Investment Authority	80	2005	Commodity (Oil & Gas)	No Information Disclosed	No Information Disclosed
Australia	Future Fund[9]	77.2	2006	Non-Commodity	Australian Equities (11.4%) Developed Markets Equity (22.2%) Developing Markets Equity (4.5%) Private Equity (3.3%) Property (6.0%) Infrastructure & Timberland (4.7%) Debt Securities (19.1%) Alternative Assets (15.9%) Cash (10.8%) Telstra Holding (2.2%)	No Information Disclosed
Libya	Libyan Investment Authority[10]	53.3	2006	Commodity (Oil)	Cash (0.8%) Deposits (37.2%) Equity (9.8%) Bonds (6.4%) Alternatives (6.6%) Operating Subsidiaries (7.8%) Other (7.8%)	**Equities and Bonds** Europe (63.9%) North America (24.8%) Asia (9.3%) Latin America (0.8%) Middle East & North Africa (1.1%)
U.A.E./ Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company[11]	49.7	1984	Commodity (Oil)	No Information Disclosed	No Information Disclosed
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund[12]	41.9	2000	Commodity (Oil & Gas)	Global Equities (80%) Treasury Bills (20%)	No Information Disclosed

COUNTRY	FUND NAME	AUM ($US BN)	INCEP-TION YEAR	SOURCE OF FUNDS	ASSET CLASSES	GEOGRAPHIES
Brunei	Brunei Investment Agency	39.3	1983	Commodity (Oil)	No Information Disclosed	No Information Disclosed
Republic of Korea	Korea Investment Corporation[13]	37.6	2005	Trade Surplus	Public Equities (41.8%) Public Bonds (45.9%) Inflation-Linked Bonds (1.4%) Cash, other (1.7%) Commodities (1.3%) Private Equity (1.8%) Hedge Funds (1.3%) Real Estate (1.1%) Special Investments: (3.7%) (Bank of America, Chesapeake, Laricina, Osum)	North America (47.3%) UK & Europe (27.9%) Developed Asia (17.1%) Emerging Markets (7.6%)
Malaysia	Khazanah Nasional Berhard[14]	36.5	1993	Government-Linked Companies	Financial Services (23.4%) Media & Communications (23.7%) Infrastructure & Construction (18.0%) Utilities (13.0%) Property (10.0%) Transport & Logistics (4.4%) Healthcare (3.7%) Others (2.7%) Automotive (1.1%)	Malaysia (91.8%) Singapore (2.7%) India (2.5%) China (1.5%) Others (1.5%)
Ireland	National Pension Reserve Fund[15]	32.7	2001	Non-Commodity	**Directed Portfolio (57.8%)** Preference Shares (39.9%) Ordinary Shares (4.4%) Convertible, Non-voting, Ordinary Shares (14.8%) Cash (40.9%) **Discretionary Portfolio (42.2%)** Large Cap Equity (39.0%) Small Cap Equity (5.0%) Emerging Markets Equity (6.0%) Eurozone Government Bonds (0%) Eurozone Inflation-linked Bonds (0.7%) Eurozone Corporate Bonds (6.1%) Cash (14.6%) Private Equity (9.1%) Property (8.1%) Commodities (4.9%) Forestry (0.3%) Infrastructure (4.3%) Absolute Return Funds (1.9%)	Domestic (57.8%) Rest of the World (42.2%)

COUNTRY	FUND NAME	AUM ($US BN)	INCEP-TION YEAR	SOURCE OF FUNDS	ASSET CLASSES	GEOGRAPHIES
U.A.E./ Abu Dhabi	Mubadala Development Company PJSC[16]	27.6	2002	Commodity (Oil)	Corporate/Acquisitions (30%) Oil & Gas (13%) Real Estate (12%) ICT (12%) Aerospace (11%) Infrastructure (10%) Renewable Energy (8%) Industry (4%) Service Ventures (1%)	United Arab Emirates (33%) Qatar (41%) Others (26%)
Azerbaijan	State Oil Fund of Azerbaijan (SOFAZ)[17]	25.8	1999	Commodity (Oil)	Medium-term Investments: 3–5 years (30.8%) 1–3 years (30.6%) Short-term (0–1 years) Investments (34.8%) Long-term (> 5 years) Investments (3.8%)	Dollar Denominated (55 2%) Euro Denominated (39.9%) Sterling Denominated (5.1%) Manat Denominated (0.002%)
New Zealand	New Zealand Superannua-tion Fund[18]	14.3	2001	Non-Commodity	New Zealand Equity (5.3%) Private Equity (1 3%) International Fixed Income (11.3%) New Zealand Fixed Income (0.1%) Global Listed Property (4.4%) New Zealand Property (1.4%) Infrastructure (8.1%) Global Equities (61 2%) Timber (6.7%) Other Private Markets (2.4%) Cash, Collateral, FX Hedges (–2.1%)	No Information Disclosed
Bahrain	Bahrain Mumtalakat Holding Company BSC[19]	13.7	2006	Government-Linked Companies	No Information Disclosed	No Information Disclosed
U.A.E.	Emirates Investment Authority	10	2007	Commodity (Oil)	No Information Disclosed	No Information Disclosed
U.A.E./ Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	10	2007	Commodity (Oil)	No Information Disclosed	No Information Disclosed
Oman	State General Reserve Fund	8.2	1980	Commodity (Oil & Gas)	No Information Disclosed	No Information Disclosed

COUNTRY	FUND NAME	AUM ($US BN)	INCEP-TION YEAR	SOURCE OF FUNDS	ASSET CLASSES	GEOGRAPHIES
East Timor	Timor-Leste Petroleum Fund[20]	7.8	2005	Commodity (Oil & Gas)	Cash and Cash Equivalents (1 2%) Marketable Debt Securities (94.9%) Global Equities (3.8%) Receivables and Other Assets (0.005%) Less; Pending Purchase of Securities (0.02%)	No Information Disclosed
U.A.E./ Ras Al Khaimah	Ras Al Khaimah (RAK) Investment Authority	2.0	2005	Government-Linked Companies	No Information Disclosed	No Information Disclosed
Vietnam	State Capital Investment Corporation[21]	0.6	2005	Government-Linked Companies	Manufacturing (39.7%) Consumer Goods (24.7%) Materials (13.1%) Financials (9.3%) IT (4.8%) Healthcare (4.4%) Telecoms (3.6%) Other (0.4%)	Vietnam (100%)
Kiribati	Revenue Equaliztion Reserve Fund[22]	0.391	1956	Commodity (Phosphates)	No Information Disclosed	No Information Disclosed
São Tomé & Prin-cipe	National Oil Account[23]	0.009	2004	Commodity (Oil)	No Information Disclosed	No Information Disclosed
Oman	Oman Investment Fund	N/A	2006	Commodity (Oil & Gas)	No Information Disclosed	No Information Disclosed
TOTAL Oil & Gas Related		**$1,553.2**				
TOTAL Other		**$1,032.0**				
TOTAL		**$2,585.2**				

Note: Where no reference is given, AUM is from *The 2011 Preqin Sovereign Wealth Fund Review*

- **PPGA 1. Principe**

Le cadre légal des fonds souverains doit être sain et promouvoir leur bon fonctionnement et la réalisation de(s) l'objectif(s) qui leur a (ont) été assigné(s).

- *PPGA 1.1 Principe subsidiaire*

Le cadre légal des fonds souverains doit garantir la solidité de ces fonds et de leurs transactions.

- *PPGA 1.2 Principe subsidiaire*

Les caractéristiques essentielles du fondement légal et de la structure des fonds souverains et des relations entre ces fonds et les autres entités publiques doivent être rendues publiques.

- **PPGA 2. Principe**

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

- **PPGA 3. Principe**

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

- **PPGA 4. Principe**

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

- *PPGA 4.1 Principe subsidiaire*

La source de financement du fonds souverain doit être rendue publique.

- *PPGA 4.2 Principe subsidiaire*

L'approche générale des retraits et des dépenses du fonds souverain pour le compte de l'État doit être rendue publique.

- **PPGA 5. Principe**

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

- **PPGA 6. Principe**

Le cadre de gouvernance du fonds souverain doit être sain et prévoir une distinction précise et effective des rôles et attributions qui favorise la responsabilisation et l'indépendance opérationnelle de la direction du fonds souverain qui la rendent apte à poursuivre ses objectifs.

- **PPGA 7. Principe**

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

- **PPGA 8. Principe**

L'(es) organe(s) directeur(s) doi(ven)t agir dans l'intérêt bien compris du fonds souverain, avoir mandat explicite ainsi que les attributions et compétences nécessaires pour s'acquitter de ses/leurs fonctions.

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

- **PPGA 10. Principe**

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

- **PPGA 11. Principe**

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

- **PPGA 12. Principe**

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

- **PPGA 13. Principe**

Des normes professionnelles et déontologiques claires doivent être établies et communiquées aux membres de(s) l'organe(s) directeur(s), de la direction et du personnel du fonds souverain.

- **PPGA 14. Principe**

Les transactions avec des tiers aux fins de la gestion opérationnelle du fonds souverain doivent reposer sur des considérations économiques et financières, et obéir à des règles et procédures précises.

- **PPGA 15. Principe**

Les opérations et activités du fonds souverain dans un pays d'accueil doivent s'effectuer conformément à la réglementation en vigueur et aux obligations de communication de l'information financière de ce pays.

- **PPGA 16. Principe**

Le cadre de gouvernance et les objectifs ainsi que le degré d'autonomie opérationnelle de la direction du fonds souverain par rapport au propriétaire doivent être rendus publics.

- **PPGA 17. Principe**

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

- **PPGA 18. Principe**

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

- *PPGA 18.1 Principe subsidiaire*

La politique d'investissement doit encadrer le degré d'exposition du fonds souverain au risque et son éventuel recours aux effets de levier.

- *PPGA 18.2 Principe subsidiaire*

Sa politique d'investissement doit tenir compte du degré de recours à des gestionnaires de portefeuille internes et/ou externes, de la portée de ses activités et de ses compétences, ainsi que de la procédure de sélection et de suivi de la performance de ces gestionnaires.

- *PPGA 18.3 Principe subsidiaire*

La description de la politique d'investissement du fonds souverain doit être rendue publique.

- **PPGA 19. Principe**

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

- PPGA 19.1 Principe subsidiaire

Lorsque les décisions d'investissement sont asservies à d'autres considérations économiques et financières, celles-ci doivent être clairement énoncées dans la politique d'investissement et rendues publiques.

- PPGA 19.2 Principe subsidiaire

La gestion des actifs d'un fonds souverain doit être conforme aux principes généraux d'une gestion d'actifs saine.

- **PPGA 20. Principe**

Le fonds souverain ne doit pas rechercher ou mettre à profit des informations privilégiées ou une position dominante déloyale des entités publiques pour concurrencer les entités privées.

- **PPGA 21. Principe**

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

- **PPGA 22. Principe**

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

- PPGA 22.1 Principe subsidiaire

Le cadre de gestion du risque doit comporter des systèmes fiables d'information et de communication de données financières d'actualité, qui permettent un suivi et une gestion appropriés des risques pertinents dans des limites et selon des paramètres acceptables, des mécanismes de contrôle et d'incitation, des codes de conduite, la planification de la continuité de l'activité et une fonction d'audit indépendante.

- PPGA 22.2 Principe subsidiaire

L'approche générale qui sous-tend la gestion du risque par le fonds souverain doit être dans le domaine public.

- **PPGA 23. Principe**

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

- **PPGA 24. Principe**

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

Source : International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG).

Annexe 3 :

10 Largest Direct SWF Investments of 2010

PARENT ENTITY NAME	NATIONAL AFFILIATION	TARGET	COUNTRY OF TARGET HQ	COMPLETED DATE	SIZE OF DEAL (USD MM)	SIZE OF STAKE
Mubadala Development Company	U.A.E.	Aluminium in the Sarawak Corridor of Renewable Energy (SCORE)	Malaysia	08/10/2010	$7,000.00	Undisclosed
Qatar Investment Authority	Qatar	Agricultural Bank of China	China	14/07/2010	$2,800.00	Undisclosed
Qatar Investment Authority	Qatar	Banco Santander Brasil	Brazil	19/10/2010	$2,719.00	5.00%
Khazanah Nasional Bhd.	Malaysia	Parkway Holding Ltd.	Singapore	26/07/2010	$2,541.00	77.00%
China Investment Corporation	China	General Growth Properties Inc.	U.S.A.	09/11/2010	$2,300.00	7.40%
International Petroleum Investment Company	U.A.E.	UniCredit SpA	Italy	16/06/2010	$2,300.00	4.99%
Qatar Investment Authority	Qatar	Harrods	U.K.	07/05/2010	$2,227.00	100.00%
National Social Security Fund	China	Agricultural Bank of China	China	14/07/2010	$2,195.00	Undisclosed
China Investment Corporation	China	AES Corporation	U.S.A.	15/03/2010	$1,580.00	15.82%
Temasek Holdings	Singapore	China Construction Bank	China	11/11/2010	$1,500.00	0.75%

Note: Publicly available data for SWF equity & real estate deals, joint ventures and capital injections
Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database

Annexe 4 :

Ten Largest Deals of 2009

PARENT ENTITY NAME	NATIONAL AFFILIATION	TARGET	COUNTRY OF TARGET HQ	COMPLETED DATE	SIZE OF DEAL (US$ MM)	SIZE OF STAKE	SIZE OF STAKE OWNED AFTER TRANS-ACTION
Qatar Investment Authority (QIA)	Qatar	Qatar Railways Development Company	Qatar	23/11/2009	$13,260.00	51.00%	.
Qatar Investment Authority (QIA)	Qatar	Porsche Automobil Holding SE	Germany	02/09/2009	$9,983.40	10.00%	10.00%
Qatar Investment Authority (QIA)	Qatar	Volkswagen AG	Germany	19/12/2009	$4,654.40	10.10%	.
International Petroleum Investment Company (IPIC)	U.A.E./Abu Dhabi	Compania Espanola de Petroleos, S.A. (Cepsa)	Spain	30/07/2009	$4,371.70	37.50%	47.04%
International Petroleum Investment Company (IPIC)	U.A.E./Abu Dhabi	Daimler AG	Germany	26/03/2009	$2,663.84	9.09%	9.09%
Temasek Holdings	Singapore	China Construction Bank	China	12/05/2009	$2,433.33	0.50%	6.50%
International Petroleum Investment Company (IPIC)	U.A.E./Abu Dhabi	NOVA Chemicals Corporation	Canada	06/07/2009	$2,300.00	100.00%	100.00%
China Investment Corporation (CIC)	China	PT Bumi Resources Tbk	Indonesia	05/11/2009	$1,900.00	.	.
Qatar Investment Authority (QIA)	Qatar	Vinci SA	France	01/09/2009	$1,690.00	6.50%	.
China Investment Corporation (CIC)	China	Teck Resource Ltd	Canada	03/07/2009	$1,500.00	17.20%	17.20%

Note: Publicly available data for SWF equity & real estate deals, joint ventures and capital injections
Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database

Annexe 5 :

Ten Largest Deals of 2008

FUND	NATIONAL AFFILIATION	TARGET	COUNTRY OF TARGET HQ	COMPLETED DATE	SIZE OF THE DEAL (USD MM)	SIZE OF STAKE ACQUIRED	SIZE OF STAKE OWNED AFTER TRANSAC-TION
China Investment Corporation (CIC)	China	Agricultural Bank of China	China	10/21/2008	$20,000	.	.
Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	Singapore	UBS	Switzerland	2/8/2008	$14,400	.	10%
Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	Singapore	UBS AG	Switzerland	3/5/2008	$9,760	9%	88%
Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	Singapore	Citigroup Inc	US	1/28/2008	$6,880	4%	4%
Temasek Holdings	Singapore	Merrill Lynch & Co Inc	US	1/11/2008	$4,400	11%	.
China Investment Corporation (CIC)	China	JC Flowers & Co	US	2/1/2008	$4,000	.	.
Mubadala Develop-ment Company	UAE/Abu Dhabi	JV with GE in a commer-cial financial services com-pany based in Abu Dhabi	UAE	7/22/2008	$4,000	50%	50%
Qatar Investment Authority (QIA)	Qatar	Barclays PLC	UK	6/25/2008	$3,483	8%	.
Temasek Holdings	Singapore	Merrill Lynch	US	7/29/2008	$3,400	.	.
Dubai International Financial Centre (DIFC)	UAE/Dubai	OMX AB	Sweden	2/29/2008	$3,397	69%	98%

Note: Publicly available data for SWF equity, real estate, and joint venture deals

Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database

Annexe 6 :

Table 1: Details of the Largest SWF Investments in Listed Stocks, with Investment Returns from Inception to March 27, 2009

ACQUIROR NAME	TARGET NAME	INVESTMENT DATE	VALUE OF INVESTMENT ($MIL)	VALUE 03/27/2009 ($MIL)	HOLDING PERIOD RETURN, INCEPTION TO MARCH 27, 2009	GAIN OR LOSS, ($MIL)
Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	UBS	2/8/2008	$14,400.00	$4,339.16	-69.87%	-$10,060.84
Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	UBS	12/10/2007	$9,760.42	$2,121.06	-78.27%	-$7,639.36
Abu Dhabi Investment Authority	Citigroup Inc.	11/27/2007	$7,500.00	$684.87	-90.87%	-$6,815.13
Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	Citigroup Inc	1/15/2008	$6,880.00	$2,370.00	-65.55%	-$4,510.00
Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	PrimeWest Energy Trust of Canada	9/7/2007	$5,000.00	$5,371.40	7.43%	$371.40
China Investment Corporation	Morgan Stanley	12/19/2007	$5,000.00	$2,545.13	-49.10%	-$2,454.87
Temasek Holdings	Merrill Lynch & Co Inc	12/27/2007	$4,400.00	$515.00	-88.30%	-$3,885.00
Kuwait Investment Authority	Dow Chemical Company	7/10/2008	$4,019.08	$1,171.06	-70.86%	-$2,848.02
Temasek Holdings	Standard Chartered PLC	3/27/2006	$4,000.00	$2,345.39	-41.37%	-$1,654.61
Temasek Holdings	Merrill Lynch & Co Inc	7/27/2008	$3,400.00	$1,767.28	-48.02%	-$1,632.72
Dubai International Financial Centre	OMX AB	2/29/2008	$3,396.80	$3,644.26	7.29%	$247.46
Qatar Investment Authority (QIA)	Credit Suisse	1/28/2008	$3,000.00	$1,680.90	-43.97%	-$1,319.10
Istithmar World	Time Warner	11/27/2006	$2,000.00	$2300.00*	15.00%*	$300.00*
China Investment Corporation	Fortescue Metals Group	2/4/2008	$2,000.00	$552.96	-72.35%	-$1,447.04
Korea Investment Corporation	Merrill Lynch & Co Inc	1/15/2008	$2,000.00	$238.02	-88.10%	-$1,761.98

Kuwait Investment Authority (KIA)	Citigroup Inc.	1/16/2008	$3,000.00	$299.40	-90.02%	-$2,700.60
Kuwait Investment Authority (KIA)	Merrill Lynch & Co Inc	1/15/2008	$2,000.00	$238.02	-88.10%	-$1,761.98
Temasek Holdings	Shin Corp Pcl	1/23/2006	$1,900.00	$991.98	-47.79%	-$908.02
Dubai International Financial Centre	Deutsche Bank	5/16/2007	$1,800.00	$540.31	-69.98%	-$1,259.69
Dubai International Financial Centre	London Stock Exchange Plc	8/17/2007	$1,648.02	$534.65	-67.56%	-$1,113.37
Investment Corporation of Dubai	Inmobiliaria Colonial SA	3/11/2008	$1,504.51	$199.40	-86.75%	-$1,305.11
Qatar Investment Authority (QIA)	J Sainsbury	6/15/2007	$1,400.00	$554.38	-60.40%	-$845.62
Temasek Holdings	Stats Chippac Ltd	5/18/2007	$1,083.48	$190.59	-82.41%	-$892.89
Istithmar World	Standard Chartered Plc	10/6/2006	$1,000.00	$580.42	-41.96%	-$419.58
Total			$92,092.31	$35,775.64	-61.15%	-$56,316.67
Total, 189 sovereign wealth fund investments in listed firms			$125,650.29	$58,772.29	-53.23%	-$66,878.00

* News reports indicate Istithmar sold its Time Warner stake during the "second half of 2008" for a return in the "mid-teens," so this estimate assumes a 15 percent return.

Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database.

Annexe 7 :

PROFILES OF SELECTED SWFs
Asia
China Investment Corporation (CHINA)
Government Investment Corporation (SINGAPORE)
Temasek Holdings (SINGAPORE)
Middle East
Abu Dhabi Investment Authority (ABU DHABI, UAE)
Dubai International Financial Center Investments (DUBAI, UAE)
Istithmar World (DUBAI, UAE)
Kuwait Investment Authority (KUWAIT)
Mubadala Development Corporation (ABU DHABI, UAE)
Qatar Investment Authority (QATAR)
Europe
Government Pension Fund Global (NORWAY)

China Investment Corporation CHINA

KEY INFORMATION

- Investment arm of the Chinese Government
- Launched in September 2007
- CIC's mandate is to invest a portion of China's foreign currency reserves
- Key People:
  - » Chairman: Lou Jiwei
  - » General Manager: Gao Xiqing
  - » Chairman of the Board of Supervisors: Hu Huaibang

OBJECTIVE AND STRATEGY

- According to Li Yong, China's Vice Minister of Finance, CIC's investment strategy is:
  - » 1/3 of capital is to purchase Central Huijin Investment Co., owner of China's major state-owned commercial banks
  - » Another 1/3 would be used to replenish the capital of the Agricultural Bank of China and China Development Bank
  - » The remaining 1/3 would be invested in global financial markets
- Investment in global financial markets is to be gradual and CIC would not invest in overseas airlines, telecommunications or oil companies

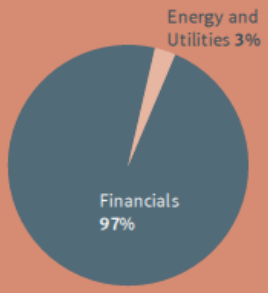
ORGANIZATION CHART

N/A

ASSET ALLOCATION

N/A

DEALS, 2000-Q1 2008 (9 DEALS, $34BN)



RECENT DEALS

- JC Flowers + Co (February 2008, $4bn)
- Morgan Stanley (December 2007, $5bn, 9.9 percent stake)
- BG Group (September 2007, $250m, 0.46 percent stake)
- Blackstone Group (May 2007, $3bn)

Government of Singapore Investment Corporation SINGAPORE

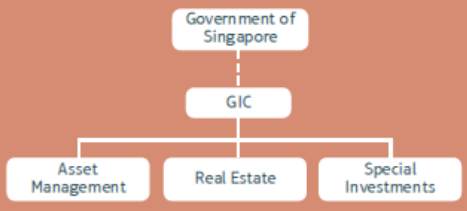
KEY INFORMATION

- Headquartered in Singapore, and established in 1981, GIC is an investment arm of the Singaporean Government
- It has some $330bn of assets
- Key People:
  - » Chairman: Lee Kwan Yew (Minister Mentor, Singapore)
  - » Deputy Chairman: Lee Hsien Loong (Prime Minister of Singapore)
  - » Executive Director: Tony Tang Kem Yam

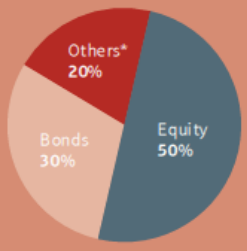
OBJECTIVE AND STRATEGY

- GIC's objectives are:
  - » To preserve and enhance the international purchasing power of Singapore's reserves, by achieving a real rate of return over and above the G3 inflation rate over a long-term horizon.
  - » For medium-term performance monitoring, to outperform an appropriate composite of recognised market indices, through optimal allocation among and within asset classes.

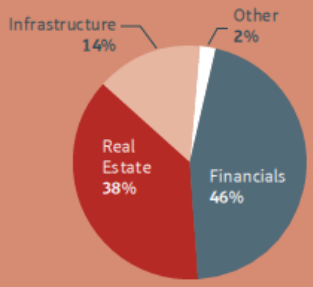
ORGANIZATION CHART



ASSET ALLOCATION BY CLASS, JULY 2006



DEALS, 2000-Q1 2008 (74 DEALS, $56BN)



RECENT DEALS

- UBS (February 2008, $14.4bn, 10 percent stake)
- Citigroup (January 2008, $6.8bn, 4 percent stake)
- Merrill Lynch Financial Center (July 2007, $953m)
- British Airports Authority (May 2006, $2.5bn)
- Associated British Ports Holdings (March 2006, $5.1bn)

Temasek Holdings SINGAPORE

KEY INFORMATION

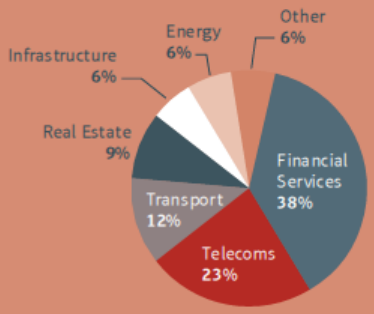
- Headquartered in Singapore, Temasek is an investment arm of the Singaporean government
- It was established in 1974, and currently has some 300 employees
- Key People:
  - » Chairman: S Dhanabalan
  - » Deputy Chairman: Kwa Chong Seng
  - » Executive Director: Simon Israel
  - » CEO: Ho Ching (Wife of the Prime Minister of Singapore)

OBJECTIVE AND STRATEGY

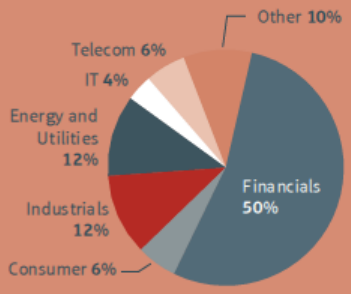
- Temasek's investment strategy is to:
  - » Buy shares of foreign businesses to earn dividends
  - » Buy foreign banks as an investment vehicle to raise funds in the respective country
  - » Its main investments are in finance, telecommunications, media, IT, transport, real estate, construction, engineering, pharmaceuticals and airlines sectors
- 75 percent of Temasek's investments are in Singapore

ORGANIZATION CHART

ASSET ALLOCATION BY SECTOR, 2005-2007



DEALS, 2000-Q1 2008 (393 DEALS, $52BN)



RECENT DEALS

- Merrill Lynch (December 2007, $4.4bn, 9.5 percent stake)
- TXU Australia (July 2007, $3.7bn, 100 percent)
- Barclays (July 2007, $3bn, 2.1 percent)
- Bank of China (March 2007, $1.5bn, 5 percent stake)
- Standard Chartered PLC (2006, $4bn, 11.5 percent stake)

Abu Dhabi Investment Authority ABU DHABI, UAE

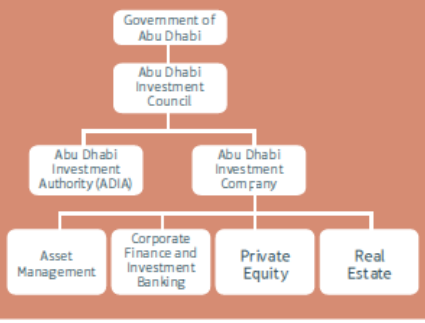
KEY INFORMATION

- Headquartered in Abu Dhabi, Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) is an investment vehicle of the Abu Dhabi Government
- It was established in 1976 by Sheikh Zayed bin Sultan al Nayhan, and its size is estimated at $875bn
- Key People:
  - » Chairman: Sheikh Khalifa Bin Zayed Al Nahyan
  - » Managing Director: Sheikh Ahmad Bin Zayed Al Nahyan
  - » CEO: Hareb Al Darmaki
  - » CFO: Salem Rashed Al Muhanadi

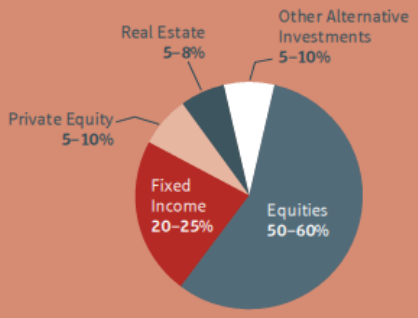
OBJECTIVE AND STRATEGY

- ADIA's mandate is to accumulate wealth for future generations in Abu Dhabi
- ADIA invests in various asset classes:
  - » Equities » Real Estate
  - » Fixed income » Alternative assets (PE, hedge funds)
- Around 70-80 percent of ADIA's portfolio is managed by external fund managers
- Generally tries to keep equity stakes below 4.5 percent to avoid disclosure
- ADIA is separating into two organizations; ADIA and ADIC

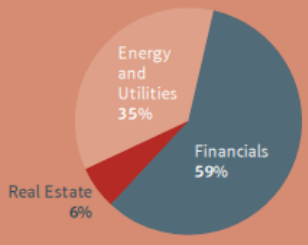
ORGANIZATION CHART



ASSET ALLOCATION
FUND ALLOCATION BY ASSET TYPE, 2006



DEALS, 2000-Q1 2008 (15 DEALS, $16BN)



RECENT DEALS

- Citigroup (November 2007, $7.5bn, 4.9 percent stake)
- PrimeWest Energy of Canada (September 2007, $5bn)
- MediaSet SpA (August 2007, $220m, 2 percent stake)
- Suez Cement Company (January 2007, 7.6 percent stake)
- Sturegallerian (May 2006, $580m, 100 percent stake)

Dubai International Financial Center Investments DUBAI, UAE

KEY INFORMATION

- Headquartered in Dubai, Dubai International Financial Center (DIFC) Investments is one of the arms of the Dubai International Financial Center, a financial hub funded by the Dubai government
- It was established in April 2006, and employs 15 people
- Key People:
  - » Chairman: Omar Mohammed bin Suleiman
  - » Managing Director: Beshir Barazi

OBJECTIVE AND STRATEGY

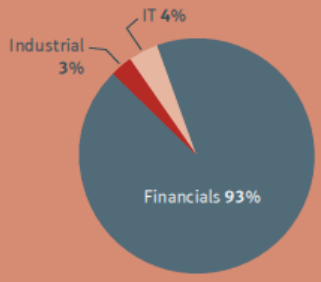
- DIFC Investments is charged with making investments to support the development of Dubai as a global financial center
- Other responsibilities include the management of subsidiaries, and managing strategic alliances
- Recent investments seem to indicate DIFC Investments intends to build up a portfolio in global stock exchanges
  - » This is assumed to be with the aim of developing the capability of the Dubai Stock Exchange

ORGANIZATION CHART

ASSET ALLOCATION

N/A

DEALS, 2000-Q1 2008 (11 DEALS, $9BN)



RECENT DEALS

- OMX AB
  (February 2008, $4.7bn, 98.4 percent stake)
- London Stock Exchange
  (August 2007, $1.6bn, 28 percent stake)
- Deutsche Bank
  (May 2007, $1.8bn, 2.2 percent stake)
- Euronext of France
  (February 2007, April 06, $370m, 3.48 percent stake)

Istithmar World DUBAI, UAE

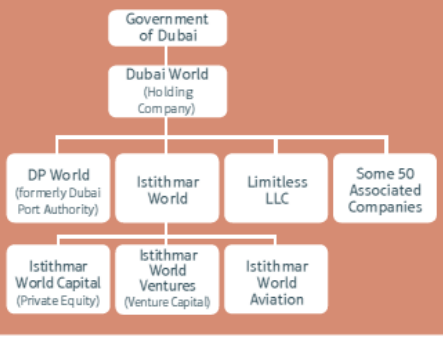
KEY INFORMATION

- Headquartered in Dubai, Istithmar World is a member of Dubai World, a holding company owned by the Dubai government
- Established in October 2002, employs 35 people and its size is estimated at $12bn
- Key People:
  - » Chairman: Sultan Ahmad Bin Sulayem
  - » Vice-Chairman: Adel Abdul Aziz al Shirawi
  - » CEO: David Jackson

OBJECTIVE AND STRATEGY

- Istithmar's mandate is to obtain superior financial returns through global investment
- Private equity investment is in 3 main sectors:
  - » Consumer (Retail, Healthcare, Media & Entertainment)
  - » Financial Services (Private Banking/Asset Management, Investment Banking, Islamic Financial Services, Insurance)
  - » Industrial (Logistics & Transportation, Utilities & Energy, Manufacturing, Construction, Aerospace)
- It also invests in equities and joint ventures

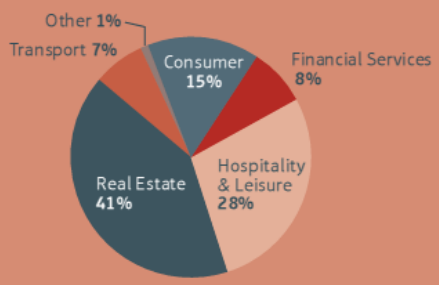
ORGANIZATION CHART



ASSET ALLOCATION

N/A

DEALS, 2003-Q1 2008 (68 DEALS, $10.5 BN)



RECENT DEALS

- Barneys New York (June 2007, $942m, 100 percent stake)
- Time Warner (February 2007, $2bn, 2.39 percent stake)
- Standard Chartered (October 2006, $1bn, 2.7 percent stake)
- Loehmann's Holdings (May 2006, $300m)
- 280 Park Avenue (April 2006, $1.2bn, 100 percent stake)

Kuwait Investment Authority KUWAIT

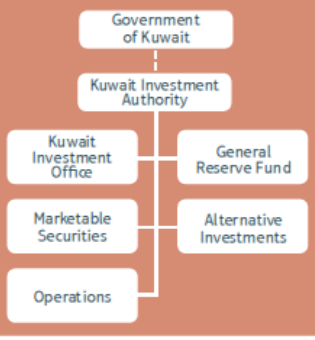
KEY INFORMATION

- Headquartered in Kuwait City, the Kuwait Investment Authority (KIA) is the investment arm of the government of Kuwait
- Established in 1953 as the Kuwait Investment Board, and became the KIA in 1982
- Employs 270 people, and size estimated at $250 bn
- Key People:
  - » Chairman: Mustafa Al Shemali
  - » Managing Director: Bader al Saad

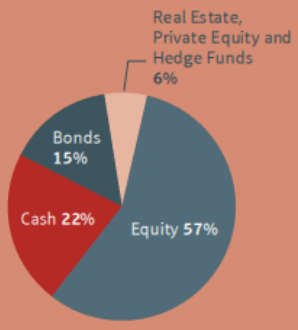
OBJECTIVE AND STRATEGY

- KIA's mandate is to provide an alternative stream of public finance to oil reserves
- Strategic sectors include:
  - » Equities
  - » Real Estate
  - » Bonds
- In 2006, it reduced its investments in US from 85 percent to 70 percent of its total asset value
  - » The focus shifted to higher-yield bonds, Chinese buildings and Asian PE funds
- Their major targets are regions with high economic growth and low levels of institutional investment

ORGANIZATION CHART

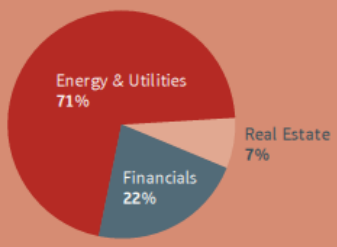


ASSET ALLOCATION BY CLASS, NOVEMBER 2007



DEALS, 2000-Q1 2008 (13 DEALS, $13BN)

Kuwait Investment Authority



RECENT DEALS

- Halkbank (May 2007, $209m, 2.7%)
- Industrial Bank of China (April 2007, $720m)
- Cevahir Shopping Center (November 2006, $750m, 100 percent stake)
- Merrill Lynch (June 2005, $2bn)

Mubadala Development Corporation (ABU DHABI, UAE)

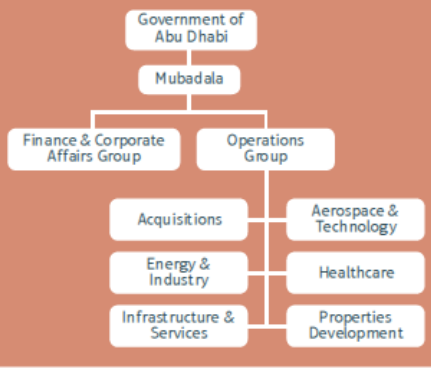
KEY INFORMATION

- Headquartered in Abu Dhabi, Mubadala Development Company is an investment vehicle of the Abu Dhabi Government
- It was established in October 2002 as a Public Joint Stock Company, and employs 250 people
- Key People:
  - » Chairman: Sheikh Mohammed, Crown Prince of Abu Dhabi
  - » CEO: Khaldoun Khalifa Ahmad Al Mubarak
  - » CFO: Carlos Obeid
  - » COO: Waleed Al Mokarrab Al Muhairi

OBJECTIVE AND STRATEGY

- Mubadala's mandate is to invest in a way that will benefit the economy of Abu Dhabi
- Strategic sectors include:
  - » Energy » Utilities
  - » Real Estate » Basic Industries
- Mubadala is also assumed to have the mandate to build up the aviation and aerospace sector within Abu Dhabi

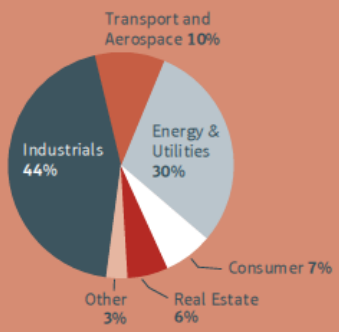
ORGANIZATION CHART



ASSET ALLOCATION

N/A

DEALS, 2000-Q1 2008 (34 DEALS, $20BN)



RECENT DEALS

- Advanced Micro Devices (November 2007, $622m, 8.1 percent stake)
- Ferrari (June 2007, $137m, 5 percent stake)
- Piaggio Aero of Italy (April 2006, 35 percent stake)
- SR Technics of Switzerland (March 2006, $1.3bn, 40 percent stake)
- Carlyle Group (July 2005, $1.35bn, 7.5 percent stake)

Qatar Investment Authority QATAR

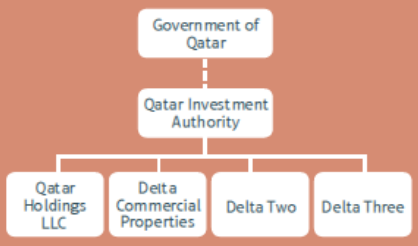
KEY INFORMATION

- Headquartered in Qatar, Qatar Investment Authority (QIA) is the international investment arm of the Government of Qatar
- It was established in 2005, employs 92 people and its size is estimated at $40 billion
- Previously known as the Supreme Council for Economic Affairs and Investment
- Key People:
  - » Chairman & CEO: Tamim Bin Hamad Al Thani
  - » Vice-Chairman: Hamad Bin Jassem Bin Jabr Al Thani, Deputy Prime Minister
  - » Head of PE: Ken Shen

OBJECTIVE AND STRATEGY

- QIA's mandate is to invest in a way that diversifies the economy of Qatar away from energy
- Strategic sectors include:
  - » Real Estate
  - » Private Equity
  - » Investment Funds
- Also invests in strategic sectors within Qatar
- Was involved in an abortive bid in 2007 to buy Sainsbury's, a British supermarket chain, for $21 billion

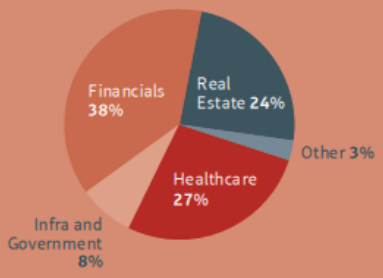
ORGANIZATION CHART



ASSET ALLOCATION

N/A

DEALS, 2000-Q1 2008 (22 DEALS, $12BN)



RECENT DEALS

- Credit Suisse (February 2008)
- London Stock Exchange (September 2007, 20 percent stake)
- Chelsea Barracks, UK (June 2007, $1.9bn)
- OMX of Sweden (April 2007, 14 percent stake)
- Four Seasons Healthcare (September 2006, $2.6bn, 100 percent stake)

Government Pension Fund - Global NORWAY

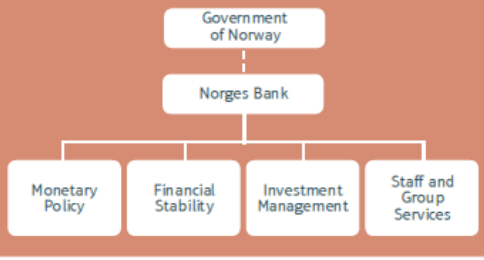
KEY INFORMATION

- Headquartered in Oslo, the Government Pension Fund — Global (GFPG) was set up in 1990
- The fund is run by Norges Bank Investment Management, but makes extensive use of external fund managers
- Key People:
  - » Governor, Norges Bank: Svein Gjedrem
  - » Deputy Governor, Norges Bank: Jan Qvigstad
  - » Executive Director, NBIM: Yngve Slyngstad

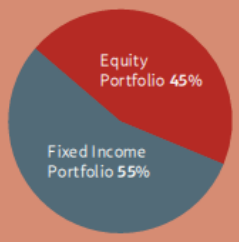
OBJECTIVE AND STRATEGY

- The objective of the GFPG is to create a future strategic stream of income to replace income from natural resources
- The 'strategic benchmark portfolio' is:
  - » Fixed income instruments (60 percent share) — Europe (60 percent), America/Africa (35 percent) and Asia/Oceania (5 percent)
  - » Equities (40 percent share) — Europe (50 percent), America/Africa (35 percent) and Asia/Oceania (15 percent)
- The fund has interest in over 3,000 equities, 1,000 fixed income securities and 2,000 foreign exchange reserves as of Dec 31, 2006.

ORGANIZATION CHART



ASSET ALLOCATION
PERCENTAGE OF INVESTMENTS BY VALUE, 2007



DEALS, 2000-Q1 2008

N/A

RECENT DEALS

N/A

© MONITOR COMPANY GROUP, L.P. 2008

Table des matières :

Sommaire : 3

Introduction générale : 6

Chapitre I : Remontée dans l'histoire pour comprendre le phénomène des « fonds souverains » 11

Introduction du Chapitre I : 11

Section 1 : Le financement de l'économie 11

1. Les différentes formes de financement d'une économie : 12
   1.1. La finance indirecte : 12
      1.1.1. Principes et modalités de l'intermédiation financière : 12
         1.1.1.1. Les principes de l'intermédiation de bilan : 12
         1.1.1.2. L'intermédiation financière non monétaire : 13
         1.1.1.3. L'intermédiation financière monétaire : 15
      1.1.2. Rôles des intermédiaires financiers dans le financement économique : 16
         1.1.2.1. L'intermédiation financière : une réponse aux imperfections des marchés financiers : 16
         1.1.2.2. L'intermédiation financière et la réalisation de gains : 18
   1.2. La finance directe : 20
      1.2.1. Nature et rôle de la finance directe : 20
      1.2.2. Mécanisme de la finance directe : 21
         1.2.2.1. Le financement direct de gré à gré : 22
         1.2.2.2. Le financement sur les marchés financiers : 22
      1.2.3. Avantages des marchés financiers dans la finance directe : 22
         1.2.3.1. Assurer la négociabilité des titres : 22
         1.2.3.2. Faciliter l'accès aux ressources et placements financiers : 23
         1.2.3.3. Définir des taux d'intérêt d'équilibre des titres échangés : 23
         1.2.3.4. Eliminer ou réduire certains risques : 23
2. Types d'économies en fonction du mode de financement : 24
   2.1. Distinction entre économie d'endettement et économie de marchés financiers : 24
      2.1.1. Economie d'endettement et prédominance de la finance indirecte : 24
         2.1.1.1. Organisation du financement dans une économie d'endettement : 25
         2.1.1.2. Modalités de la politique monétaire dans une économie d'endettement : 26
      2.1.2. Economie de marché et prédominance de la finance directe : 27
         2.1.2.1. Le recours des entreprises non financières et financières aux marchés de capitaux : 27
         2.1.2.2. Les actions de la politique monétaire dans une économie de marchés financiers : 28
   2.2. Evolution des systèmes financiers : 29
      2.2.1. Complémentarité entre banques et marchés : 30
      2.2.2. Les déterminants de la combinaison banque/marché : 30
      2.2.3. Quelle convergence des systèmes financiers ? 31

Section 2 : Genèse des fonds souverains, investisseurs à long terme 32

1. Qui sont les investisseurs financiers à long terme ? 33
   1.1. Les caractéristiques des investisseurs financiers à long terme : 33
   1.2. Les types d'investisseurs à long terme : 34
      1.2.1. Les investisseurs à engagements de passif importants et contractualisés : 34
         1.2.1.1. Les fonds de pension : 34
         1.2.1.2. Les compagnies d'assurance : 36
      1.2.2. Les investisseurs à engagements de passif spécifiés dans le temps : 36
      1.2.3. Les fonds perpétuels : 36

1.2.3.1. Les fonds de dotations universitaires : 37
2. A l'origine de la création des fonds souverains : 39
2.1. Le recyclage des pétrodollars : 39
2.2. L'accumulation d'excédents commerciaux par les pays exportateurs de pétrole et les pays asiatiques : 42

Conclusion du chapitre I : 45

Chapitre II : La scène internationale occidentale vacille face aux fonds souverains – Qui est donc cette catégorie d'investisseurs? 47

Introduction du Chapitre II : 47

Section 1 : Identification des fonds souverains 48
1. Les fonds souverains, qui sont-ils ? 49
2. Fonds souverains, ressources et objectifs : 50
2.1. Quelles sont les ressources des fonds souverains : 51
2.1.1. Les fonds de rente minière : 51
2.1.2. Les fonds d'excédents commerciaux et budgétaires : 55
2.2. Quels sont les différents objectifs des fonds souverains : 56
2.2.1. La stabilisation des revenus : 56
2.2.2. L'épargne intergénérationnelle : 57
2.2.3. Le financement des retraites : 58
2.2.4. L'optimisation du rendement : 59
2.2.5. La diversification de l'économie : 60
3. Le cadre institutionnel des fonds souverains : 60
3.1. La structure des fonds souverains : 61
3.1.1. Fonds souverains : Ensemble d'actifs sans personnalité juridique : 61
3.1.2. Fonds souverains : Personne morale distincte : 61
3.2. La gestion des actifs, responsabilité et éthique des fonds souverains : 62
3.3. L'information financière diffusée et le traitement fiscal envers les fonds souverains : 63

Section 2 : Adoption de bonnes pratiques de la part des fonds souverains et des pays d'accueil 64
1. Les politiques des pays d'accueil à l'égard des investissements des fonds souverains : 64
1.1. Les règles de l'OCDE : 65
1.2. Les mesures nationales de protection de la sécurité : 69
1.2.1. Les mesures édictées par la France : 69
1.2.2. Les mesures édictées par le Royaume-Uni : 71
1.2.3. Les mesures édictées par l'Allemagne : 72
1.2.4. Les mesures édictées par les États-Unis : 73
1.3. Les dangers du protectionnisme : 75
2. Adoption de bonnes pratiques de la part des fonds souverains : 76
2.1. Le FMI définit un code de conduite pour les fonds souverains (les principes de Santiago) : 77
2.2. La réciprocité en matière d'investissements étrangers : 80

Conclusion du chapitre II : 82

Chapitre III : Les stratégies et le comportement adoptés par les fonds souverains dans l'économie mondiale 84

Introduction du Chapitre III : 84

Section 1 : Quelles sont les stratégies d'allocation des actifs des fonds souverains ? ___ 84
1. L'institutionnalisation du court-terme comme résultante de la délégation dans la gestion de portefeuille : _____ 85
1.1. La théorie de l'agence contre la sociologie des marchés :_____ 85
1.2. La création de marchés de prestataires : _____ 87
1.2.1. Des consultants en recrutement intéressés à la norme de court terme : _____ 89
1.2.2. Des évaluateurs de performance intéressés à la marchandisation de l'évaluation : _____ 90
1.3. Les investisseurs à la recherche de la « réactivité marchande » : _____ 92
1.3.1. Perte de contrôle dans l'espoir de rendement : l'adoption des stratégies alternatives ___ 92
1.3.2. Perte du sens économique de l'investissement : la multigestion _____ 94
1.3.3. Abandon des mandats de long terme contre l'espoir d'une meilleure réactivité : l'achat des fonds ouverts _____ 95
2. L'allocation dynamique des actifs dans le long terme sur les marchés financiers :_____ 96
3. Les différents profils d'engagements des fonds souverains :_____ 97
3.1. Définition d'un profil d'engagements pour un fonds d'investissement : _____ 97
3.2. Influence des différents profils d'engagements sur les divers aspects des opérations et de la gestion des différents fonds souverains : _____ 99
3.2.1. Influence des différents profils d'engagements sur la perception du risque d'investissement :_____ 99
3.2.2. Influence des différents profils d'engagements sur les préférences de rendement :____ 101

Section 2 : Quel est le comportement adopté par les fonds souverains dans l'économie mondiale ?_____ 104
1. Les investissements des fonds souverains entre l'année 2000 et le mois de mars 2008 : _____ 105
1.1. Répartition géographique des investissements réalisés par les fonds souverains : _____ 105
1.2. Répartition par secteurs des investissements réalisés par les fonds souverains : _____ 108
1.3. Les participations majoritaires dans les investissements réalisés par les fonds souverains : _ 111
1.4. Les fonds souverains se dirigent vers des classes d'actifs à risque élevé : _____ 112
2. Les investissements des fonds souverains durant la crise économique mondiale de 2008 : _____ 114
2.1. Les secteurs dans lesquels les fonds souverains ont investi durant l'année 2008 : _____ 114
2.2. Répartition géographique des investissements réalisés en 2008 :_____ 115
2.3. Les participations majoritaires dans les investissements des fonds souverains en 2008 :____ 117
2.4. Les fonds souverains les plus actifs en 2008 :_____ 118
3. Les investissements des fonds souverains aux lendemains difficiles de la crise économique mondiale de 2008 : _____ 121
3.1. Les investissements des fonds souverains durant l'année 2009 : _____ 121
3.1.1. Répartition des investissements des fonds souverains en 2009 selon les secteurs : ____ 121
3.1.2. Répartition géographique des investissements des fonds souverains en 2009 : _____ 123
3.1.3. Les prises de participations majoritaires des fonds dans leurs investissements en 2009 : 126
3.2. Les investissements des fonds souverains durant l'année 2010 : _____ 128
3.2.1. Répartition par secteur des investissements des fonds souverains réalisés en 2010 :___ 129
3.2.2. Répartition géographique des investissements des fonds souverains réalisés en 2010 :_ 130

Conclusion du Chapitre III : _____ 135

Conclusion générale :_____ 137

Bibliographie : _____ 141

Liste des tableaux, graphiques et figures :_____ 148

Annexes :_____ 150

Résumé :

Les fonds souverains sont des fonds d'investissement publics qui gèrent des actifs dans une logique de long terme. Provenant de la rente pétrolière et gazière ainsi que des excédents commerciaux des pays asiatiques, leur objectif commun est celui de pérenniser les ressources dont ils disposent, en capitalisant l'abondance de revenus disponibles aujourd'hui dans une optique de transfert vers les générations futures. Localisés pour leur majorité dans les pays du Golfe et en Asie, ce type d'investisseurs existe depuis longtemps, c'est leur montée en puissance qui est récente. Leur développement fulgurant dans les pays émergents a suscité une grande méfiance des pays industriels d'accueil, craignant pour leur souveraineté nationale. L'adoption en 2008 des « principes de Santiago » institués par le FMI, ainsi que le renforcement de l'OCDE de ses principes quant au contrôle des investissements étrangers calme finalement les tensions. Avec l'avènement de la crise financière et la mise à mal du modèle de financement de l'économie mondiale, les fonds souverains qui sont des investisseurs à long terme aptes à maîtriser le risque, seraient des acteurs prépondérants dans la finance d'après-crise. Ainsi, ils possèdent le profil et la capacité aux côtés des autres investisseurs à long terme, de participer à l'établissement du nouvel équilibre financier mondial. Ils ont des effets positifs sur les marchés financiers, ils investissent même en période de crise et permettent une meilleure allocation de l'épargne mondiale.

Mots-clés : Fonds souverains – Financement – Investissement – Régulation – Marchés financiers.

ملخص :

صناديق الثروة السيادية هي صناديق الاستثمار الحكومية التي تدير الأصول في المدى الطويل. من عائدات النفط والغاز والفوائض التجارية للبلدان الآسيوية، والهدف المشترك بينها هو الحفاظ على الموارد، من خلال الاستفادة من وفرة الدخل المتاح اليوم بغاية نقله إلى أجيال المستقبل. متجمعة غالبا في منطقة الخليج وآسيا، هذا النوع من المستثمرين متواجد منذ تاريخ طويل، و لكن الجديد هو أهمية صعودهم الأخير. وقد ولدت تطورها السريع في البلدان الناشئة دورا كبيرا في عدم ثقة البلدان الصناعية خوفا على سيادتها الوطنية. اعتماد في عام 2008 "مبادئ سانتياغو" المنشأة من طرف صندوق النقد الدولي، وتعزيز مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية فيم يخص استقبال الاستثمار الأجنبي، يهدئ التوتر في نهاية المطاف. مع ظهور الأزمة المالية وتقويض نموذج التمويل للاقتصاد العالمي، صناديق الثروة السيادية التي تتمثل في مستثمرين على المدى الطويل القادرة على تحمل الخطر، ستكون من العناصر الرئيسية في مجال التمويل في مرحلة ما بعد الأزمة. وبالتالي، فإن لديها القدرة إلى جانب المستثمرين على المدى الطويل في المشاركة في تأسيس توازن مالي عالمي جديد. لديها تأثير إيجابي على الأسواق المالية، تستثمر حتى في أوقات الأزمات، وتشارك في تخصيص أفضل للمدخرات في العالم.

الكلمات الرئيسية : صناديق الثروة السيادية -- التمويل -- الاستثمار -- التنظيم -- الأسواق المالية.