

**République Algérienne Démocratique et Populaire**  
**Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique**

**Université Mouloud MAMMARI de Tizi Ouzou**  
**Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et de Gestion**  
**Département des Sciences Economiques**

# *Mémoire*

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

# *Thème*

*Création et gestion des fonds d'investissement*  
*Cas des fonds souverains*

**Dirigé par :**  
**D<sup>r</sup> BOUDJEMA Rachid**

**Elaboré par:**  
**Melle BOUCHAKOUR Souad**

**Devant le jury composé de :**

**Président : Mr GUENDOUI Brahim, maître de conférences, UMMTO.**

**Rapporteur : Mr BOUDJEMA Rachid, maître de conférences, INPS Alger.**

**Examineurs : Mr BOUYAHIAOUI Nasser, maître de conférences, UMMTO.**

**Mr TESSA Ahmed, maître de conférences, UMMTO.**

**Date de soutenance**

Je tiens à remercier toutes les personnes qui m'ont soutenu et aidé tout au long de ce travail.

Je remercie mon encadreur Mr Rachid Boudjema et mon professeur Mr Nasser Bouyahiaoui pour son aide précieuse.

Mes remerciements vont également à ma famille, ma voisine et sa petite famille et mes amis.

# Sommaire

|  |     |
|--|-----|
| <b>Introduction Générale</b> .....   | 1   |
| <b>Chapitre 1 : Fonds d'investissement et Gestion de portefeuille</b> .....  | 4   |
| <b>Section 1</b> : Les types de fonds d'investissement.....  | 4   |
| <b>Section 2</b> : Les modes de gestion de portefeuille.....   | 10  |
| <b>Section 3</b> : Les modèles financiers.....   | 16  |
| <b>Chapitre2 : Les fonds souverains, nouveaux acteurs de la finance mondiale</b>   |     |
| <b>Section 1</b> : Définition, types et évolution historique des fonds souverains.....                                       | 22  |
| <b>Section 2</b> : Distribution géographique, taille et poids des fonds souverains.....                                      | 34  |
| <b>Section 3</b> : Les principales raisons de la montée en puissance des fonds souverains.....                               | 46  |
| <b>Chapitre 3 : Stratégies d'investissement et modèles de fonds souverains</b> ....  | 53  |
| <b>Section 1</b> : Les schémas d'investissement des fonds souverains.....  | 53  |
| <b>Section 2</b> : Les approches d'investissements des fonds souverains.....   | 65  |
| <b>Section 3</b> : Modèles de fonds souverains.....  | 71  |
| <b>Chapitre 4 : Réactions internationales à la montée en puissance des fonds souverains</b> .....                            | 88  |
| <b>Section 1</b> : Les avis favorables aux fonds souverains.....   | 88  |
| <b>Section 2</b> : Les avis défavorables aux fonds souverains.....   | 94  |
| <b>Section 3</b> : Les modifications des politiques d'investissement étrangères et l'adoption des principes de Santiago..... | 101 |
| <b>Chapitre 5 : Etat des lieux et perspectives de création d'un fonds souverain en Algérie</b>                               |     |
| <b>Section 1</b> : Etat des lieux.....   | 111 |
| <b>Section 2</b> : Perspectives de création d'un fonds souverain en Algérie.....   | 115 |
| <b>Conclusion générale</b> .....   | 126 |

**Annexes**

**Liste des tableaux**

**Liste des schémas et graphes**

**Table des matières**

## Liste des schémas et graphes

### Liste des schémas

**Schéma n°1** : La place des fonds souverains parmi les investisseurs publics.....26

### Liste des graphes

**Grappe n°1** : Evolution du nombre de fonds souverains.....33

**Grappe n°2** : La taille des plus grands fonds du monde.....38

**Grappe n°3** : Distribution des avoirs par zone géographique.....39

**Grappe n°4** : Taille des fonds souverains et concentration par zone géographique.....40

**Grappe n°5** : Sources des capitaux des fonds souverains.....42

**Grappe n°6** : Poids des fonds souverains.....44

**Grappe n°7** : Distribution du portefeuille d'investissement du CIC.....55

**Grappe n°8** : Proportions des fonds souverains investissant dans chaque classe d'actif.....58

**Grappe n°9** : Les investissements des fonds souverains par secteurs.....62

**Grappe n°10** : Portefeuille d'investissement des fonds souverains par zone géographique.....64

**Grappe n°11** : Distribution du portefeuille du Reserve Fund en devises étrangères.....67

**Grappe n°12** : Composition du portefeuille d'investissement du Reserve Fund en titres à revenus fixes.....68

**Grappe n°13** : Allocation d'actifs du GPF-G par zone géographique.....73

**Grappe n°14** : Composition du portefeuille d'ADIA en devises étrangères.....78

## Liste des tableaux

|   |     |
|---|-----|
| <b>Tableau n°1</b> : Les différents métiers du capital investissement .....                                   | 8   |
| <b>Tableau n°2</b> : Les différentes définitions des fonds souverains.....                                    | 23  |
| <b>Tableau n°3</b> : Classement de fonds souverains selon la source de financement et l'objectif..            | 29  |
| <b>Tableau n°4</b> : Les fonds souverains à travers le monde.....   | 35  |
| <b>Tableau n°5</b> : Estimations et prévisions de croissance de la taille des fonds souverains.....           | 40  |
| <b>Tableau n°6</b> : Distribution du portefeuille d'investissement du CIC le 31/12/08.....                    | 55  |
| <b>Tableau n°7</b> : Investissement d'ADIA dans les différentes classes d'actifs.....                         | 56  |
| <b>Tableau n°8</b> : Proportions des fonds souverains investissant dans les différents actifs financiers..... | 57  |
| <b>Tableau n°9</b> : Quelques investissements des fonds souverains durant l'année 2007-2008....               | 61  |
| <b>Tableau n°10</b> : Les investissements des fonds souverains par secteur d'activité.....                    | 62  |
| <b>Tableau n°11</b> : Diversification du portefeuille des fonds souverains par zone géographique.....         | 64  |
| <b>Tableau n°12</b> : Distribution du portefeuille du Reserve Fund en devises étrangères.....                 | 66  |
| <b>Tableau n°13</b> : Composition du portefeuille d'investissement du Reserve Fund.....                       | 67  |
| <b>Tableau n°14</b> : Allocation d'actifs du GPF-G par zone géographique.....                                 | 73  |
| <b>Tableau n°15</b> : Composition du portefeuille d'ADIA en devises étrangères.....                           | 77  |
| <b>Tableau n°16</b> : Investissements directs du CIC dans les Actifs alternatifs.....                         | 86  |
| <b>Tableau n°17</b> : Investissements du CIC confiés aux gestionnaires de fonds alternatifs.....              | 86  |
| <b>Tableau n°18</b> : Investissement du CIC dans les matières premières.....                                  | 87  |
| <b>Tableau n°19</b> : Les principes de l'indice Linaburg-Maduell.....   | 96  |
| <b>Tableau n°20</b> : Classement des fonds souverains selon l'indice Linaburg-Maduel.....                     | 97  |
| <b>Tableau n°21</b> : Tableau des scores pour les fonds souverains.....                                       | 99  |
| <b>Tableau n°22</b> : Les plus important fonds souverains du monde.....                                       | 113 |
| <b>Tableau n°23</b> : Synthèse des modèles de fonds souverains.....   | 122 |

La globalisation financière, un phénomène qui a énormément affecté le fonctionnement de la finance. La caractéristique principale de ce phénomène est la déréglementation c'est-à-dire la suppression des restrictions aux mouvements de capitaux, permettant à ces derniers de transiter librement sur les différents marchés financiers.

La déréglementation a permis l'essor de plusieurs acteurs qui sont devenus très influents sur les marchés financiers. Les fonds de pension, les organismes de placement collectifs, les fonds de capital investissement, les fonds spéculatifs et récemment les fonds souverains sont aujourd'hui des agents financiers qui jouent un rôle important dans l'allocation du capital.

Ces différents acteurs partagent les points communs suivants :

- Tous ces fonds sont des gestionnaires d'épargne ;
- Ils constituent une importante source de liquidité pour les marchés financiers ;
- Ils détiennent et gèrent des portefeuilles d'actifs importants (actions, instruments à revenus fixes, actifs alternatifs) ;
- Ils mettent en place des stratégies d'investissement complexes et des pratiques de gestion de risque sophistiquées.

Les fonds souverains, une catégorie de fonds d'investissement appartenant à des Etats a été découverte par le monde en 2007, suite à leurs investissements faramineux dans les institutions financières occidentales alors en difficulté.

Financé par le transfert des avoirs en devises qu'ils gèrent séparément des réserves officielles, les fonds souverains investissent partout dans le monde, dans différents secteurs d'activité et classes d'actifs à long terme, à la recherche de rendements élevés et d'opportunités leurs permettant de contribuer à la diversification des économies de leurs pays d'origine.

Bien qu'ils aient attiré le monde récemment, leur réalité est beaucoup plus ancienne. En effet, le premier fonds souverain de l'histoire a été créé durant les années cinquante, exactement en 1953 par le Kuwait. Aujourd'hui, il en existe plus d'une quarantaine à travers le monde. Ils gèrent d'importantes quantités de capitaux qui proviennent essentiellement des

excédents de revenus d'exportation de matières premières, des excédents commerciaux et fiscaux.

Durant la crise des sub primes, les fonds souverains ont investis des milliards de dollars dans le capital des grandes institutions financières américaines et européennes, ce qui a permis de stabiliser les marchés financiers et aider ces institutions à résister à la crise. Cependant, leur intervention les a mis sous les projecteurs, ce qui leur a valu d'être vivement critiqué par les médias, analystes et organismes occidentaux qui les avaient accusés d'avoir des motivations politiques derrière leurs investissements.

L'objectif de ce travail de recherche est d'étudier quelques types d'investisseurs financiers (publics et privés), pour enfin arriver à l'étude de la catégorie de fonds qui a tant fait parler d'elle à savoir « les fonds souverains ».

Dans ce mémoire, nous essayerons d'apporter des éléments de réponses aux questions suivantes :

- Quels sont ces fonds d'investissement qui activent sur les marchés financiers ? Leurs caractéristiques ? Leur fonctionnement ?
- Quels sont leurs modes de gestion ? Pratiquent-ils les mêmes modes ?

Le plus grand intérêt sera porté sur la dernière catégorie d'investisseurs à savoir les fonds souverain. Comprendre le sens de ces fonds, leurs caractéristiques, les raisons de leur émergence, leurs stratégies d'investissement nous permettra de répondre aux questions suivantes :

- Quel est le rôle de ces fonds dans l'économie de leurs pays d'origine ?
- Qu'apporterait un fonds souverain à l'économie algérienne dans la possibilité où il est crée ?

Afin de répondre à tous ces questionnements, on a structuré le présent mémoire en cinq chapitres. Dans le premier chapitre, nous allons présenter les différents types de fonds d'investissement et leurs stratégies de gestion de portefeuille. Ce chapitre a pour objectif d'introduire les fonds souverains qui bien qu'ils appartiennent à des Etats, ils interviennent

sur les marchés des capitaux internationaux, ce qui les met face aux même préoccupations que les autres fonds d'investissement à savoir la réalisation de rendement élevés et la gestion des risques.

Les chapitres restants seront consacrés au fonds souverains. Dans ces chapitres, on présentera leurs caractéristiques, leurs stratégies d'investissement, les réactions internationales vis-à-vis d'eux et enfin, un chapitre sur les perspectives de création d'un fonds souverain en Algérie.

## **Introduction**

Un fonds d'investissement est une entité qui recueille l'épargne d'un grand nombre d'investisseurs (particuliers et institutionnels) afin de la placer dans des instruments financiers (actions, obligations et autres...) selon le principe de répartition du risque<sup>1</sup>.

Sur les marchés des capitaux interviennent différents types de fonds d'investissement. Ces fonds sont soit des fonds de pension, des organismes de placement collectifs, des fonds de capital investissement ou bien des fonds spéculatifs. Ils gèrent des portefeuilles importants en suivant différentes stratégies, afin de maximiser les rendements des capitaux investis et minimiser le plus possible les risques de pertes.

Les stratégies choisies par ces fonds diffèrent selon le risque et les coûts que ces derniers sont prêts à assumer. Ces stratégies sont soit passives, actives ou alternatives. Elles sont mises en place à partir de modèles théoriques basés sur l'utilisation des mathématiques.

Ce chapitre sera structuré en trois sections, la première sera consacrée à l'explication des différents fonds d'investissement. Les stratégies d'investissement feront l'objet de la deuxième section suivie par un résumé de quelques modèles financiers qui nous permettront de mieux comprendre l'origine des stratégies utilisées par ces fonds.

### **Section1 : Les types de fonds d'investissement**

Les fonds d'investissement peuvent être classés en deux catégories : les fonds traditionnels (fonds de pensions et Organismes de placements Collectifs) et fonds alternatifs (fonds de capital investissement et fonds spéculatifs).

#### **1.1. Les fonds d'investissement traditionnels**

Les fonds de pension et les Organismes de Placement Collectifs sont dit traditionnels parce qu'ils ont recours à la gestion de portefeuille traditionnelle (passive et active).

---

<sup>1</sup> [www.wikipedia.fr](http://www.wikipedia.fr), « Fonds d'investissement ».

### 1.1.1. Les fonds de pension

A. Boubel et F. Pansard ont repris la définition suivante : « Les fonds de pension sont des institutions financières chargées de collecter (et de centraliser) les contributions salariales et/ou patronales, et de les investir dans des actifs en vue d'assurer le paiement des prestations futures de retraites (sous forme de versement d'un capital ou de retraite viagère) aux adhérents du fonds. Ils fournissent donc aux individus les moyens d'accumuler de l'épargne durant leur vie active, pour financer leurs besoins de consommation à la retraite, représentant ainsi, une forme d'assurance retraite » (Bodie 1990)<sup>2</sup>.

D'après N. EL MEKKAOUI De Freitas, il existe plusieurs types de fonds de pensions : **publics** qui couvrent les employés des administrations et entreprises publiques ; **privés** créés dans le cadre d'entreprises privées ; **interentreprises** (publics ou privés) qui couvrent un même groupe d'entreprises, c'est un régime mis en place suite à des négociations entre les syndicats et les groupes d'entreprises ; et enfin , **les fonds sectoriels** (publics ou privés) qui couvrent les salariés des entreprises appartenant à un même secteur d'activité<sup>3</sup>.

La loi ERISA ( Employees' Retirement Income Security Act)<sup>4</sup> classe les fonds de pension en deux catégories<sup>5</sup> :

- **Fonds à prestations définies** : Ils sont financés par l'employeur, ils s'engagent à verser aux adhérents lors de leur départ en retraite une pension égale à une fraction du salaire, sur la base du nombre d'années de cotisations. Les adhérents du fonds connaissent dès leur adhésion, le montant de la prestation qu'ils toucheront quand ils seront à la retraite. L'un des plus grands fonds à prestations définies est celui des agents de l'Etat de Californie, California Public Employees' Retirement System (CALPERS).

---

<sup>2</sup> Boubel Aurelie, Pansard Fabrice, « Les investisseurs institutionnels », ed La découverte, Paris, 2004, page5.

<sup>3</sup> El Mekkaoui De Freitas, Najat, « Fonds de pension et marchés financiers », édition L'Hamattan, 1999, page38.

<sup>4</sup> ERISA est une loi établie des normes relatives à l'acquisition des droits des salariés affiliés à un fonds de pension.

<sup>5</sup> Plihon Dominique et Ponsard Jean-Pierre, « La montée en puissance des fonds d'investissement ; Quels enjeux pour les entreprises ? », La documentation française, 2002, page22.

- **Fonds à cotisations définies :** Les prestations de retraites ne sont pas définies ou fixées à l'avance. Ce qui est défini au départ est le montant de la cotisation à verser. Le financement se fait de façon mixte (cotisations salariales et patronales). Le montant des prestations est soumis aux fluctuations du marché, puisque la pension versée à chaque adhérent du fonds est fonction des rendements obtenus sur les placements.

### 1.1.2. Les organismes de placement collectifs (OPC)

A. Boubel et F. Pansard définissent les Organismes de Placement Collectifs en tant que « Organismes qui collectent des fonds auprès d'entités diverses (particuliers, entreprises, et souvent autres investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension), et les utilisent pour acquérir des actifs financiers. Ce type d'organismes donnent aux épargnants la possibilité d'investir sur les marchés, auxquels ils n'ont accès que difficilement (marchés étrangers, actions non cotées....etc.), tout en bénéficiant de l'expertise de gestionnaires professionnels<sup>6</sup>.

Dans la grande majorité des OPC, les investisseurs/épargnants n'ont aucune garantie et les fluctuations se répercutent sur le capital investi, selon un simple principe de transparence<sup>7</sup>. Ces OPC en France sont représentées par les OPCVM, et aux USA par les fonds mutuels (Mutual Funds).

Les Organismes de Placement collectifs en Valeurs Mobilières (OPCVM) sont des sociétés ou quasi sociétés dont l'activité consiste à investir sur les marchés l'épargne collectée auprès de leurs porteurs de parts. A leur passif figurent les capitaux apportés par les souscriptions des porteurs et à l'actif figurent les instruments financiers qu'ils détiennent. Ces organismes peuvent être classés comme suit<sup>8</sup> :

- **Les Sociétés d'Investissement à Capital Variable :** les SICAV ont une personnalité morale, ce sont des sociétés qui disposent d'un conseil d'administration et les actionnaires bénéficient d'un droit de vote à l'assemblée générale annuelle. La SICAV

---

<sup>6</sup> Boubel Aurelie, Pansard Fabrice, « Les investisseurs institutionnels », ed La découverte, Paris, 2004, page3.

<sup>7</sup> Idem.

<sup>8</sup> [www.fimarkets.com](http://www.fimarkets.com), « L'Asset Manager et la gestion d'actifs ».

est fondée par un établissement de crédit nommé promoteur et un dépositaire qui assume le contrôle de la régularité des décisions de gestion. Elle est constituée pour détenir un portefeuille de valeurs mobilières, et émettre des actions au fur et à mesure des demandes de souscription. Les parts de la SICAV peuvent être achetées et vendues à n'importe quel moment par les clients<sup>9</sup>.

- **Les Fonds Collectifs de Placement :** un FCP est une copropriété de valeurs mobilières qui émet des parts. Il n'a pas de personnalité morale, le porteur de part ne dispose d'aucun droit conféré à un actionnaire. La gestion Du FCP est assurée par une société commerciale, dite « Société de gestion de portefeuille » agréée par l'autorité des marchés financiers, qui agit au nom des porteurs et dans leur intérêt exclusif. A la différence des SICAV, les FCP ont dès leur création une durée de vie prédéterminée. Leurs parts ne peuvent être achetées que pendant une période précise lors de leur lancement et ne peuvent être vendues qu'à l'échéance du fonds<sup>10</sup>.

- **Les fonds spécialisés:** il s'agit d' FCP spécialisés, ils sont plus risqués que les traditionnels et s'adressent à des investisseurs avertis .Cette catégorie est composée des fonds suivants<sup>11</sup> : **Les FCPR (Fonds Communs de Placement à Risque)** qui sont investis pour au moins 50% dans des titres de sociétés non cotées. Ils présentent l'avantage d'être exonérés de toute taxe si les fonds restent bloqués pendant au moins cinq ans ; **Les FCPI (Fonds Communs de Placement dans l'innovation)** investis pour au moins 60% dans des entreprises cotées ou non, innovantes (entreprises appartenant à des secteurs de pointe tels que : l'informatiques, Internet, les télécommunications, biotechnologie...). Ils bénéficient de la même exonération de taxes que les FCPR ; **Les OPCI (Organismes de Placement Collectifs dédié à L'immobilier)** qui sont des sociétés autorisées à faire appel publiquement à l'épargne, ayant exclusivement pour objet d'acheter, d'entretenir et de gérer un patrimoine immobilier ; et enfin **les FCPE (Fonds Communs de Placement Entreprise)** qui sont dédiés aux salariés des entreprises ou d'un groupe d'entreprises et destinés à recevoir leur épargne salariale.

---

<sup>9</sup> www.wikiedia.fr, « Les société d'investissement à capital variable ».

<sup>10</sup> www.wikipedia.fr, « Les fonds collectifs de placement ».

<sup>11</sup> Idem.

## 1.2. Les fonds alternatifs

Les fonds de capital investissement et les fonds spéculatifs sont dits alternatifs parce qu'ils utilisent des stratégies de gestion alternative.

### 1.2.1. Les fonds de capital Investissement

D'après G.Mougenot, le capital investissement ou private equity est un mode de financement particulier des entreprises non cotées tout au long de leur existence. Il consiste en une prise de participation en capital, dans des entreprises généralement non cotées, qui n'ont donc pas accès directement aux marchés financiers<sup>12</sup>.

Selon le même auteur, les fonds de capital investissement sont des intermédiaires financiers qui investissent l'argent des riches individus et investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension, les compagnies d'assurances, ainsi que les fondations. L'objectif de ces fonds est d'obtenir une rentabilité supérieure à celle des placements sans risques (bons de trésors, etc.). Cet investisseur réalise la plus value espérée au moment du désinvestissement, soit en revendant sa participation, ou en introduisant l'entreprise en Bourse<sup>13</sup>.

Le capital investissement est structuré en quatre grands métiers énumérés ci-dessous et expliqué dans le tableau n°1<sup>14</sup>:

1. Financer les jeunes sociétés (capital risque) ;
2. Soutenir le développement des entreprises en croissance (capital développement) ;
3. Offrir une solution aux problématiques de changement d'actionnariat, notamment la transmission des entreprises patrimoniales (LBO).

---

<sup>12</sup> Gilles Mougenot, « Tout savoir sur le capital investissement », Gualino éditeur, EJA-Paris 2007, page16.

<sup>13</sup> Idem, page17.

<sup>14</sup> Idem, page 15.

**Tableau N° 1: Les différents métiers du capital investissement**

| Type de fonds                                      | Description   | Synonymes   |
|--|---|---|
| <b>Capital risque</b>                              | <p><b>Capital d'amorçage :</b><br/>Financement d'un projet au niveau de la recherche, de la définition du produit.</p> <p><b>Capital risque stricto sensu :</b><br/>L'entreprise est en phase de création ou au tout début de son activité. Elle n'a pas commercialisé son produit. Le financement est destiné au développement du produit et à sa première commercialisation.</p>  | <p><b>Capital creation</b></p> <p><b>Seed capital</b></p> <p><b>Venture capital</b></p> <p><b>Early stage</b></p> |
| <b>Capital développement</b>                       | <p>L'entreprise a atteint son seuil de rentabilité et dégage des profits. Les fonds seront employés pour augmenter ses capacités de production et sa force de vente pour développer de nouveaux produits, financer des acquisitions et/ou accroître son fonds de roulement.</p> <p><b>Pré cotation :</b><br/>Financement avant introduction en Bourse.</p> <p><b>Rachat de positions minoritaires :</b><br/>L'investisseur rachète des actions détenues par des actionnaires familiaux ou éventuellement par d'autres opérateurs en capital investissement.</p> | <p><b>Consolidation</b></p> <p><b>Build-up</b></p> <p><b>Pre-IPO</b></p> <p><b>Replacement capital</b></p>        |
| <b>Leverage Buy Out(LBO)/ Capital transmission</b> | Les capitaux sont destinés à l'acquisition, par la direction existante, ou par une nouvelle équipe, et par leurs investisseurs d'une société déjà établie, et/ou à la création d'une société holding qui a recours ou non au crédit bancaire (effet de levier).   | <b>Reprise/Rachat d'entreprises, Buy- outs.</b>   |
| <b>Capital retournement</b>                        | Financement d'une entreprise en difficulté pour la redresser.   | <b>Rachat d'entreprises en difficulté, Turnaround.</b>  |

Source : Gilles Mougnot, « Tout savoir sur le capital investissement », Gualino éditeur, EJA-Paris 2007, page20.

### 1.2.2. Les fonds spéculatifs (Hedge Funds)

D. Capocci définit les hedge funds comme suit : « Un hedge fund est une association privée d'investissement utilisant une large gamme d'instruments financiers, comme la vente à découvert d'actions, les produits dérivés, le levier ou l'arbitrage, et ceci sur différents marchés. Généralement, les gérants de ces fonds y investissent une partie de leurs ressources

et sont rémunérés suivant leur performance. Ces fonds exigent souvent des investissements minimums élevés et leur accès est limité. Ils s'adressent particulièrement à une clientèle fortunée, qu'elle soit privée ou institutionnelle »<sup>15</sup>.

Selon le même auteur :

- Les hedge funds sont des organismes de placement collectifs, fonctionnant sur le même principe que les OPCVM ou Mutual funds américains, mais investis dans une stratégie alternative ;
- Ils utilisent des instruments financiers tels que la vente à découvert, l'effet de levier et les produits dérivés ;
- Les gérants des hedges funds sont principalement rémunérés à la performance et qu'ils ont une partie de leurs avoirs dans le fonds, ce qui constitue une implication certaine dans le travail ;
- Les hedges funds s'adressent particulièrement à une clientèle fortunée, privée ou institutionnelle ;
- Les hedges funds sont peu régulés, ils se sont développés aux USA et dans les zones dites « offshore ».

Les fonds d'investissement sont des gestionnaires d'épargne importants, ils diffèrent d'un fonds à l'autre en matière de source de financement et d'engagements. Dans leur gestion de portefeuille, ils suivent des stratégies différentes qui feront l'objet de la section suivante.

## **Section 2 : Les modes de gestion de portefeuille**

La gestion du portefeuille ou asset management en anglais est une activité qui consiste à gérer les capitaux confiés dans le respect des contraintes réglementaires et contractuelles en appliquant les politiques d'investissements définies en interne, pour en tirer le meilleur rendement possible en fonction du risque choisi<sup>16</sup>.

Pour gérer son portefeuille, un investisseur se fixe des objectifs de rendement et le degré de risque à accepter ainsi que les coûts qu'il est prêt à assumer afin de choisir la stratégie

---

<sup>15</sup> Capocci Daniel, « Introduction aux Hedge funds », ed Economica 2004, page19.

<sup>16</sup> [www.wikipedia.fr](http://www.wikipedia.fr), « gestion du portefeuille ».

d'investissement à suivre. En se basant sur ces éléments, l'investisseur aura le choix entre une stratégie passive, active ou alternative.

### 2.1. La gestion passive : les méthodes d'indexation

La gestion passive ou indicielle cherche à reproduire la performance d'un indice de référence donné. Elle part du principe qu'il est difficile d'accomplir une performance supérieure à celle du marché ou d'un ensemble de marchés donnés. Non seulement, l'efficience du marché rend cet objectif aléatoire, mais les frais d'analyse et de transactions induites sont si élevés qu'ils en constituent une entrave supplémentaire<sup>17</sup>.

Dans une ère de rapidité de circulation de l'information et dans un marché dominé par de nombreux investisseurs institutionnels très actifs, il est particulièrement difficile de découvrir les martingales inédites permettant de battre systématiquement le marché. Chaque nouvelle information économique ou financière est si rapidement reflétée dans les cours et la concurrence entre les opérateurs est telle que le marché est rendu très efficient. Le but en terme n'est pas de battre l'indice de référence, mais d'enregistrer un écart (tracking error)<sup>18</sup> aussi minime que possible par rapport à cet indice<sup>19</sup>.

L'objectif de l'indexation est de suivre le plus fidèlement possible et au moindre coût l'évolution d'un indice boursier jugé représentatif du marché. D'après Broquet et al (1997), il existe plusieurs méthodes d'indexation qui peuvent être classées comme suit<sup>20</sup> :

- **La duplication intégrale (full duplication) :** Il s'agit de bâtir un portefeuille où figureraient toutes les valeurs de l'indice, chacune proportionnellement à sa capitalisation boursière relative. C'est la méthode la plus utilisée si on prend comme critère l'importance des capitaux gérés.

---

<sup>17</sup> www.valazza.ch, VALLAZA ; planification et gérance de patrimoine, « Gestion active ou passive ? », Novembre 2003, page1.

<sup>18</sup> Tracking error : c'est l'écart qui existe entre le rendement d'un fonds avec celui de l'indice.

<sup>19</sup> www.valazza.ch, VALLAZA ; planification et gérance de patrimoine, « Gestion active ou passive ? », Novembre 2003, page1.

<sup>20</sup> Broquet Claude, Cobbaut Robert, Gillet Roland, Von Den Berg André, « Gestion de portefeuille », De Boeck& Larcier s.a, 1997, page 5.

- **Méthode d'échantillonnage stratifié (stratified sampling) :** Faute de pouvoir recourir à la méthode (full duplication) à cause de la faiblesse de la taille du fonds, le portefeuille peut être composé selon cette méthode qui consiste à choisir un certain nombre d'actions seulement, les plus importantes proportionnellement à leur capitalisation boursière. Quant aux autres valeurs, le fonds n'en détient qu'un échantillon dont il veillera à ce qu'il corresponde bien à une répartition à la fois sectorielle et par classe de risque.
- **La méthode de la duplication partielle :** Si l'indice compte de nombreuses valeurs petites et peu négociables, on prend certaines au prorata de leur capitalisation boursière et les autres ignorées.
- **La technique d'optimisation :** En retenant une partie des actions cotées, on essaie de reproduire le mieux l'indice de référence (prendre les titres les plus représentatifs de l'indice).
- **Echantillonnage intégrale :** La répartition géographique et sectorielle ressemble à l'indice de référence.

## 2.2. La gestion active : les techniques de la gestion active

La gestion active est dynamique et consiste à prendre des paris et investir dans des proportions qui ne sont pas celles d'un indice. Elle part du postulat que l'efficacité des marchés n'est que théorique et qu'il est possible de faire mieux que l'indice. Elle est fondée sur la connaissance des entreprises et repose sur des critères relevant de l'analyse fondamentale tel que le PER (Price Earning Ratio)<sup>21</sup>, l'actif net réévalué ou déprécié, la qualité du management, la structure du capital, le secteur économique et le risque.

C'est parce que les titres remplissent certaines de ces caractéristiques que les gérants estiment qu'ils feront mieux que le reste du marché. Le critère majeur pour sélectionner une valeur est en finalité le degré de sous ou surévaluation de celle-ci<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> PER : C'est le coefficient de capitalisation des bénéfices. C'est le rapport entre le cours de bourse d'une action et le bénéfice par action.

<sup>22</sup> www.valazza.ch, VALLAZA ; planification et gérance de patrimoine, « Gestion active ou passive ? », Novembre 2003, page2.

D'après Broquet et al (1997), Il existe deux techniques dans la gestion active, le market timing et le stock picking qui peuvent être définies comme suit<sup>23</sup> :

- **Le market timing** : Elle consiste en la construction d'un portefeuille constitué en partie du portefeuille de marché (ou d'un portefeuille indicelle) et en partie dans un actif sans risque (ou significativement moins risqué que des actions, comme les obligations). On fait évoluer les proportions respectives de ces deux composantes au cours du temps suivant que l'on anticipe une hausse ou une baisse de l'indice. En d'autres termes, l'investisseur, au sein de son portefeuille, fait varier les proportions investies en actions, obligations et/ou liquidités en fonction de son opinion sur l'attrait relatif de ces catégories de placement.
- **Le stock picking** : Il s'agit d'une technique de sélection de titres. Elle consiste en la construction d'un portefeuille d'actions en choisissant les titres considérés comme sous évalués et qui devraient donc procurer dans un avenir plus ou moins proche (réaction du marché) un rendement supérieur à celui du marché.

### 2.3. La gestion alternative : les stratégies de la gestion alternative

La gestion alternative est un mode de gestion qui cherche avant tout la performance absolue, c'est-à-dire décorrélée de l'évolution, à la hausse ou à la baisse, des actifs financiers traditionnels (indices boursiers, monétaires ou obligataires). Cette gestion est considérée comme active dans le sens où elle nécessite un suivi constant des portefeuilles gérés auquel des modifications sont apportées régulièrement<sup>24</sup>.

La gestion alternative se base sur une multitude d'instruments financiers servant à prendre des décisions d'investissement ou de désinvestissement, voir d'arbitrage. Celles-ci sont fondées sur l'analyse de nombreux paramètres économiques, financiers ou techniques tels que par exemple, la volatilité d'un marché, sa liquidité, ses tendances, la qualité du crédit des émetteurs de titres, ou la probabilité de la réalisation d'un événement. En d'autres termes,

---

<sup>23</sup> Broquet Claude, Cobbaut Robert, Gillet Roland, Von Den Berg André, « Gestion de portefeuille », De Boeck& Larcier s.a, 1997, page 10.

<sup>24</sup> [www.GesPriv.com](http://www.GesPriv.com), « Modes et styles de gestion : la gestion alternative ».

la gestion alternative oublie toute référence à un benchmark et se donne comme ligne directrice l'optimisation du couple rendement/risque<sup>25</sup>.

La gestion alternative utilise les outils suivants<sup>26</sup> :

- **La vente à découvert** : Elle consiste à vendre des titres que l'on ne détient pas, en espérant les racheter moins cher ultérieurement. Pour se faire, le gérant emprunte ces mêmes titres sur la période (En effet, lors d'un prêt, il y a un transfert de propriété vers l'emprunteur, si bien que celui-ci a le droit de les vendre ; il lui faut seulement faire en sorte d'avoir racheté les titres au moment où il doit les rendre).
- **L'arbitrage** : L'arbitrage consiste à exploiter les écarts de prix injustifiés entre les différents titres.
- **L'effet de levier (leverage)** : La recherche de l'effet de levier consiste à emprunter du cash pour augmenter la taille effective de portefeuille (constitué au départ seulement des fonds apportés par les investisseurs).
- **Les produits dérivés** : L'utilisation de produits dérivés (options, futures et autres) est fréquente, soit dans un but spéculatif, soit au contraire pour couvrir le portefeuille.

D'après Daniel Capocci, ce mode de gestion est composé de différentes stratégies. Les trois stratégies suivantes sont parmi les plus importantes :

- **La stratégie « global macro »** : Les gérants de fonds macro s'intéressent aux variables macro-économiques. Ils prennent des positions selon les anticipations qu'ils font des changements dans l'environnement économique global, reflété dans les prix des actions, le taux de change, le taux d'intérêt, l'inflation ou encore dans la politique fiscale<sup>27</sup>.

---

<sup>25</sup> Idem.

<sup>26</sup> Idem, « Notions fondamentales de gestion alternative : Les hedge funds »

<sup>27</sup> Capocci Daniel, « Introduction aux Hedge funds », ed Economica 2004, Paris, page 111.

- **La stratégie « long /short » :** Les spécialistes de cette stratégie prennent des positions longues dans certains titres et vendent à découvert d'autres. Cette stratégie est également appelée « equity hedge » c'est-à-dire couverture des actions. L'idée est d'arriver à contrôler le risque de marché en combinant des positions longues et des positions à découvert. Le gain provient de l'habileté du gérant à identifier les bons titres à acheter et à vendre à découvert, et du rehaussement du rendement en utilisant le levier financier<sup>28</sup>.
  
- **La stratégie « event-driven »:** La traduction française du terme est la gestion événementielle. Les gérants appliquant cette stratégie cherchent à tirer profit d'événements importants dans la vie d'une entreprise tels que les recapitalisations ; les réorganisations pour des causes de faillites ; les démantèlements ; et les introductions en Bourse. C'est l'incertitude quant au résultat de ces événements qui crée des opportunités pour les spécialistes qui anticipent le dénouement. Généralement, les événements extraordinaires dans la vie d'une entreprise sont classés en trois catégories correspondant chacune à une stratégie<sup>29</sup>:
  - Sociétés en détresses (distressed securities).
  - Fusions et acquisitions (Risk arbitrage).
  - Autre situations spéciales (Spécial situations).

Dans sa gestion de portefeuille, l'investisseur pourrait opter pour la stratégie passive qui a l'avantage de fournir une large diversification et une simplicité de gestion et faibles frais mais un champ d'action relativement limité, ou bien une stratégie active et alternative qui donne plus de liberté d'action et une gestion efficace en cas de ralentissement du marché. Cependant, le coût de ces gestions n'est pas toujours compensé par la superperformance de l'indice.

## Section 2 : Les modèles financiers

Les différentes stratégies de gestion de portefeuille sont construites à partir de modèles théoriques basés sur des formules mathématiques. Le premier modèle a été mis en place par Harry Markowitz avec son essai « Portfolio Selection » qui date de 1952. Trente huit ans

---

<sup>28</sup> Idem, page 126.

<sup>29</sup> Idem, page 92.

après (1990), il partageait un prix Nobel avec Merton Miller et William Sharpe pour ce qui est devenu une des plus grandes théories de sélection de portefeuille<sup>30</sup>.

Ces modèles exposent comment des investisseurs rationnels utilisent la diversification afin d'optimiser leur portefeuille, et quel devrait être le prix d'un actif étant donné son risque par rapport au risque moyen du marché. Cette théorie fait appel aux concepts de « frontière efficiente », « coefficient bêta », « droite de marché des capitaux », « droite de marché des titres ». La formalisation la plus accomplie est le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF)<sup>31</sup>.

Le MEDAF a été une avancée spectaculaire dans le domaine de la gestion de portefeuille, mais il a été formalisé sous certaines hypothèses difficiles à réaliser ce qui a donné lieu à plusieurs critiques du modèle et plusieurs améliorations. Parmi les modèles qui ont apporté des corrections au MEDAF, on trouve le Modèle à Deux Facteurs de Fama et French qui a fait l'objet de mémoires appliquant le modèle sur différents marchés financiers tel que le marché canadien<sup>32</sup>.

D'autres modèles existent tels que le Modèle de marché développé par William Sharpe en 1963<sup>33</sup> et le Modèle d'Evaluation par Arbitrage développés par R. Ross en 1976<sup>34</sup>. Ces deux modèles seront donnés en annexe.

### 3.1. Théorie du choix du portefeuille

A travers son article « Portfolio Selection » de 1952, et son livre « Portfolio Selection : efficient diversification » de 1959, et sous certaines hypothèses, Harry Markowitz a démontré mathématiquement les avantages de la diversification<sup>35</sup>.

En se basant sur les hypothèses suivantes<sup>36</sup> :

---

<sup>30</sup> Poncet Patrice, Portait Roland, « Théorie moderne du portefeuille : théorie et applications », Décembre 2009, page 795.

<sup>31</sup> [www.wikipédia.fr](http://www.wikipédia.fr), « Théorie moderne du portefeuille ».

<sup>32</sup> Limaïem Meriem, Université de Québec, « Les facteur du modèle de Fama et French », Mars 2009.

<sup>33</sup> Claude Broquet, Robert Cobbaut, Roland Gillet, André Von Den Berg, « Gestion de portefeuille », De Boeck & Larcier s.a, 1997, page 25.

<sup>34</sup> Poncet Patrice, Portait Roland, « Théorie moderne du portefeuille : théorie et applications », Décembre 2009, page 815.

<sup>35</sup> [www.wikipédia.fr](http://www.wikipédia.fr), « Théorie moderne du portefeuille ».

1. Les marchés d'actifs financiers sont efficaces. C'est l'hypothèse d'efficience du marché selon laquelle les prix et les rendements des actifs sont censés refléter, de façon objective, toutes les informations disponibles concernant les actifs.
2. Les investisseurs sont averses au risque ; ils ne sont pas prêts à prendre plus de risque qu'en échange d'un rendement plus élevé. A l'inverse, un investisseur qui souhaite améliorer la rentabilité de son portefeuille doit accepter de prendre plus de risque.
3. L'équilibre risque/rendement jugé optimal dépend de la tolérance au risque de chaque investisseur.

Markowitz a loué les avantages de la diversification du portefeuille pour diminuer le risque en introduisant les éléments suivants :

- Représentation du couple risque- rendement par l'espérance mathématique et la variance
- Introduction des concepts suivants :
  1. Portefeuille efficace qui est défini comme suit : « Sont efficaces les portefeuilles qui pour une valeur donnée de leur return espéré minimisent la variance du return » ou encore « Sont efficaces les portefeuilles qui pour une variance donnée de leur return maximisent l'espérance de ce dernier »<sup>37</sup>
  2. frontière efficace qui constitue l'ensemble des portefeuilles efficaces.
  3. Le portefeuille optimal qui est portefeuille efficace qui procure l'utilité maximale.
- La diversification selon Markowitz tient compte non seulement des de l'espérance des rendements d'un actif et de son risque, mais également de la relation qui existe entre les actifs. Cette relation est représentée par la covariance des rendements des actifs et le coefficient de corrélation.

---

<sup>36</sup> Idem.

<sup>37</sup> Claude Broquet , Robert Cobbaut, Roland Gillet, André Von Den Berg, « Gestion de portefeuille », De Boeck& Larcier s.a, 1997, page 10.

L'annexe 1 donnera les lois et explications de la théorie.

### 3.2. Le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (MEDAF)

Les travaux de Markowitz et Tobin se sont arrêtés à l'étude du comportement optimal d'un investisseur individuel. Or ce dernier intervient en fait sur un marché concurrentiel impliquant de nombreux autres investisseurs essayant eux aussi de maximiser leur utilité et dans lequel s'établissent en général les prix d'équilibre, c'est-à-dire tels que la demande et l'offre soient égales, pour un titre donné, et ceci simultanément pour tous les autres titres existants<sup>38</sup>.

La prise en compte de la multiplicité des investisseurs a abouti sous certaines hypothèses à un modèle qui exprime les rentabilités espérées d'équilibre. Ce modèle est le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (MEDAF), traduction de Capital Asset Pricing Model (CAPM). Il a été développé dans les années 1960, sur la base des travaux de Markowitz et de Tobin par les américains William Sharpe (1964), John Treynor (1965), John Lintner (1965), et le norvégien Jan Mossin (1966)<sup>39</sup>.

D'après Broquet et al (1997), le MEDAF est fondé sur les hypothèses suivantes<sup>40</sup>:

1. Les marchés sont parfaitement efficaces ;
2. Tous les investisseurs individuels ont un comportement rationnel et prennent des décisions de placement qui doivent situer leur portefeuille sur la frontière efficace ;
3. On peut prêter et emprunter à un taux sans risque toute qualité de monnaie sans limitation de volume ;
4. Les agents ont les mêmes anticipations sur les rendements « l'homogénéité des anticipations ».
5. Tous les investisseurs ont le même horizon économique qui comporte une seule période (i.e. : un mois) ;

---

<sup>38</sup> Poncet Patrick, Portait Roland, « La théorie moderne du portefeuille : théorie et application », Décembre 2009, page 806.

<sup>39</sup> Idem, page 806.

<sup>40</sup> Claude Broquet, Robert Cobbaut, Roland Gillet, André Von Den Berg, « Gestion de portefeuille », De Boeck& Larcier s.a, 1997, page 26.

6. Tous les placements sont parfaitement divisibles ( $X_i$  peut être très petit) et parfaitement liquide (instantanément transformable en monnaie sans frais) ;
7. Il n'y a ni coût de transaction, ni taxes ;
8. Les marchés sont parfaitement concurrentiels ;
9. L'information est gratuite et disponible simultanément pour tous.

Le MEDAF explique le taux de rentabilité d'un actif en fonction de son risque. Selon ce modèle, un titre a généralement deux risques ; spécifique qui est éliminé par la diversification (puisque le portefeuille de marché est diversifié) et le risque non diversifiable qui est rémunéré. Donc, seul le risque du marché est rémunéré. Ce risque est mesuré par le bêta et la rémunération est la prime du risque qui est fonction de la prime de marché et du bêta qui mesure la sensibilité du titre aux mouvements du marché et que les actifs ayant le même bêta ont le même rendement<sup>41</sup> (voir annexe 3).

Ce modèle indique aux actionnaires le taux de rémunération qu'ils sont en droit d'exiger étant donné le risque qu'ils acceptent. C'est le taux d'actualisation des dividendes futurs quand il s'agira d'estimer la valeur d'une action<sup>42</sup>.

Il est également utilisé pour évaluer les stratégies d'investissement sur les marchés financiers par rapport à une stratégie passive à travers les ratios de performances suivants, et dont les formules seront données en annexe 4<sup>43</sup> :

1. Le ratio de Sharpe ;
2. Le ratio de Treynor ;
3. L'alpha de Jensen.

Bien que le MEDAF ait révolutionné la théorie financière, mais il a été vivement critiqué, essentiellement parce qu'il est basé sur des hypothèses difficiles à réaliser et que le bêta seul est insuffisant pour expliquer le rendement. Certains facteurs fondamentaux jouent

---

<sup>41</sup> [www.GesPriv.com](http://www.GesPriv.com), "Model d'Equilibre des actifs financiers".

<sup>42</sup> Claude Broquet, Robert Cobbaut, Roland Gillet, André Von Den Berg, « Gestion de portefeuille », De Boeck & Larcier s.a, 1997, page 28.

<sup>43</sup> Poncet Patrick, Portait Roland, « La théorie moderne du portefeuille : théorie et application », Décembre 2009, page 824.

un rôle complémentaire à celui du marché. Le modèle à trois facteurs de Fama et French est l'une des réponses concrètes à ces critiques.

### **3.3. Le modèle à trois facteurs de Fama et French**

Le modèle à trois facteurs a été développé par Eugène Fama et Kenneth French (1993). Il est considéré comme une extension du Modèle d'Évaluation par Arbitrage ; qui est un modèle multifactoriel développé par Ross en 1976<sup>44</sup>. Ce modèle a apporté des corrections au MEDAF qui est un modèle uni facteur et expliqué que le rendement d'un titre ne peut pas être expliqué uniquement par le marché, mais également par d'autres facteurs sans donner de précisions sur les facteurs exactes et leur nombre. A travers leur modèle, Fama et French déterminent deux autres facteurs qui influent sur le rendement des actifs.

Selon le MEDAF, seul le risque de marché est rémunéré, mais pour Fama et French deux autres risques représentatifs du risque de vulnérabilité économique et de détresse financière des entreprises doivent également être rémunérés. Ces deux autres risques, sont spécifiques aux entreprises de petites capitalisation mesuré par la capitalisation boursière et les entreprises sous-évaluées mesuré par ce qui est appelé book-to-market (valeur comptable/valeur de marché)<sup>45</sup> (voir annexe 6).

Plusieurs autres modèles existent, mais les plus connus et utilisés sont le MEDAF et le modèle de French et Fama. Ces modèles sont utilisés par les gestionnaires d'actifs afin d'élaborer leurs stratégies. Ils diffèrent sur plusieurs points étant donné que certains sont venus critiquer d'autres. Néanmoins, Ils se basent tous sur l'idée que pour espérer plus de rendement, il faut oser prendre plus de risque.

### **Conclusion**

Les fonds d'investissement sont des investisseurs importants au sein de l'entreprise. Ils leurs fournissent des capitaux et interviennent dans la prise de décision en tant

---

<sup>44</sup> Esch Louis, Keiffer Robert, Lopez Thierry, « Asset & Risk management, la finance orientée risque », Edition De Boeck & Larcier S.A, 2003, Paris, page 21.

<sup>45</sup> Limaïem Meriem, Université de Québec, "Les facteur du modèle de Fama et French", Mars 2009, page2.

qu'actionnaires. Outre l'entreprise, la vie des épargnants se trouve aussi affectée par ces fonds étant donné qu'ils leur confient la gestion de leur épargne.

Ce chapitre a exposé les différents fonds d'investissement, leurs stratégies de gestion de portefeuille et enfin, les modèles théoriques qui sont à l'origine de la mise en place de ces stratégies.

Ces fonds d'investissement, quelque soit leur type, OPC, fonds de pension, capital investissement, fonds spéculatifs et même fonds souverains qui sont l'objet de ce présent mémoire, partagent certaines caractéristiques communes à savoir :

- Ces fonds sont tous des gestionnaires d'épargne. En effet, les fonds souverains gèrent l'épargne des Etats alors que les autres fonds gèrent l'épargne provenant des salariés, particuliers, propriétaires de fortunes.
- Ces fonds interviennent sur les marchés de capitaux nationaux et internationaux et gèrent des portefeuilles d'actifs diversifiés en tenant compte des deux critères que sont le rendement et le risque.

D'après ces points communs partagés par les différents fonds, on peut conclure que leurs interventions sur les marchés financiers sont les mêmes. Par conséquent, l'étude des fonds de pension, des OPC, des fonds de capital investissement et des fonds spéculatifs pourrait nous renseigner sur le fonctionnement des fonds souverains sur les marchés financiers.

## **Introduction**

Bien des différences caractérisent les pays. Des différences sur le plan économique, social et culturel. Néanmoins, ils se sont accordés à créer le même phénomène, des fonds d'Etat à qui ils ont assignés des objectifs basés sur leurs besoins et défis qu'ils affronteront à l'avenir.

La création de ces fonds remonte à des décennies, mais ils n'ont jamais eu autant de notoriété et cela est du d'un côté, à leurs tailles croissantes suite à la hausse des prix des matières premières et des excédents commerciaux. De l'autre côté, à leurs investissements qui ont défrayés la chronique durant la crise des sub primes.

Ce chapitre aura pour objectif de décrire ces fonds, en expliquant leurs sources de financement, leurs objectifs, leur émergence et évolution historique et enfin leur poids parmi les autres acteurs des marchés de capitaux internationaux et indicateurs économiques mondiaux, pour passer par la suite à l'explication des principales raisons ayant poussées les pays à les créer.

### **Section 1 : Définition, types et évolution historique des fonds souverains**

Les fonds souverains sont des fonds d'investissement d'Etats dont l'histoire remonte à des décennies. Ils sont répartis partout dans le monde et ont différents objectifs. Leur actuelle notoriété est due à leur taille de plus en plus importante ainsi qu'à leurs investissements. Tous ces éléments seront détaillés dans la présente section.

#### **1.1. Définition des fonds souverains**

Bien que les fonds souverains soient un phénomène assez ancien (le premier fonds a été créé par le Koweït durant les années cinquante), le terme « fonds souverain » ou « sovereign wealth fund » en anglais est de création récente. Il a été utilisé pour la première fois en 2005 par Andrew Rozanov dans un article intitulé « Qui détient la richesse des nations ? »<sup>1</sup>. Par la

---

<sup>1</sup> Rozanov Andrew, State Street Global Advisors, "Who holds the wealth of nations?", August 2005, page1.

suite, Le terme s'est généralisé et utilisé par différents économistes et institutions internationales.

Il n'y a pas de définitions communément acceptées des fonds souverains. Le tableau ci-dessous traitera certaines de ces dernières.

**Tableau N° 2: Les différentes définitions des fonds souverains**

| Auteur ou organisme   | Définition  |
|---|---|
| <b>Andrew Rozanov<br/>State Street Global<br/>Advisors<sup>2</sup></b>              | Les fonds souverains sont des produits dérivés des excédents budgétaires nationaux accumulés durant des années dus à des situations macro-économiques, fiscales, et commerciales favorables, combinées avec une planification budgétaire à long terme et des dépenses restreintes. Ces fonds sont mis en place pour les objectifs suivants : (i) protéger le budget et l'économie des excès de volatilité dans les revenus, (ii) aider les autorités monétaires à stériliser des liquidités indésirables, (iii) mettre en place une épargne pour les générations futures, (iv) utiliser les fonds pour le développement économique et social. |
| <b>FMI<sup>3</sup></b>  | Les fonds souverains sont des fonds d'investissement créés ou détenus par un gouvernement, mis en place pour réaliser divers objectifs macroéconomiques. Ils sont communément financés par le transfert de réserves de change qui sont investies à l'étranger et à long terme.  |
| <b>Mckinsey Global Institute<br/>(2008)<sup>4</sup></b>                             | Les fonds souverains ont des portefeuilles diversifiés composés d'actions, de titres à revenus fixes, immobilier, dépôts en banques, et des investissements alternatifs tels que les hedges funds et les fonds de private equity.   |
| <b>Edwin Truman<br/>Institute of International<br/>Economics (2008)<sup>5</sup></b> | La plus large définition des fonds souverains est qu'ils sont un ensemble d'actifs détenus ou contrôlés par un gouvernement. Les définitions les plus restreintes peuvent exclure les entreprises publiques financières ou non financières ou les fonds de pensions publiques. J'utilise « fonds souverain » comme un terme descriptif d'un ensemble d'actifs détenus ou contrôlés par le gouvernement qui inclut des actifs internationaux. J'inclus tous les fonds de retraites publiques, ainsi que les non retraites. Ces fonds gèrent des actifs négociables et ont des objectifs similaires.  |

<sup>2</sup> Idem.

<sup>3</sup> Allen Mark, Caruana Jaime, International Monetary Fund, "Sovereign Wealth Funds", February 2009, page4

<sup>4</sup> Boer.k, Farrell D, Figeo.C, Lund.S, Thompson.F, Turner.J, Mckinsey Global Institute, "The coming Oil Windfall in the Gulf", January 2008, page8.

<sup>5</sup> Truman Edwin, Peterson Institute for International Economics, "Four Myths About Sovereign Wealth Funds", August 2008.

**Tableau N° 2: Les différentes définitions des fonds souverains (suite)**

| Auteur ou organisme  | Définition  |
|--|---|
| <b>OCDE (2008)<sup>6</sup></b>                                   | Les fonds souverains sont un ensemble d'actifs détenus et gérés directement ou indirectement par les gouvernements, pour atteindre des objectifs nationaux. Ils peuvent être financés par : (i) des réserves de change ; (ii) la vente des ressources rares ; (iii) des revenus fiscaux ou autres. Il y a un nombre d'objectifs potentiels des fonds souverains, qui ne sont pas faciles à attribuer à un fonds particulier, et certains peuvent avoir plus d'un. Certains de ces objectifs sont : (i) diversifier les actifs ; (ii) avoir de meilleurs rendements sur les actifs ; (iii) assurer les retraites pour le futur ; (iv) assurer l'avenir aux générations futures lorsque les ressources naturelles s'épuiseront ; (v) la stabilisation des prix ; (vi) promouvoir l'industrialisation; et (vii) promouvoir des objectifs stratégiques et politiques. |
| <b>Steffen Kern (2008)<sup>7</sup><br/>Deutsch Bank Research</b> | Les fonds souverains sont des fonds d'investissement détenus par l'Etat, ils sont communément financés par le transfert des avoirs en devises qui sont mis en place pour servir des objectifs de fonds de stabilisation, de fonds de réserves ou de fonds pour les générations futures, de fonds de développement, de fonds de réserve pour les retraites, en investissant des fonds à long terme et souvent à l'étranger.  |
| <b>Sovereign wealth fund<br/>Institute<sup>8</sup></b>           | Un fonds souverain est un fonds d'investissement appartenant à l'Etat, il investi dans des actifs financiers tels que les actions, obligations, immobilier et autres instruments financiers. Ce fonds est financé par les avoirs en devises étrangères, qui peuvent inclure : les excédents de balance de paiement, les opérations officielles sur le taux de change, produits de privatisation, excédents fiscaux, et/ou des revenus d'exportation de matières premières. Les fonds souverains peuvent être structurés comme fonds, pool, ou société. La définition des fonds souverains exclu les réserves détenues par les autorités monétaires pour des objectifs de balance de paiement et de politique monétaire, les entreprises publiques, les fonds de pensions publiques.   |

Source: Adapté de Balding, Christopher, University of California, "A portfolio analysis of sovereign wealth funds", June 2008, page10.

<sup>6</sup> Balding, Christopher, University of California, "A portfolio analysis of sovereign wealth funds", June 2008, page10.

<sup>7</sup> Kern Steffen, Deutsch Bank Research "Sovereign wealth funds and foreign investment policies", October 2008, page 2.

<sup>8</sup> www.swfinstitute.com.

Truman (2008)<sup>9</sup> inclue dans sa définition des fonds souverains les fonds de pension publics tel que le fonds CalPERS. Ces fonds ont certes des points communs avec les fonds souverains, mais ne peuvent pas être considérés comme tel parce qu'ils ont également des différences. Selon Stephen Jen de la Morgan Stanley<sup>10</sup>, les fonds souverains, les fonds de pension publiques, et les réserves officielles sont des cousins proches, ils ont des points communs, mais également des différences qui peuvent être résumées en trois points :

Premièrement, les réserves officielles sont par définition à 100% en devises étrangères, et sont utilisées en premier lieu pour les interventions sur le taux de change. Les fonds souverains n'ont pas besoin d'être à 100% mais en grande partie en devises étrangères, par exemple le fonds Temasek holdings de Singapour et khazanah Nasional Berhad de Malaisie ne le sont pas, et pourtant, ils sont considérés comme fonds souverains parce qu'ils ont une forte exposition aux devises étrangères. Par contre, les fonds de pensions publiques pourraient avoir un faible contenu en devises citant comme exemple le fonds japonais « Government Pension Investment Fund » (GPIF) et l'américain Social Security Trust Fund qui ont une composition de 0% et 13% respectivement.

Deuxièmement, les fonds de pension publiques ont des engagements de retraites, alors que les réserves officielles et les fonds souverains n'ont ou presque pas de passif exigible.

Troisièmement, les fonds souverains et fonds de pension publiques ont deux points communs, la tolérance au risque et les horizons d'investissement longs, alors que les réserves officielles ont des tendances inverses à cause du besoin d'être liquide et en sécurité.

D'après le même auteur, les fonds souverains doivent avoir quatre ingrédients<sup>11</sup>:

1. Souverain ;
2. Une exposition aux devises étrangères ;
3. Pas de d'engagements explicites ;
4. Une forte tolérance au risque ;
5. Des horizons d'investissement longs.

---

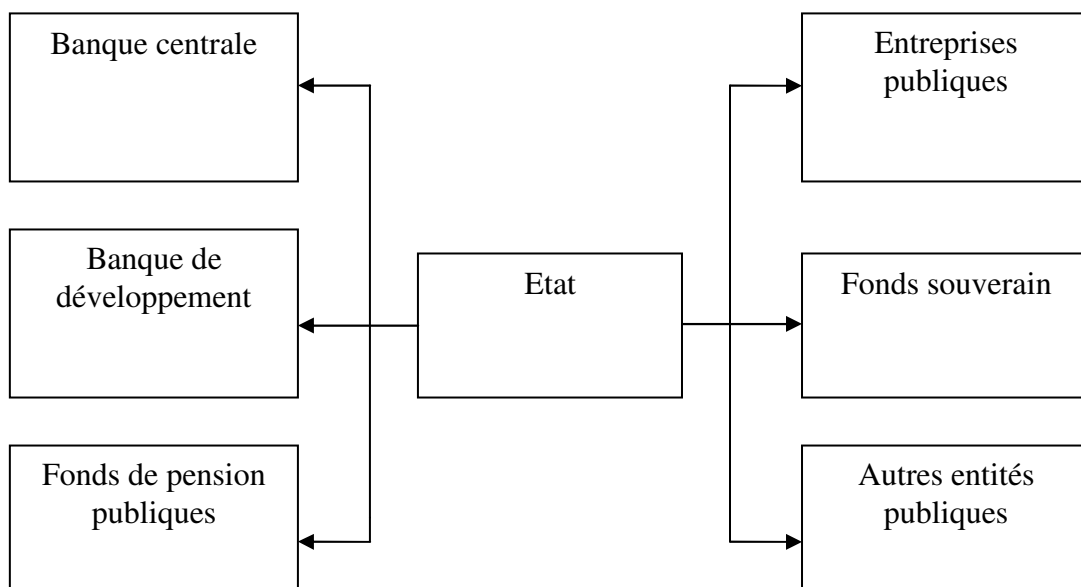
<sup>9</sup> Truman Edwin, Peterson Institute for International Economics, "Four Myths About Sovereign Wealth Funds", August 2008.

<sup>10</sup> www.morganstanley.com, Jen Stephen, Morgan Stanley, "The definition of sovereign wealth funds", 2007.

<sup>11</sup> Idem.

D'une manière générale, les fonds souverains sont des fonds d'investissement appartenant aux Etats. Ils sont communément financés par le transfert des avoirs en devises, qu'ils gèrent séparément des réserves officielles, pour divers objectifs : de stabilisation, de transfert de richesse entre générations, de développement et autres. En faisant cela, les fonds souverains peuvent être considéré comme complémentaire des autres entités publiques comme c'est illustré dans le schéma ci-dessous.

### Schéma N° 1 : La place des fonds souverains parmi les investisseurs publics



Source: Kern Steffen, Deutsch Bank Research “Sovereign wealth funds and foreign investment policies”, October 2008, page 2.

#### 1.2. Les types de fonds souverains

Les fonds souverains ne peuvent être considérés comme entités homogènes, parce qu'ils présentent beaucoup de différences. Les fonds singapouriens par exemple, ont été créés sous forme de sociétés privées, régie par la loi sur les sociétés du pays alors qu'il en ai autrement pour les autres<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page 5.

Les auteurs ont été aussi divergents dans leur traitement des fonds souverains. Certains les ont traités par rapport à leur mode de financement Rozanov (2005)<sup>13</sup>, Rose (2008)<sup>14</sup>, et Reisen (2008)<sup>15</sup>, d'autres par contre, par rapport à leurs objectifs Kern (2008)<sup>16</sup> et Singh(2009)<sup>17</sup>. Dans ce cas, deux critères peuvent être retenus dans la classification des fonds souverains :

- La source de financement
- L'objectif.

### 1.2.1. Les types de fonds souverains classés selon la source de financement

Les fonds accumulés par les pays ayant créé des fonds souverains proviennent de sources différentes tels que les hydrocarbures, les excédents commerciaux et fiscaux, ce qui nous donne deux catégories de fonds :

- **Les fonds de matières premières (Commodity Funds) :** Ces fonds sont financés exclusivement par les revenus d'exportation de matières premières, le pétrole et le gaz en grande partie (ex : le fonds d'Abou Dhabi, le fonds de Norvège, de l'Alaska etc.), mais également le cuivre (Chili), le phosphate (Kiribati), diamant (Botswana).
- **Les fonds hors matières premières (Non-commodity Funds) :** Ce sont des fonds financés non pas par les revenus d'exportation de matières premières, mais plutôt par des excédents commerciaux (ex : les fonds chinois et sud coréen) ainsi que par des excédents budgétaires, et produits de privatisations (ex : les fonds de Singapour).

---

<sup>13</sup> Rozanov Andrew, State Street Global Advisors, "Who holds the wealth of nations?", August 2005, page1.

<sup>14</sup> Rose Norton, "Sovereign Wealth Funds, the global private equity landscape survey", June 2008.

<sup>15</sup> Reisen Helmut, OECD Development Center, "How to spend it? Commodity and non commodity sovereign wealth funds", July 2008, page 6-7.

<sup>16</sup> Kern Steffen, Deutsch Bank Research "Sovereign wealth funds and foreign investment policies", October 2008, page5.

<sup>17</sup> Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page 5.

### 1.2.2. Les types de fonds souverains classés selon l'objectif

Truman (2008)<sup>18</sup> dans son étude a divisé les fonds souverains en deux catégories ; les fonds ayant comme objectif le financement des retraites et les fonds n'ayant pas cet objectif. D'autre par contre ont parlé de plusieurs types en se basant sur différents objectifs Kern (2008), Singh (2008). D'une manière générale, les fonds souverains ont été créés pour suivre certains objectifs résumés par Singh dans les catégories suivantes<sup>19</sup>:

- **Les fonds de stabilisation :** Ces fonds sont souvent mis en place par des pays riches en ressources naturelles, afin de se procurer un support budgétaire, et aussi protéger l'économie nationale contre la volatilité des prix de ces ressources sur les marchés internationaux. Ces fonds sont souvent créés durant la période de boom et épuisés quand les prix des produits exportés baissent, ou lorsqu'il y a pénurie de réserves. Le fonds de réserves de Russie en est un exemple.
- **Les fonds d'épargne :** Ces fonds sont mis en place par des gouvernements pour créer des richesses à long terme, afin de faire face à des besoins futures. Les sources de ces fonds sont l'exportation des matières premières. Pour les pays exportateurs de matières premières, les fonds d'épargne leur permettront de transformer des actifs non renouvelables tel que le pétrole en actifs financiers, et cela pour protéger la richesse du pays et la sauvegarder pour les générations futures (ex : Alaska permanent fund).
- **Les fonds de réserve pour les retraites :** Ces fonds sont mis en place pour financer des dépenses de retraites publiques futures. Détenus directement par le gouvernement, les fonds de réserves pour les retraites sont des fonds souverains qui investissent beaucoup à l'étranger, dans une large gamme d'actifs. Quelques exemples de ces fonds incluent : les fonds de Norvège, d'Australie, de Nouvelle Zélande et d'Irlande.

---

<sup>18</sup> Truman Edwin, Peterson Institute, « A blueprint for sovereign wealth fund best practices », April 2008, page13.

<sup>19</sup> Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page 6.

- **Les fonds de développement :** Certains gouvernements ont créé des fonds de développement pour réaliser des projets de développement, tels que les infrastructures, essentiellement au niveau national ainsi que l'investissement au niveau régional. Ces fonds assurent les objectifs de politique de développement de leurs gouvernements respectifs. Les exemples de ce type de fonds incluent : Temasek Holdings de Singapour, Khazanah Nasional Berhad de Malaisie, Mubadala d'Abu Dhabi.

Les sources de financement et les objectifs des fonds souverains vont servir à mettre en place le tableau n°3 qui classera certains fonds souverains d'après ces deux critères.

**Tableau N° 3 : Classement de fonds souverains selon leur source de financement et leur objectif**

| Sources / Objectifs                                    | Revenus d'exportation de matières premières  | Recettes fiscales   | Réserves de change  |
|--|--|---|---|
| <b>Stabilisation des revenus</b>                       | Russie : Reserve Fund<br>Kuwait : Kuwait Investment Authority<br>Mexique : fonds de stabilisation des recettes pétrolières |   |   |
| <b>Génération futures/retraites publiques</b>          | Russie : National Welfare funds<br>Norvège : Government Pension Fund-Global  | Australie: Future fund<br>Nouvelle Zélande: Superannuation fund     |   |
| <b>Gestion des fonds de l'Etat</b>                     | Mubadala   | Singapour : Temasek Holdings<br>Malaysia : Khazanah Nasional Berhad | Chine: CIC  |
| <b>Optimisation de la richesse ou rendement/risque</b> | Abu Dhabi : ADIA<br>Qatar : QIA  | Singapour : GIC   | Réserves de changes gérée par :<br>Singapour : GIC<br>Corée du sud : KIC<br>Chine : CIC |

Source: JP Morgan, 2008 in Singh Kavaljit (2009), « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », page 16.

### 1.3. Emergence et évolution historique des fonds souverains

En voyant la réaction du monde à l'égard des fonds souverains ces dernières années, on croirait presque que c'est un nouveau phénomène, pourtant, ils existent depuis des décennies, Certains disent même que le premier fonds souverain au monde est la caisse des dépôts et consignation créée en France en 1816<sup>20</sup>.

L'apparition des fonds souverains a connu des étapes au fil du temps. Ces étapes illustrées dans le graphe n°1 sont classées par décennies, commence depuis l'apparition pour la première fois jusqu'à ces dernières années, et se caractérisent par les éléments suivants :

- La création des plus grands fonds souverains du monde.
- Le nombre de fonds créés durant les étapes.

#### Etape1 : Emergence et évolution des fonds souverains de 1950-1959

Cette décennie correspond à la première vague de fonds souverains apparue après la seconde guerre mondiale, au début des années 1950. L'administration coloniale britannique a pris l'initiative de mettre en place des fonds souverains dans ses colonies. Le Kuwait alors colonie britannique, a créé le premier fonds souverain du monde, le « Kuwait Investment Board » à Londres en 1953 par Cheikh Abdullah Al Salem Al Sabah pour investir les excédents de revenus d'exportation de pétrole, pour des objectifs de transfert de richesse entre générations. Plus tard, son nom a changé pour devenir l'actuel « Kuwait Investment Authority ». Sa politique d'investissement officielle a été mise en place par le ministère des finances après l'indépendance du Kuwait en 1961<sup>21</sup>.

Le deuxième fonds a vu le jour dans le Pacifique, dans une ancienne colonie britannique appelée les îles Gilbert (devenue la République du Kiribati après son indépendance en 1979). Le Kiribati Revenue Equalization Fund a été créé en 1956 pour gérer les revenus d'exportation de phosphate (Guano), qui constituait environ 50% de ses revenus. L'objectif du fonds était de transférer la richesse entre les générations.

---

<sup>20</sup> Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page7.

<sup>21</sup> Idem, page8.

Actuellement, le fonds gère environ 600 millions de dollar australien, approximativement neuf fois le PIB du pays et des rendements d'investissement contribuant à 33% du PIB<sup>22</sup>.

### **Etape 2 : Emergence et évolution des fonds souverains de 1960-1969**

D'après la littérature consultée, aucun fonds souverain n'a été créé durant cette décennie, et ceux créés durant les années cinquante se sont fait très discrets.

### **Etape 3 : Emergence et évolution des fonds souverains de 1970-1979**

C'est la deuxième vague de création de fonds souverains. D'important fonds ont été créés durant cette décennie. En 1974, le Singapour a créé le « Temasek Holdings » pour gérer ses excédents fiscaux, suivi par l'Alaska, le Canada et Abu Dhabi en 1976 pour gérer leurs excédents de revenus d'exportation de pétrole.

Cette étape a été également marquée par l'acquisition en 1974 par les libyens et kuwaiti de parts minoritaires dans les sociétés allemandes Daimler et Krupp, via des ventes privées des familles propriétaires. Ces investissements en capital qui ont été vivement critiqués en Allemagne, furent transférés par la suite aux fonds souverains libyen et kuwaiti<sup>23</sup>.

### **Etape 4 : Emergence et évolution des fonds souverains de 1980-1989**

Cette décennie a vu la création de grands fonds souverains, tels que le « government of Singapore Investment Corporation » en 1981, le « Libyan Arab Foreign Investment Company » dont l'objectif est de réaliser des investissements à long terme dans des actifs étrangers à haut rendement, suivi par le « Brunei Investment Agency » créée deux ans plus tard en 1983.

Cette décennie a été marquée par le krach boursier de 1987, cette année là KIA a acquis 21,7% de parts dans le capital de British Petroleum, une opération très critiquée ce qui a poussé le gouvernement britannique à insister sur KIA pour ramener sa participation à 9,9%,

---

<sup>22</sup> Ping Xie, Chao Chen, « The theoretical logic of sovereign wealth funds », June 2009, page2.

<sup>23</sup> Bortolotti Bernardo, Fotack Veljko, Megginson William, Miracky William, « Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance », avril 2009, page45.

ce qu'il fit à contrecœur l'année suivante<sup>24</sup>. L'autre événement survenu également durant cette décennie est la résiliation en 1986 d'un contrat du département de la défense US avec une des filiales de l'entreprise italienne FIAT, à cause de la participation du gouvernement libyen dans le capital de cette dernière à travers son fonds souverain<sup>25</sup>.

#### **Etape 4 : Emergence et évolution des fonds souverains de 1990-1999**

L'année 1990 était très importante pour l'histoire des fonds souverains. C'est durant cette année que le gouvernement norvégien a créé son fonds. A l'origine c'était juste un fonds pétrolier créé pour gérer les revenus d'exportation de pétrole de la Mer du Nord. En 2006, le fonds a changé de nom pour devenir l'actuel « Pension Fund Global », qui malgré son nom il n'a pas d'obligation de payer des retraites qui sont plutôt payées par un fonds de pension surnommé National Insurance Scheme Fund<sup>26</sup>. La Malaisie a créé le « Khazanah Nasional Berhad » en 1993 pour gérer les excédents commerciaux et réaliser des investissements stratégiques. Mis à part ces deux importantes créations, les fonds souverains se sont fait très discret.

#### **Etape 5 : Emergence et évolution des fonds souverains de 2000-2009**

Le nombre de fonds souverains a beaucoup augmenté durant cette étape. En effet, beaucoup de pays ont créé leurs fonds tel que le Qatar en 2003. Durant cette même année, la Russie a créé un fonds de stabilisation qui donnera naissance (février 2008) à deux autres fonds ; « Oil Stabilization Fund » et « National Welfare Fund ». A partir de 2005, d'autres fonds ont été créés suite aux prix records des matières premières et l'accumulation rapide des réserves de changes. La Corée du Sud a lancé son fonds en 2005 en lui transférant 17 milliards de dollar et la Chine en 2007 avec 200 milliards de dollar<sup>27</sup>. D'autres fonds tel que le fonds d'investissement stratégique de France (2008) ont été créés afin de faire face à la crise des sub primes.

Après avoir été discret durant la décennie 1990, les fonds souverains reviennent sur la scène en 2001, lorsque Khazanah Nasional a acquis 100% de United Engineers, un groupe

---

<sup>24</sup> Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page 7.

<sup>25</sup> Knill April, Lee Bong-soo, Manck Nathan, « Sleeping with the enemy or A ounce of prevention: Sovereign wealth funds investments and market destabilisation », January 2009, page 1.

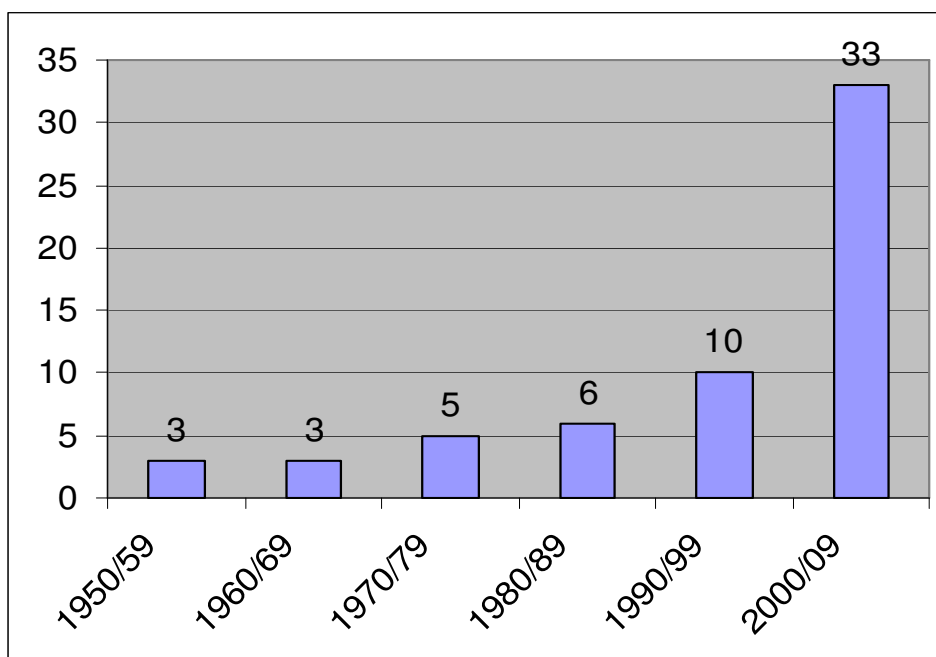
<sup>26</sup> Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page 32.

<sup>27</sup> Idem, page 11.

d'entreprises de son pays, dans le plus grand rachat d'entreprise cotée par un fonds souverain, et en 2006, Temasek holdings a acquis 49% de parts dans l'entreprise de télécommunication thaïlandaise vendu par la famille du premier ministre Takshin Shinawatra, cette vente a suscité d'énormes controverses dans le pays, quelques mois après Shinawatra a fait l'objet d'un coup d'Etat. Durant cette même année, les fonds souverains se sont tournés vers le secteur financier occidental qui se trouvait en difficulté. Cette année là, Temasek Holdings a acquis 11,5% de Standard Chartered Plc en mars pour 40 milliards de dollar. Sept mois plus tard, il a augmenté sa part de 2,7% pour un milliard de dollar<sup>28</sup>.

Durant l'année 2007, la porte a été ouverte pour les investissements des fonds souverains qui ont fait d'énormes achats dans des banques et institutions financières occidentales en difficulté.

**Graphe N° 1 : Evolution du nombre de fonds souverains**



Source: Adapté de Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page7.

Ce graphe montre l'évolution du nombre des fonds souverains selon six décennies, il montre également que la majorité de ces fonds ont été créés durant la décennie 2000/2009.

<sup>28</sup> Idem.

Dans cette section, nous avons vu qu'il n'y avait pas de définition précise et communément acceptée des fonds souverains, que les modes de financement et objectifs diffèrent d'un fonds à l'autre. On a également appris que l'émergence de ces fonds remonte à des décennies et que leur nouvelle notoriété est due à la croissance rapide de leur taille.

## **Section2 : Distribution géographique, taille et poids des fonds souverains**

Les fonds souverains sont répartis partout dans le monde. Beaucoup de pays détiennent des fonds qui pour certains sont énormes en matière d'actifs sous gestion tandis que d'autres sont petits.

Ces fonds gèrent de grandes quantités de capitaux ce qui les placent au côté des grands investisseurs institutionnels mondiaux. Dans cette section, on exposera tous ce qui concerne leur distribution géographique, leur taille et leur poids parmi les autres investisseurs et indicateurs économiques mondiaux.

### **2.1. La distribution géographique des fonds souverains**

Même si les plus grands fonds souverains au monde appartiennent aux pays en développement, ces fonds ne sont pas seulement la propriété de ces derniers. Les pays développés en possèdent également, les USA a constitué en 1976 l'« Alaska Permanent Fund » pour investir les revenus du pétrole. D'autres fonds de plus petite taille ont été créés par des Etats américains à savoir : le Nouveau Mexique, Wyoming, et Alabama. Pour l'Europe, le Norvège possède l'un des plus importants fonds souverains au monde « Government Pension Fund Global », l'Australie a récemment créé son fonds « The Government Future Fund ». Ces fonds gèrent environ 20% du total des actifs sous gestion des fonds souverains<sup>29</sup>.

Les matières premières sont la principale source de financement des fonds souverains, suivies par les excédents commerciaux et fiscaux. Cependant, il existe une minorité de fonds qui n'ont rien à voir avec ces sources, parce qu'ils sont créés à partir d'aides internationales tel que le Palestinian Investment Fund (PIF). La plupart de ses fonds ont été amassés par Yasser Arafat à partir d'aides internationales et qui ont été dirigés vers un compte qu'il

---

<sup>29</sup> Kotter Jason, Lel Ugur « Friends or Foes? The stock price impact of sovereign wealth funds acquisitions and the price of keeping secrets », 2008.

contrôlait. Son successeur, le président Mahmoud Abbas a déplacé l'argent vers un fonds distinct. Ce fonds soutient les programmes de construction immobilière à Ramallah et en Cisjordanie. Le fonds a payé environ 60 millions USD pour aider au développement de la Cisjordanie et une donation de 260 millions USD pour couvrir le déficit du budget palestinien en 2007<sup>30</sup>.

Dans le tableau qui suivra, les fonds souverains seront classés par :

- Zone géographique ;
- Montant des actifs sous-gestion.

Les trois graphes qui suivront auront pour objectif de donner la liste des plus grands fonds souverains au monde (graphe n°2), la distribution géographique des avoirs des fonds souverains (graphe n°3) et une carte géographiques montrant la situation géographique des fonds souverains selon leur taille (graphe n°4).

**Tableau N° 4 : Les fonds souverains à travers le monde**

| Région                  | Nom du fonds  | Date de création | Taille des actifs sous gestion en milliards de dollar |
|-------------------------|---|------------------|---|
| <b>Amérique du nord</b> | Alaska Permanent Reserve Fund Corporation (APRF), (US-Alaska)       | 1976             | 40  |
|                         | Alberta Heritage Savings Trust Fund, (Canada)                       | 1976             | 17  |
|                         | New Mexico State Investment Office Trust Funds, (US-New Mexico)     | 1958             | 15  |
|                         | Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (PWMTF),(US-Wyoming)           | 1974             | 4,0   |
|                         | Alabama Trust Fund, (US-Alabama)                                    | 1986             | 3,1   |
| <b>Amérique latine</b>  | National Development Fund, (Venezuela)                              | 2005             | 21  |
|                         | Economic and Social Stabilization Fund (ESSF), (Chili)              | 2007             | 17  |
|                         | Oil Income Stabilization Fund, (Mexique)                            | 2000             | 5,0   |
|                         | Pension Reserve Fund, (Chili)a                                      | 2007             | 2,4   |
|                         | Oil Stabilization Fund, (Colombie)                                  | 1995             | 2,1   |
|                         | Investment Fund for Macroeconomic Stabilization (FIEM), (Venezuela) | 1998             | 0,8   |
|                         | Fundo Soberano do Brazil  | 2008             | 6,1   |

<sup>30</sup> www.Guardian.com, « Palestinian plan to boost housing by investing in city hedge funds », October 2009.

Tableau N° 4 : Les fonds souverains à travers le monde (suite)

| Région       | Nom du fonds  | Date de création | Taille des actifs sous gestion en milliards de dollar |
|--------------|---|------------------|---|
| Europe       | Government Pension Fund-Global,(Norvège)  | 1990             | 396,5   |
|              | Reserve Fund, (Russie)  | 2008             | 141   |
|              | National Welfare Fund, (Russie)   | 2008             | 49  |
|              | National Pensions Reserve Fund(NPRF), (Irlande)                                     | 2001             | 31  |
|              | Fonds d'Investissement Stratégique (France)   | 2008             | 29  |
|              | State Oil Fund of Republic of Azerbaijan (SOFAZ)                                    | 1999             | 3,3   |
| Moyen orient | Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), (Emirats Arabes Unies)                       | 1976             | 875   |
|              | SAMA Foreign Holdings (Arabie Saoudite)   |                  | 300   |
|              | Kuwait Investment Authority (KIA), (Kuwait)   | 1953             | 264   |
|              | Dubai Investment Corporation (DIC)  | 2006             | 82  |
|              | Qatar Investment Authority (QIA)  | 2005             | 60  |
|              | Brunei Investment Agency (BIA)  | 1983             | 35  |
|              | Kazakhstan National Fund (KNF)  | 2000             | 26  |
|              | Abu Dhabi International petroleum Investment Company                                | 1984             | 12  |
|              | Mubadala Development Company,(Abu Dhabi)  | 2002             | 10  |
|              | Istithmar World of Dubai  | 2003             | 10  |
|              | State General Stabilisation Fund (SGSF), (Oman)                                     | 1980             | 8,2   |
|              | Sanabil Al Saudia, (Arabie Saoudite)  | 2008             | 6,5   |
|              | Ras Al Khaimah Investment Authority (RAK IA), (Emirats Arabes Unis- Ras El Khaimah) | 2008             | 1,2   |
|              | Palestine Investment Fund,(Palestine)   |                  | 0,89  |
|              | Emirates Investment Authority   | 2007             | ND  |

**SAMA** : Bien que SAMA soit une banque centrale, elle est incluse dans la liste des fonds souverains étant donné ces activités d'investissement et de diversification importantes, au-delà des réserves traditionnelles<sup>31</sup>.

<sup>31</sup> Boer.k, Farrell D, Figuee.C, Lund.S, Thompson.F, Turner.J (2008), "The coming oil windfall in the gulf", Mckinsey Global Institute, page 12.

Tableau N° 4 : Les fonds souverains à travers le monde (suite)

| Région                      | Nom du fonds   | Date de création | Taille des actifs sous gestion en milliards de dollar |
|-----------------------------|--|------------------|---|
| Extrême orient et Australie | Safe Investment Company (Chine)                            | 1997             | 347.1   |
|                             | Government of Singapore Investment Corporation (GIC)       | 1981             | 330   |
|                             | China Investment Corporation (CIC)                         | 2007             | 200   |
|                             | Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio          | 1998             | 152   |
|                             | Temasek Holdings Ltd                                       | 1974             | 131   |
|                             | Australian Government Future Fund (AGFF)                   | 2004             | 59  |
|                             | Korea Investment Corporation (KIC)                         | 2005             | 30  |
|                             | Khazanah Nasional Berhad (KNB), (Malaisie)                 | 1993             | 16  |
|                             | Taiwan National Stabilisation Fund (TNSF)                  | 2000             | 15  |
|                             | New Zealand Superannuation Fund                            | 2003             | 11  |
|                             | China – Africa Development Fund (chine)                    | 2007             | 5   |
|                             | Timor-Leste Petroleum Fund                                 | 2005             | 3,0   |
|                             | Vietnam State Capital Investment Corporation (SCIC)        | 2005             | 2,1   |
|                             | Revenue Equalization Reserve Fund (RERF), (Kiribati)       | 1956             | 0,6   |
|                             | Phosphate Royalties Stabilization Fund (Nauru)             | 2007             | ND  |
| Tonga Trust Fund            | ND   | ND               |   |
| Afrique                     | Libyan Arab Foreign Investment Company (LAFICO), (Libye)   | 1981             | 100   |
|                             | Fonds de régulation des recettes (Algérie)                 | 2000             | 47  |
|                             | Excess Crude Account, (Nigeria)                            | 2004             | 17  |
|                             | Pula Fund (Botswana)                                       | 1993             | 6,6   |
|                             | Poverty Action Fund, (Uganda)                              | 1998             | 0,4   |
|                             | Funds for Future Generations (Gabon)                       | 1998             | 0,4   |
|                             | Fonds National des Revenus des Hydrocarbures, (Mauritanie) | 2006             | 0,3   |
|                             | Oil Revenue Stabilization Account (Soudan)                 | 2002             | 0,3   |
|                             | Reserve Fund for Oil, (Angola)                             |                  | 0,2   |
|                             | National Oil Account, (Sao Tomé, Principe)                 | 2007             | 0,02  |
| Caraïbes                    | Heritage and Stabilization Fund (Trinidad Tobago)          | 2007             | 2,0   |
|                             | Tuvalu Trust Fund (Tuvalu)                                 | ND               | 0,1   |

ND: non disponible

Source:

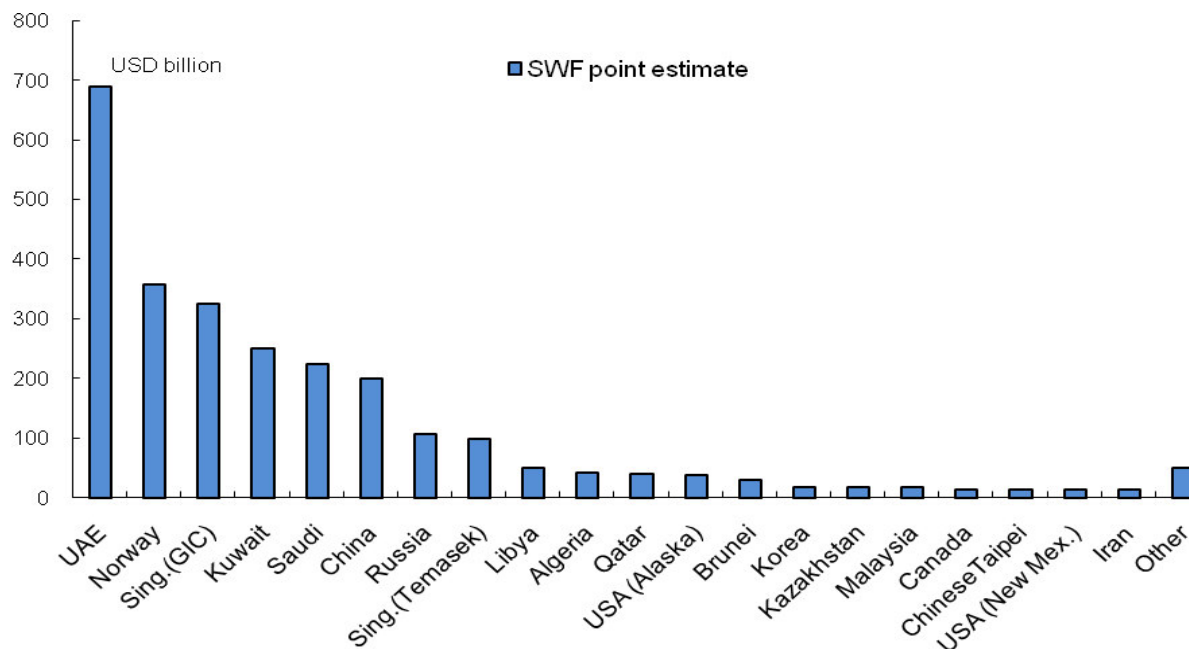
1) Kern Steffen, Deutch Bank Research “Sovereign wealth funds and foreign investment policies”, October 2008, page3.

2) Sovereign wealth fund institute.

D’après ce tableau, plus d’une quarantaine de fonds souverains existent dans le monde. Ils peuvent être distingués par rapport à :

- **La date de création** : certains sont très anciens tandis que les autres très récents ;
- **La situation géographique** : les fonds souverains sont créés par différents pays dans différentes zones géographiques
- **Les actifs sous gestions** : Certains fonds sont énormes en matière de fonds alors que d’autres sont très petits.

**Graphe N° 2: La taille des plus grands fonds du monde**



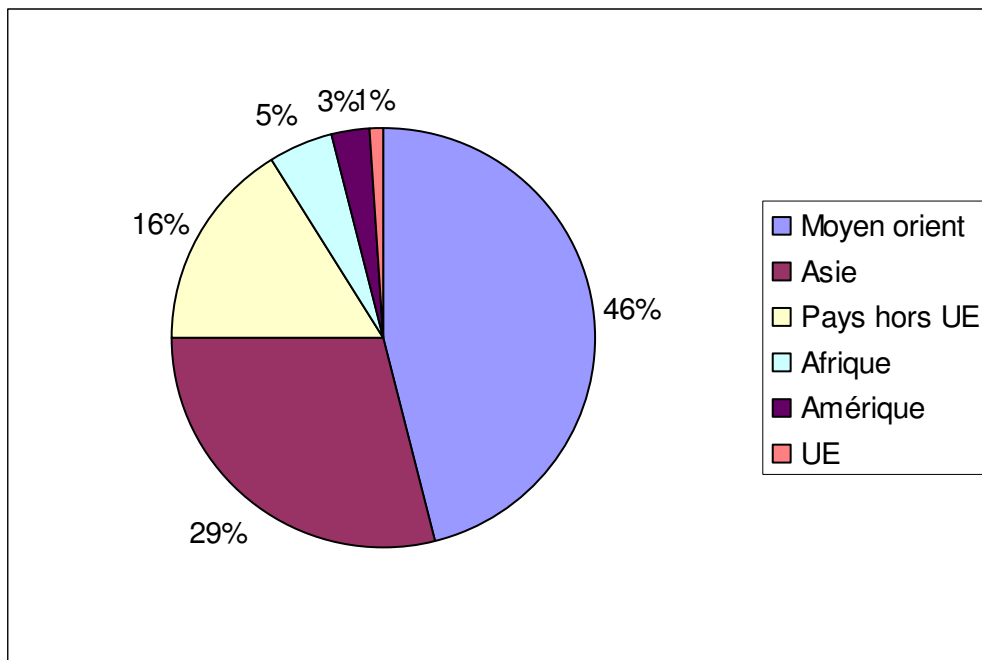
Source: Blundell, Yermo, Hu (2008), « Sovereign wealth funds and pension fund issues », page 32.

Les avoirs des fonds souverains sont concentrés dans les plus grands fonds (voir graphe n°3). Ainsi, ces fonds gèrent environ 85% du total des avoirs. Le plus grand fonds d’Abu Dhabi ADIA a lui seul gère environ 875 milliards de dollars, environ 27% du total<sup>32</sup>

<sup>32</sup> Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page12.

Les pays ayant créé le plus de fonds souverains sont concentrés au moyen orient. D'après Steffen Kern, presque la moitié des avoirs est détenue par les fonds du moyen orient, à peu près 1600 milliards, ce qui représente environ 46% du total. L'Asie, avec un volume tournant autour de 1000 milliards se positionne en seconde place avec 29%, suivie par les pays hors union européenne à savoir la Russie et le Norvège avec environ 600 milliards (16%) et l'Afrique avec 200 milliards (5%). L'UE et l'Amérique viennent en dernier avec moins de 1% du total (voir graphe n°3)<sup>33</sup>.

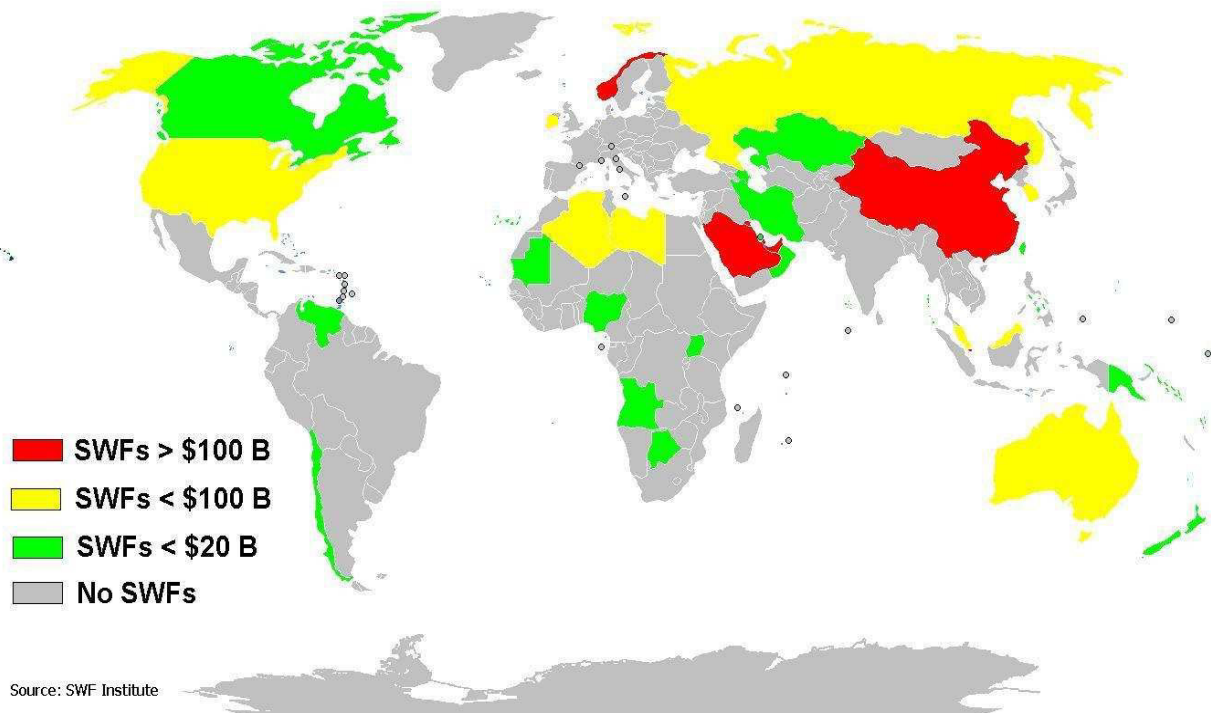
**Graphe N° 3 : Distribution des avoirs par zone géographique**



Source: Adapté de Kern Steffen, Deutsch Bank Research "Sovereign wealth funds and foreign investment policies", October 2008, page4.

Les fonds souverains dont les actifs sous gestion dépassent les 100 milliards de dollars sont concentrés pour la plupart en Asie (Moyen orient et Asie du sud est). La carte dessinée dans le graphe n°4 présentera la distribution géographique des fonds souverains selon la taille des actifs gérés.

<sup>33</sup> Kern Steffen, Deutsch Bank Research "Sovereign wealth funds and foreign investment policies", October 2008, page4.

**Graphe N° 4 : Taille des fonds souverains et concentration par zone géographique**

Source: Sovereign Wealth Fund Institute.

Cette carte montre la distribution géographique des fonds souverains qui sont classés par taille des actifs sous gestion. Les fonds dépassant les 100 milliards de dollars se trouvent pour la plupart dans le Golf, en Chine et à Singapour, ceux inférieurs à 100 milliards se trouvent en Algérie, Libye, Australie, Russie et L'Alaska. Pour les fonds inférieurs à 20 milliards, ils sont éparpillés un peu partout dans le monde

**2.2. La taille des fonds souverains**

La taille des fonds souverains a fait l'objet de différentes estimations par plusieurs organismes. Néanmoins, toutes les estimations concluent par des prévisions de croissance des actifs sous gestion de ces fonds. Le tableau ci-dessous résume quelques estimations et prévisions de croissance de la taille des fonds souverains

**Tableau N° 5: Estimations et prévisions de croissance de la taille des fonds souverains**

| <b>Organisme</b>                 | <b>Taille estimée</b>                | <b>Prévisions de croissance</b>             |
|----------------------------------|--------------------------------------|---|
| Deutsch Bank <sup>34</sup>       | 3.600 milliards de USD               | 4.700 pour 2012 et 10.000 milliards en 2015 |
| Morgan Stanley <sup>35</sup>     | 2.600 milliards de USD               | 10.000 milliards de USD                     |
| FMI <sup>36</sup>                | Entre 2.000 à 3.000 milliards de USD | 10.000 milliards en 2015                    |
| Standard Chartered <sup>37</sup> | 2.200 milliards USD                  | 13.400 milliards 2017                       |

Source : Adapté des sources n° 34, 35, 36 et 37.

La dernière estimation date de 2010, et a été faite par Private Equity Intelligence (Preqin), qui estime les actifs des fonds souverains à environ 3.510 milliards USD en 2010, avec une croissance de 9% par rapport à 2009 ; (3.220 milliards en 2009, 3.050 milliards en 2008 et 2.020 milliards en 2007)<sup>38</sup>

Les recettes pétrolières prennent la première position dans l'origine de cette importante manne d'argent, suivie par les excédents commerciaux et budgétaires, puis par les autres matières premières tels que le diamant (fonds du Botswana), le cuivre (fonds du Chili). Le graphe ci-dessous donne une estimation des actifs sous gestions des différents fonds souverains, en plaçant en première position les fonds pétroliers qui représentent 60% du nombre de fonds qui gèrent environ 59% du total des actifs suivis par les fonds hors matières premières et les autres fonds<sup>39</sup>.

<sup>34</sup> Kern Steffen, Deutsch Bank Research "Sovereign wealth funds and foreign investment policies", October 2008, page4.

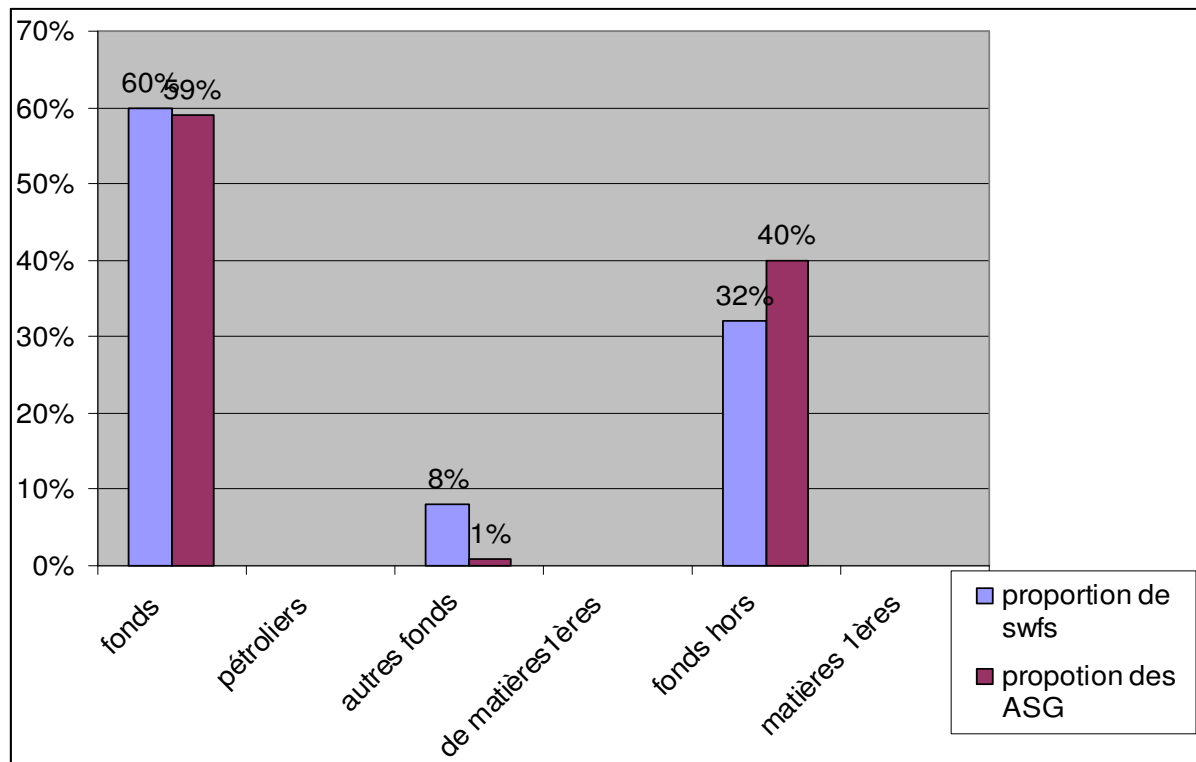
<sup>35</sup> www.morganstanley.com, Jen Stephen, Spyros Andreopoulos, Morgan Stanley, "SWFS: Growth tempered- 10 US Trillion by 2015", November 2008.

<sup>36</sup> Allen Mark, Caruana Jaime, International Monetary Fund, "Sovereign Wealth Funds", February 2009, page6.

<sup>37</sup> Standard Chartered, « The increasing influence of sovereign wealth funds on global financial markets », October 2007, page1.

<sup>38</sup> www.preqin.com, Private Equity Intelligence, "The 2010 Preqin Sovereign wealth funds review", page1.

<sup>39</sup> Idem.

**Graph N° 5 : Sources des capitaux des fonds souverains**

SWF: fonds souverains

ASG : Actifs Sous Gestion

Source: www.preqin.com, "The 2010 Preqin Sovereign wealth funds review", page1

Toutes ces estimations montrent que la croissance des fonds souverains est impressionnante car ils n'étaient que de 500 milliards en 1995<sup>40</sup>. Cette forte croissance est due aux facteurs suivants :

1. La hausse des prix du pétrole et des autres matières premières. Les revenus d'exportation des matières premières sont la clé de la croissance de la taille des fonds souverains, environ 14 des 20 plus grands fonds souverains au monde ont comme source de financement les matières premières<sup>41</sup>.
2. La hausse des réserves de change suite à la hausse des excédents commerciaux réalisés par les pays du sud est asiatique.
3. Les rendements d'investissement.

<sup>40</sup> Kotter Jason, Lel Ugur), « Friends or Foes? The stock price impact of sovereign wealth funds acquisitions and the price of keeping secrets », 2008.

<sup>41</sup> Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page13.

Avec la crise des sub primes, beaucoup revoient à la baisse leurs estimations, et certains parlent même de pertes qu'auraient subies les fonds souverains suite à leurs investissements dans les institutions financières occidentales. Selon les estimations des analystes de la Deutsch Bank, les portefeuilles d'actions détenus par les fonds souverains pourraient avoir perdu 45% de leur valeur entre la fin 2007 et le début 2009, réduisant le total des portefeuilles de 18%<sup>42</sup>.

Cependant, ces estimations ne tiennent pas compte du fait que les fonds souverains ont des horizons d'investissement longs et tiennent à leurs investissements, ce qui fait que les pertes ne soient pas réellement réalisées tant que les actions acquises n'ont pas été vendues. De plus, certains fonds ont réalisés d'importants bénéfices suite à l'amélioration des marchés en 2009, citant comme exemple la vente du fonds qatari (QIA) de 379 millions de ses actions dans la banque anglaise Barclays, ce qui lui a permis de réaliser un profit d'environ 634 millions de Livre (1,03 milliards de dollars)<sup>43</sup>, et les 1,1 milliards USD de profits réalisés par KIA suite à la vente de 5% de parts dans Citigroup pour 4,1 milliards, ce qui lui fait un rendement de 37%<sup>44</sup>.

Pour les prévisions de croissance, tout le monde s'est accordé sur la hausse future de la taille de ces fonds, et cela à cause de la prochaine augmentation des revenus pétroliers et des réserves de change, qui sont les principales sources de financement de ces derniers. En effet, une étude menée par le McKinsey Global Institute (MGI) montre que les recettes pétrolières des pays appartenant au Gulf Cooperation Council (GCC)<sup>45</sup> seront de 6.200 milliards de USD à un prix de 70 USD/baril en 2020 et de 9000 milliards dans le cas où le prix atteindrait les 100 USD/baril, soit le triple des revenus réalisés entre 1993 et 2006<sup>46</sup>.

Quant aux réserves de change des pays asiatiques, les estimations du même organisme sont de 5100 milliards de dollars en 2012, alors qu'elles étaient de 3100 milliards en 2006 et de 1000 milliards en 2000<sup>47</sup>.

---

<sup>42</sup> www.ft.com ,Financial Times, « Sovereign Wealth Funds return to the fray », 03/08/09.

<sup>43</sup> www.nytimes.com ,New York Times ,“Qatar takes profits on a stake in Barclays”, 20/10/2009.

<sup>44</sup> www.ft.com , Financial Times, “Kuwait sovereign wealth funds sells Citigroup stake”, 07/12/2009.

<sup>45</sup> GCC: Arabie Saoudite, Kuwait, Qatar, Emirats Arabes Unis, Oman, Bahreïn.

<sup>46</sup> Boer.k, Farrell D, Figuee.C, Lund.S, Thompson.F, Turner.J, McKinsey Global Institute, “The coming oil windfall in the gulf”, January 2008, page1.

<sup>47</sup> McKinsey Global Institute, « The new power brokers: How Oil, Asia, Hedge funds, and Private equity are shaping global capital markets”, 2007, page 21.

### 2.3. Le poids des fonds souverains

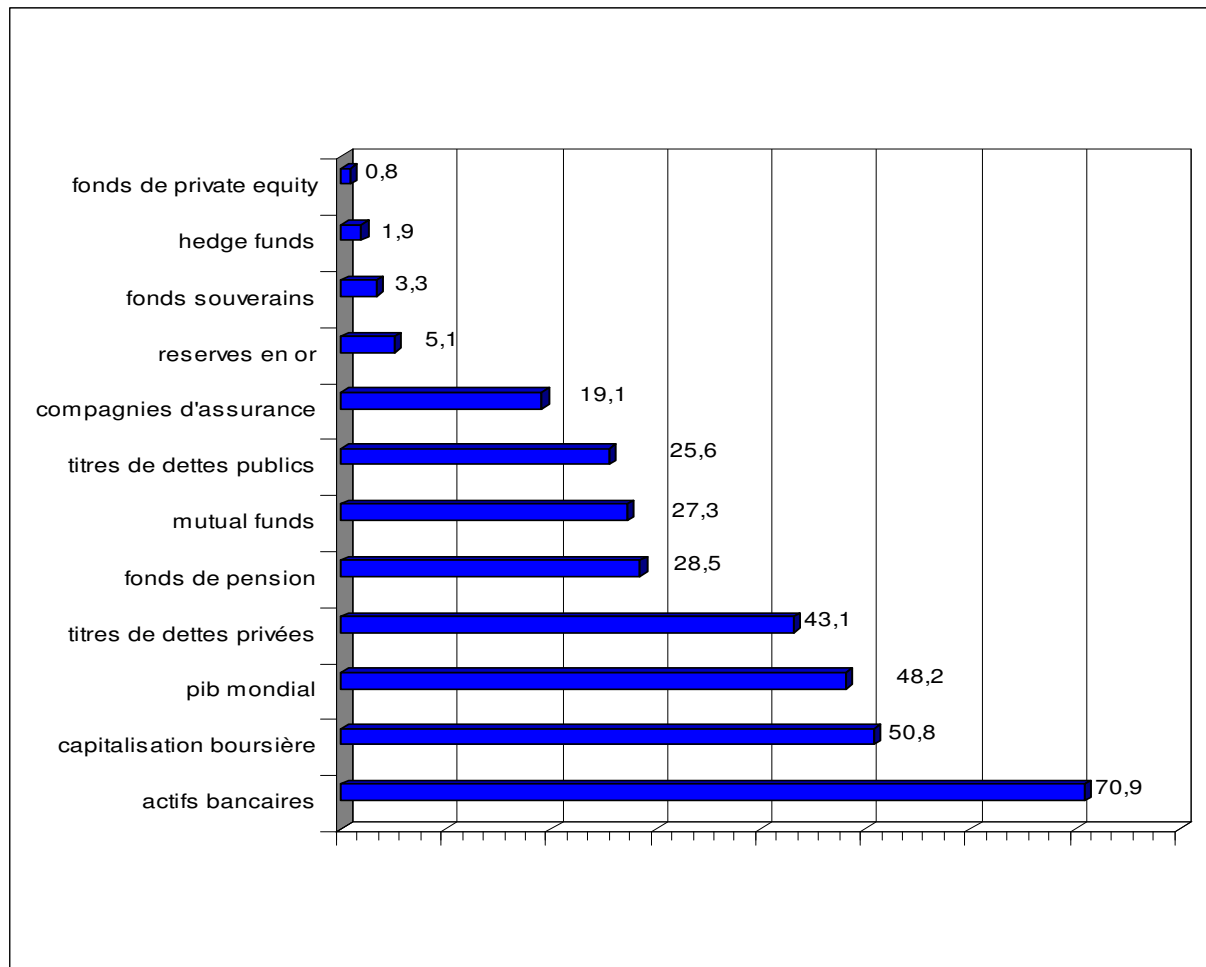
Les estimations de la taille des fonds souverains varient entre 3.000 et 3.600 milliards USD. Ce chiffre est certainement énorme comparé au PIB des pays pauvres, mais en le plaçant avec les autres fonds internationaux ainsi que devant les indicateurs économiques mondiaux cela donnerait une toute autre vision. En total, les fonds souverains sont relativement des petits acteurs dans les marchés financiers internationaux, ils ne représentent que moins de 2% des actifs financiers mondiaux qui sont de 190000 milliards de dollar selon le FMI<sup>48</sup>. D'après le graphe ci-dessous, la capitalisation boursière mondiale est de l'ordre de 50800 milliards de dollars, ce qui veut dire que 3.000 milliards est un montant relativement insignifiants. De plus, les fonds souverains représentent moins de 5% des actifs combinés des autres fonds (fonds de pension, compagnies d'assurance, et fonds mutuels).

Néanmoins, les actifs gérés par les fonds souverains sont supérieurs à ceux gérés par les hedge funds et fonds de capital investissement combinés.

Le graphe n° 6 va fournir une comparaison de la taille des fonds souverains avec les autres grandes classes d'investisseurs et les grands indicateurs financiers mondiaux. Les actifs rapportés sont mesurés en trillion (×1000 milliards de dollar) et nous permettront de mieux apprécier le poids des fonds souverains parmi ces derniers.

---

<sup>48</sup> Allen Mark, Caruana Jaime, International Monetary Fund, "Sovereign Wealth Funds", February 2009, page6.

**Graphe N° 6 : Poids des fonds souverains**

Source: Maslakovic (2008) et FMI dans Kotter Jason, Lel Ugur, "Friends or Foes? The stock price impact of sovereign wealth funds acquisitions and the price of keeping secret", page30.

Les fonds souverains gèrent d'énormes quantités de capitaux estimées à environ 3000 milliards de dollars dans la plus grande partie est détenue par les fonds du Golf et d'Asie de l'est. Cependant et malgré cette taille, les fonds souverains restent de petits acteurs par rapport aux autres investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension, les fonds mutuels et les compagnies d'assurances

### **Section 3 : Les principales raisons de la montée en puissance des fonds souverains**

Le nombre des fonds souverains a beaucoup crû depuis les premiers qui ont été créés il y a des décennies. Ce phénomène a pris beaucoup d'ampleur ces dernières années. Dans cette section, on essaiera d'expliquer les raisons qui ont poussés les pays à créer ce type de fonds.

### 3.1. L'accumulation de réserves de changes importantes

Les fonds souverains trouvent leur origine dans l'accumulation des réserves en devises, dont une part est transférée à ces derniers afin de poursuivre une stratégie d'investissement plus active, basée sur la recherche de rendements élevés. Selon le FMI, les réserves de change ont triplé entre 2001 et 2007, en passant de 2.100 à 6.200 milliards de dollar US<sup>(47)</sup>. Les pays émergents en détiennent environ 80%, dont les 2/3 sont contrôlés par les pays du sud est asiatique contre seulement 5% pour l'Europe<sup>49</sup>.

#### 3.1.1. Les raisons de l'accumulation de réserves importantes

Les pays d'Asie de l'est et les exportateurs de matières premières essentiellement les pays pétroliers ont accumulé d'énormes réserves de change. Les raisons de cette forte accumulation peuvent être expliquées comme suit :

- **Les pays asiatiques** : Les pays de l'Asie du sud-est accumulent autant de réserves pour protéger leurs économies des fuites soudaines de capitaux. La crise asiatique de 1997 a renforcé la réflexion de ces pays sur l'accumulation des réserves dans le but de se protéger de la volatilité des flux de capitaux. Certains d'autres le font pour dissiper les craintes des investisseurs étrangers. La crise asiatique a également vu la montée des critiques et de l'abandon des programmes stricts du FMI par plusieurs pays, qui ont fait de l'accumulation des réserves de change une assurance contre les chocs externes<sup>50</sup>.
- **Les pays exportateurs de matières premières** : L'élément ayant le plus contribué à l'expansion de la taille des fonds souverains est la hausse des prix de l'énergie, puisque c'est l'une des sources de financement principales de ces derniers. De 1998-2008, le prix du pétrole est monté en flèche de 15 USD/baril à près de 150 USD/baril, celui du gaz naturel de 15 USD/MMBTU<sup>51</sup> à 80 USD/MMBTU<sup>52</sup>, et les revenus réalisés par les pays exportateurs sont énormes. D'après le McKinsey Global Institute, les avoirs des

<sup>49</sup> Allen Mark, Caruana Jaime, International Monetary Fund, "Sovereign Wealth Funds", February 2009, page 6.

<sup>50</sup> Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page 15.

<sup>51</sup> MMBTU: million British Thermal Units, une unité standard de mesure du gaz naturel anglo-saxonne et qui représente la quantité de chaleur pour élever la température d'un litre d'eau de 1° Fahrenheit.

<sup>52</sup> Ping Xie, Chao Chen, « The theoretical logic of sovereign wealth funds », June 2009, page 13.

pays du golf ont atteint 1900 milliards USD à la fin 2006, plus du double de leur niveau en 2003, et à peut être égale au PIB du Brésil et de l'Inde combinés<sup>53</sup>.

### 3.1.2. Les problèmes rencontrés par les pays

Les pays asiatiques et exportateurs de matières premières rencontrent beaucoup de problèmes qui peuvent être résumés comme suit :

- **Les problèmes des pays asiatiques :** Les pays asiatiques se sont retrouvés avec des réserves dépassant largement leurs besoins. Le minimum de réserves qu'un pays doit détenir s'applique soit à la balance des paiements courants (conserver des réserves équivalentes à trois mois d'importations), soit au compte du capital (la règle Greenspan-Guidotti d'une couverture totale de la dette globale extérieure à court terme)<sup>54</sup>. Selon Helmut Reisen, si la Chine obéissait simultanément à ces deux règles, il lui suffirait de conserver quelques 500 milliards USD de réserves, soit moins d'un tiers de son stock actuel<sup>55</sup>. Cela veut dire que les pays de cette région ont largement dépassés ces indicateurs. Toutefois, des réserves de changes importantes posent également des problèmes énumérés comme suit par Xie Ping et Chen Chao<sup>56</sup> :

1. Elles mettent la pression sur le taux de change, ainsi affectant négativement la compétitivité des exportations.
2. Les pays détiennent des réserves en devises importantes lorsque le pays émetteur de la devise (ex : le dollar US) a un grand déficit dans sa balance des paiements, ceci conduit à la dépréciation de la devise et la perte de richesse pour les pays détenteurs de réserves. En effet, plus on détient des réserves, plus le risque de dépréciation à assumer est grand.
3. Les pays détenteurs de réserves importantes financent la consommation des pays émetteurs des devises tel que les USA, et sont récompensés par la réduction de la valeur de leurs actifs. Ces pays, quand ils décident de la politique fiscale et

---

<sup>53</sup> Boer.k, Farrell D, Figuee.C, Lund.S, Thompson.F, Turner.J, Mckinsey Global Institute, "The coming oil windfall in the gulf", January 2008, page1.

<sup>54</sup> Reisen Helmut , OCDE Development Centre, « Comment reconvertir ressources et revenus : du bon usage des fonds souverains », 2008 ,page 14.

<sup>55</sup> Idem.

<sup>56</sup> Ping Xie, Chao Chen, « The theoretical logic of sovereign wealth funds », June 2009, page11.

monétaire, place certainement la stabilité interne et les préférences politiques avant les possibilités internationales, et cela pourrait encourir des coûts additionnels aux pays détenteurs de réserves. En 2002-2004, le rendement des bons de trésor US a décliné et infligé des pertes énormes pour les réserves internationales.

- **Les problèmes des pays exportateurs de matières premières :** Malgré la richesse de leurs sous sols, les pays exportateurs de matières premières affrontent certains problèmes économiques qui rendent la création de fonds souverains une solution pertinente. Les problèmes dont souffrent ces pays sont les suivants :

1. La volatilité des prix de ces matières qui conduit à la volatilité de leurs revenus ;
2. La dépendance de leurs économies à ces ressources et la nécessité de les diversifier ;
3. L'épuisement de ces ressources qui sont non renouvelables, ce qui soulève le problème des générations futures et la nécessité de leur garder une part de cette richesse.

### 3.1.3. Les fonds souverains comme solution aux problèmes

Les fonds souverains peuvent être une solution aux problèmes :

- **Des pays asiatiques :** A travers les fonds souverains, les pays transfèrent une partie de leurs réserves vers l'étranger en les investissant dans des titres autres que les bons de Trésor américains à faible revenus, et cela permet à ces pays de :
  1. Eviter l'appréciation de leurs monnaies, puisque sa faiblesse est un atout pour leurs économies.
  2. Réaliser des rendements supérieurs à ceux des bons de Trésor et palier aux pertes liées aux fluctuations du dollar, et aux baisses des taux d'intérêt.
  3. Transférer la technologie et le savoir faire afin de développer leurs économies en investissant dans de grandes multinationales.

- **Des pays exportateurs de matières premières :** La création de fonds souverains a pour principale motivation la diversification économique et des gains de rentabilité pour ces pays, ainsi que la réduction de leur dépendance envers ces ressources et cela de la manière suivante :
  1. La diversification qui limite le fardeau de la compétitivité pesant sur les industries non traditionnelles provoqué par le « syndrome hollandais »<sup>57</sup>. Les Emirats Arabes Unis utilisent leurs fonds souverains pour assurer la diversification rapide de leur économie en dehors du secteur pétrolier, au bénéfice du tourisme, de l'aéronautique, et de la finance, et cela en investissant dans des sociétés d'envergure mondiale, dans le but de transférer la technologie et le savoir faire, afin de développer d'autres secteurs de production et en faire la locomotive de la croissance<sup>58</sup>.
  2. Le transfert de la richesse entre les générations. En effet, puisque Les ressources naturelles sont non renouvelables et s'épuisent d'année en année, les pays à travers la création de fonds souverains, font fructifier ces richesses en les investissant et les épargnant pour les générations futures.

### 3.2. Autres raisons spécifiques

En plus des défis déjà cités, des pays tentent de faire face à d'autres à travers la création de fonds souverains. Ces derniers sont :

- Les conflits entre pays, la Corée du sud par exemple affronte un voisin hostile et difficile ; la Corée du nord avec les risques d'effondrement et de catastrophe humanitaire qui pourraient en résulter. Taiwan doit vivre constamment sous l'ombre de la république de Chine populaire avec qui il a des relations très tendues<sup>59</sup>. Un fonds

---

<sup>57</sup> C'est une expression utilisée pour la première fois en novembre 1977, par l'hebdomadaire britannique « The economist » dans l'un de ses articles intitulé « The deutsche disease », pour parler d'une situation qu'a connu les Pays Bas suite à leur production gazière. Cette expression a fait flores lorsque le mal en question a été théorisé par les économistes américains Corden et Neary en 1982. En théorie, un pays doté d'une ressource clé peut contracter ce syndrome. Supposant que le prix de la ressource monte en flèche, provoquant une forte expansion du secteur (l'afflux de la main d'œuvre et du capital vers ce secteur) au détriment des autres d'un côté, et de l'autre côté, l'appréciation de la monnaie suite à la hausse des revenus en devise qui affaiblit la compétitivité de l'économie, et finalement, le déclin de l'économie.

<sup>58</sup> Boer.k, Farrell D, Figuee.C, Lund.S, Thompson.F, Turner.J, Mckinsey Global Institute, "The coming oil windfall in the gulf", January 2008, page 16.

<sup>59</sup> Rozanov Andrew, State Street Global Advisors, "Who holds the wealth of nations?", August 2005, page 2.

souverain pourrait générer des rendements qui permettraient à ces pays d'y faire face, comme se fut le cas du Koweït qui a pu se reconstruire après la première guerre du Golf grâce à son fonds souverain<sup>60</sup>.

- Le vieillissement des populations, ce qui augmente les dépenses des retraites. Les fonds irlandais et australien ont été créés pour ces raisons.
- Le réchauffement climatique et ses conséquences désastreuses. C'est à cause de ce phénomène qu'en 2008, le président nouvellement élu des îles Maldives avait annoncé son plan de créer un fonds souverain, qui sera financé par les revenus du tourisme, et qui servira à acquérir une nouvelle terre pour les citoyens des Maldives en Inde, Sri Lanka, ou en Australie, et qui leur servira dans le cas où le réchauffement de la planète causerait des inondations qui submergeraient leurs îles<sup>61</sup>.

Tous ces défis exigent de grands moyens pour pouvoir les affronter, des moyens que les stratégies d'investissement traditionnelles suivies par les banques centrales sont incapables d'assurer vu la faiblesse des rendements réalisés. Selon la Deutsch Bank Research, le rendement réel de chaque instrument de marché monétaire a été d'environ 1% au cours de ces soixante dernières années, alors que le rendement réel équivalent sur un portefeuille diversifié de 60% en actions et 40% en obligations est d'environ 6%. Par conséquent, la création de fonds souverains est devenue indispensable pour ces pays<sup>62</sup>.

### 3.4. La mondialisation financière

La mondialisation a fait disparaître toutes les barrières, ce qui a permis la libre circulation des biens et services ainsi que des flux de capitaux. La mondialisation a permis l'intégration des marchés de capitaux qui sont devenus interdépendants et une composante organique du marché mondial. D'après Xie Ping et Chen Chao, la mondialisation est un facteur qui a permis la montée en puissance des fonds souverains et cela de la manière suivante<sup>63</sup>:

---

<sup>60</sup>Idem.

<sup>61</sup> Bortolotti Bernardo, Fotack Veljko, Megginson William, Miracky William, « Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance », avril 2009, page48.

<sup>62</sup> Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page15.

<sup>63</sup> Ping Xie, Chao Chen, « The theoretical logic of sovereign wealth funds », June 2009, page16-17.

- La mondialisation a permis la levée des barrières à l'investissement transfrontalier, et les pays qui historiquement ont refusé les investissements de certains pays pour des raisons de sécurité nationale sont devenus un peu plus ouverts. Par exemple, aux années 1960 et 1970, il était inimaginable pour les fonds chinois, du moyen orient et de Russie d'investir dans le secteur financier américain, ou tout autre secteur considéré comme stratégique pour les intérêts nationaux. Cependant, de tels fonds sont aujourd'hui propriétaires de parts dans les grandes capitalisations de Wall Street.
- La mondialisation a fait entrer plus de classes d'actifs. En effet, avant, les bons de Trésor étaient le seul choix pour les investisseurs des réserves de change gigantesques, mais aujourd'hui, les gestionnaires de ces fonds ont le choix entre de larges gammes de produits financiers. Les portefeuilles sont passés des traditionnels actions et obligations à l'immobilier et les produits alternatifs tels que les hedge funds et les fonds de private equity. La croissance de ces choix a permis aux fonds souverains d'améliorer leur rentabilité, et se couvrir contre les risques en diversifiant leurs portefeuilles parmi les différentes classes d'actifs.
- La mondialisation a rendu les choix d'investissement plus diversifiés géographiquement et ainsi facilitant l'arbitrage entre les marchés. Autrefois, les fonds souverains ne pouvaient investir que dans des zones géographiques limitées. Ainsi leurs rendements étaient sévèrement affectés lorsque ces régions souffraient de difficultés économiques. Par exemple, beaucoup de pays asiatiques ont l'habitude de garder 60 à 70% de leurs réserves sous forme de bons de Trésor américains, et ont souffert de pertes dramatiques lorsque le dollar s'est déprécié. Avec la mondialisation, les fonds souverains peuvent investir dans des économies avec un potentiel de croissance à long terme. En plus, ils peuvent aussi utiliser les interactions entre les différents marchés pour chercher l'arbitrage et ainsi réaliser des rendements élevés.
- La mondialisation technologique procure des supports techniques pour les fonds souverains pour allouer leurs actifs mondialement. L'utilisation de la technologie dans le secteur financier a significativement amélioré l'efficacité des transactions, a réduit

le temps et les distances des transactions ainsi que les coûts de l'information de 15 à 25% sur une base annuelle.

Pour conclure cette section, on peut dire que plusieurs facteurs ont permis l'essor des fonds souverains qui ont été créés par les différents pays afin de faire face à d'éventuels problèmes qui pourraient heurter leurs chemins à l'avenir.

### **Conclusion**

Les fonds souverains sont des fonds d'investissement appartenant à des Etats. Ils gèrent les réserves de change de leurs pays afin d'atteindre des objectifs de stabilisation du budget, d'épargne retraite, de transfert de richesses pour les générations futures et enfin de développement.

Le premier fonds a été créé durant les années cinquante par le Koweït. Des décennies plus tard, plus d'une quarantaine de fonds existent à travers le monde. Leur taille est estimée à environ 3000 milliards de dollars US, une croissance importante due à la hausse vertigineuse des prix des matières premières et des excédents commerciaux.

Beaucoup de facteurs ont permis la montée en puissance de ces fonds d'Etat qui ont été créés afin de faire face à des défis et problèmes futures.

## **Introduction**

Les fonds souverains ont longtemps été des investisseurs passifs, qui plaçaient leurs fonds dans des instruments financiers sûrs tels que les bons de Trésor américains. Cependant, ces dernières années, ils semblent changer de stratégie, ils sont devenus plus actifs et la crise des sub primes a mis à leur disposition les opportunités qu'il fallait.

Les fonds souverains gèrent des portefeuilles diversifiés par classe d'actifs, par secteur d'activité et par zone géographique à la recherche de rendements élevés, en acceptant un certain niveau de risque. Leurs portefeuilles sont gérés selon des stratégies basées sur des objectifs fixés par les autorités du pays d'origine.

Afin d'expliquer tous ces éléments, on a structuré ce chapitre en trois sections. La première présentera les schémas d'investissement des fonds souverains, la seconde traitera les approches d'investissement suivies par ces fonds et enfin une dernière section qui décrira quelques modèles de fonds.

### **Section 1 : Les schémas d'investissement des fonds souverains**

Les fonds souverains gèrent des portefeuilles diversifiés par classes d'actifs, par secteur d'activité et par zone géographique. Des études ont été menées dans ce sens, analysant les transactions réalisées, la composition des portefeuilles des fonds souverains ainsi que leurs préférences en termes d'investissement.

Christopher Balding (2008)<sup>1</sup> a analysé trois des plus grands fonds au monde : ADIA, Temasek Holdings, et GPF-G et a conclut que premièrement, les fonds souverains n'assument pas plus de risques que les autres investisseurs puisqu'ils investissent généralement dans de grandes capitalisations, et des instruments de dettes de bonne qualité. Deuxièmement, la part des investissements illiquides dans leurs portefeuilles n'est pas très importante comparée à la taille de leurs actifs sous gestion. Troisièmement, ces fonds ont tendance à investir au niveau local et régional (la région MENA pour ADIA, l'Asie de l'est et l'Australie pour Temasek, et l'Europe pour le GPF-G).

---

<sup>1</sup> Balding Christopher, University of California, "A portfolio analysis of sovereign wealth funds", June 2008.

Quant à Bortolotti et al (2009)<sup>2</sup>, les résultats sont les suivants : les fonds souverains achètent en moyenne des participations minoritaires dans des sociétés cotées ou non. Les entreprises cotées comptent pour 1/3 des achats d'actions qui se font de manière privée et amicale, les 2/3 restants concernent les entreprises non cotées à travers le capital investissement, les émissions nouvelles et les joint ventures. Les fonds souverains préfèrent investir dans le secteur financier avec plus de la moitié (54%), suivi par l'immobilier et les infrastructures avec (15%) chacun, les technologies de l'information (7%) et l'industrie (5%). Ils visent les pays suivants : USA, Royaume Uni et l'Australie (investissements étrangers), la Chine, Singapour et les Emirats Arabes Unis (investissements locaux)

Pour Bernstein et al (2009)<sup>3</sup>, les fonds souverain tendent à investir localement et à l'étranger lorsque le Price Earning Ratio (PER) est élevé ce qui veut dire que lorsque les prix sont élevés. De plus, les fonds ayant recours aux managers externes préfèrent investir dans de faibles PER.

### **1.1. L'allocation d'actifs**

Les fonds souverains investissent dans une large gamme d'actifs, en prenant différents niveaux de risques. Leurs portefeuilles sont composés d'instruments à revenus fixes, d'actions, et d'actifs alternatifs (private equity, immobilier et hedge funds). Le CIC par exemple alloue 9% de ses actifs aux instruments à revenus fixes, 87.4% aux investissements liquides, 3.2% aux actions et 0.4% pour les autres investissements (voir tableaux n°9 et graphe n°7)<sup>4</sup>. Quant à ADIA, son portefeuille est investi à 45-55% dans les actions de marchés développés, entre 8 et 12% dans les actions de marchés émergents, 12 à 18% dans les obligations gouvernementales ; 4 à 8% dans les obligations d'entreprises, 5 à 10% dans l'immobilier ; le reste dans le private equity et autres<sup>5</sup>, (voir tableau n°10).

---

<sup>2</sup> Bortolotti Bernardo, Fotak Veljko, Megginson William, Miracky William, "Sovereign wealth funds: Investment patterns and performance", April 2009.

<sup>3</sup> Bernstein Shai; Lerner Josh, Schoar Antoinette; Harvard Business School; "The investment strategies of sovereign wealth funds", March 2009.

<sup>4</sup> www.swfinstitute.com, "China Investment Corporation".

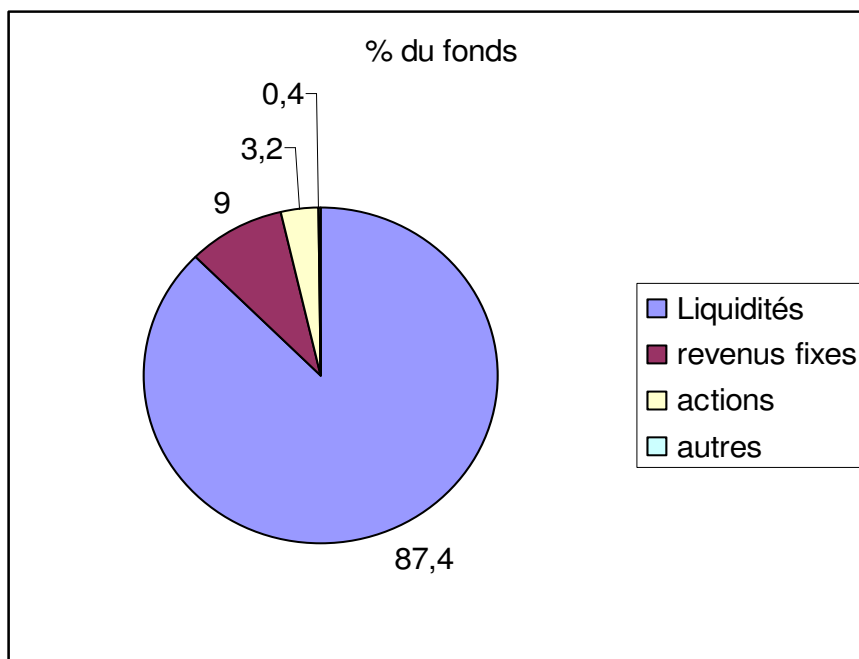
<sup>5</sup> De Boer Kito, Farrel Diana, Figuee Chris, Lund Susan, Thompson Fraser, Turner John, Mckinsey Global Institute, "The coming oil windfall in the gulf", January 2008, page 12.

**Tableau N° 6 : Distribution du portefeuille d'investissement du CIC le 31/12/08**

| Classe d'actifs          | % du fonds |
|--------------------------|------------|
| Investissements liquides | 87.4       |
| Titres à revenus fixes   | 09.0       |
| Actions                  | 3.2        |
| Autres                   | 0.4        |

Source: [www.swfinstitute.com](http://www.swfinstitute.com), « China Investment Corporation ».

Les valeurs données par ce tableau nous serviront à montrer la composition du portefeuille du CIC à travers le graphe n°7 où les investissements liquides prennent la plus grande portion, suivis par les autres titres à revenus fixes, les actions et autres.

**Graphe N° 7: Distribution du portefeuille d'investissement du CIC**

Source : Adapté de [www.swfinstitute.com](http://www.swfinstitute.com), « China Investment Corporation ».

**Tableau N° 7 : Investissement d'ADIA dans les différentes classes d'actifs**

| Classe d'actif                 | Proportions investies (%) |
|--------------------------------|---------------------------|
| Actions de marchés développées | 45-55%                    |
| Actions de marchés émergents   | 8-12%                     |
| Obligations gouvernementales   | 12-18%                    |
| Obligations d'entreprises      | 4-8%                      |
| Immobilier                     | 5-10%                     |
| Private equity et autres       | Le reste                  |

Source: adapté de De Boer Kito, Farrel Diana, Figeo Chris, Lund Susan, Thompson Fraser, Turner John, Mckinsey Global Institute, "The coming oil windfall in the gulf", January 2008, page 12.

Aujourd'hui, les fonds souverains ne sont plus des investisseurs conservateurs, qui préfèrent les investissements sûrs et peu risqués, mais plutôt agressifs et tolèrent de plus en plus de risque, ceci est illustré par leur tendance croissante à investir dans les actifs alternatifs. Durant la crise financière mondiale, les capitaux se faisant rares, les fonds d'investissement alternatifs alors en quête de capitaux frais, ont trouvé dans les fonds souverains une source de financement importante et intéressante, étant donné leur taille, leur faible soumission aux restrictions, et surtout leurs horizons d'investissement longs. Les différentes acquisitions de parts du CIC dans les fonds de private equity Blackstone (3 milliards USD) en 2007 et Apax Europe VII (685 millions d'EUR) en 2010<sup>6</sup>, de Mubadala dans Carlyle Group (1,35 milliards USD) en 2007<sup>7</sup>, et ADIA dans Apollo Management en 2006<sup>8</sup> sont des exemples de cette ruée vers ce type d'actifs.

Cette tendance a touché même les petits fonds tel que le Palestine Investment Fund (PIF), qui dans sa quête de rendements élevés pour poursuivre ses objectifs de construction immobilières et autres en Palestine, a annoncé en 2009 son intention d'allouer 30% de son portefeuille aux hedge funds. D'autres fonds tels que the State Capital Investment

<sup>6</sup> www.preqin.com, Private Equity Intelligence, "The 2010 preqin Sovereign Wealth Funds Review", page 8.

<sup>7</sup> Puel Jean-Marc, "Les fonds souverains, Instruments financiers ou armes politiques ? Édition Autrement, Paris, 2009, page 59.

<sup>8</sup> www.swfinstitute.com, "Abu Dhabi Investment Authority".

Corporation du Vietnam et le Nigeria Excess Crude Account sont en discussion avec des hedge funds britanniques<sup>9</sup>.

L'immobilier est aussi un composant principal dans beaucoup de portefeuilles de fonds souverains. Une étude menée par Deloitte Research a conclu que plusieurs grands fonds allouent entre 5 à 10% de leurs capitaux à cette classe d'actifs<sup>10</sup>. Selon la même source, le GIC a acquis The Westin Tokyo Hotel, Dubai World détient 20% dans l'hôtel américain MGM Mirage, KIA et QIA ont investi dans NY General Motor Building<sup>11</sup> et dernièrement Qatar Diar, une filiale de QIA a acquis l'hôtel singapourien Raffles pour 275 millions de dollars (2010)<sup>12</sup>.

Une étude réalisée par Private Equity Intelligence (Preqin)<sup>13</sup> sur l'investissement des fonds souverains dans les différentes classes d'actifs a donné les résultats résumés dans le tableau et graphe suivants :

**Tableau N° 8: Proportions des fonds souverains investissant dans les différents actifs financiers**

| Classe d'actifs | Proportion des fonds souverains (%) |
|-----------------|-------------------------------------|
| Actions cotées  | 79                                  |
| Revenus fixes   | 79                                  |
| Private Equity  | 55                                  |
| Immobilier      | 51                                  |
| Infrastructure  | 47                                  |
| Hedge funds     | 37                                  |

Source: Adapté de [www.preqin.com](http://www.preqin.com), Private Equity Intelligence, "The 2010 preqin Sovereign Wealth Funds Review", page4.

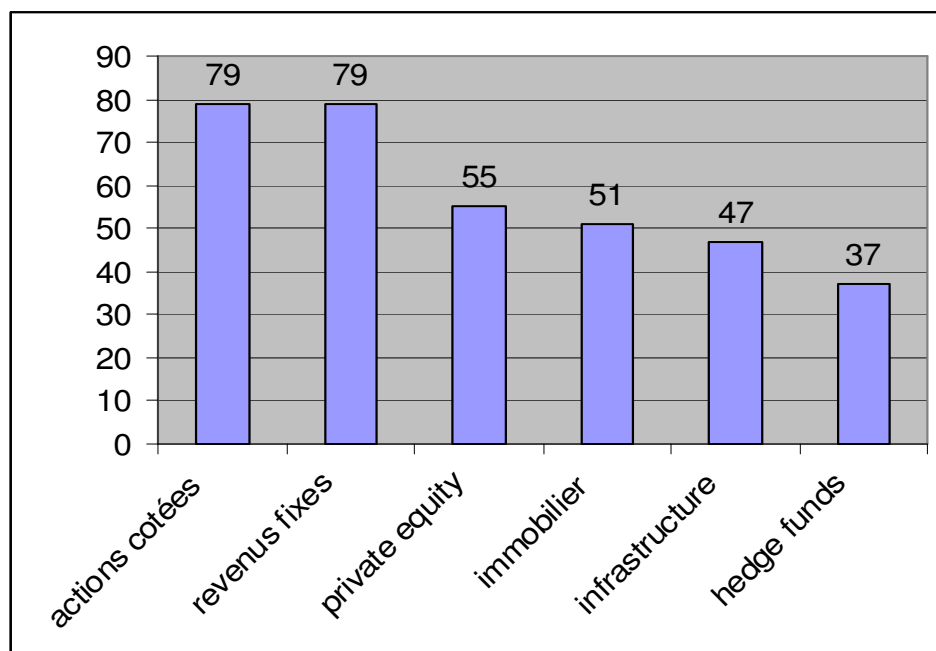
<sup>9</sup> [www.guardian.com](http://www.guardian.com), "Palestinians plan to boost housing by investing in City hedge funds", 25/10/2009.

<sup>10</sup> Deloitte Research, "Sovereign Wealth funds: Real Estate Partners in Growth?", 2008? Page 3.

<sup>11</sup> Idem.

<sup>12</sup> [www.swfinstitute.com](http://www.swfinstitute.com), "Qatar Investment Authority".

<sup>13</sup> [www.preqin.com](http://www.preqin.com), Private Equity Intelligence, "The 2010 preqin Sovereign Wealth Funds Review", page4.

**Graph N° 8: Proportion des fonds souverains investissant dans chaque classe d'actif**

Source: Private Equity Intelligence, The 2010 prequin sovereign wealth fund review

Le graphe ci-dessus montre les tendances de ces fonds en matière d'investissement dans les différentes classes d'actifs. Il montre l'attrance des fonds souverains vers les investissements alternatifs puisque plus de la moitié de ces fonds investissent dans le private equity (55%) et l'immobilier (51%) et que même les autres (infrastructures et hedge funds) prennent de plus en plus d'importance.

Un autre domaine s'ajoute aux investissements alternatifs, et suscite beaucoup d'attention, le financement des joint-ventures. Les fonds souverains sont de plus en plus intéressés par ce type d'activité, essentiellement ceux dont l'objectif est d'aider à diversifier l'économie de leurs pays d'origine. D'après Sven Behrendt, QIA (Qatar) et State Investment Corporation of Vietnam ont signé un accord en avril 2008 pour mettre en place un fonds d'investissement évalué à un milliards USD, pour investir dans des projets de pétrole, d'infrastructure et de l'immobilier au Vietnam<sup>14</sup>, le fonds malaisien a formé une joint-venture de 2,5 milliards USD avec Saudi Investment Company, chargé d'augmenter les flux d'investissements directs provenant du moyen orient et les investir à l'intérieur du pays<sup>15</sup>, et le

<sup>14</sup> Behrendt Sven, Carnegie Endowment For International Peace, « When Money Talks; Arab Sovereign Wealth Fund in the Public Discourse », number 12, October 2008, page 13.

<sup>15</sup> Idem, page13.

Lybian Investment Authority a formé une joint-venture avec the Norwegian Fertiliser Manufacturer<sup>16</sup>.

## 1.2. Les secteurs cibles des fonds souverains

La plus grande part des investissements des fonds souverains a été faite ces dernières années, depuis la mi-2007, et le secteur de la finance a eu la part du lion avec plus de 70 milliards de dollars d'investissements. Une étude faite par Steffen Kern de la Deutsch Bank Research sur les transactions réalisées par les fonds souverains durant la période allant de 1995 à juillet 2008, a montré que le total des investissements étaient d'environ 178 milliards de dollars, et les deux tiers ont été réalisés entre 2007 et 2008<sup>17</sup>. Le secteur financier a été le principal bénéficiaire, reflété par les investissements dans les institutions financières US et européennes lourdement touchées par la crise des subprimes (voir tableau n°12). Cet intérêt porté aux institutions financières occidentales est dû à plusieurs raisons :

- Le secteur financier est considéré comme cible d'investissement de choix vue les résultats réalisés par ces institutions avant la crise des sub primes. En 2006, le rendement sur le capital investi dans les banques a été de 16,9% en Europe et 12,3% aux USA, et les profits réalisés par les 1000 grandes banques du monde durant les cinq années précédant la crise était de 3000 milliards de dollars<sup>18</sup>. Malgré qu'il ait été lourdement touché par la crise, le secteur financier demeure une opportunité d'investissement importante pour des investisseurs ayant des horizons d'investissements longs comme les fonds souverains, cela est illustré par les importants profits réalisés par certains fonds tels que KIA (Kuwait) avec 1,1 milliards USD après la vente de ses parts dans Citigroup en 2009<sup>19</sup>, et il en a été de même pour QIA (Qatar) qui a réalisé 1,03 milliards USD de profits après la vente de ses parts dans la banque anglaise Barclays<sup>20</sup>.

<sup>16</sup> www.swfinstitute.com, "Lybian Arab Foreign Investment Company".

<sup>17</sup> Kern Steffen, Deutsch Bank Research, "Sovereign wealth funds and foreign policies", October 2008, page 7.

<sup>18</sup> McKinsey Global International, « The new power brokers: Gaining clout turbulent markets », July 2008.

<sup>19</sup> www.ft.com, Financial Times, "Kuwait sovereign wealth funds sells Citigroup stake", 07/12/2009.

<sup>20</sup> www.nytimes.com, New York Times, "Qatar takes profits on a stake in Barclays", 20/10/2009.

- Les turbulences qui ont secoué les marchés financiers ont procuré un bon environnement d'investissement pour les fonds souverains dont les engagements étaient à long terme avec des cours très bas.
- Le fait d'investir dans des institutions financières occidentales procure des avantages tels que :
  - Une réputation sur la scène financière mondiale.
  - Les fonds souverains ont récupéré beaucoup de compétences financières de banques US et européennes et autres institutions financières. Le CIC (Chine) a récupéré plus de 20 professionnels dans le monde, et le KIC (Corée du sud) a récemment employé un manager d'un hedge fund US comme nouveau chef du département d'investissement. Ces récupérations vont étendre l'expertise des marchés financiers des fonds souverains, et leur permettre une meilleure sélection et surveillance des investissements<sup>21</sup>.

Quant aux autres secteurs, et d'après le même auteur, les investissements sont répartis de la manière suivante : l'immobilier et la construction (17 milliards USD), les matières premières et l'énergie (13 milliards), les services et distribution (11 milliards), infrastructure et transport (9 milliards). Cette répartition des investissements est reprise par le tableau n°13 et graphe n°9 qui classent les secteurs d'investissement selon le montant de capitaux reçus<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> Mckinsey Global International, « The new power brokers: Gaining clout turbulent markets », July 2008.

<sup>22</sup> Kern Steffen, Deutsch Bank Research, "Sovereign wealth funds and foreign policies", October 2008, page8.

**Tableau N° 9 : Quelques investissements des fonds souverains durant l'année 2007-2008**

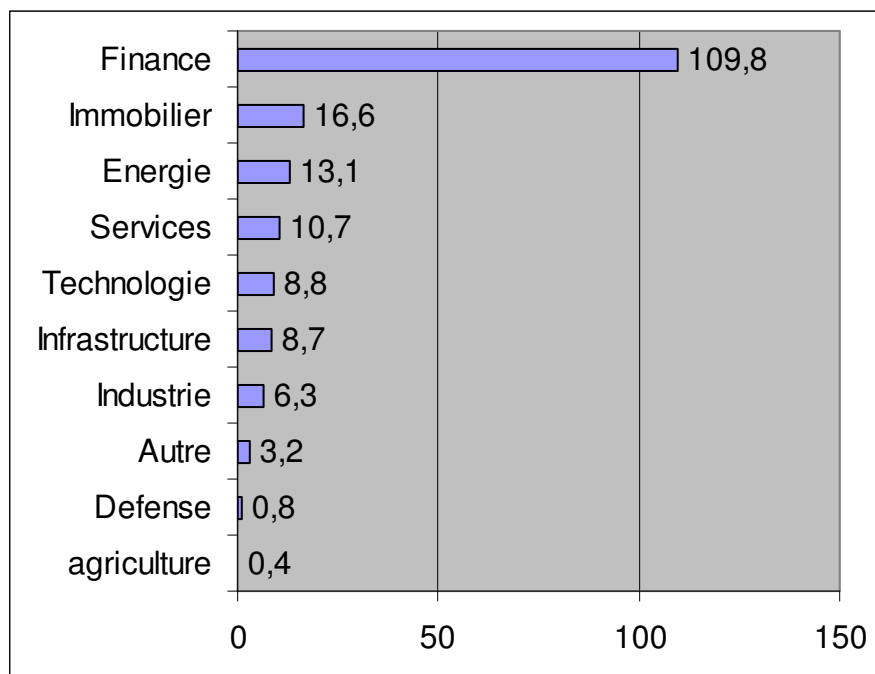
| <b>Cible<br/>Activité</b>                                   | <b>Taille de<br/>l'investissement<br/>(en millions<br/>USD)</b> | <b>Pourcentage de<br/>détention</b> | <b>Fonds souverain/<br/>investisseur</b> | <b>Date de<br/>L'opération</b> |
|---|---|-------------------------------------|--|--------------------------------|
| UBS<br>Banque   | 9500  | 9                                   | GIC (Singapour)                          | 2007                           |
| Citigroup<br>Banque   | 7500  | 4,9                                 | ADIA (EAU)                               | 2007                           |
| Morgan Stanley<br>Banque                                    | 500   | 9,9                                 | CIC (Chine)                              | 2007                           |
| Blackstone<br>Fonds<br>d'investissement                     | 3000  | 10                                  | CIC (Chine)                              | 2007                           |
| Standard<br>Chartered<br>Banque                             | 1416  | 19                                  | Temasek<br>(Singapour)                   | 2007                           |
| Carlyle Group<br>Fonds<br>d'investissement                  | 1350  | 7,5                                 | Mubadala<br>(Abu Dhabi)                  | 2008                           |
| London Stock<br>Exchange<br>Bourse                          | 1247  | 20                                  | QIA (Qatar)                              | 2008                           |
| Och-Ziff<br>Fonds<br>d'investissement                       | 1260  | 9,9                                 | DIC (Dubai)                              | 2007                           |
| Barney's New<br>York<br>Grand magasin                       | 942   | 100                                 | Istithmar (Dubai)                        | 2007                           |
| EADS<br>Industrie<br>aéronautique                           | 833   | 3,1                                 | DIC (Dubai)                              | 2007                           |
| Advanced Micro<br>Service<br>Industrie semi-<br>conducteurs | 622   | 8,1                                 | Mubadala<br>(Abu Dhabi)                  | 2007                           |
| Sony<br>Electronique  | 500   | 2                                   | DIC (Dubai)                              | 2007                           |

Source: Carlyle Group dans Puel Jean-Marc, "Les fonds souverains, Instruments financiers ou armes politiques ? Édition Autrement, Paris, 2009, page 59.

**Tableau N° 10 : Les investissements des fonds souverains par secteur d'activité**

| Secteur        | Montant investi (milliards USD) |
|----------------|---------------------------------|
| Finance        | 109,8                           |
| Immobilier     | 16,6                            |
| Energie        | 13,1                            |
| Services       | 10,7                            |
| Technologie    | 8,8                             |
| Infrastructure | 8,7                             |
| Industrie      | 6,3                             |
| Autre          | 3,2                             |
| Défense        | 0,8                             |
| Agriculture    | 0,4                             |

Source: Adapté de Kern Steffen, Deutsch Bank Research, "Sovereign wealth funds and foreign policies", October 2008, page 7.

**Graphes N° 9 : Les investissements des fonds souverains par secteurs**

Les transactions faites entre 1995 et juillet 2008 en milliards USD

Source: Deutsch Bank Research dans Kern Steffen, Deutsch Bank Research, "Sovereign wealth funds and foreign policies", October 2008, page 7.

Après la crise, les fonds souverains ont continué à être très actifs en terme d'investissements, cette année (2010) voit une ruée des fonds souverains vers les matières premières. Le fonds libyen a investi dans le géant russe de l'aluminium Rusal (1,43% pour 300 millions USD)<sup>23</sup>, et Temasek dans le groupe minier basé en Afrique du sud Platmin Ltd (100 millions de dollars d'obligations convertibles qui peuvent être converties en 15,6% d'actions)<sup>24</sup>.

### 1.3. Les pays cibles des fonds souverains

D'après Steffen Kern, les sociétés US et européennes sont la cible de choix des fonds souverains, 37% du total des investissements ont été destinés aux USA et 32% à l'Europe avec comme première cible le Royaume Uni, les investissements récents dans le secteur financier en sont une importante explication, suivi par l'Allemagne (l'acquisition de DIC de parts dans Daimler en 2005, et la Deutsch Bank en 2007 en sont des exemples). L'Asie reçoit 28%, les investissements dans cette région sont intra-regionaux (menés pour la plupart par les fonds souverains de cette région)<sup>25</sup> (voir tableau 14 et graphe 10).

Pendant longtemps, les pays occidentaux et émergents d'Asie ont dominé les portefeuilles des fonds souverains. Cependant, ces dernières années, l'Afrique et l'Amérique latine semblent une destination qui les attire de plus en plus. Les récentes prévisions optent pour ces deux régions en tant que prochaine étape pour les fonds souverains dans leur quête de rendements à long terme, et pour la faible corrélation des rendements avec la zone OCDE et avec leurs pays d'origine<sup>26</sup>. L'acquisition par DIC (Dubai) de 17,5% de parts dans Tunisie Telecom (2007)<sup>(22)</sup>, l'achat de Mubadala 25% du contrat d'exploration des hydrocarbures de Shell dans la région de Reggane en Algérie (2008)<sup>27</sup> et les récentes négociations (2010) du CIC avec les gouvernements du Brésil et du Mexique afin d'investir dans leurs pays respectifs dans le domaine des matières premières<sup>28</sup> sont autant d'exemple qui montrent l'intérêt porté à ces régions.

---

<sup>23</sup> www.swfinstitute.com, "Lybian Arab Foreign Investment Company".

<sup>24</sup> Idem, "Temasek Holdings".

<sup>25</sup> Kern Steffen, Deutsch Bank Research, "Sovereign wealth funds and foreign policies", October 2008, page 7.

<sup>26</sup> Santiso Javier, OECD Development Center, Policy Insights N° 58, « Sovereign Development Funds », April 2008, page 2.

<sup>27</sup> Idem.

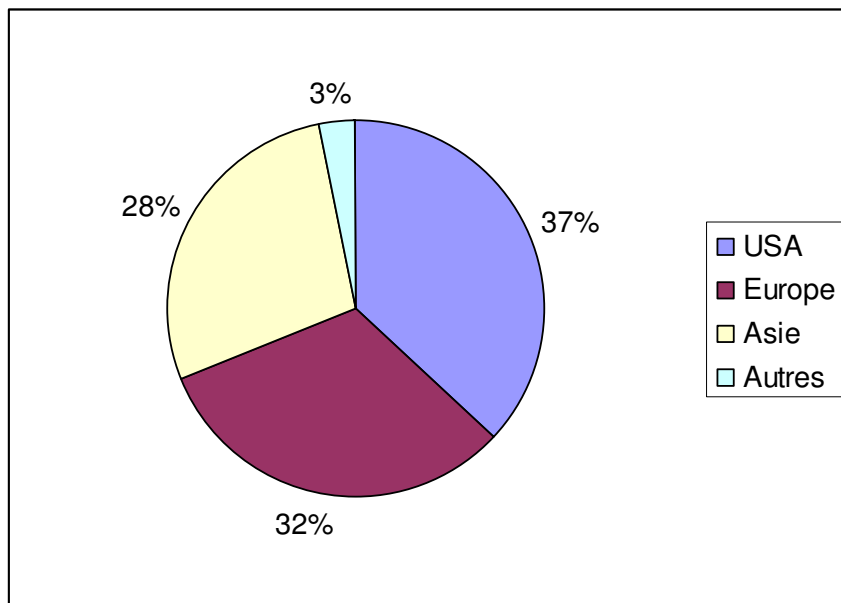
<sup>28</sup> www.AMEinfo.com, « Mubadala farms into Shell exploration acreage in Algeria », April 2008.

**Tableau N° 11 : Diversification du portefeuille des fonds souverains par zone géographique**

| Région | % des investissements |
|--------|-----------------------|
| USA    | 37%                   |
| Europe | 32%                   |
| Asie   | 28%                   |
| Autres | 3%                    |

Source: adapté de Kern Steffen, Deutsch Bank Research, "Sovereign wealth funds and foreign policies", October 2008, page 7.

**Graphe N° 10 : portefeuille d'investissement des fonds souverains par zone géographique**



Source: adapté de Kern Steffen, Deutsch Bank Research, "Sovereign wealth funds and foreign policies", October 2008, page 7.

Le tableau et graphe ci dessus donnent la répartition des investissements des fonds souverains par zone géographique dominés par les pays occidentaux (USA et Europe), suivi par les autres régions.

Pour conclure cette section, on peut dire que les marchés des pays développés sont la destination privilégiée des fonds souverains car ces marchés sont liquides, et peuvent absorber les grandes masses de capitaux que ces derniers sont prêt à investir. Les marchés américains offrent cette caractéristique, car ils comptent pour 49% du marché des obligations d'entreprises mondial, et 40% du marché mondial des actions<sup>29</sup>. Néanmoins, les autres régions connaissent de plus en plus d'afflux de capitaux de ces fonds (Afrique, Asie, Amérique latine). Selon une comparaison faite par Avendano et Santiso (2009) entre les fonds souverains et les fonds mutuels, les premiers sont beaucoup plus diversifiés géographiquement<sup>30</sup>.

## **Section 2 : Les approches d'investissements des fonds souverains**

Les fonds souverains forment un groupe hétérogène. Un groupe constitué de multiples fonds avec différents modes de financement et différents objectifs. L'objectif d'un fonds souverain est un élément essentiel dans la stratégie d'investissement poursuivie, c'est pour cela qu'on trouve également différentes stratégies d'investissement, allant de la moins à la plus risquée. D'après le Deloitte Research<sup>31</sup>, les fonds souverains suivent deux types d'approches en matière d'investissement :

- L'approche d'investissement passive.
- L'approche d'investissement stratégique.

### **2.1. L'approche d'investissement passive**

Cette approche est adoptée par des fonds dont l'objectif est de réaliser des rendements mais à des niveaux de risques différents, ce qui peut donner deux types de stratégies :

- La stratégie prudente.
- La stratégie agressive.

---

<sup>29</sup> www.morganstanley.com ,Jen Stephen, Morgan Stanley, "Sovereign wealth funds: A new and growing class of funds", December 2007, page 4.

<sup>30</sup> Avendao Rolando, Santiso Javier, OECD Global Development Center, "Are Sovereign wealth funds' investment politically biased? A comparison with mutual funds", December 2009.

<sup>31</sup> Deloitte Research Report, "Insurance Firms: the Missing Link In the Sovereign Wealth Fund Acquisition Spree", 2008, page3.

### 2.1.1. La stratégie prudente

Les fonds souverains qui poursuivent cette stratégie ne prennent pas beaucoup de risques, concentrent leurs portefeuilles dans des instruments à revenus fixes de bonne qualité et des actions de grandes capitalisations. Le fonds de stabilisation russe (Reserve Fund) en est un exemple. Son objectif est de protéger l'économie de la volatilité des prix du pétrole et du gaz et soutenir le budget de l'Etat. Le fonds peut faire l'objet de retraits par le gouvernement si la situation l'exige, afin de faire face aux déficits budgétaires et dépenses publiques, ce qui est illustré par la division du fonds par plus de deux durant l'année 2009 passant de 137 à 60 milliards à cause des retraits du gouvernement russe<sup>32</sup>. Pour atteindre ses objectifs, le Reserve Fund opte pour une stratégie d'investissement peu risquée basée essentiellement sur les titres à revenus fixes de bonne qualité libellés en USD (45%), EUR (45%), et GBP (10%) (Voir tableau n°12 et graphe n°11)<sup>33</sup>. Son portefeuille est investi à hauteur de 80% dans les titres à revenus fixes étrangers émis par les gouvernements, 15% en titres de dettes étrangers émis par les banques centrales, et 5% dans des titres de dettes émis par des institutions financières internationales<sup>34</sup> (voir tableau13 et graphe n°12).

**Tableau N° 12 : Distribution du portefeuille du Reserve Fund en devises étrangères**

| Devise | % de fonds |
|--------|------------|
| USD    | 45%        |
| EUR    | 45%        |
| GBP    | 10%        |

Source: Adapté de The International Working Group of Sovereign Wealth, "Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles; Santiago Principles", October 2008, page 43.

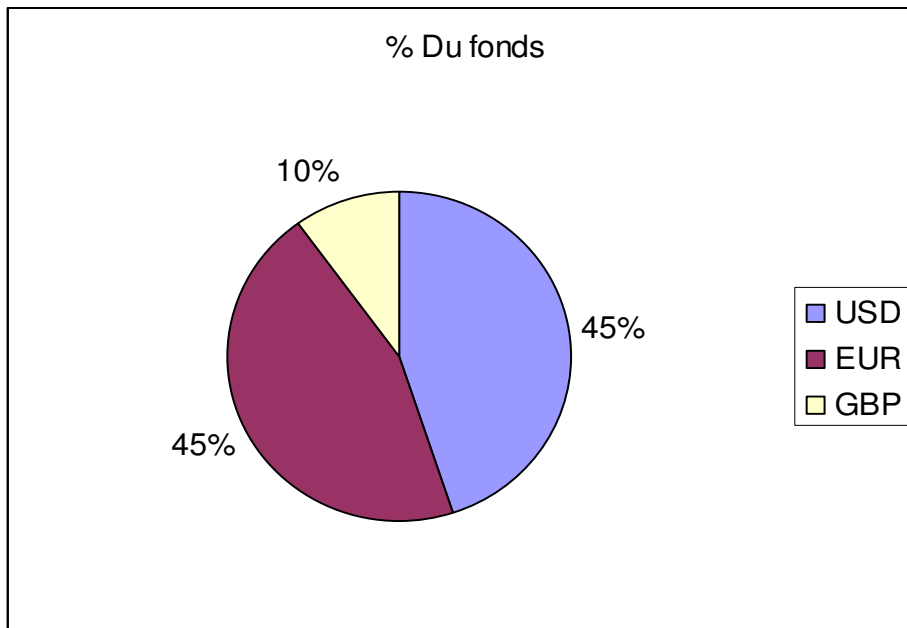
Le tableau ci-dessus montre que le portefeuille du Reserve Fund de Russie est composé uniquement des devises les plus importantes au monde. Le graphe N°11 sera construit à partir de ce tableau afin de mieux montrer la composition du portefeuille de ce fonds.

Le tableau n°16 et graphe n°12 montreront la prudence du Reserve Fund en matière d'investissement en composant son portefeuille de titres à revenus fixes de bonne qualité.

<sup>32</sup> www.preqin.com, Private Equity Intelligence, "The 2010 Preqin sovereign wealth funds review", page1.

<sup>33</sup> The International Working Group of Sovereign Wealth, "Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles; Santiago Principles", October 2008, page 43.

<sup>34</sup> Idem.

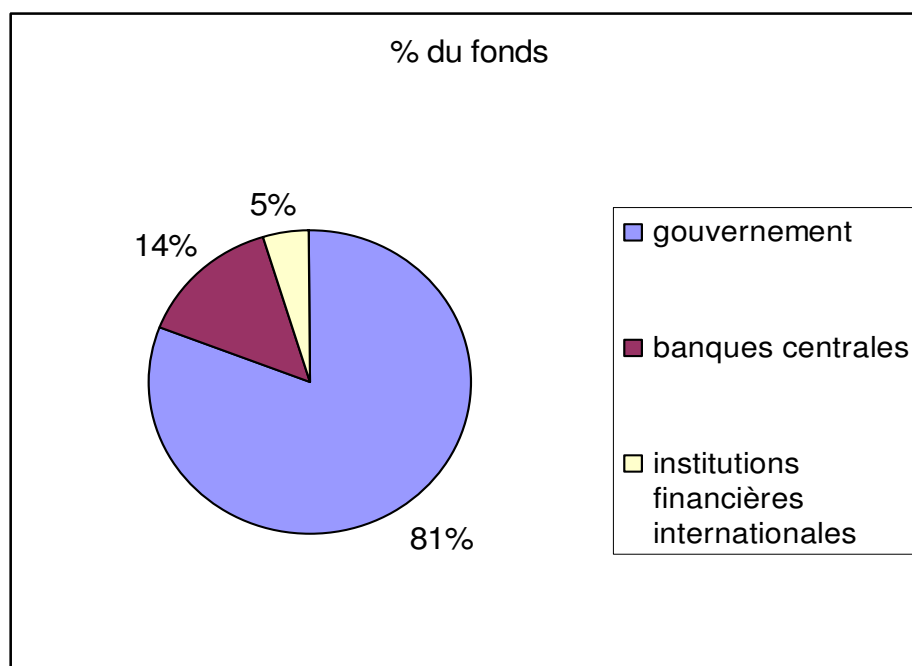
**Graphes N° 11 : Distribution en devises étrangères du portefeuille du Reserve Fund**

Source: Adapté de The International Working Group of Sovereign Wealth, "Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles; Santiago Principles", October 2008, page 43.

**Tableau N° 13 : Composition du portefeuille d'investissement du Reserve Fund**

| Classes des titres à revenus fixes émis par les | % du fonds |
|---|------------|
| gouvernements                                   | 80%        |
| Banques centrales                               | 15%        |
| Institutions financières internationales        | 5%         |

Source: Adapté de The International Working Group of Sovereign Wealth, "Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles; Santiago Principles", October 2008, page 43.

**Graphe N° 12 : Composition du portefeuille d'investissement du Reserve Fund en titres à revenus fixes**

Source: Adapté de The International Working Group of Sovereign Wealth, "Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles; Santiago Principles", October 2008, page 43.

Le fonds norvégien (The Government Pension Fund-Global) est un autre type de fonds appartenant à cette catégorie, avec un portefeuille investi à 60% en titres à revenus fixes de bonne qualité et 40% en actions, excluant tout type d'investissement alternatif<sup>35</sup>.

**2.1.2. La stratégie agressive**

C'est une stratégie passive au même temps agressive, basée sur le couple risque/rendement dans l'allocation d'actifs. Cette stratégie est poursuivie par des fonds d'épargne pour les générations futures des pays du golf tels que ADIA et KIA, dont l'objectif est de réaliser des rendements élevés. Leur prise de risque est importante avec leurs récentes acquisitions des institutions financières de Wall Street et d'Europe mises en difficultés par la crise des sub primes, et leurs investissements de plus en plus croissants dans les actifs alternatifs ( hedge funds, private equity, immobilier) considérés comme extrêmement risqués.

<sup>35</sup> Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page32.

## 2.2. L'approche d'investissement stratégique

Les fonds stratégiques cherchent à réaliser non seulement des rendements élevés, mais également contribuer à diversifier l'économie de leur pays d'origine. Ils investissent dans des sociétés dans le but de négocier des contrats et d'attirer des projets dans leurs pays, transférer du savoir faire et de la technologie qui prendraient des années afin de pouvoir les développer. Les fonds ayant cet objectif touchent à différents secteurs ; agriculture, finance, industrie, tourisme et autres.

D'après Deloitte Research, l'objectif du CIC (Chine), Mubadala (Abu Dhabi) et QIA (Qatar) en investissant dans les institutions financières occidentales n'est pas seulement de réaliser des rendements, mais également d'accéder à leur expertise et de développer des centres financiers de rangs mondiaux tels que New York et Londres dans leurs pays d'origine. Qatar, Abu Dhabi, et Dubai se concurrencent pour devenir des centres financiers importants dans la région du Moyen Orient, qui feront la liaison entre l'occident et l'Extrême Orient, quant à la Chine, elle cherche à faire de l'une de ces grande villes tel que Shanghai, un centre financier qui pourra concurrencer Hong Kong et Singapour<sup>36</sup>. Aabar (un fonds d'investissement détenu à 70% par le fonds souverain d'Abu Dhabi International Petroleum Investment Company) a acquis 100% de parts dans Falcon Private Bank (Suisse) qui a des filiales à Hong Kong, Singapour, Shanghai et Dubaï. Falcon a permis à Aabar d'introduire des produits financiers innovants à Abu Dhabi<sup>37</sup>.

Dans l'immobilier, selon Deloitte Research, le GIC (Singapour) a réalisé une Joint-venture de plus de 600 millions de dollars avec la chaîne hôtelière américaine Host Hotels& Resorts, Inc (un des plus grands propriétaires d'hôtels haute gamme au monde avec environ 119 propriétés et approximativement 64000 chambres), pour investir dans l'immobilier en Asie et en Australie. Host aura 25% de la venture alors qu'une des filiales du GIC, le GIC Real estate aura les 75%. Mubadala a lancé avec la société américaine sise à Chicago, The John Buck Company une joint-venture nommée John Buck International, une société qui va se spécialiser dans le développement de l'immobilier de haute qualité, le leasing et les

---

<sup>36</sup> Deloitte Research, « Insurance firms: The missing link in the sovereign wealth funds acquisition spree », 2008, page 4.

<sup>37</sup> [www.AMEinfo.com](http://www.AMEinfo.com), "Aabar Investment".

services de gestion à Abu Dhabi et au Moyen Orient. Cette joint-venture sera détenue à hauteur de 51% par Mubadala<sup>38</sup>.

Dans le secteur du tourisme, Istithmar avec le promoteur immobilier Nakheel (Dubai), ont acquis 20% de parts dans la société de spectacle québécoise le Cirque du soleil en 2008 dans le but de développer un spectacle permanent sur la palme Jumeirah, et Mubadala a investi dans Ferrari ce qui lui a permis d'organiser le grand prix de formule 1 d'Abu Dhabi en 2009<sup>39</sup>.

La santé a été également la cible de ces fonds avec l'investissement de QIA (Qatar) dans le centre de soins médicaux anglais Four Seasons Health Care en 2007, et l'accord d'investissement dans un nouvel hôpital dans la ville japonaise Gobi fait par Mubadala et le Japon, et qui permettra à Abu Dhabi un meilleur accès aux nouvelles technologies médicales, et d'envoyer des médecins à l'hôpital pour apprendre les techniques de transplantation d'organes et acquérir les capacités de traitements des maladies qui touchent le Moyen Orient tel que le diabète. Ainsi, cet investissement servira les objectifs de politique de santé publique et des objectifs commerciaux<sup>40</sup>.

Dans l'industrie automobile, le fonds Mumtalakat (Bahrain) a acquis 30% dans McLaren, le constructeur anglais de voiture de sport dans le but de développer l'industrie de l'aluminium du Royaume, et influencer l'expertise du Royaume Uni dans la construction des composants de l'automobile. Aabar Investment a acquis 9% dans le constructeur automobile allemand Daimler AG, et a signé un accord prévoyant la construction d'un centre de formation à Abu Dhabi, pour les jeunes qui se destinent à l'industrie automobile<sup>41</sup>.

Les fonds souverains du golf aident aussi leur pays à assurer la sécurité alimentaire pour leurs populations en investissant dans le secteur agricole en Afrique (Soudan, Egypte et

---

<sup>38</sup> Deloitte Research, « Insurance firms: The missing link in the sovereign wealth funds acquisition spree », 2008, page 6.

<sup>39</sup> Behrendt Sven, Carnegie Endowment for International Peace, "When money talks. Arab sovereign wealth funds in global public policy discourse, October 2008, page 8.

<sup>40</sup> OECD Development Center, "Foreign government controlled Investors and recipient's country investment policies", January 2009, page 9.

<sup>41</sup> De Boer Kito, Farrel Diana, Figeo Chris, Lund Susan, Thompson Fraser, Turner John, McKinsey Global Institute, "The coming oil windfall in the gulf", January 2008, page 10..

autres) ainsi que dans des fermes de riz et poissonneries en Asie (Thaïlande, Laos, Cambodge et autres)<sup>42</sup>.

Ces exemples sont une réelle illustration de la démarche entreprise par ce type de fonds souverains afin d'aider à diversifier les économies de leurs pays. Les fonds suivant cette stratégie font partie des fonds de développement, des fonds très actifs, qui prennent beaucoup de risques et dont l'objectif n'est pas uniquement de réaliser des rendements élevés, mais également aider au développement de leurs pays.

### **Section 3: Modèles de fonds souverains**

Cette section traitera trois modèles de fonds souverains, le modèle norvégien, le modèle d'Abu Dhabi et celui de Chine. Le choix s'est porté sur ces trois modèles pour les raisons suivantes :

- Le mode de financement de ces fonds ; le fonds norvégien et ceux d'Abu Dhabi sont financés par les revenus d'exportation des hydrocarbures alors ceux de Chine sont financés par les excédents commerciaux.
- La situation géographique de ces fonds : le fonds norvégien appartient au monde occidental alors que les fonds d'Abu Dhabi et de Chine viennent des pays émergents.
- Abu Dhabi et la Chine possèdent plusieurs fonds. Ils divisent leurs revenus entre un nombre croissant de fonds d'investissements, ce qui leur permet de diversifier les risques, créer un environnement compétitifs entre les fonds et améliorer les rendements, ainsi que atteindre différents objectifs.
- L'investissement éthique fait par le fonds norvégien.

---

<sup>42</sup> Saif Ibrahim, Carnegie Endowment For International Peace, "The Oil Boom In the GCC Countries, 2002-2008: Old Challenges, Changing Dynamics", March 2009, page 15.

### 3.1. Le modèle norvégien

Le Government Pension Fund-Global (GPF) est le second plus grand fonds souverain au monde avec des avoirs de plus de 390 milliards de dollars. Le fonds a été créé en 1990 par une loi du parlement norvégien. Jusqu'en janvier 2006, le fonds était connu sous le nom de fonds pétrolier national (Government Petroleum Fund)<sup>43</sup>.

Le GPF investit les excédents des revenus d'exportation de pétrole, ses rendements sont rajoutés au capital du fonds. Créé en tant que fonds d'épargne pour les générations futures, le GPF a été mis en place pour gérer la richesse pétrolière norvégienne d'une manière durable et aider à faire face à la hausse future des dépenses de retraites<sup>44</sup>. The Norges Bank Investment Management (NBIM), une succursale de la banque centrale gère ce fonds au même temps que la plupart des réserves de changes de la banque centrale. L'ultime responsabilité de la gestion du fonds revient au ministère des finances, qui émet les directives pour ses investissements<sup>45</sup>.

L'exposition du fonds en actions est de l'ordre de 40% et le reste 60% est orienté vers les instruments à revenus fixes. Le fonds envisage d'investir 60% en actions, 35% en instruments à revenus fixes, et 5% dans l'immobilier et autres actifs alternatifs, il veut également allouer environ 5 à 10% de son capital aux économies émergentes<sup>46</sup>. En ce qui concerne l'allocation d'actifs par zone géographique, 50% des actions sont européennes, 35% pour Amérique/Afrique et 15% pour l'Asie, quant aux titres à revenus fixes, 60% pour l'Europe, 30% pour l'Amérique et l'Afrique et 5% pour l'Asie<sup>47</sup> (voir tableau n°14 et Graphes n°13).

Le fonds norvégien est un fonds passif non stratégique. Bien qu'il ait investi dans plus de 7000 entreprises, ses parts sont petites ; la moyenne des parts est de moins de 1%. Le fonds n'investi pas plus de 10% dans chaque entreprise. Au troisième trimestre 2009, le GPF a réalisé des rendements de 13,5%<sup>48</sup>.

---

<sup>43</sup> Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page 32.

<sup>44</sup> Idem, page 32.

<sup>45</sup> Idem.

<sup>46</sup> The International Working Group of Sovereign Wealth, "Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles; Santiago Principles", October 2008, page 41.

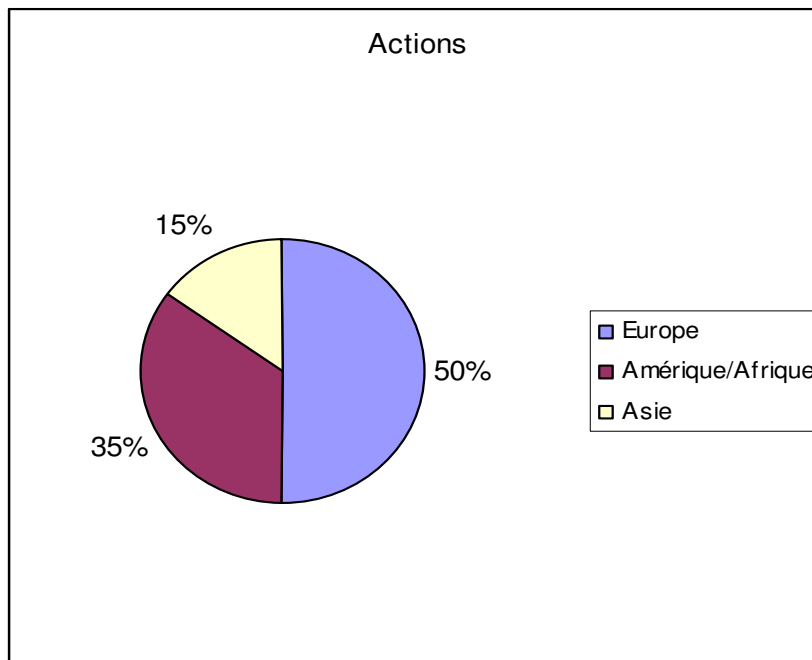
<sup>47</sup> Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page 33.

<sup>48</sup> Idem.

**Tableau N° 14 : Allocation d'actifs du GPF-G par zone géographique**

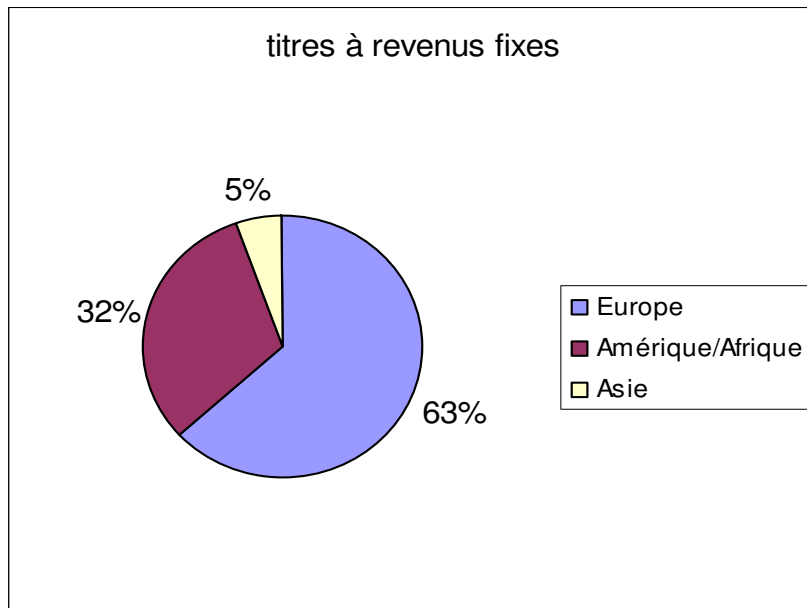
| Zone géographique | Actions | Titres à revenus fixes |
|-------------------|---------|------------------------|
| Europe            | 50%     | 60%                    |
| Amérique/Afrique  | 35%     | 35%                    |
| Asie/ Océanie     | 15%     | 5%                     |

Source: Norges bank dans Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page33.

**Graph°13 : Allocation d'actifs du GPF-G par zone géographique****1. Actions**

Source: Adapté Norges bank dans Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page33.

## 2. Titres à revenus fixes



Source: Adapté de Norges bank dans Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page33.

A partir du tableau 14, on a mis en place deux graphes, le premier a présenté la composition du portefeuille du GPF-G en actions des différentes zones géographiques et le deuxième concerne les titres à revenus fixes.

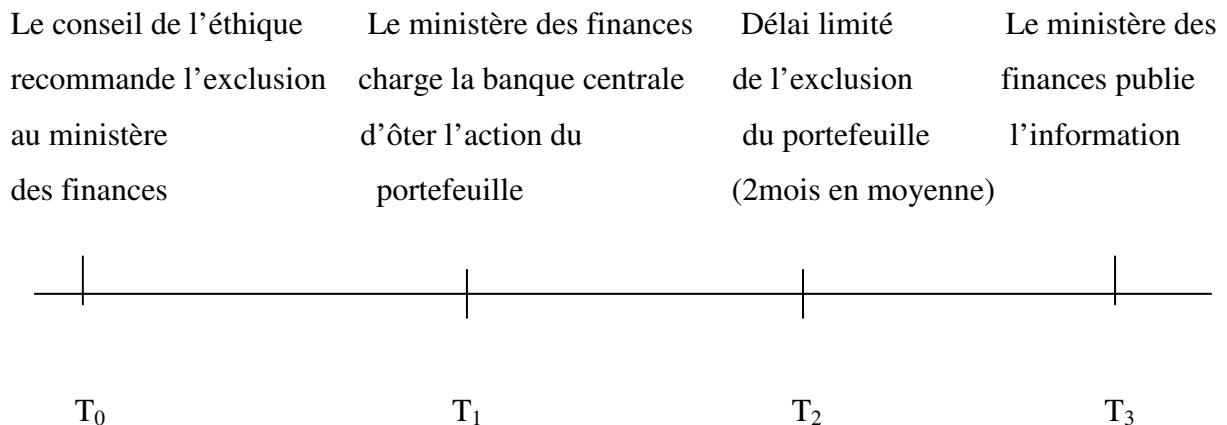
La structure institutionnelle du GPF est considérée comme référence en terme de transparence et de responsabilité. Parmi tous les fonds souverains, le GPF est considéré comme le plus transparent, il publie régulièrement des rapports trimestriels et annuels, incluant des détails sur les actifs sous gestion, les classes d'actifs qui composent le portefeuille, la devise et les performances du fonds<sup>49</sup>.

En 2004, le ministère des finances norvégien crée un conseil consultatif sur l'éthique qui a mis en place des principes éthiques que le fonds doit respecter afin d'éviter les risques de complicité dans des violations des droits de l'homme, dans l'atteinte à l'environnement et autres. Ce conseil est chargé de revoir les investissements du fonds, et évaluer si ces derniers pourraient impliquer des risques inacceptables allant à l'encontre des principes soulignés par le guide éthique du conseil. Le conseil évalue l'impact des investissements et émet des

<sup>49</sup> Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page 33.

recommandations et la décision finale revient au ministère des finances qui décide d'exclure ces investissements du portefeuille du fonds selon le timing expliqué ci-dessous<sup>50</sup>.

### Timing de l'exclusion des actions du portefeuille du fonds



Source: Ministère des finances norvégien dans Beck Roland, Fidora Michael, European Central Bank (ECB), « The impact of sovereign wealth funds on global markets », July 2008, page25.

D'après Kavaljit Singh, en Juin 2006, le fonds a vendu ses parts dans l'américain Wal-Mart, le plus grand distributeur du monde, pour de graves violations des droits de l'homme et des droits du travail, et l'américain Freeport-McMoran Copper&Gold (entreprise minière internationale) pour complicité dans de sérieux dommages sur l'environnement à la Nouvelle Guinée. La même chose a été faite pour le géant minier russe Norilsk Nickel accusé d'être responsable de rejets élevés de dioxyde de soufre (SO<sub>2</sub>), et de métaux lourds dans la péninsule de Taïmyr, dans le nord de la Sibérie.<sup>51</sup>

Selon le même auteur, d'autres entreprises ont été également exclues à cause de leur violation de ses principes éthiques, parmi ces entreprises<sup>52</sup> :

- Alliant Techsystems Inc (USA) pour la production d'armes et de munitions.
- BAE Systems Plc (RU) pour la production de missiles nucléaires pour les forces aériennes françaises.

<sup>50</sup> Idem , page34.

<sup>51</sup> Singh Kavaljit, « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », October 2008, page 36.

<sup>52</sup> Idem.

- Boeing (USA) pour l'entretien des ICBMs (International Ballistic Missile) pour les forces aériennes US.
- DRD Gold Limited (Afrique du sud) pour de graves dégâts sur l'environnement
- GenCorp Inc (USA) pour la production d'armes nucléaires.
- Vedanta Resources (Groupe minier anglais) pour de graves dégâts sur l'environnement et violation des droits de l'homme.

Le processus de cession d'actions de la part du GPF est conduit de manière à éviter toute pression à la baisse des prix afin qu'il n'y ait pas d'impact négatifs sur ses rendements<sup>53</sup>.

Le fonds se bat également pour certaines questions tel que le réchauffement climatique ; le fonds a voté grâce à ses parts dans Exxon Mobil et Ford Motor Co au coté de certains actionnaires afin que les compagnies adoptent des objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre. Cependant, cette résolution a été vaincue par la majorité de 93% et 86% respectivement<sup>54</sup>.

### **3.2. Le modèle d'Abu Dhabi**

L'émirat d'Abu Dhabi contrôle trois fonds importants : Abu Dhabi Investissement Authority (ADIA) le plus grand, Mubadala Development Company ; le plus petit mais le plus agressif et the International Petroleum Investment Company (IPIC). Les trois fonds ont été mis en place pour gérer les revenus du pétrole et gaz du pays, transférer une partie de cette richesse aux générations futures et éventuellement aider à diversifier l'économie d'Abu Dhabi loin des risques posés par la volatilité des marchés pétroliers.

#### **3.2.1. Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)**

ADIA est le plus grand fonds souverain au monde avec une estimation de 875 milliards de dollars d'actifs sous gestion. Il a été créé en 1976, et il est l'entière propriété du

---

<sup>53</sup> Idem.

<sup>54</sup> Idem.

gouvernement. Sa mission est de sécuriser et de maintenir la prospérité d'Abu Dhabi à travers une gestion prudente des actifs financiers de l'émirat<sup>55</sup>.

Le fonds a toujours été discret sur la taille de ses actifs, son portefeuille d'investissement et ses rendements. Cependant, et suite aux turbulences des marchés financiers mondiaux de la fin 2007 et début 2008, ADIA a été mis sous les projecteurs avec son acquisition de 4,9% de parts dans la banque américaine Citigroup et son investissement dans la société de private equity américaine Apollo Management, qui ont suscité le débat autour des fonds souverains au sein de la communauté internationale, et l'a poussé à donner plus d'informations sur sa politique.

D'après Sven Behrendt, ADIA a diffusé par exemple que son portefeuille d'actifs est investi à hauteur de 45 à 55% en actions des marchés développés, 8 à 12% dans les actions des marchés émergents, 12 à 18% dans les obligations gouvernementales, 4 à 8% dans des obligations d'entreprises, 5 à 10% dans l'immobilier et 5 à 10% dans les autres actifs alternatifs<sup>56</sup>. Sa composition en devise étrangère est estimée à 45% en USD, 40% en EUR, 5% en Yen, et 10% dans des devises de marchés émergents<sup>57</sup>, ( voir tableau n°15 et graphe n° 14).

**Tableau N° 15: Composition du portefeuille d'ADIA en devises étrangères**

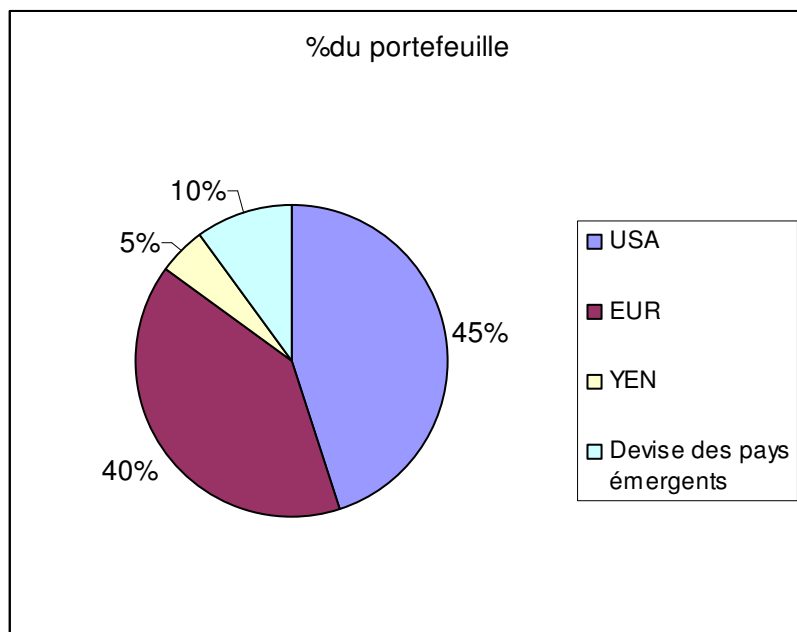
| Devise                     | % du portefeuille |
|----------------------------|-------------------|
| USD                        | 45                |
| EUR                        | 40                |
| YEN                        | 5                 |
| Devises des pays émergents | 10                |

Source: Adapté de Behrendt Sven, Carnegie Endowment for International Peace, "When money talks. Arab sovereign wealth funds in global public policy discourse, October 2008, page8.

<sup>55</sup> Behrendt Sven, Carnegie Endowment for International Peace, "When money talks. Arab sovereign wealth funds in global public policy discourse, October 2008, page7.

<sup>56</sup> Idem, page 8.

<sup>57</sup> Idem.

**Graph N° 14 : Composition du portefeuille d'ADIA en devises étrangères**

Source: Adapté de Behrendt Sven, Carnegie Endowment for International Peace, "When money talks. Arab sovereign wealth funds in global public policy discourse, October 2008, page8.

### 3.2.2. Mubadala Development Company

Mubadala est le plus petit fonds d'Abu Dhabi avec environ 10 milliards de dollars. « Mubadala » qui veut dire « échange » en arabe a été créée en 2002. Il joue un rôle actif dans la diversification de l'économie d'Abu Dhabi. Depuis sa création, Mubadala a développé un réseau de partenariats impressionnant au niveau local et international dans plusieurs secteurs, incluant l'énergie, l'immobilier, la santé, l'aéronautique, les infrastructures et les services. Il a réalisé d'importants investissements internationaux, incluant 7,5% de parts dans la société américaine de private equity Carlyle Group (septembre 2007) pour 1,35 milliards USD, 8,1% dans Advanced Micro Devices (AMD) pour 622 millions USD, 3,31% dans le constructeur de véhicules de sport Ferrari, 35% dans le constructeur aéronautique italien Piaggio Aero<sup>58</sup>.

Ce qui est intéressant dans ces investissements et que certains d'entre eux procurent une indication sur la manière dont les partenariats internationaux basés sur des investissements solides peuvent faire aider à développer l'économie de l'émirat. L'investissement de Ferrari a

<sup>58</sup> Behrendt Sven, Carnegie Endowment for International Peace, "When money talks. Arab sovereign wealth funds in global public policy discourse, October 2008, page9.

permis d'organiser le grand prix de formule 1 d'Au Dhabi en 2009, ce qui est un pas vers la promotion du tourisme. En juillet 2008, Mubadala a annoncé qu'il recherchait à être un des dix premiers actionnaires de General Electric en investissant 3 milliards de dollars. GE et Mubadala ont signé un accord pour créer un partenariat de 8 milliards qui pourrait inclure des investissements communs dans la recherche dans les énergies propres, le développement de l'aviation, de l'industrie et de l'éducation<sup>59</sup>.

Pour poursuivre ses ambitions d'être un acteur sérieux dans l'industrie mondiale de l'aluminium, Mubadala s'est engagé avec Dubai Aluminium Company (DUBAL) et ont mis en place Emirates Aluminium (EMAL), il a également investi dans l'extraction et le raffinage en Guinée, le pays ayant les plus grandes réserves de bauxite (matière première nécessaire pour la production d'aluminium) au monde<sup>60</sup>. A travers EMAL, Mubadala s'est impliqué dans la construction de la première fonderie d'aluminium à Beni Saf en Algérie pour mieux se servir des marchés européens. Une autre manière dont Mubadala tente d'aider à diversifier l'économie de l'émirat est ses plans d'extension de son industrie aérospatiale naissante en développant des relations avec Boeing et EADS<sup>61</sup>.

### 3.2.3. International Petroleum Investment Company (IPIC)

Le troisième fonds souverain d'Abu Dhabi est the International Petroleum Investment Company (IPIC), crée en 1984 et gère environ 12 milliards USD. Ce fonds se focalise sur les investissements dans des projets de pétrole. Ses investissements incluent OMV, la plus grande compagnie pétrolière autrichienne et un des principaux groupes de pétrole et de gaz naturel. Récemment, IPIC a annoncé qu'il serait plus actif en Asie centrale. En juillet 2008, IPIC et Kazakhstan ont signé un accord pour lancer un fonds de 1 milliard de dollars pour investir dans l'énergie et autres secteurs. Il évalue également des opportunités d'affaires en Uzbekistan et Turkménistan<sup>62</sup>.

Bien qu'à la base IPIC a été destiné à investir dans le domaine de l'énergie, avec le temps il a élargi son champs d'intervention. A travers Aabar Investment où il détient plus de

---

<sup>59</sup> Idem.

<sup>60</sup> Idem.

<sup>61</sup> www.AMEinfo.com, "Boeing and Mubadala sign a long term strategic aerospace agreement", November 2009.

<sup>62</sup> Behrendt Sven, Carnegie Endowment for International Peace, "When money talks. Arab sovereign wealth funds in global public policy discourse, October 2008, page9.

70%, il touche à d'autres domaines tel que l'automobile où il détient des parts dans Daimler et a signé un accord de partenariat en mars 2010 avec le gouvernement algérien pour créer un joint venture pour le montage de quelques 10000 véhicules par an en Algérie, destinée en partie à la défense et l'autre partie à l'exportation<sup>63</sup>, il est également entrée en joint venture avec Daimler afin d'acquérir 9,09% de Tesla motors (entreprise de fabrication de moteurs électriques) donnant à Aabar 3.63 % de celle-ci .Le partenariat est une partie d'un plan entre le fonds et la société allemande visant à réaliser des projets qui réduisent l'émission de gaz à effets de serre<sup>64</sup>. En fin 2009, le fonds a acquis 51% d'une joint venture Herrenknecht Tunnel-Boring International LLC sise au Emirats Arabes Unis. Ce partenariat fait avec la société allemande de construction de tunneliers Herrenknecht AG a pour objectif la construction de tunneliers aux Emirats<sup>65</sup>.

### 3.3. Le modèle chinois

La chine comme l'Emirat d'Abu Dhabi possède plusieurs fonds à savoir la SAFE Investment Company, le China Investment Company et China-Africa Development Fund. Ces fonds investissent de manière très active à l'étranger.

Les fonds de ce modèle seront traités différemment, le CIC aura la plus grande partie pour des raisons de disponibilité de l'information.

#### 3.3.1. SAFE Investment Company

La State Administration of Foreign Exchange (SAFE) est responsable de la gestion des réserves de change de Chine. La SAFE a une filiale à Hong Kong appelée SAFE Investment Company qui investi à l'étranger. Ce fonds a été crée en 1997 et il gère environ 347,1 milliards de dollars. Il a réalisé d'importants investissements en Angleterre, en France et en Australie<sup>66</sup>.

La SAFE Investment company détient 1.3% de part dans TOTAL (France), 0.9% dans Royal Dutch Shell Plc (Grande Bretagne), 1% dans AVIVA (Grande Bretagne). Il a investi 2

---

<sup>63</sup> [www.aabar.com](http://www.aabar.com).

<sup>64</sup> [www.AMEinfo.com](http://www.AMEinfo.com), "Aabar Investment"

<sup>65</sup> Idem.

<sup>66</sup> [www.swfinstitute.com](http://www.swfinstitute.com), « SAFE Investment Company ».

milliards dans BP, 2.5 Milliards dans le fonds de private equity américain TPG, 1.5 Milliards de dollars dans Australia & NZ Banking Group, etc<sup>67</sup>.

### **3.3.2. China – Africa Development Fund**

China – Africa Development Fund est un véhicule d'investissement orienté vers l'Afrique. Il a été créé en 2007 par le gouvernement chinois. Actuellement, il gère environ 5 milliards de dollars US qui proviennent de China Development Bank<sup>68</sup>.

Ce fonds a investi environ 400 millions en Afrique. Ses investissements incluent la culture du coton au Malawi, l'énergie au Ghana, une usine de verre en Ethiopie et le commerce en Egypte et au Nigeria<sup>69</sup>.

### **3.3.3. China Investment Corporation (CIC)**

The China Investment Corporation (CIC) est l'un des plus grands fonds souverains au monde. Il a été créé par le gouvernement chinois le 29 septembre 2007, avec un capital de départ de 200 milliards de dollars afin de mieux gérer les réserves de change du pays et réduire la quantité de capital détenue en dollar américain<sup>70</sup>.

En Juin 2007, le ministère des finances chinois a émis des bons de Trésor spéciaux d'une valeur de plus de 1550 milliards de yuan (200 milliards de dollars) pour mettre à la disposition du CIC les capitaux nécessaires pour acquérir des devises étrangères de la banque centrale chinoises (la Banque Populaire de Chine). La première tranche des bons de Trésor spéciaux valait 600 milliards yuan (77 milliards USD), utilisant la banque agricole de Chine (Agricultural Bank of China- BAC) comme intermédiaire. Les bons de dix ans avaient un taux de coupon de 4.3%. La deuxième tranche de bons valait 103 milliards de yuan (13 milliards USD) a été vendue la mi-septembre. Cette tranche était un mélange de bons à 10 et 15 ans avec un taux de coupon se situant entre 4.46% et 4.68%. La troisième tranche valant 96 milliards yuan (12 milliards USD) et a été vendue entre novembre et décembre, également avec des périodes de maturations variant entre 10 à 15 ans, avec un taux de coupon de 4,5%. Les 750

---

<sup>67</sup> Idem.

<sup>68</sup> Idem, "China – Africa Development Fund".

<sup>69</sup> Idem.

<sup>70</sup> www.preqin.com, « The 2010 preqin Sovereign Wealth Funds Review », page 8.

milliards yuan (97 milliards USD) restants ont été vendus à la banque populaire de Chine, le 10 décembre, utilisant également ABC en tant qu'intermédiaire, avec une période de maturation de 15 ans et un taux de coupon de 4.45%<sup>71</sup>.

Le CIC est directement lié au Conseil d'Etat Chinois. En terme d'investissement, le CIC a trois départements différents<sup>72</sup> :

1. Central Huijin Investment Corporation pour l'investissement financier domestique ;
2. China Jianyin Investment Company pour la gestion d'actifs domestiques et des prêts non performants ;
3. Le département de l'investissement étranger.

Le CIC est un fonds souverains hors matières premières. Ses actifs sous gestion ont atteint selon Private Equity Intelligence (preqin) les 290 milliards de dollars. Depuis sa création en 2007, le CIC investi de manière agressive. C'est un investisseur à long terme dont l'objectif est de réaliser un maximum de gains possible en maintenant un niveau de risque raisonnable<sup>73</sup>.

Le portefeuille du CIC est diversifié par zone géographique et par secteur d'activité, investissant sur les marchés développés et émergents, avec trois catégories d'actifs à savoir : les actions, titres à revenus fixes et actifs alternatifs (hedge funds, private equity, immobilier, matières premières et infrastructures). D'après Private Equity Intelligence (preqin), en Avril 2007, le CIC a réorganisé son département d'investissement en quatre nouveaux sous-départements dans l'objectif est d'améliorer l'efficacité de sa stratégie d'investissement<sup>74</sup> :

1. Département d'investissement tactique ;
2. Département des investissements spéciaux ;
3. Département d'investissement sur les marchés privés ;
4. Département d'investissement sur les marchés publics.

---

<sup>71</sup> Michael F. Martin, CRS Report for Congress, "China's Sovereign Wealth Fund", 22/01/2008, page 7.

<sup>72</sup> www.preqin.com, « The 2010 Preqin Sovereign Wealth Funds Review », page 8.

<sup>73</sup> Idem.

<sup>74</sup> Idem.

Ces différents départements remplacent les anciens départements du CIC, qui étaient « Département d'investissement en action », « Département d'investissement en titres à revenus fixes », « Département d'investissement en actifs alternatifs ». Suite à cette réorganisation, le CIC a commencé à recruter massivement<sup>75</sup>.

Les objectifs du CIC sont la recherche d'opportunités d'investissement à travers tout le globe. Le CIC projette d'augmenter ses investissements étrangers, et cherche à passer vers la gestion de ses investissements sur les marchés développés au niveau du CIC sans les confier à des gestionnaires externes, ce qui est illustré par les recrutements qu'il a fait durant la crise financière mondiale.

Le CIC investi à l'intérieur et à l'extérieur du pays, il diversifie son portefeuille à travers différents secteurs, incluant la distribution, les technologies, les télécommunications et les produits pharmaceutiques. La récente tendance du fonds semble se focaliser sur le secteur des ressources naturelles et énergétiques aux Mexique et au Brésil, en Afrique, Amérique du nord et en Australie afin d'assurer ses approvisionnements pour soutenir sa croissance, ainsi que le secteur de l'immobilier et les actifs alternatifs pour leurs rendements élevés et non corrélés aux marchés boursiers.

À travers sa filiale Central Huijin Department, le CIC détient d'importantes parts dans des grandes institutions financières chinoises tels que 59.12% dans China Construction Bank et 67.49% dans Bank of China<sup>76</sup>.

Cependant, ses investissements étrangers semblent être encore plus importants. D'après Private Equity Intelligence (peiqin), le CIC investi activement dans le private equity via des gestionnaires de fonds ou à travers des investissements directs<sup>77</sup>.

#### • Les investissements confiés aux gestionnaires de fonds alternatifs

D'après Private Equity Intelligence (peiqin), le fonds a réalisé son premier investissement dans le private equity le premier trimestre 2008, affectant 4 milliards de

---

<sup>75</sup>Idem.

<sup>76</sup> www.swfinstitute.com, « China Investment Company ».

<sup>77</sup> www.peiqin.com, « The 2010 peiqin Sovereign Wealth Funds Review », page 8.

dollars pour lancer un fonds de Buy out géré par JC Flowers &Co, le CIC détient 80% du fonds et JC Flowers &Co le reste. En septembre 2009, il a annoncé avoir réalisé des investissements par l'intermédiaire de deux hedge funds, un investissement de 1 milliard USD avec Okatree Capital Management, un hedge fund basé à Los Angeles, et 200 millions de dollars avec Capula Investment Management, basé à Londres<sup>78</sup>.

Dans le domaine de l'immobilier, et selon la même source, le CIC a confié en avril 2009, 800 millions de dollars à Morgan Stanley Real Estate Fund VII Global après avoir annoncé un mois plus tôt son intention d'augmenter ses investissements dans les titres à revenus fixes et dans l'immobilier. Ce fonds fournit des opportunités d'investissement dans l'immobilier commercial, résidentiel et hospitalier en Allemagne, USA et en Inde. Le fonds vise aussi les sociétés immobilières (voir tableau n°17)<sup>79</sup>.

#### • Investissements directs dans les actifs alternatifs

En 2007, le CIC a investi 3 milliards dans le fonds de private equity Blackstone. Durant le deuxième et troisième trimestre 2009, le fonds chinois a acquis des parts dans deux de fonds de private equity immobilier. Il a investi 500 millions AUD dans Goldman, une société immobilière australienne et acquis 40% dans CITIC Capital Holdings une société de private equity et immobilière basée à Hong Kong (juillet 2009). En février 2010, le CIC a investi 685 millions d'euros pour acquérir une part de 2.3% dans la société de private equity londonienne Apax Europe VII (voir tableau n°16)<sup>80</sup>

Dans l'immobilier, le CIC a décidé de se porter en aide à la société Britannique Songbird Estate, propriétaire majoritaire de « Canary Dwarf », le nouveau quartier d'affaires londonien. Le fonds chinois participe en effet à un consortium réunissant Qatar Holding, l'investisseur américain Simon Glick et Morgan Stanley, et qui devrait permettre à Songbird Estate de rembourser 900 millions d'euros à la banque américaine Citigroup. A l'issue de cette opération, le CIC possédera 19% de Songbird Estate<sup>81</sup>.

---

<sup>78</sup> Idem.

<sup>79</sup> Idem.

<sup>80</sup> Idem.

<sup>81</sup> [www.hec.fr/eurasia](http://www.hec.fr/eurasia), « Le Fonds chinois est de retour », Octobre 2009, page 2.

**• Les investissements du CIC dans les matières premières**

Comme déjà souligné, la Chine connaît une forte croissance et ses besoins en matières premières ne cessent d'augmenter, alors le gouvernement chinois a assigné un objectif stratégique au CIC, celui d'assurer ses approvisionnements pour les années à venir. Cette stratégie est illustrée par la liste de ses investissements dans les matières premières qui s'allonge de jour en jour.

D'après le site Internet du fonds, beaucoup d'investissements ont été effectués essentiellement en 2009. Le 28 octobre 2009, un investissement de 700 millions de dollars a été effectué dans Iron Mining International Ltd, une entreprise enregistrée à Hong Kong qui possède des mines de fer en Mongolie. Deux jours avant (26 octobre 2009), le CIC a annoncé sur son site avoir investi via sa filiale Fullbloom Investment Corporation 500 millions de dollars dans des obligations convertibles émises par la société canadienne SouthGobi Energy Resources Limited. Cette entreprise se consacre à l'exploitation du charbon, et concentre une grande partie de ses activités dans le désert de Gobi, au sud de la Mongolie. La même filiale a acquis le 03 septembre 2009, 11% d'une compagnie gazière du Kazakhstan JSC KazMunai Exploration Production, pour 339 millions de dollars<sup>82</sup>.

Selon HEC EURASIA Institute, le 03 juillet 2009, Fullbloom Corporation a acquis des parts pour 1.5 milliards de dollars dans l'entreprise canadienne Teck Resources Limited (« Teck »). Cette entreprise est spécialisée dans l'extraction, la transformation et la distribution du plomb, du zinc et du charbon. Le 19 novembre 2009, le CIC a acquis 20% de parts pour 710 millions de dollars dans GCL-Poly Energy Holding, un groupe enregistré à Hong Kong qui investit dans le développement des énergies renouvelables, les deux ont l'intention de financer une joint-venture qui investira et développera des projets photovoltaïques et autres projets d'énergie solaire. Le 05 novembre 2009, il a investi 573 millions de dollars pour acquérir 14,91% de parts dans Noble Group Limited (« Noble ») qui est une société de négoce de matières premières basée à Hong Kong et cotée à Singapour. Le 5 novembre 2009, Country Forest Ltd, une autre filiale du CIC a racheté pour 1.9 milliards

---

<sup>82</sup> [www.china-inv.cn](http://www.china-inv.cn).

de dollars de dettes du plus important producteur de charbon indonésien PT Bumi Resources (« Bumi »)<sup>83</sup>, (voir tableau n°18).

Tous les investissements réalisés par le CIC sont repris dans les trois tableaux suivants. Les investissements directs dans les actifs alternatifs seront présentés dans le tableau n° 16, les investissements confiés aux investisseurs externes dans le tableau n°17 et enfin les investissements dans les matières premières dans tableau n°18.

**Tableau N° 16 : Investissements directs du CIC dans les actifs alternatifs**

| Investissement         | Montant ou %     | Année | Classe d'actif            |
|------------------------|------------------|-------|---------------------------|
| Blackstone             | 3 milliards USD  | 2007  | Private equity            |
| CITIC Capital Holdings | 40%              | 2009  | Private equity-immobilier |
| Goodman                | 500 millions AUD | 2009  | Private equity-immobilier |
| Apax Europe VII        | 685 millions EUR | 2010  | Private equity            |
| Songbird Estate        | 19%              | 2009  | immobilier                |

Source: Adapté de [www.preqin.com](http://www.preqin.com), « The 2010 preqin Sovereign Wealth Funds Review », page 8.

**Tableau N° 17 : Investissements confiés aux gestionnaires de fonds alternatifs**

| Fonds                                      | Montant de l'investissement | Année |
|--|-----------------------------|-------|
| JC Flowers &Co                             | 4 milliards USD             | 2008  |
| Morgan Stanley Real Estate Fund VII Global | 800 millions USD            | 2009  |
| Okatree Capital Management                 | 1 milliards USD             | 2009  |
| Capula Investment Management               | 200 millions USD            | 2009  |

Source: Adapté de [www.preqin.com](http://www.preqin.com), « The 2010 preqin Sovereign Wealth Funds Review », page 8.

<sup>83</sup> [www.hec.fr/eurasia](http://www.hec.fr/eurasia), « Le Fonds chinois est de retour », Octobre2009, page 2.

**Tableau N° 18 : Investissement du CIC dans les matières premières**

| <b>Société</b>                      | <b>Montant (USD) ou %</b> | <b>Date</b> |
|-------------------------------------|---------------------------|-------------|
| Teck Resources Limited              | 1.5 milliards (17%)       | 03/07/2009  |
| TP Bumi Resources                   | 1.9 milliards             | 05/11/2009  |
| GCL-Poly Energy Holding             | 710 millions (20%)        | 19/11/2009  |
| Noble Group Limited                 | 573 millions (14.91%)     | 05/11/2009  |
| SouthGobi Energy Resources Limited  | 500 millions              | 26/10/09    |
| JSC KazMunai Exploration Production | 339 millions              | 03/09/2009  |
| Iron Mining International Limited   | 700 millions              | 28/10/2009  |

Source: Adapté de [www.hec.fr/eurasia](http://www.hec.fr/eurasia), « Le Fonds chinois est de retour », Octobre 2009, page 2 et [www.china-inv.cn](http://www.china-inv.cn).

Enfin, l'objectif de tout fonds souverain qui suit une stratégie d'investissement active tel que le CIC est de réaliser des rendements élevés en assumant un risque raisonnable. Selon l'AFP (Une agence de presse internationale), le CIC aurait réalisé un rendement de plus de 10% de ses investissements faits en 2009, plus de 6.8% que l'année d'avant. Le fonds a reporté qu'il a réalisé des bénéfices nets de 23.1 milliards de dollars<sup>84</sup>.

Ce qui peut être tiré de ces modèles est qu'un pays peut avoir plusieurs fonds souverains à qui il peut assigner différents objectifs. Ils peuvent créer plus d'un fonds sans pour autant qu'ils aient le même montant d'actifs sous gestion, certains peuvent être énormes tel que ADIA et d'autres petits tel que Mubadala. Avoir plusieurs fonds permet au pays d'élargir ses champs d'investissement, d'atteindre différents objectifs avec des fonds qui se complètent et enfin, réaliser des rendements meilleurs puisque ces mêmes fonds se concurrencent entre eux.

### **Conclusion**

Ce chapitre intitulé stratégies d'investissements et modèles de fonds souverains a traité leurs investissements, leur degré de prise de risque, ainsi que leurs objectifs derrière ces investissements, ce qui donne les conclusions suivantes :

<sup>84</sup> [www.swfinstitute.com](http://www.swfinstitute.com), « China Investment Company ».

- Les fonds souverains sont passés vers une autre étape dans la gestion des réserves de leurs pays. En effet, Aujourd'hui, ils ne sont plus des investisseurs passifs mais plutôt actifs et agressifs.
- Dans leur gestion de portefeuille, les fonds souverains ont beaucoup recours à la diversification par classe d'actifs, par secteur d'activité et par zone géographique.
- Le degré de prise de risque diffère d'un fonds à l'autre. Certains sont prudents d'autres agressifs et prennent plus de risques.
- Les objectifs des fonds en matière d'investissement diffèrent. Certains cherchent uniquement à réaliser des rendements alors que d'autres vont au-delà de ces objectifs et tentent d'aider leur pays à diversifier leurs économies.

## **Introduction**

Les fonds souverains ont joué un rôle important durant la crise financière mondiale, ils sont intervenus et stabilisés les marchés financiers à un moment de fortes turbulences en injectant d'énormes quantités de capitaux dans les institutions financières en difficulté.

Cependant, leur action n'a pas été vue d'un bon œil par tout le monde. En effet, cette année là et pour la première fois depuis leur création, les fonds souverains sont devenus la cible des médias, organismes et analystes occidentaux qui ont déclenchés la sonnette d'alarme sur la nouvelle menace qui vient des pays émergents du golf et d'Asie. Certains parlent même de théorie de complot et d'espionnage industriel, alors qu'aucune preuve n'ait été jusqu'ici avancée pour soutenir cette thèse.

Dans ce chapitre structuré en trois sections, nous présenterons les différents avis favorables et défavorables aux fonds souverains, les modifications des politiques d'investissement étrangères par certains pays et l'adoption des principes de Santiago.

### **Section 1 : Les avis favorables aux fonds souverains**

Aux cotés de certains pays favorables aux investissements des fonds souverains, certains organismes internationaux, entreprises et les marchés financiers ont également eu des réactions positives à ces investissements. Des études se sont accordés sur le faite que les marchés ont bien réagis alors que des divergences ont été perçues quant au rôle des fonds souverains au sein des entreprises.

#### **1.1. L'avis des pays**

La Grande Bretagne et la France n'ont pas été hostiles aux investissements des fonds souverains et ont salués leur venue comme celle de tous les investisseurs étrangers.

##### **1.1.1 La Grande Bretagne**

Le Royaume uni est un pays qui reçoit beaucoup d'investissements des fonds souverains et qui ne tient pas de position hostile à ces derniers. En visite à Abu Dhabi en novembre 2008,

le premier ministre, Gordon Brown, assurait : « 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 »<sup>1</sup>

Pour les investissements étrangers allant vers la Grande Bretagne, le gouvernement ne peut intervenir, dans le cadre d'un investissement étranger, que dans très peu de secteurs : la défense, la presse et la distribution d'eau. Néanmoins, il se réserve la possibilité d'élargir cette liste et le ministère de l'industrie peut, à travers l'Entreprise Act, intervenir dans ce processus par des sociétés étrangères<sup>2</sup>

### **1.1.2. La France**

Christine Lagarde, ministre de l'économie, des finances et de l'emploi, a affirmé que la France qui a une longue tradition d'accueil d'investissements étrangers, n'a pas d'hostilité de principe à l'accueil des fonds souverains. Pour la ministre, l'essentiel que ceux-ci agissent dans le respect des normes juridiques et du cadre réglementaire de chacun des pays d'accueil des investissements, et en toute transparence<sup>3</sup>.

En novembre 2008, le président Nicholas Sarkozy a annoncé la création du fonds stratégique d'investissement (FSI). A cette occasion, il a déclaré : « Ce que les producteurs de pétrole font, ce que les chinois font, ce que les russes font, il n'y a pas de raison que la France ne le fasse pas, au nom d'une politique industrielle digne de ce nom »<sup>4</sup>.

Quant aux investissements étrangers allant vers la France, le décret n° 2005-1739 du 30 décembre 2005 prévoit que les investisseurs étrangers souhaitant prendre le contrôle ou une minorité de blocage de 33,33% dans des sociétés appartenant à des secteurs considérés comme sensibles doivent solliciter, au préalable, une autorisation auprès des autorités françaises<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup>Puel Jean- Marc, « Les fonds souverains, Instruments financiers ou arme politique ? », éditions Autrement, Paris, 2009, page53.

<sup>2</sup> Idem.

<sup>3</sup> Revue Banque N°699, « Les positionnements européen et français : Réactions tout azimut », Février 2008, page 28.

<sup>4</sup> Idem, page 50.

<sup>5</sup> Idem, page 49.

## **1.2. L'avis des organismes internationaux**

L'OCDE, la Commission européenne, la Banque mondiale ont émis un avis non hostile aux fonds souverains.

### **1.2.1. L'OCDE**

Pour l'OCDE, les fonds souverains offrent de nombreux avantages<sup>6</sup>:

- Ils ont eu un rôle stabilisateur en injectant des capitaux dans des institutions financières de la zone OCDE à un moment critique ;
- Ils contribuent à recycler l'épargne à l'échelle internationale et sont généralement des investisseurs stables sur la durée ;
- Ils contribuent au développement économique de leurs pays ;

Dans les pays d'accueil, les fonds souverains peuvent procurer les avantages généralement rattachés à l'investissement étranger, notamment stimuler l'activité des entreprises et créer des emplois.

L'OCDE appelle à :

- Un traitement équitable des fonds souverains et des autres investisseurs étrangers sans aucune discrimination ;
- La sécurité nationale est une préoccupation légitime mais ne doit pas être un prétexte pour suivre des politiques protectionnistes ;
- Les investisseurs et pays hôtes peuvent apaiser les inquiétudes grâce à la transparence.

### **1.2.2. La commission européenne**

Pour Charlie Mc creevy, commissaire en charge du marché intérieur, les fonds souverains « sont plus une opportunité qu'une menace ». Pour lui, le développement des

---

<sup>6</sup> OCDE, « Fonds souverains et politique des pays d'accueil », Avril 2008.

fonds souverains ne doit pas être utilisé comme un argument défensif pour empêcher l'entrée d'investisseurs issus des marchés émergents dans les entreprises européennes<sup>7</sup>.

### **1.2.3. La réaction de la Banque Mondiale**

Robert Zoellik, le président du Groupe de la Banque mondiale, a dévoilé un plan destiné à encourager les fonds souverains à investir 1% de leurs actifs dans la prise de participation en Afrique, afin de mettre les liquidités mondiales à long terme au service du développement et de la promotion des possibilités d'investissement<sup>8</sup>.

M. Zoellik a déclaré : « Les actifs détenus par les fonds souverains pèsent à l'heure actuelle 3000 milliards de dollars. Si le Groupe de la Banque mondiale parvient à créer des plateformes d'investissement sous forme de prise de participation et des indices de référence pour attirer ces investisseurs, l'affectation ne serait-ce que de 1% de ces actifs permettrait de mobiliser 30 milliards de dollars pour financer la croissance, le développement et la valorisation des opportunités en Afrique »<sup>9</sup>

Il a également affirmé que les fonds souverains sont « non pas à redouter », mais porteurs de possibilités. « Les fonds souverains doivent opérer dans la transparence et être guidés par les meilleures pratiques pour ne pas être utilisés à des fins politiques. Mais je pense qu'il y a lieu de se réjouir de la possibilité que des fonds publics financent des investissements de portefeuille à l'appui de développement » a-t-il rajouté<sup>10</sup>

### **1.3. La réaction des entreprises et des marchés financiers**

Les entreprises et les marchés financiers ont bien réagis aux investissements des fonds souverains ces dernières années.

---

<sup>7</sup> Revue Banque N°699, « Les positionnements européen et français : Réactions tout azimut », Février 2008, page 28.

<sup>8</sup> [www.banquemonde.org](http://www.banquemonde.org), « Selon M. Zoellick, les fonds souverains doivent investir en Afrique », 02/04/08.

<sup>9</sup> Idem.

<sup>10</sup> Idem.

### **1.3.1. La réaction des entreprises**

La nature amicale et privée des investissements faits par les fonds souverains au sein des entreprises, fait que les managers des entreprises entretiennent de bonnes relations avec ses fonds et saluent leur venue au sein de leurs entreprises.

Une enquête a été faite par Norton Rose<sup>11</sup> auprès des managers d'entreprises sur les raisons qui poussent les entreprises à accepter les investissements des fonds souverains, les réponses ont été les suivantes :

1. Les horizons d'investissements longs des fonds souverains. Deux exemples peuvent être cités, les 7,1% de parts que détient KIA dans le constructeur automobile allemand Daimler et qui datent d'un investissement fait en 1969, et 3,3% dans British Petroleum, un investissement qui remonte aux années 1970<sup>12</sup> ;
2. La taille des besoins de financement des entreprises et l'importance des capitaux que ces fonds sont prêts à investir ;
3. La stratégie d'investissement passive des fonds souverains et le minimum de contrôle qu'ils exercent sur la gestion ;
4. Les avantages stratégiques potentiels pour ces entités dans les pays d'origine de ces fonds ;

En ce qui concerne la performance des entreprises ciblées par les investissements des fonds souverains, les avis diffèrent ; certains J.Kotter et U.Lel (2008)<sup>13</sup> disent que l'entreprise ciblée ne connaît pas de changement significatif dans la rentabilité, la croissance et la gouvernance dans les 3 ans suivant l'investissement des fonds souverains, ce qui veut dire que

---

<sup>11</sup> Rose Norton, "Sovereign Wealth Funds, the global private equity landscape survey", June 2008.

<sup>12</sup> Behrendt Sven, Carnegie Endowment For International Peace, « When Money Talks; Arab Sovereign Wealth Fund in the Public Discourse », number 12, October 2008, page 6.

<sup>13</sup> Kotter Jason, Lel Ugur, « Friends or Foes? The stock price impact of sovereign wealth funds acquisition and the price of keeping secrets », 2008.

ces derniers n'améliorent pas la valeur de l'entreprise à long terme ni la détériore. Ceci implique que les fonds souverains sont des investisseurs passifs. Par contre, N. Fernandes (2009)<sup>14</sup> conclut dans son étude que les investissements des fonds souverains améliorent la performance des entreprises, car celles-ci affichent une croissance dans le ROA (Return on asset)<sup>15</sup>, ROE (Return on equity)<sup>16</sup>, et marge bénéficiaire après les investissements.

### **1.3.2. La réaction des marchés financiers**

Plusieurs études ont été faites par Kotter et Lel (2008), Dewenter, Han et Malatesta (2008)<sup>17</sup> afin de voir la réaction des marchés aux annonces d'investissements des fonds souverains. A la fin, les deux études ont conclu que les marchés réagissent positivement à ces investissements. Pour Kotter et Lel, l'entreprise connaît des rendements anormaux Cumulatifs (RAC)<sup>18</sup> positifs à l'annonce de ces investissements, ces rendements sont similaires à ceux enregistrés à l'annonce des investissements des autres investisseurs. Ce résultat est expliqué par le fait que les investissements des fonds souverains transmettent un signal positif sur les rendements futurs de l'entreprise.

Quant à Dewenter et al, ils ont constaté que l'annonce des investissements des fonds souverains coïncide avec des changements dans la valeur des sociétés ciblées. Le rendement anormal moyen est significativement positif pour ces sociétés, ce qui veut dire que ces acquisitions transmettent de bonnes informations sur ces sociétés, et l'annonce de ventes d'actions par les fonds souverains coïncide avec un rendement anormal moyen négatif, ce qui veut dire que la vente transmet des informations négatives sur la société, où l'on s'attend à un désengagement d'un des organes de surveillance. A partir de ces résultats, on peut conclure que les investissements des fonds souverains ne déstabilisent pas les marchés mais au contraire, ils ont un effet positif sur eux.

---

<sup>14</sup> Fernandes Nuno, "Sovereign wealth funds: Investment choices and implications around the world", February 2009.

<sup>15</sup> ROA (Return On Asset): c'est le taux de rendement de l'actif investi, il est égal au résultat net/total d'actifs.

<sup>16</sup> ROE (Return On equity) : C'est le rendement des capitaux propres, il est égal au résultat net/capitaux propres.

<sup>17</sup> Dewenter Kathryn, Han Xi, Malatesta Paul, "Firm values and sovereign wealth fund investments", August, 2009.

<sup>18</sup> Rendements anormaux cumulatifs (RAC): c'est la somme des de tous les rendements anormaux jusqu'au moment "t". Les rendements anormaux sont des excédents de rendements d'un portefeuille par rapport au portefeuille de marché.

Etant donné que les fonds souverains offrent d'importantes quantités de capitaux aux entreprises et que jusqu'ici, ils n'ont pas nuit à l'économie des pays hôtes de leurs investissements, des pays comme le Royaume Uni et la France, des organismes internationaux tels que l'OCDE, la Banque mondiale et la commission européenne et enfin les managers d'entreprises ont salué leur venue.

## **Section 2 : Les avis défavorables aux fonds souverains**

Beaucoup de critiques ont été adressées aux fonds souverains, certaines étaient impulsives sans aucune argumentation (médias), tandis que d'autres parlent de manque de transparence, de déstabilisation des marchés et de danger politiques de ces fonds.

### **2.1. L'avis des médias**

Les médias se sont mis à critiquer les fonds souverains et prévenir le monde occidental de leur danger. En Janvier 2008, the economist intitule un de ses article « L'invasion des fonds souverains »<sup>19</sup>, le même mois, Jim Cramer, un animateur d'une chaîne de télévision américaine résume ses peurs alors que les fonds souverains investissaient massivement dans les banques américaines par les mots suivants : « Voulons-nous que ce soient les communistes, ou les terroristes qui tiennent nos banques ? Au point où nous en sommes, je prendrais tous ce qui s'offre »<sup>20</sup>.

### **2.2. L'avis du Fonds Monétaire International ( FMI)**

Selon le FMI<sup>21</sup>, les fonds souverains peuvent avoir des effets sur les taux d'intérêt, le prix des actifs, ainsi que les cours des devises. Ces effets peuvent être expliquées comme suit :

- Les fonds souverains sont de plus en plus attirés par des marchés autres que celui de la dette souveraine. En diversifiant leur portefeuille loin des instruments à court terme et à faible risque tels que les bons de Trésor US et allant vers les actions à long terme,

---

<sup>19</sup> The economist, « The invasion of sovereign wealth funds », 17/01/ 2008.

<sup>20</sup>Reisen Helmut, OECD Development Centre, "How to spend it: Commodity and Non Commodity Sovereign Wealth Funds", July 2008, page 2.

<sup>21</sup> Allen Mark, Caruana Jaime, International Monetary Fund, « Sovereign wealth funds », February 2008, page13.

les pays peuvent avoir du mal à se financer sur le marché de dette, ce qui affectera les taux d'intérêt et les prix des actions.

- Si les fonds souverains diversifient leurs portefeuilles loin des avoirs en dollar, les flux de capitaux vers les USA vont diminuer ce qui peut causer une hausse des taux d'intérêts et la dépréciation du dollar. Dans le reste du monde, l'afflux des capitaux pourrait conduire à la baisse des taux d'intérêt et l'appréciation de leurs monnaies.
- Les acquisitions et cessions des fonds souverains comme ceux de n'importe quel investisseur ont le potentiel d'influencer les prix des actifs, qui dépendent de la taille et de la structure de la transaction, ainsi que de la manière avec laquelle elle est communiquée au marché. Les autres acteurs du marché peuvent avoir un comportement moutonnier (imiter la vente ou l'achat) qui aggravera la volatilité de ces actifs.

### **2.3. Autres avis et arguments avancés**

Certains analystes ont critiqué les fonds souverains en avançant les arguments suivants :

- Leur manque de transparence ;
- Leur menace pour les entreprises ;
- Des motivations politiques derrière leurs investissements.

#### **2.3.1. Manque de transparence**

L'une des préoccupations majeures à propos des fonds souverains concerne leur manque de transparence. A l'exception du fonds norvégien qui est donné comme exemple de transparence, les autres fonds essentiellement ceux du golf et d'Asie sont opaques. Les marchés n'ont donc guère de visibilité sur la politique d'investissement de ces fonds, et leurs pratiques et objectifs sont dans le flou. De mauvaises anticipations à propos de ces acteurs de poids de la part des parties en présence sur le marché, pourraient conduire à des déficiences graves (évaluations erronées des prix). Il peut également en résulter une augmentation de la volatilité des marchés dans le cas où des parties réagissent à des rumeurs concernant la politique d'investissement des fonds. Par exemple, si ces derniers estiment qu'un fonds cherche à renforcer sa position dans un secteur particulier, la conséquence pourrait en être la hausse des prix des actions des entreprises de ce secteur. Et si cette intuition ne se vérifie pas,

les prix vont rapidement chuter. Le risque induit par ces mouvements de prix peut être réduit par une plus grande transparence<sup>22</sup>.

Le sovereign wealth funds Institute a mis en place un indice de transparence pour les fonds souverains appelé Linaburg-Maduell Transparency Index. Cet indice qui a été développé par Carl Linaburg et Michael Maduell, est une méthode de classer les fonds souverains selon leur degré de transparence. Il est basé sur dix principes essentiels qui présentent la transparence des fonds souverains au public. Le classement minimum qu'un fonds peut recevoir est de un, mais il peut changer si le fonds diffuse des informations supplémentaires. Le sovereign wealth funds institute recommande un classement minimum de huit afin d'avoir la transparence adéquate<sup>23</sup>.

**Tableau N° 19 : Les principes de l'indice Linaburg-Maduell**

| Point | Principes de l'indice Linaburg-Maduell   |
|-------|--|
| +1    | Le fonds fournit l'historique incluant l'objectif de sa création, l'origine de son financement, la structure de propriété du gouvernement. |
| +1    | Le fonds fournit des mis à jour de rapports d'audit indépendants et annuels.   |
| +1    | Le fonds fournit ses parts dans les sociétés ciblées, ainsi que la location géographique de ses investissements.                           |
| +1    | Le fonds fournit la valeur totale du portefeuille de marché, les rendements et la gestion de la rémunération.                              |
| +1    | Le fonds fournit les directives concernant les standards éthiques, les politiques d'investissement.  |
| +1    | Le fonds fournit des informations claires sur sa stratégie et ses objectifs  |
| +1    | Le fonds identifie clairement ses filiales et fournit des informations sur ses contacts  |
| +1    | Le fonds identifie les managers externes si c'est possible.  |
| +1    | Le fonds gère son propre site web  |
| +1    | Le fonds fournit adresse, téléphone et fax.  |

Source : [www.swfinstitute.com](http://www.swfinstitute.com)

Les résultats de ce classement seront donnés par le tableau n° 20. Dans ce tableau, les fonds souverains seront classés selon leur degré de transparence, du plus au moins transparent.

<sup>22</sup> Nederlandsche Bank Quarterly bulletin, problèmes économiques n° 295 « Une menace pour la stabilité financière », Juillet 2008, page 17.

<sup>23</sup> [www.swfinstitute.com](http://www.swfinstitute.com).

**Tableau N°20 : Classement des fonds souverains selon l'indice Linaburg-Maduell**

| Pays                  | Fonds souverain                                | Indice Linaburg-Maduell |
|-----------------------|--|-------------------------|
| Norvège               | Government Pension Fund-Global                 | 10                      |
| USA                   | Alaska Permanent Fund                          | 10                      |
| Chili                 | Economic and Social Stabilisation Fund         | 10                      |
| Singapour             | Temasek Holdings                               | 10                      |
| Azerbaïdjan           | State Oil Fund                                 | 10                      |
| Emirates Arabes Unies | Mubadala Development Company                   | 10                      |
| Nouvelle zelande      | Superannuation Fund                            | 10                      |
| Irlande               | National Pension Reserve Fund                  | 10                      |
| Australie             | Future Fund                                    | 9                       |
| Coré du Sud           | Korea Investment Corporation                   | 9                       |
| Canada                | Alberta Heritage Savings Trust Fund            | 9                       |
| Bahraïn               | Mumtalakat Holding Company                     | 8                       |
| Chine                 | China Investment Corporation                   | 6                       |
| Singapour             | Government of Singapore Investment Corporation | 6                       |
| Koweït                | Kuwait Investment Authority                    | 6                       |
| Kazakhstan            | National Oil Fund                              | 6                       |
| Russie                | National Welfare Fund                          | 5                       |
| Qatar                 | Qatar Investment Authority                     | 5                       |
| Trinitad et Tobago    | Heritage and Stabilisation Fund                | 5                       |
| Malaisie              | Khasanah Nasional                              | 4                       |
| Emirates Arabes Unies | Dubai Investment Corporation                   | 4                       |
| Vietnam               | State Capital Investment Corporation           | 4                       |
| Emirates Arabes Unies | Ras El Kheimah Investment Authority            | 3                       |
| Emirates Arabes Unies | Abu Dhabi Investment Authority                 | 3                       |
| Arabie Saoudite       | SAMA Foreign Holdings                          | 2                       |
| Libye                 | Lybian Investment Authority                    | 2                       |
| Algérie               | Fonds de régulation des Recettes               | 1                       |
| Oman                  | State General Reserve Fund                     | 1                       |
| Botswana              | Pula Fund                                      | 1                       |
| Venezuela             | Macroeconomic Stabilization Fund               | 1                       |
| Kiribati              | Revenue Equalization Reserve Fund              | 1                       |
| Brunei                | Brunei Investment Agency                       | 1                       |

Source : [www.swfinstitute.com](http://www.swfinstitute.com).

Une autre étude a été menée par Truman de l'Institut Peterson d'économie internationale. Il a classé les fonds souverains selon quatre éléments : la structure, la gouvernance, la transparence, la responsabilité, et le comportement<sup>24</sup>.

- La structure couvre l'objectif du fonds, son mode de financement, la manière dont les gains sont utilisés, le traitement fiscal et si le fonds est séparé des réserves internationales du pays.
- La gouvernance couvre le rôle du gouvernement et des managers du fonds dans la conduite de ses opérations, et l'utilisation des principes d'investissement éthique.
- La responsabilité et la transparence. La responsabilité envers les citoyens du pays d'origine et ceux des pays hôtes, ainsi que les acteurs des marchés financiers en général. La transparence sur la structure du fonds, ses opérations, sa stratégie d'investissement et l'audit.
- Le comportement du fonds en ce qui concerne la gestion de son portefeuille (risqué ou pas) et l'utilisation de l'endettement et des produits dérivés.

Les résultats de cette étude seront donnés dans par le tableau n°21, où les fonds souverains seront classés selon la structure, la gouvernance, la transparence, la responsabilité, et le comportement.

---

<sup>24</sup> Truman Edwin, Peterson Institute, « A blueprint for sovereign wealth fund best practices », April 2008.

**Tableaux N°21: Tableau des scores pour les fonds souverains**

| Pays                  | Fonds souverain                                | structure | gouvernance | Transparence & responsabilité | Comportement | total |
|-----------------------|--|-----------|-------------|-------------------------------|--------------|-------|
| Nouvelle zelande      | Superannuation Fund                            | 8,00      | 4,00        | 12,00                         | 0,00         | 24,00 |
| Norvège               | Government Pension Fund-Global                 | 7,50      | 4,00        | 10,50                         | 1,00         | 23,00 |
| Timor- Lest           | Petroleum Fund                                 | 8,00      | 2,00        | 11,75                         | 0,00         | 21,75 |
| Canada                | Alberta Heritage Savings Trust Fund            | 7,50      | 3,00        | 9,00                          | 0,00         | 19,50 |
| USA                   | Alaska Permanent Fund                          | 7,50      | 2,00        | 8,50                          | 0,00         | 18,00 |
| Australie             | Future Fund                                    | 8,00      | 2,00        | 7,00                          | 0,00         | 17,00 |
| Azerbaïdjan           | State Oil Fund                                 | 5,00      | 2,00        | 9,50                          | 0,00         | 16,50 |
| Chili                 | Economic and Social Stabilisation Fund         | 7,00      | 2,00        | 6,50                          | 0,00         | 15,50 |
| Botswana              | Pula Fund                                      | 5,50      | 2,00        | 7,00                          | 0,00         | 14,00 |
| Kazakhstan            | National Oil Fund                              | 6,00      | 2,00        | 6,30                          | 0,00         | 14,50 |
| Singapour             | Temasek Holdings                               | 4,00      | 1,50        | 8,00                          | 0,00         | 13,50 |
| Sao tome et Principe  | National Oil Account                           | 8,00      | 2,00        | 2,25                          | 0,00         | 12,25 |
| Trinidad et Tobago    | Heritage and Stabilisation Fund                | 6,50      | 2,00        | 3,75                          | 0,00         | 12,25 |
| Kuwait                | Kuwait Investment Authority                    | 6,00      | 3,00        | 3,00                          | 0,00         | 12,00 |
| Malaisie              | Khasanah Nasional                              | 4,00      | 1,50        | 4,00                          | 0,00         | 9,50  |
| Russie                | Stabilisation Fund                             | 4,00      | 2,00        | 3,50                          | 0,00         | 9,50  |
| Coré du Sud           | Korea Investment Corporation                   | 6,00      | 2,00        | 1,00                          | 0,00         | 9,00  |
| Kiribati              | Revenue Equalization Reserve Fund              | 5,00      | 2,00        | 0,50                          | 0,00         | 7,50  |
| Mexique               | Oil Income Stabilisation Fund                  | 5,00      | 0,00        | 2,00                          | 0,00         | 7,00  |
| Chine                 | China Investment Corporation                   | 5,50      | 0,00        | 0,50                          | 0,00         | 6,00  |
| Venezuela             | National Development Fund                      | 1,50      | 0,50        | 4,00                          | 0,00         | 5,50  |
| Iran                  | Oil Stabilization Fund                         | 4,00      | 1,00        | 0,50                          | 0,00         | 5,50  |
| Venezuela             | Macroeconomic Stabilization Fund               | 3,00      | 0,50        | 2,00                          | 0,00         | 5,50  |
| Oman                  | State General Reserve Fund                     | 3,00      | 0,00        | 2,00                          | 0,00         | 5,00  |
| Soudan                | Oil Revenue Stabilization Account              | 4,00      | 0,00        | 1,00                          | 0,00         | 5,00  |
| Algérie               | Fonds de régulation des Recettes               | 3,00      | 1,00        | 0,50                          | 0,00         | 4,50  |
| Emirates Arabes Unies | Istithmar                                      | 3,00      | 0,50        | 0,25                          | 0,00         | 3,75  |
| Emirates Arabes Unies | Mubadala Development Company                   | 3,00      | 0,50        | 0,00                          | 0,00         | 3,50  |
| Brunei                | Brunei Investment Agency                       | 1,00      | 0,50        | 1,00                          | 0,00         | 2,50  |
| Singapour             | Government of Singapore Investment Corporation | 1,50      | 0,00        | 0,75                          | 0,00         | 2,25  |
| Qatar                 | Qatar Investment Authority                     | 2,00      | 0,00        | 0,00                          | 0,00         | 2,00  |
| Emirates Arabes Unies | Abu Dhabi Investment Authority                 | 0,50      | 0,00        | 0,00                          | 0,00         | 0,50  |
| USA                   | Calpers  | 8,00      | 3,00        | 10,25                         | 0,50         | 21,75 |

NB: Calpers est un fonds de pension américain qui est classé en tant que fonds souverain par Truman.

Source: Truman Edwin, Peterson Institute, « A blueprint for sovereign wealth fund best practices », April 2008, page 12.

### **2.3.2. Une menace pour les entreprises**

Les investissements des fonds d'Etat dans les entreprises privés entraîneront pour l'économie de marché des conséquences qui se ramènent à ce que la propriété de ces entreprises cesse d'être entièrement privée, puisque l'Etat investisseur devient actionnaire. De plus, ces fonds peuvent nuire à ces entreprises car ils auront le pouvoir de les fermer, délocaliser leur savoir faire et exploiter des informations internes pour favoriser le développement de certains secteurs dans leurs pays. Les fonds souverains entraîneront la baisse de la productivité, de la croissance et de l'innovation de l'entreprise<sup>25</sup>.

### **2.3.3. Des investissements à motivations politiques**

La préoccupation centrale des pays occidentaux est que les investissements des fonds souverains essentiellement ceux de la Chine, de la Russie et du moyen orient soient destinés à prendre le contrôle de leurs industries stratégiques tels que les télécommunications et l'énergie, les infrastructures, ainsi que la menace que les pays utilisent leurs fonds pour appuyer leurs politiques étrangères. Dans les médias, certains investissements et projets incluant des investisseurs appartenant aux pays émergents sont souvent cités pour soutenir leurs idées et appeler au protectionnisme. Certains de ces investissements sont :

- Investissement de China Lenovo Group dans une entreprise informatique d'IBM<sup>26</sup> ;
- L'achat de la banque russe GAO Bank de 5% dans EADS<sup>27</sup> ;
- La proposition de China National Offshore Oil Corporation (CNOOC) d'acheter la société pétrolière américaine UNOCOL, ce qui a provoqué une grande polémique aux USA et le retrait des chinois<sup>28</sup> ;
- L'acquisition par Dubai Port World de la société britannique P&O qui est le quatrième opérateur portuaire au monde. Avec cet achat, DP World mettait la main sur six ports

---

<sup>25</sup> Radon Jenik, Thaler Julius, Problèmes économiques n°295, « Fonds souverains : le retour du capitalisme d'Etat », Juillet 2008, page 21

<sup>26</sup> Singh Kavaljit (2009), « Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Fund », page30.

<sup>27</sup> Idem.

<sup>28</sup> Puel Jean- Marc, « Les fonds souverains, Instruments financiers ou arme politique ? », éditions Autrement, Paris, 2009, page 65.

américains ce qui a provoqué une grande polémique aux USA, et de fortes pressions qui ont poussé DP World à revendre ses participations dans les activités portuaires aux USA<sup>29</sup>.

L'argument qui est également avancé est la croissance des investissements de la Chine dans le secteur des matières premières en Afrique et en Amérique latine afin de sécuriser ses approvisionnements.

Les fonds souverains ont été la cible de beaucoup de critiques de la part des médias, du FMI et de certains analystes qui les accusent d'être une menace pour les économies occidentales en avançant plusieurs arguments. Cependant, et d'après la littérature consultée, il n'y a jusqu'ici aucune preuve soutenant ces arguments.

### **Section 3 : Modification des politiques d'investissement étrangères et l'adoption des principes de Santiago**

Avec la montée en puissance des fonds souverains, certains pays ont réagi en modifiant leurs politiques d'investissement étrangères. Ils ont soit élargi la liste des secteurs considérés comme sensibles ou bien créés de nouvelles lois.

En 2008, le FMI a mis en place des principes de bonne conduite volontaires que des pays possédant des fonds souverains ont adoptés afin d'atténuer les craintes des pays occidentaux. Ces principes sont appelés « principes de Santiago ».

#### **3.1. Modification des politiques d'investissements étrangères**

Les pays sans exception ont des lois qui régulent l'entrée des capitaux et investissements étrangers dans leurs économies. Ces règles peuvent prendre la forme d'interdiction directe, ou d'une limitation quantitative ou qualitative. Avec la montée des fonds souverains, le débat s'est élevé dans ces pays afin d'établir de nouvelles règles sur l'investissement étranger ou bien réformer celles qui existent déjà. D'après Steffen Kern,

---

<sup>29</sup> Idem, page 67-68.

l'initiative conduisant à des changements concrets dans l'entrée aux marchés ont a été prise durant ces dernières années, par les Etats-Unis, Australie et Allemagne<sup>30</sup>.

### **3.1.1. Les Etats-Unis**

En 1975, le congrès américain a mis en place the Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS) pour surveiller et évaluer l'effet des investissements étrangers. Puisque ces investissements ont commencé à augmenter, le congrès a mis en place le dispositif législatif Exon-Florio en 1988 qui permet aux USA de réglementer les investissements des pays étrangers sur son territoire, et bloquer les investissements étrangers qui constituent une menace pour la sécurité nationale<sup>31</sup>

En 2007, par une loi sur l'investissement étranger et la sécurité nationale (Foreign Investment and National Security Act, FINSA), les règles de l'activité du CFIUS ont été modifiées, dans le cas où les investissements émaneraient de sociétés ou de véhicules d'investissement contrôlés par des gouvernements étrangers. La liste des transactions soumise à l'examen du CFIUS pour des questions de sécurité nationale a été étendue pour inclure toute fusion, acquisition et prise de contrôle en provenance d'une entité étrangère, ainsi que toute transaction dans laquelle l'acquéreur est un Etat étranger ou une de ses entités<sup>32</sup>.

Dans le cadre de cette réforme, la définition de la sécurité nationale a été étendue pour inclure les transactions concernant les infrastructures critiques, l'énergie et les technologies critiques. Le CFIUS, dont les dernières réglementations ont été publiées le 14 novembre 2008, est présidé par le secrétaire d'Etat au Trésor et examine tous les projets qui lui sont notifiés. Il doit décider dans les trente jours s'il est nécessaire ou non de procéder à une enquête approfondie, et l'enquête devra se faire dans un délai de 45 jours<sup>33</sup>

---

<sup>30</sup> Kern Steffen, Deutsch Bank Research "Sovereign wealth funds and foreign investment policies", October 2008, page24.

<sup>31</sup> Puel Jean- Marc, « Les fonds souverains, Instruments financiers ou arme politique ? », éditions Autrement, Paris, 2009, page45.

<sup>32</sup> Kern Steffen, Deutsch Bank Research "Sovereign wealth funds and foreign investment policies", October 2008, page24.

<sup>33</sup> Idem, page 25.

### **3.1.2. L'Australie**

L'Australie suit depuis 1975 un processus de présélection des investissements étrangers introduit par The Foreign Acquisition And Takeover Act. L'objectif de ce processus est de s'assurer que les investissements étrangers sont en accord avec les intérêts nationaux. Ce processus exige que toute proposition d'investissement importante incluant tous les investissements faits par des gouvernements étrangers ou par leurs entités soient notifiés au gouvernement, et examiné par the Foreign Investment Review Board (FIRB). Le FIRB joue un rôle consultatif et la décision finale revient au Trésor, qui peut rejeter la proposition qui semble en opposition avec les intérêts nationaux<sup>34</sup>.

En février 2008, le trésorier du pays Wayne Swan a mis en place des principes pour améliorer la transparence du régime de sélection des investissements étrangers. L'objectif de ces principes est de spécifier les éléments essentiels conçus pour déterminer si certains investissements faits par des Etats étrangers et autres entités sont en accord avec les intérêts de l'Australie. Ces principes prennent en considération l'indépendance de l'investisseur vis-à-vis de l'Etat, ses objectifs clairement définis, son impact sur l'économie australienne et sur la sécurité nationale<sup>35</sup>.

### **3.1.3. L'Allemagne**

Depuis 2004, toute transaction touchant à plus de 25% du capital d'une société allemande doit être déclarée au ministère de l'économie. Le nouveau projet de loi proposé par le gouvernement allemand en Août 2008 s'inspirent du CFIUS américain, et vise à donner au gouvernement allemand un droit de veto sur les projets d'investissement qui viendraient prendre une participation supérieure à 25% du capital d'une société allemande, et qui émaneraient d'un pays non membre de l'Union européenne, ou autre que la Suisse, la Norvège, le Lichtenstein et l'Islande. Le gouvernement aura la possibilité d'étudier la transaction proposée pendant trois mois et pourra y imposer des restrictions ou la bloquer dans le cas où elle « serait une menace pour l'ordre public ou à la sécurité »<sup>36</sup>.

---

<sup>34</sup> Idem, page 26.

<sup>35</sup> Idem.

<sup>36</sup> Idem, page28.

Les pays et les organismes internationaux ont été divergents dans leurs traitements des fonds souverains. Certains pays (Angleterre) a salué leurs investissements, il en était de même pour l'OCDE, la commission européenne et la Banque mondiale tandis que d'autres tel que l'Allemagne ont modifié ou encore mis en place des lois visant à limiter les investissements de ces fonds dans leurs entreprises.

### **3.2. Quelques réactions de pays d'origine de fonds souverains**

Après la polémique soulevée par les pays occidentaux sur le danger des fonds souverains, certains pays sont intervenus afin de défendre leurs fonds.

Jassim Al Manai, le président du Fonds Monétaire Arabe a déclaré en 2008 : « .....On ne croit pas que la sensibilité et les inquiétudes des pays occidentaux à l'égard des fonds souverains soient justifiées.....ni on croit que ces gouvernements ont besoin d'introduire de nouvelles lois pour gérer ces fonds parce qu'ils ont suffisamment de lois.....Mais tout cela ne veut pas dire que les fonds devraient rester insouciantes et ne fassent pas d'action. On insiste que ces fonds ne doivent pas sous-estimer les inquiétudes des pays occidentaux et devraient répondre avec des mesures qui pourront contribuer à alléger ces craintes »<sup>37</sup>.

Pour Kristin Halvorsen, ministre des finances norvégienne « les inquiétudes soulevées à propos des fonds souverains reflètent essentiellement la spéculation sur l'éventualité que certains fonds souverains investissent en ayant des motivations politiques cachées.....Mais pour mettre ces inquiétudes en perspective, il n'existe en ma connaissance aucune preuve de fonds souverains investissant avec des objectifs autres que la maximisation des rendements financiers »<sup>38</sup>.

### **3.3. Les principes généralement acceptés « principes de Santiago »**

Sur injonction du G8, le FMI a proposé de mettre en place un code de bonne conduite qui a été publié en octobre 2008. Le premier mai 2008, un groupe de travail sur les fonds

---

<sup>37</sup> Gordon Kathryn, Tash April, OECD Development Centre, « Foreign Government Controlled Investors and Recipient Country », January 2009, page 1.

<sup>38</sup> Idem.

souverains (GTI) a été créée à Washington. Il a été convenu que le processus sera coordonné par le FMI.

MM Hamad El Hurr Al Suwaidi, sous secrétaire au ministère des finances d'Abu Dhabi et Jaime Caruana, directeur du département des marchés monétaires et des capitaux du FMI ont été désignés co-président du GTI<sup>39</sup>.

L'GTI se compose de 26 pays membres du FMI dotés de fonds souverains<sup>40</sup>. L'GTI s'est réuni à trois reprises- à Washington, Singapour et Santiago du Chili, pour recenser et rédiger un ensemble de principes et de pratiques généralement acceptées (PPGA). L'GTI a convenu aux « Principes de Santiago » à sa troisième réunion. Le GTI a aussi bénéficié de contributions d'un certains nombres de pays d'accueil : Afrique du sud, Allemagne, Australie, USA, Brésil, France, Inde, Italie, Japon et le Royaume Uni, ainsi que de la Commission européenne, de l'OCDE et de la Banque mondiale. Le FMI a facilité et coordonné les travaux en faisant office de secrétariat de l'GTI<sup>41</sup>.

Les PPGA sont des pratiques volontaires dont l'objectif est de constituer le cadre de principes et de pratiques généralement acceptées qui visent à promouvoir le cadre institutionnel, la gouvernance et les opérations de placement des fonds souverains, et ils devraient améliorer la perception des fonds souverains comme entités à vocations économique et financière, tant par les pays d'origine que par les pays d'accueil. Ces principes et pratiques peuvent être appliqués par les pays, quelque soit leur niveau de développement économique.

L'application de chaque principe est subordonnée aux lois en vigueur dans le pays. Ils portent sur les pratiques et principes régissant trois domaines<sup>42</sup> :

1. Le cadre légal, les objectifs et la coordination avec les politiques macroéconomiques ;
2. Le cadre institutionnel, et la structure de gouvernance ;

---

<sup>39</sup> Gordon Kathryn, Tash April, OECD Development Centre, « Foreign Government Controlled Investors and Recipient Country », January 2009, page 1.

<sup>40</sup> Les membres de l'GTI sont les pays suivants : Australie, Azerbaïdjan, Bahreïn, Botswana, Canada, Chili, Chine, Emirats Arabes Unis, Etats-Unis, Guinée équatoriale, Iran, Irlande, Corée, Koweït, Libye, Mexique, Nouvelle Zélande, Norvège, Qatar, Russie, Singapour, Timor Leste, Trinité et Tobago. Les observateurs admis à titre permanent sont l'Arabie Saoudite, Oman, le Vietnam, l'OCDE et la Banque mondiale.

<sup>41</sup> International Working Group Of Sovereign Wealth Funds, « Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices », October 2008, page 1.

<sup>42</sup> Idem.

3. Le cadre d'investissement et la gestion de risque.

Les principes sont les suivants :

1. Le cadre légal des fonds souverains doit être sain et promouvoir leur bon fonctionnement et la réalisation des objectifs qui leur ont été assignés.
2. La finalité de la politique du fonds souverain doit être clairement définie et rendue publique.
3. Lorsque les activités du fonds souverain ont une forte incidence macroéconomique interne, ces activités doivent être étroitement coordonnées avec les autorités budgétaires et monétaires locales, afin de veiller à sa concordance avec la politique macroéconomique générale.
4. L'approche générale des opérations de financement, de retrait et de dépenses du fonds souverain doit être soumise à des politiques, règles, procédures et dispositif clairement établis et relevant du domaine public.
5. Les données statistiques pertinentes du fonds souverains doivent être communiquées en temps voulu à son propriétaire et à toute autre entité désignée à cet effet, pour insertion dans les séries de données macroéconomiques.
6. Le cadre de gouvernance du fonds souverain doit être sain et prévoir une distinction précise et effective des rôles et attribution qui favorise la responsabilisation et l'indépendance opérationnelle de la direction du fonds souverain qui la rendent apte à poursuivre ses objectifs.
7. Le propriétaire doit fixer les objectifs du fonds souverain, nommer le(s) membre de son/ses organes (s) directeur(s) selon les procédures clairement définies et exercer la supervision des opérations du fonds souverain.

8. Le(s) organe(s) directeur(s) doivent 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.
9. La gestion opérationnelle des fonds souverains doit consister à appliquer leur stratégie de manière indépendante avec des attributions clairement définies.
10. Le cadre de responsabilisation des opérations du fonds souverain doit être clairement établi dans les domaines relatifs à la législation, et à d'autres documents constitutifs ou à un accord de mise en gérance.
11. Un rapport annuel et les états financiers y afférents, relatifs aux opérations et aux performances du fonds souverains doivent être établis en temps voulu et de façon régulière, conformément aux normes comptables internationales ou nationales reconnues.
12. Les opérations et états financiers du fonds souverain doivent faire régulièrement l'objet d'un audit annuel, conformément aux normes internationales d'audit reconnues.
13. 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.
14. Les transactions avec les 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.
15. Les opérations et activités des fonds souverains dans un pays d'accueil doivent s'effectuer conformément à la réglementation en vigueur et aux obligations de communication de l'information financière du pays.

16. Le cadre de gouvernance et les objectifs, ainsi que le degré d'autonomie opérationnelle de la direction du fonds souverain par rapport au propriétaire doivent être rendus publics.
17. L'information financière pertinente afférente aux fonds souverains doit être rendue publique pour attester son orientation économique et financière, afin de contribuer à la stabilité des marchés financiers internationaux et d'affermir la confiance dans le pays d'accueil.
18. La politique d'investissement du fonds souverain doit être explicite et conforme aux objectifs, au niveau de la tolérance au risque et à la stratégie d'investissement arrêtée par le propriétaire et le(s) organe(s) directeur(s) et reposer sur des principes sains de la gestion du portefeuille.
19. Les décisions d'investissement des fonds souverains 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.
20. Le fonds souverain ne doit pas rechercher ou mettre à profit des informations privilégiées ou une position dominante déloyale des entités publiques pour concurrencer les entités privées.
21. 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 ces placements. Le fonds souverain doit rendre publique son approche générale de la sélection des titres d'entités cotées en Bourse, notamment les facteurs clés qui guident l'exercice de son droit de propriété.
22. Le fonds souverain doit être doté d'un cadre permettant d'identifier, d'évaluer et de gérer les risques inhérents à ses opérations.

23. La performance des actifs et des investissements du fonds souverain doit être mesurée et communiquée au propriétaire suivant des principes ou normes clairement définis.

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

Tous ces principes ont été adoptés par les pays déjà cités afin d'essayer d'atténuer un peu les craintes des pays occidentaux et leurs prouver que les fonds souverains sont à la recherche de rendements financiers et n'ont aucune motivation politique derrière leurs investissements.

### **Conclusion**

Tous les arguments cités ci-dessus ont été avancés par les pays occidentaux afin de soutenir l'idée que les fonds souverains constituent un danger et que leurs pays les utilisent en tant qu'arme contre eux. Les fonds souverains constituent-ils réellement un quelconque danger ?

Les fonds souverains n'ont jusqu'à présent pas nuit aux entreprises ciblées, et aucune preuve n'a été avancée sur leur utilisation des investissements pour des objectifs politiques. Contrairement à certains fonds de pension américains tel que Montana Board of Investment qui a vendu ses parts dans des sociétés françaises suite au refus de la France de soutenir l'invasion de l'Irak et la campagne de Calpers pour boycotter les sociétés ayant des relations avec le Soudan à cause du Darfour<sup>43</sup>.

Lorsque les fonds souverains sont accusés de manquer de transparence, d'autres fonds tel que les hedge funds et les fonds de private equity le sont également. Ces fonds prennent énormément de risques et sont lourdement endettés, par conséquent, toute faillite pourrait engendrer un risque systémique qui touchera tous les marchés, ce qui fut le cas lors de la faillite du hedge fund Long Term Capital Management (LTCM) en 1998 qui a secoué Wall

---

<sup>43</sup> Plotkin Mark, The Yale Law Journal Pocket Part, "Foreign Direct Investment by sovereign wealth funds: Using the market and the Committee on Foreign Investment in the United States Together To make the United States more secure", 2008, page 89.

Street poussant certaines grandes banques internationales à intervenir afin de rassurer le marché et limiter les dégâts.

Sur les marchés financiers, l'effet moutonnier fait parti de la psychologie de l'investisseur décrit par la finance comportementale. Les fonds souverains investissent de la même manière que les autres investisseurs institutionnels (fonds de pension, fonds mutuels), Ils ont les mêmes effets que ces derniers, alors l'effet moutonnier n'est pas propre à ces fonds d'Etat.

Quant à la sécurisation des approvisionnements en énergie et autres n'est il pas un objectif légitime ?

## **Introduction**

L'Algérie à l'instar des pays exportateurs d'hydrocarbures a connu une aubaine financière grâce à la hausse vertigineuse des prix du pétrole durant ces dernières années. Ces réserves sont investies dans des instruments financiers liquides et sûrs tels que les bons de Trésor américains.

Avec la montée en puissance des fonds souverains et leurs investissements qui ont défrayés la chronique en 2007 et 2008, l'idée de créer un fonds souverain actif en Algérie a été soulevée. Cependant, les partisans de cette idée ont été heurtés au refus des autorités.

Dans ce chapitre, on commencera par donner certaines informations sur les réserves de change algériennes, puis présenter deux fonds algériens en l'occurrence le fonds de régulation des recettes et le fonds nationale d'investissement, pour passer par la suite à exposer les deux avis favorables et défavorables à l'idée de créer un fonds souverain, et enfin terminer par les perspectives de création de ce genre de fonds en Algérie.

## **Section 1 : Etat des lieux**

L'Algérie à l'instar des autres pays a accumulé d'énormes réserves de change dont une partie est placée dans le Fonds de Régulation des Recettes. Ces dernières années, l'Etat a créé un autre fonds appelé le Fonds National d'Investissement. Dans cette section, on présentera la situation des réserves de change algériennes et ces deux fonds.

### **1.1. Les réserves de change algériennes**

Grâce à la hausse vertigineuse qu'ont connu les prix du pétrole ces dernières années, l'Algérie a accumulé d'énormes réserves en devises. A la fin 2009, les réserves de changes algériennes ont atteint 148,95 milliards de dollars, contre 143,102 milliards en 2008, et couvre 36 mois d'exportation de biens et services contre 35 mois pour l'année 2008<sup>1</sup>.

Les réserves algériennes proviennent des exportations de pétrole et de gaz qui ont totalisé les 44,66 milliards de dollars avec une forte contraction (-42,53) par rapport à l'année

---

<sup>1</sup> [www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz)

2008 (77,19 milliards de dollars), et cela est dû à la baisse des prix de cette matière en 2009<sup>2</sup>. La composition en devises de ces réserves est de 46% en dollars et 42% en euros. Ils sont placés en grande partie dans des titres souverains tels que les bons de Trésor américains<sup>3</sup>.

## **1.2. Les fonds algériens**

Le Fonds de Régulation des Recettes (FRR) et le Fonds National d'Investissement (FNI) sont deux fonds appartenant à l'Etat et financés par les recettes pétrolières.

### **1.2.1. Le Fonds de Régulation des Recettes (FRR)**

En 2000, l'Algérie a créé le Fonds de Régulation des Recettes (FRR), dont les objectifs sont de protéger l'économie du pays des chocs extérieurs et de maîtriser l'inflation.

La loi portant sur la création du FRR :

Art 25<sup>4</sup>: L'article 10 de la loi n° 2000-02 du 24 Rabie El Aouel 1421 correspondant au 27 juin 2000 portant loi de finances complémentaire pour 2000 est modifiée et rédigée comme suit « Art 10. Il est ouvert dans les écritures du Trésor un compte d'affectation spécial n° 302-103 intitulé « Fonds de régulation des Recettes ».

Ce compte retrace :

En recettes :

- Les plus-values résultant d'un niveau de recettes de la fiscalité pétrolière supérieure aux prévisions de la loi de finances ;
- Les avances de la Banque d'Algérie destinées à la gestion active de la dette extérieure ;
- Toutes autres recettes liées au fonctionnement du fonds.

En dépense :

- Le financement du déficit du Trésor, sans que le solde du fonds ne puisse être inférieur à 740 milliards de DA ;
- La réduction de la dette publique.

Le ministre chargé des finances est l'ordonnateur principal de ce compte.

---

<sup>2</sup> Idem.

<sup>3</sup> Le soir d'Algérie, « Laksaci répond à Temmar », 27/03/2010.

<sup>4</sup> Loi de finances complémentaire pour 2006, Journal officiel de la République Algérienne N°47.

A la fin décembre 2009, les réserves accumulées par le FRR sont de 59 milliards de dollar, et il va amortir le déficit budgétaire qui est de 8,4% du PIB pour 2010<sup>5</sup>.

En Algérie, ce fonds est considéré juste comme une simple caisse où l'Etat puise lorsqu'elle en a besoin, alors que d'autres analystes tels que Kern (2007)<sup>6</sup>, Blundell et al (2008)<sup>7</sup> et également sovereign wealth funds institute le classent parmi les fonds souverains (voir tableau n°22).

**Tableau N°22 : Les plus importants fonds souverains du monde**

| Pays                | Fonds souverain                                      | Date de création | Actifs sous gestion |
|---------------------|--|------------------|---------------------|
| Emirats Arabes Unis | Abu Dhabi Investment Authority (ADIA),               | 1976             | 875                 |
| Norvège             | Government Pension Fund-Global (GPF-G)               | 1990             | 396,5               |
| Singapour           | Government of Singapore Investment Corporation (GIC) | 1981             | 330                 |
| Kuwait              | Kuwait Investment Authority (KIA)                    | 1953             | 264                 |
| Chine               | China Investment Corporation (CIC)                   | 2007             | 200                 |
| Hong Kong           | Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio    | 1998             | 152                 |
| Russie              | Reserve Fund,  | 2008             | 141                 |
| Singapour           | Temasek Holdings Ltd                                 | 1974             | 131                 |
| Libye               | Libyan Arab Foreign Investment Company (LAFICO),     | 1981             | 100                 |
| Emirats Arabes Unis | Investment Corporation of Dubai                      | 2006             | 82                  |
| Qatar               | Qatar Investment Authority (QIA)                     | 2005             | 60                  |
| Australie           | Australian Government Future Fund (AGFF)             | 2004             | 59                  |
| Russie              | National Welfare Fund,                               | 2008             | 49                  |
| Algérie             | Fonds de régulation des recettes                     | 2000             | 47                  |
| US-Alaska           | Alaska Permanent Reserve Fund Corporation (APRF)     | 1976             | 40                  |
| Brunei              | Brunei Investment Agency (BIA)                       | 1983             | 35                  |
| Irlande             | National Pensions Reserve Fund(NPRF),                | 2001             | 31                  |
| Korea               | Korea Investment Corporation (KIC)                   | 2005             | 30                  |

Source: Kern Steffen, Deutsch Bank Research "Sovereign wealth funds and foreign investment policies", October 2008, page3.

<sup>5</sup> www.elwatan.com, « LFC 2010, le déficit budgétaire sera amorti par le Fonds de Régulation des Recettes ».

<sup>6</sup> Kern Steffen, Deutsch Bank Research "Sovereign wealth funds and foreign investment policies", October 2008, page3

<sup>7</sup> Blundell, Yermo, Hu (2008), « Sovereign wealth funds and pension fund issues », page9 .

D'après le tableau ci-dessus, repris de l'étude faite par Steffen Kern en 2008, le Fonds de Régulation des Recettes est classé parmi les fonds souverains qui sont par définition, des fonds d'investissement appartenant à des Etats et financés par le transfert de réserves en devises. Ces fonds peuvent avoir un objectif de stabilisation, d'épargne pour les retraites, de transfert de richesses pour les générations futures et enfin de développement.

Le Fonds de Régulation des Recettes est un fonds qui appartient à l'Etat algérien, financé par les réserves de change. Son objectif est de stabiliser le budget de l'État, qui peut puiser de ce fonds si la situation l'exigeait. Ces caractéristiques correspondent à celles des fonds de stabilisation qui sont par nature passifs et prudents. Par conséquent, on peut conclure que le FRR est un fonds souverain.

### **1.2.2. Fonds National d'Investissement (FNI)**

Le Fonds National d'Investissement (FNI) est issu de la restructuration de la Banque Algérienne de Développement. Il a été installé le premier mars 2009 par le ministre des finances, Karim Djoudi. Doté de 150 milliards de dinars de fonds propres, il pourra également bénéficier de prêts du Trésor à des conditions avantageuses (taux d'intérêt réduits, longues durées). Il pourra également recourir au marché financier notamment obligataire, avec ou sans garantie du Trésor<sup>8</sup>.

D'après l'article 76 de la loi de finances complémentaire de 2009<sup>9</sup>, le Conseil des Participations de l'Etat (CPE), peut charger le fonds national d'investissement de:

- Créer des filiales
- Prendre des participations dans les sociétés existantes ou à créer
- Financer des projets d'investissement et fixer des conditions de financement de ces projets.

---

<sup>8</sup> Le soir d'Algérie, « Le fonds National d'Investissement désormais Opérationnel », 20/03/2009.

<sup>9</sup> Loi de finance complémentaire pour 2009, journal officiel de la république algérienne N°44.

Le FNI pourra, à moyen terme, financer des projets pouvant atteindre les 1000 milliards de dinars. La nature des projets sera définie par un comité stratégique du FNI, qui est présidé par le ministre des finances, et il est chargé de fixer la politique et les orientations du FNI<sup>10</sup>.

Les réserves de change algériennes sont placées dans des banques étrangères et bons de Trésor américains. Ces placements, bien que réputés être sûrs et liquides ne sont pas dénués de risque. Les taux d'intérêt bas, l'inflation et la volatilité du dollar américain sont autant de facteurs qui peuvent influencer négativement sur le rendement de ces réserves.

## **Section 2 : Perspectives de création d'un fonds souverain en Algérie**

Suite aux investissements des fonds souverains dans les grandes institutions financières occidentales durant la crise des sub primes, le monde s'est penché sur ce phénomène. Des pays se sont mis à créer leurs propres fonds, pendant que d'autres ont émis leur intention de le faire.

Les autorités algériennes ont refusé l'idée en avançant la recherche de la sécurité des réserves de change comme argument. Dans cette section, on présentera les différents avis émis par les opposants et partisans de l'idée de créer un fonds souverain et les avantages que pourrait apporter ce type de fonds à l'économie algérienne dans le cas où il est créé.

### **2.1. Débat autour de la création de fonds souverains en Algérie**

En Algérie, le débat a été lancé entre les partisans et les opposants de l'idée de créer un fonds souverain algérien, pour enfin le clore avec le rejet de cette possibilité par le président de la république.

#### **2.1.1. Les opposants aux fonds souverains**

Parmi les opposants au fonds souverains, certains rejettent catégoriquement l'idée. Karim Djoudi, le ministre des finances a laissé entendre que l'Algérie n'est pas encore prête à transformer une partie de ses réserves de change, ou le fonds de régulation des recettes en fonds souverain. Il a déclaré que : « le fonds souverain est une décision économique avant

---

<sup>10</sup> Idem.

tout. Maintenant, il faut voir l'opportunité de la décision ». En évoquant la crise financière internationale, il a déclaré : « la responsabilité de l'Etat implique de réfléchir sur les conséquences d'une telle mesure qui risquerait de coûter au Trésor public des pertes considérables. Nous ne pouvons pas comparer nos réserves de change estimées à 138 milliards de dollars à celles de la Chine, du Japon ou des pays du Golf »<sup>11</sup>.

Djamel Djerad, un expert comptable et commissaire aux comptes a déclaré que : « Nul n'a le droit de parier l'argent du peuple », estimant que l'Algérie a besoin d'une relance économique et de développer les secteurs hors hydrocarbures, pour lui, « les placements à l'étranger seraient risqués et nous ne maîtrisons pas ce genre d'opérations, à moins de faire appel à des étrangers, comme c'est le cas des libyens que gèrent les suisses ». Il a également lancé un commentaire disant : « on n'arrive même pas à créer une Bourse digne de ce nom et on songe à prendre des parts dans EADS et autres grands multinationales »<sup>12</sup>.

Messaoud Bousri, conseiller et PDG de la banque algérienne BDL, juge à son tour que : ce n'est nullement le moment de songer à une telle éventualité, estimant qu'il y a encore beaucoup à faire avec l'argent du pétrole pour créer une économie de substitution aux hydrocarbures<sup>13</sup>.

Pour Abderrahmane Mebtoul, un expert international en management stratégique, les conditions n'étant pas actuellement remplies, l'opportunité de créer un fonds souverain en Algérie implique d'être prudent. Selon lui, une telle entreprise repose sur des facteurs qui tiennent compte du processus de la mondialisation et de la place de l'Algérie au sein des différentes stratégies géopolitiques. Selon lui, il s'agit tout d'abord de disposer d'une bonne gouvernance interne, d'une bonne gestion de ressources humaines par la revalorisation du savoir, de tenir compte de la concurrence internationale, d'avoir une superficie financière appréciable par rapport aux besoins d'investissement locaux et enfin de revoir le code pénal pour dépenaliser les actes de gestion des acteurs économiques<sup>14</sup>.

---

<sup>11</sup> [www.elwatan.com](http://www.elwatan.com), « Nos réserves de changes ne seront pas mises dans des fonds souverains », 25/12/08.

<sup>12</sup> [www.elwatan.com](http://www.elwatan.com), « Nul n'a le droit de parier avec l'argent du peuple », 08/07/08.

<sup>13</sup> Idem.

<sup>14</sup> [www.algerie-dz.com](http://www.algerie-dz.com), « Les conditions de création d'un fonds souverain en Algérie ne sont pas encore réunies », 13/09/2008.

Abdelmalek Serrai, un spécialiste des questions économiques a déclaré que « nous ne sommes pas pressés de se doter d'un fonds souverain. Ce dernier dit qu'il n'était pas contre l'idée d'investir cette manne financière à l'étranger, mais il pense que l'Algérie n'a pas encore acquis une situation financière confortable pour transférer ses recettes en fonds souverains, c'est-à-dire engager des investissements à l'étranger. Il a déclaré que « nous devons avoir un portefeuille plus important de réserves de change pour pouvoir engager des investissements à l'étranger »<sup>15</sup>.

Mustapha Ferfara, le directeur général de la Bourse d'Alger a estimé que les réserves de change de l'Algérie ne sont pas si importantes pour parler en faveur de la création d'un fonds souverain, d'autant plus que, dit-il qu'il y a un manque de visibilité sur la scène financière internationale née de la crise des sub primes. Pour M. Ferfara, « il faut une meilleure diversification de placements de nos réserves de change pour en tirer un meilleur profit »<sup>16</sup>.

Et enfin, mme Meriem Inel, professeur d'économie à l'université d'Alger, a estimé que des pays comme la Chine ou Dubaï ont eu à payer énormément pour sauver leurs fonds dont les investissements « ont laissé des plumes ». Pour elle, l'excédent issu des hydrocarbures doit servir à créer un fonds qui accompagnera les grandes sociétés algériennes, à l'instar de Sonatrach, et à investir en Algérie avant de se développer en Afrique, et au lieu d'alimenter en fonds les grandes multinationales<sup>17</sup>.

### **2.1.2. Les partisans des fonds souverains**

Le premier à avoir émis l'idée que l'Algérie pourrait placer ses réserves en investissant sur les marchés boursiers internationaux est l'ancien gouverneur de la Banque d'Algérie de 1989 à 1992, Abderrahmane Hadj Nacer, qui lors d'un colloque sur le thème « Que faire de l'argent du pétrole ? », tenu à l'automne 2006, avait déclaré : « Quand on a de l'argent, on va faire son marché ». Il avait dit à l'époque qu'avec ses réserves, l'Algérie pourrait s'offrir le contrôle de sociétés multinationales et avait cité comme exemple, les russes qui venait

---

<sup>15</sup> www.l'expression.dz.com, « Il n'y a pas urgence, Abdelmalek Serrai à propos des fonds souverains », 04/06/2008.

<sup>16</sup> Idem.

<sup>17</sup> www.l'expression.dz.com, « Il n'y a pas urgence, Abdelmalek Serrai à propos des fonds souverains », 04/06/2008.

d'entrer dans le capital d'EADS. Mais il pensait surtout aux sociétés du secteur énergétique en liaison avec le point fort de l'économie algérienne<sup>18</sup>.

Brahim Gacem, un économiste algérien établi en Suisse, a, de son côté, estimé que la gestion prudente des réserves de changes algériennes est recevable. Cependant, dit-il, la prudence a des limites « il faut être actif dès maintenant pour mieux profiter des hausses à venir. Les fonds souverains servent à pouvoir investir sur des projets stratégiques : Oui pourquoi pas. Il existe actuellement des opportunités intéressantes. Il est clair que tout investissement génère des risques ». Quant à la prise de participation dans des entreprises étrangères « c'est une forme d'achat de voix pour faire partie des décideurs au niveau mondial, les décisions ne se prennent pas seulement au niveau politique, mais aussi économique » a-t-il expliqué<sup>19</sup>.

Une position que partage Lhachemi Siagh, économiste et directeur général de Stratégica « Rien n'empêche l'Algérie de créer un fonds souverain, elle a des ressources, il ne reste que les moyens humains à mettre en place. La décision appartient aux pouvoirs publics, cela est lié à une stratégie de gestion des ressources excédentaires » a-t-il déclaré<sup>20</sup>. Selon lui, les fonds souverains n'investissent pas uniquement à l'étranger, ils peuvent être mobilisés pour développer l'économie nationale de la manière suivante :

- aider à l'émergence de champions économiques nationaux ;
- coinvestir avec des entreprises internationales prêtes à transférer la technologie vers le pays ;
- accompagner Sonatrach dans ses investissements à l'étranger.

Quant à la gestion du risque, il a estimé qu'il y avait un dosage pour le risque ; que l'Algérie pourrait prendre 2 à 3% de grandes sociétés pétrolières. Il a ajouté que pour gérer un fonds souverain, on pourrait solliciter des spécialistes en placement car le service est une denrée qui s'achète.

---

<sup>18</sup> www.elwatan.com, « Où va l'argent du pétrole et que faire des revenus du pétrole », 23/09/06.

<sup>19</sup> Idem, « L'Algérie craint-elle les fonds souverains ? », 14/05/08.

<sup>20</sup> Idem.

Mustapha Mekideche, vice président du CNES et expert pétrolier a déclaré de sont coté que la gestion prudente de la Banque d'Algérie avait un coût, un simple calcul montrera que dans cette affaire, l'Algérie perdait des milliards. Selon lui, cet argent, rapporte 2% seulement, alors que si l'on utilisait une partie de ces réserves de change dans la création d'un fonds souverain, le rendement pourrait être de 15% à 30%, voire au minimum 7%<sup>21</sup>.

Les chefs d'entreprises ont également émis leur avis en faveur de la création d'un fonds souverain algérien. Réda Hamiani, président du Forum des Chefs d'Entreprises (FCE) a déclaré que la crise économique était un signal fort pour restructurer l'économie en la rendant moins dépendante des hydrocarbures. Il a également suggéré la relance de l'agriculture et de l'élevage pour réduire la dépendance alimentaire du pays vis-à-vis de l'étranger. Il propose aussi la création d'un fonds souverain pour acquérir des entreprises fragilisées par la crise, à l'instar des entreprises du domaine des produits alimentaires, pour en avoir le contrôle et les inciter à venir s'installer en Algérie. Pour Issad Rebrab, le PDG de Cevital, la prise de participation à l'étranger est l'un des moyens de diversifier notre économie et de sortir du carcan des hydrocarbures, de booster les exportations hors hydrocarbures et de permettre aux entreprises algériennes de se développer à l'étranger<sup>22</sup>.

Pour Dr Bouyahiaoui « l'instabilité et la volatilité des marchés financiers, la crise financière actuelle qui semble durer, font que nombre d'économistes et de politiques se montrent sceptique à propos des fonds souverains. Il arrive même qu'on lie les fonds souverains à la spéculation alors qu'il n'existe aucun rapport entre les fonds spéculatifs et les fonds souverains »<sup>23</sup>.

Il faut savoir que les fonds souverains qui sont des fonds d'investissement à long terme, en général, ne courent pas beaucoup de risques. Par contre, les fonds à haut rendement placés dans des opérations spéculatifs courent de grands risques parce que naturellement, ils peuvent gagner beaucoup et perdre beaucoup.

Pour lui « Il faudrait créer non pas un seul fonds souverain mais plusieurs, trois ou quatre pour être plus précis, dont la gestion devrait être confiée à des experts indépendants des

---

<sup>21</sup> [www.algerieactuel.com](http://www.algerieactuel.com), « Après le refus de créer un fonds souverain ».

<sup>22</sup> [www.lemaghreb.dz.com](http://www.lemaghreb.dz.com), « Profiter de la crise pour acquérir des entreprises à l'étranger ».

<sup>23</sup> Liberté économie, « beaucoup de bruit pour rien, fonds souverains », 17/09/2008.

politiques, loin de toute injonction d'en haut. Il s'agit d'investissements à long terme régulièrement contrôlés et audités, par des experts hautement qualifiés. Le leadership politique dispose naturellement du droit de regard sur le devenir et l'évolution de ces fonds, sur l'orientation des investissements et les risques encourus s'ils existent »<sup>24</sup>.

Il propose de créer quatre fonds souverains pour l'Algérie :

- Le premier fonds serait destiné à aider le NEPAD, ce fonds investirait dans des secteurs stratégiques, miniers, pétroliers, etc., dans des partenariats gagnant-gagnant ;
- Le deuxième fonds serait destiné à l'investissement dans les pays émergents, en Afrique, en Asie ou en Amérique Latine, en visant des secteurs stratégiques, en profitant du savoir faire local dans certains secteurs , et du transfert technologique (Inde, Brésil, Argentine,etc.) ;
- Le troisième fonds serait orienté vers l'investissement dans les pays développés, dans des entreprises et institutions financières et technologiques de pointe en Europe ou en Asie, en France. Il faudrait veiller à réaliser des placements sûrs dans des secteurs où l'Algérie est dépendante.
- Le quatrième fonds serait orienté vers l'investissement national destiné à accompagner les entreprises pilotes, dans leurs efforts de diversification et d'internationalisation, en les aidant à développer des alliances stratégiques avec de grands groupes étrangers, afin qu'elles fassent partie de réseaux d'entreprises globalisées, en développant davantage les actions de fusion acquisition d'entreprises étrangères qui permettrait aux entreprises algériennes de mieux se positionner.

Le président de la république, Abdelaziz Bouteflika a tranché sur le sujet des fonds souverains en rejetant l'idée qui a animé le débat, « Certains nous suggèrent de nous lancer dans l'aventure d'un fonds souverain pour rentabiliser davantage nos réserves de change à l'étranger. J'estime que le pays continue d'avoir un énorme besoin de capitaux pour le développement de l'économie nationale, ce qui ne plaide pas actuellement pour ce choix »<sup>25</sup>,

---

<sup>24</sup> Idem.

<sup>25</sup> Journal le Maghreb, « la création d'un fonds souverain rejetée », 09/09/2008.

c'est par cet argument négatif que le président a répondu aux partisans de la création de fonds souverains algériens.

## **2.2. L'apport d'un fonds souverain**

L'Algérie comme tous les pays exportateurs d'hydrocarbures a profité de la hausse des prix du pétrole de ces dernières années pour accumuler d'importantes réserves de change. Ces réserves sont en grande partie placée dans les bons de Trésor américains, réputés pour être sûrs et liquide, mais peu rémunérés.

L'économie algérienne est entièrement basée sur les exportations de cette ressource naturelle épuisable et non renouvelable. Selon Mourad Preure, un expert international, les réserves pétrolières économiquement récupérables de l'Algérie sont estimées 12,3 milliards de barils et au rythme de production actuel, leur durée de vie serait de 16.8 ans. Quant aux réserves gazières, leur durée de vie serait de 53.3 ans<sup>26</sup>. Ahmed Benbitour a déclaré que « les ressources naturelles sont en voie d'épuisement et nous commenceront à avoir des problèmes à l'horizon 2020 et non pas à 2040 », car le pic sera atteint entre 2020-2025<sup>27</sup>. Ces déclarations remettent sur le tapis la question de l'après pétrole et l'urgence de la diversification de l'économie hors hydrocarbures.

Le problème de dépendance de l'économie à l'exportation des matières premières est soulevé par plusieurs pays. Afin de sortir de cette situation, ils ont opté pour l'utilisation des réserves de change de manière active à travers les fonds souverains, et comme l'Algérie affronte l'urgence de sortir de sa situation économique lamentable, elle pourrait décider d'utiliser ses réserves qui stagnent en diversifiant leurs placements.

La dépendance alimentaire, la précarité des entreprises algériennes dans tous les secteurs d'activités et l'épuisement des ressources naturelles sont autant de problèmes que l'Algérie affronte depuis des années sans pour autant leurs en trouver des solutions. Avec près de 150 milliard de dollars de réserves en devises, l'Algérie pourrait s'inspirer des modèles

---

<sup>26</sup> www.elwatan.com, « L'Algérie connaîtra des incertitudes en matière d'apports pétroliers dès 2020 », 24/02/2010

<sup>27</sup> Idem, « Les ressources naturelles sont en voie d'épuisement », 18/05/09.

résumés dans le tableau n°23 et créer des fonds de petite taille, de 5 à 10 milliards et les orienter vers des investissements stratégiques.

**Tableau N° 23 : Synthèse des modèles de fonds souverains**

| <b>Modèle</b>                | <b>Caractéristiques</b>   |
|------------------------------|---|
| <b>Le modèle norvégien</b>   | <p>Le Government Pension Fund-Global est l'un des plus grands fonds souverains du monde avec des actifs sous gestion 390 milliards de dollars financés par les recettes pétrolières. Son objectif est le transfert de richesses pour les générations futures et aussi faire face à la hausse des dépenses de retraites futures.</p> <p>Le GPF-G gère un portefeuille diversifié par zone géographique (Europe, Amérique du nord, Afrique et Asie) et par classe d'actifs (obligations et actions). Il a des participations dans plus de 7000 entreprises à travers le monde, mais ses parts sont petites car il n'investi pas plus de 10% dans chaque entreprise.</p> <p>Depuis 2004, le GPF-G suit une stratégie d'investissement éthique qui exclue dans sa liste toutes les entreprises qui nuisent à l'environnement et aux droits de l'homme.</p>  |
| <b>Le modèle d'Abu Dhabi</b> | <p>Abu Dhabi détient plusieurs fonds souverains, certains sont de taille énorme (ADIA avec 875 milliards USD) d'autres plus petits (Mubadala avec 10 Milliards USD et IPIC avec 12 milliards USD). Ces fonds investissent dans différents secteurs et zones géographiques, leurs portefeuilles sont composés de plusieurs classes d'actifs (titres à revenus fixes, actions et actifs alternatifs). Les autorités de l'Emirat ont orientés ces fonds vers différents objectifs :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ADIA est orienté vers la réalisation de rendements supérieurs à ceux des bons de Trésor</li> <li>- Mubadala est un fonds stratégique qui investi non seulement pour réaliser des profits mais également pour aider le pays dans sa politique de diversification de l'économie en investissant dans de grandes entreprises étrangères activant dans le domaine de l'industrie, du tourisme et autres.</li> <li>- IPIC est un autre fonds stratégique qui est orienté vers les matières premières.</li> </ul> |
| <b>Le modèle chinois</b>     | <p>La Chine a plusieurs fonds souverains :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- SAFE Investment Company qui investi les pays développés (France, Grande Bretagne et autres)</li> <li>- China – Africa Development Fund) orienté vers l'investissement en Afrique.</li> <li>- China Investment Company qui gère un portefeuille très diversifié par classes d'actifs, par zone géographique et par secteurs d'activités. C'est un fonds qui investi de manière stratégique afin d'aider au développement de l'économie chinoise.</li> </ul>  |

Source : Adapté des modèles traités dans le chapitre 3, section3.

Plusieurs créneaux peuvent être exploités par les fonds souverains et l'Algérie à son tour, pourra orienter certains vers :

- L'investissement dans l'agriculture en Afrique. Les pays africains regorgent de terres très fertiles mais manquent énormément de capitaux. Des investissements dans des pays comme le Soudan (coton, sucre), Cameroun (sucre, café et cacao), Kenya (maïs, sucre), Zimbabwe (blé) et autres, permettront à l'Algérie d'assurer un approvisionnement en produits agricoles et ne plus être dépendante des fluctuations des prix sur les marchés internationaux d'un côté, et aider à diminuer la pauvreté dans ces pays de l'autre côté.
- L'investissement dans les matières premières. Les ressources naturelles algériennes étant excessivement exploitées, leur épuisement est prévu pour bientôt, alors un fonds souverain pourrait être orienté vers le secteur des matières premières dans différentes zones géographiques (Asie, Amérique latine et Afrique) à l'image des fonds chinois (CIC) et d'Abu Dhabi (IPIC), et accompagner Sonatrach dans sa stratégie d'internationalisation. Ceci permettra à l'Algérie non seulement de s'approvisionner et laisser de côté ses réserves pour les générations futures, mais également d'avoir des partenariats avec des entreprises de renommée mondiale qui développent les énergies renouvelables.
- L'investissement dans les industries hors hydrocarbures. Toutes les autres industries hors hydrocarbures algériennes se trouvent en difficulté et dans l'incapacité de faire face à la concurrence étrangère. Ces secteurs attendent jusqu'ici des flux d'IDE accompagnés de transferts technologiques qui ne viennent pas. Un fonds souverain orienté vers l'investissement dans les grandes entreprises internationales, permettrait comme ce fut le cas pour beaucoup de pays d'attirer ces entreprises vers ces secteurs et développer des partenariats avec transfert technologique et savoir faire.
- Les marchés des capitaux internationaux présentent des opportunités d'investissement que tous les fonds au monde guettent afin de réaliser des rendements élevés. L'Algérie pourrait créer un fonds qui aura pour mission de profiter de ces opportunités pour faire fructifier nos réserves de change.

Quant à la gestion, la plupart des fonds souverains ont commencé par confier leurs capitaux aux gestionnaires d'actifs (fonds sud coréen, chinois, emiratis), puis ont profités de la crise pour recruter de la main d'œuvre qualifiée licenciée par leurs employeurs, ce qui leur permettra par la suite de former des gens qualifiés qui pourront gérer efficacement ces fonds. Le CIC (Chine) par exemple, a récupéré durant la crise des sub primes plus de 20 professionnels dans le monde, et le KIC (Corée du sud) a récemment employé un manager d'un hedge fund US comme nouveau chef du département d'investissement. Ces récupérations vont étendre l'expertise des marchés financiers des fonds souverains, leur permettre une meilleure sélection et surveillance des investissements<sup>28</sup>.

L'Algérie a raté une des opportunités qui ne se présente pas souvent, à savoir la crise des sub primes. A cet effet, nous citons le président américain Barack Obama qui en 2009 a déclaré: « La crise est une opportunité trop grande pour être gâchée »<sup>29</sup>. Durant cette crise, de grands groupes internationaux se sont retrouvés en difficulté et voyaient leurs actions chuter. Cette situation était une opportunité de réaliser des profits, puisque leur cours ont été revus à la hausse une fois la crise passée, ce qui a permis à des fonds de réaliser d'énormes gains, citant comme exemple la vente du fonds qatari (QIA) de 379 millions de ses actions dans la banque anglaise Barclays, ce qui lui a permis de réaliser un profit d'environ 634 million de Livre (1,03 milliards de dollar)<sup>30</sup>, et les 1,1 milliards USD de profits réalisés par KIA (Kuwait) suite à la vente de 5% de parts dans Citigroup pour 4,1 milliards, ce qui lui fait un rendement de 37%<sup>31</sup>.

Néanmoins, et comme dit l'adage populaire « il n'est jamais trop tard pour bien faire », l'Algérie pourrait en créer car les opportunités peuvent se présenter à n'importe quel moment et notre économie a besoin de ce type de fonds qui l'aiderais à sortir de la dépendance envers les hydrocarbures.

---

<sup>28</sup> Mckinsey Global Institute, « The new power brokers: Gaining clout turbulent markets », July 2008.

<sup>29</sup> www.businessweek.com, « A crisis is a terrible thing to waste » 12/17/2009.

<sup>30</sup> www.nytimes.com, <sup>New</sup> York Times, "Qatar takes profits on a stake in Barclays", 20/10/2009.

<sup>31</sup> www.ft.com, Financial Times, "Kuwait sovereign wealth funds sells Citigroup stake", 07/12/2009.

## **Conclusion**

Aujourd'hui, l'Algérie détient d'importantes réserves de change qui se situent autour de 150 milliards de dollars. Ces réserves sont investies de manière passive, placées dans des banques et dans des bons de Trésor américains réputés pour être sûrs et liquides, mais cela ne les place pas loin de tout risque.

L'Algérie dont l'unique ressource est le pétrole et le gaz, connaît une dépendance totale à cette matière que l'épuisement est prévu pour bientôt, ce qui la met dans l'urgence de diversifier son économie. Cette préoccupation est celle de beaucoup de pays riches en matières premières qui pour atteindre leur objectif, ils ont opté pour l'utilisation des fonds souverains comme instrument orienté vers la diversification économique.

L'Algérie pourrait s'inspirer de ces pays et créer des fonds souverains de petites tailles orientés vers l'investissement stratégique dans différents secteurs et zones géographiques.

Nous avons constaté dans ce travail, qu'au cours de ces dernières années, les marchés de capitaux internationaux ont subi d'énormes changements tant du point de vue de leur fonctionnement que dans la nature de leurs acteurs.

L'assouplissement des réglementations, les innovations financières, l'évolution des systèmes d'information et de règlements financiers ont stimulé les marchés financiers dans lesquels l'investissement de portefeuille tient une place importante. C'est dans ce contexte que l'on voit le développement de plusieurs catégories de fonds d'investissement à travers le monde.

L'objectif de ce travail sur les fonds d'investissement et leurs modes de gestion, était en premier lieu de faire le lien entre ces différentes catégories de fonds est les fonds souverains, c'est à dire de montrer que ces derniers, bien qu'ils appartiennent à des Etats, utilisent les même modes de gestion que ceux utilisés par les autres, afin d'atteindre leurs objectifs de rendements et de gestion de risque. Au terme de notre travail, nous avons constaté que les fonds souverains sont des fonds d'investissement au même titre que les autres, ils partagent les mêmes caractéristiques à l'exception du fait que ces fonds d'Etat gèrent les réserves de change de leurs pays d'origine.

Les chapitres consacrés à l'étude des fonds souverains nous ont permis d'avoir plus de visibilité sur ces fonds qui deviennent de plus en plus importants pour leurs pays d'origine étant donné qu'ils contribuent au développement de leur économie, et pour les pays accueillant leurs investissements en leurs fournissant des liquidité stables et à long terme.

L'idée de créer ce type de fonds revient à l'administration britannique qui les a mis en place dans ses colonies. Le Kuwait a créé le premier fonds souverain au monde en 1953, suivi par les Iles Kiribati en 1956. Depuis, plus d'une quarantaine existent partout dans le monde. Certains sont énormes (ADIA d'Abu Dhabi, le plus grand fonds souverain du monde gère 875 milliards de dollars, GPF-G de Norvège 396,5 milliards, GIC de Singapour 330 milliards), d'autres par contre sont très petits, ne dépassant pas le milliards de dollars (Revenue Equalization Reserve Fund du Kiribati 0.6 milliards, Palestine Investment Fund 0,89 milliards de dollars).

Les actifs sous gestion de ces fonds sont estimés à environ 3000 milliards de dollars, provenant essentiellement des excédents de revenus des matières premières, et des excédents commerciaux et fiscaux. Ces capitaux sont investis dans différentes classes d'actifs (actions, instruments à revenus fixes, et actifs alternatifs), diversifiés par secteur d'activité (finance, industrie, télécommunications, technologies, agriculture et autres), et par zone géographique (Amérique, Europe, Asie et Afrique) afin de réaliser des rendements élevés et réduire les risques. Les fonds alternatifs qui prennent énormément de risques en utilisant excessivement l'effet de levier et la vente à découvert fonds parti des actifs que les fonds souverains incluent dans leurs portefeuilles afin d'améliorer le rendement, puisque ces derniers ont la réputation de réaliser des performances absolues et décorrélées des tendances à la hausse ou à la baisse des marchés.

Les stratégies d'investissement diffèrent d'un fonds à l'autre. Certains suivent des stratégies passives, à la recherche de rendements financiers à différents niveaux de risques (ADIA, GPF-G). Tandis que d'autres vont au-delà du simple rendement, en réalisant des investissements stratégiques destinés à aider leurs pays dans leurs politiques de diversifications économiques (Mubadala, CIC).

Durant la crise des sub primes, les fonds souverains sont intervenus et injectés plus de 70 milliards de dollars dans les institutions financières américaines et européennes. En Mai 2007, China Investment Corporation a investi 3 milliards de dollars dans le fonds de private equity américain Blackstone, en novembre de la même année, Abu Dhabi Investment Authority a injecté 7.5 milliards de dollars dans le capital de Citibank et en Janvier 2008, 6.6 milliards de dollars ont été payés par les deux fonds souverains Korea Investment Corporation et Kuwait Investment Authority afin d'acquérir 2% chacun dans le capital de Merrill Lynch. Beaucoup d'autres institutions ont été touchées par cette vague d'investissements telles que UBS, Barclays, Standard Chartered, Morgan Stanley, etc.

Le développement des fonds souverains sur les marchés de capitaux n'a pas été sans incidence. D'après ce travail, la montée en puissance de ces fonds inquiète les responsables financiers et politiques occidentaux. Ils sont de plus en plus méfiants quant aux motivations qui se cachent derrière leurs investissements dans les entreprises évoluant dans des secteurs stratégiques nationaux (établissements financiers, énergie, etc.). Pour certains, ces fonds étatiques sont opaques et peuvent être utilisés à des fins politiques. Cependant, et d'après la

littérature consultée, toutes les recherches menées dans ce sens n'ont révélés aucune preuve soutenant cette thèse.

Afin d'atténuer toutes ces craintes, les fonds souverains ont adoptés des pratiques de bonnes conduites, mis en place par le FMI et appelés principes de Santiago. Aujourd'hui, beaucoup de fonds souverains tel que celui de Norvège, considéré comme un modèle en la matière, publie sur Internet des informations détaillées concernant l'allocation de ses actifs ; ses résultats trimestriels et sa politique d'investissement.

Les fonds souverains connaissent depuis quelques années un essor sans précédents. Cet essor a été favorisé par l'augmentation des réserves de change des pays (grâce à la hausse des prix du pétrole et des excédents commerciaux), et la volonté d'une gestion plus active et dynamique des réserves de change. C'est dans ce sens que l'idée de suivre l'exemple de ces pays a été soulevée en Algérie afin d'aider le pays dans sa politique de diversification économique mais les partisans de cette idée ont été heurtés aux refus des autorités politiques. La question qui pourrait être posée aujourd'hui, est quand est ce que l'Algérie décidera-t-elle de choisir l'option des fonds souverains qui est entrain de faire ses preuves dans beaucoup de pays ?

# Bibliographie

## I. Ouvrages

**Al Mekkaoui- De Freitas (Najat)**, « Fonds de pension et marchés financiers », Edition L'Harmattan, 1999, Paris.

**Boubel (Aurelie), Pansard (Fabrice)**, « Les investisseurs institutionnels », Edition La découverte, 2004, Paris.

**Bouyer (Arnaud)**, « Les fonds d'investissement, sont il des prédateurs ? », Edition JC Lattes, 2007, Paris.

**Broquet (Claude), Cobbaut (Robbert), Gillet (Roland), Van Den Berg (André)**, « Gestion de portefeuille », Edition De Boeck&Larcier S.A, 1997, Paris.

**Capocci (Daniel)**, « Introduction aux hedge funds », Edition Economica, 2004,Paris.

**Esch (Louis), Keiffer (Robert), Lopez (Thierry)**, « Asset &Risk management, la finance orientée risque », Edition De Boeck & Larcier S.A, 2003, Paris.

**Mougenot (Gilles)**, « Tout savoir sur le capital investissement », Gualino éditeur, EJA-, 2007, Paris.

**Plihon (Dominique), Ponssard (Jean-Pierre)**, « La montée en puissance des fonds d'investissement. Quels enjeux pour les entreprises ? », Édition la documentation française, 2002, Paris.

**Puel (Jean-Marc)**, « Les fonds souverains. Instrument financiers ou armes politiques ? », Editions Autrement, 2009, Paris.

## II. Working papers

**A Deloitte Research Report**, “Sovereign Wealth Funds: Real Estate Partner In Growth?”, September 2008.

**A Deloitte Research Report, Insurance Firms**: “The Missing Link in the Sovereign Wealth Funds Acquisition Spree”, 2008.

**Allen (Mark), Caruana (Jaime), International Monetary Fund**, “Sovereign Wealth Funds”, February 2008.

**Avendãno (Rolando), Santiso (Javier), OECD Development Centre**, “Are Sovereign Wealth Funds Investment Politically Biased? A Comparison with Mutual Funds”, December 2009.

**Balding (Christopher), University of California**, “A portfolio analysis of sovereign wealth funds”, June 2008.

**Beck (Roland), Fidora (Michael), European Central Bank (ECB)**, “The impact of sovereign wealth funds on global financial markets”, July 2008.

**Behrendt (Sven), Carnegie Endowment For The International Peace**, “When Money Talks. Arab Sovereign Wealth Funds in the Global Public Policy Discourse”, October 2008.

**Bernstein (Shai), Lerner (Josh), Schoar (Antoinette), Harvard Business School**, “The investment strategies of sovereign wealth funds”, March 2009.

**Blundell-Wignall (Adrian), Hu (Yu-Wei), Yermo (Juan)**, “Sovereign wealth and pension fund issues”, January 2008.

**Borlotti (Bernardo), Fotak (Veljko), Megginson (William), Miracky (William), University of Oklahoma**, “Sovereign wealth funds: Investment patterns and performance”, April 2009.

**Clark (Gordon), Monk (Ashby)**, “The Oxford survey of sovereign wealth funds’ asset managers”, July 2009.

**De Boer (Kito), Farrel (Diana), Figuee (Chris), Lund (Susan), Thompson (Fraser), Turner (John), McKinsey Global Institute**, “The Coming Oil Windfall in the Gulf”, January 2008.

**Dewenter (Kathryn), Han (Xi), Malatesta (Paul)**, “Firm values and sovereign wealth funds investments”, August 2009.

**Farrel (Diana), Lund (Susan), Sadan (Koby), McKinsey Global Institute**, “The New Power Brokers: Gaining Clout In Turbulent Markets”, July 2008.

**Fernandes (Nuno)**, “Sovereign wealth funds: Investment choices and implications around the world”, February 2009.

**Gordon (Kathryn), Tash (April), OECD Development Centre**, “Foreign Government Controlled Investors And Recipient Country Investment Policies”, January 2009.

**HEC EURAZIA Institute**, « Le fonds souverain chinois est de retour », Octobre 2008.  
**International Working Group of Sovereign Wealth Funds**, “Sovereign Wealth Funds. Generally Accepted Principles and Practices”, October 2008.

**Jen (Stephen), Morgan Stanley Research**, “A new growing class of funds”, December 2007.

**Jen (Stephen), Bindelli (Luca), Morgan Stanley Research**, “Portfolio allocation for sovereign wealth funds”, November 2007.

**Jen (Stephen), Morgan Stanley Research**, “The definition of sovereign wealth funds”, 2007.

**Kern (Steffen), Deutsch Bank**, “Sovereign wealth funds and foreign investment policies”, October 2008.

**Kotter (Jason), Lel (Ugur)**, “Friends or Foes? The stock price impact of sovereign wealth funds acquisitions and the price of keeping secret”, 2008.

**Lund (Susan), Roxburgh (Charles), Mckinsey Golbal Institude**, “The new financial power broker”, September 2009.

**Martin (Michael), Congressional Research Service**, “China’s Sovereign Wealth Fun” January 2008.

**McKinsey Global Institute**, “The new financial power brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Shaping Global Capital Markets”, October 2007.

**OECD Development Centre**, “Fonds Souverains et Politique des Pays d’Accueil », Avril 2008.

**Ping (Xie), Chao (Chen), China Investment Corporation**, « The théoretical logic of sovereign wealth funds », June 2009.

**Plotkin (Mark), The Yale Law Journal Pocket Part**, “Foreign Direct Investment by Sovereign Wealth Funds: Using the Market and the Committee of Foreign Investment in the United States Together to Make the United States More Secure”, 2008.

**Poncet (Patrick), Portait (Roland)**, « La théorie moderne du portefeuille : théorie et application », Décembre 2009, page 806.

**Private Equity Intelligence**, “The 2010 preqin Sovereign Wealth Funds”, 2010.

**Reisen (Helmut), OECD Development Centre**, “How to spend it. Commodity and Non Commodity Sovereign Wealth Funds”, July 2008.

**Rose (Norton)**, “Sovereign Wealth Funds, the global private equity landscape survey”, June 2008.

**Rose (Paul), Ohio State University**, “Sovereigns as shareholders”, November 2008.

**Rozanov (Andrew), State Street Global Advisor**, “Who holds the wealth of nations?”, August 2005.

**Saif (Ibrahim), Carnegie Endowment For International Peace**, “The Oil Boom In the GCC Countries, 2002-2008: Old Challenges, Changing Dynamics”, March 2009.

**Santiso (Javier), OECD Development Centre**, “Sovereign Development Funds”, April 2008.

**Singh (Kavaljit), Public Interest Research Centre, New Delhi**, “Frequently asked questions about sovereign wealth funds”, October 2008.

**Standard Chartered**, “The Influence of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets”, October 2007.

**Truman (Edwin), Peterson Institute for International Economics**, “Four Myths about Sovereign Wealth Funds”, August 2008.

**Truman (Edwin), Peterson Institute for International Economics**, « A blueprint for sovereign wealth fund best practices », April 2008.

### **III Mémoires**

**Limaiem (Meriem), Université de Québec**, “Les facteur du modèle de Fama et French”, Mars 2009.

### **IV. Revues**

**Problèmes économiques n° 295**, « Le retour du capitalisme d’Etat. », Juillet 2008.

**Problèmes économiques n° 295**, « Fonds souverains. Une menace pour la stabilité financière », Juillet 2008.

**Revue Banque N°699**, « Les positionnements européens et français : Réactions tout azimuts », Février 2008.

### **V. Articles de presse**

**Financial Times**, “Sovereign wealth funds return to the fray”, 03/08/09.

**Guardian**, “Palestinians plan to boost housing by investing in City hedge funds”, 25/10/2009.

**Journal le Maghreb**, « la création d’un fonds souverain rejetée », 09/09/2008.

**Le soir d’Algérie**, « Laksaci répond à Temmar », 27/03/2010.

**Le soir d’Algérie**, « Le fonds National d’Investissement désormais Opérationnel », 20/03/2009.

**Liberté économie**, « beaucoup de bruit pour rien, fonds souverains », 17/09/2008.

**The Economist**, “The Invasion”, 17/01/ 2008.

**The New York Times**, “Qatar takes profit on a stake in Barclays”, 20/10/09.

## **VI. Les sites web**

[www.wikipedia.fr](http://www.wikipedia.fr)  
[www.ft.com](http://www.ft.com)  
[www.nytimes.com](http://www.nytimes.com)  
[www.economist.com](http://www.economist.com)  
[www.guardian.com](http://www.guardian.com)  
[www.GesPriv.com](http://www.GesPriv.com)  
[www.aabar.com](http://www.aabar.com)  
[www.china-inv.ch](http://www.china-inv.ch)  
[www.fimarkets.com](http://www.fimarkets.com)  
[www.morganstanley.com](http://www.morganstanley.com)  
[www.McKinsey.com](http://www.McKinsey.com)  
[www.lesoiralgérie.dz](http://www.lesoiralgérie.dz)  
[www.elwatan.com](http://www.elwatan.com)  
[www.swfinstitute.com](http://www.swfinstitute.com)  
[www.sovereignwealthfundsnews.com](http://www.sovereignwealthfundsnews.com)  
[www.imf.org](http://www.imf.org)  
[www.oecd.org](http://www.oecd.org)  
[www.AMEinfo.com](http://www.AMEinfo.com)  
[www.valazza.ch](http://www.valazza.ch)  
[www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz)  
[www.elmoudjahid.com](http://www.elmoudjahid.com)  
[www.l'expression.dz.com](http://www.l'expression.dz.com)  
[www.algerieactuel.com](http://www.algerieactuel.com)  
[www.businessweek.com](http://www.businessweek.com)  
[www.preqin.com](http://www.preqin.com)

## Annexe n°1

### La théorie du choix du portefeuille

#### 1. L'approche espérance- variance

##### 1.1. Rendement espéré

Le taux de rentabilité espéré d'un actif est la moyenne arithmétique d'une série chronologique de taux de rendement.

$$E(R) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N R_i$$

##### 1.2. La variance des rendements

Un investisseur qui décide de placer son argent ne tient pas seulement compte du rendement espéré des actifs, mais également de l'amplitude des fluctuations de ce rendement autour de sa valeur moyenne. Cette amplitude est une mesure du risque associé au titre en question.

L'importance des variations d'une variable autour de sa moyenne se mesure par la variance et l'écart type.

###### 1.2.1. La variance

$$\sigma_i^2 = E (R_i - E (R_i))^2 = E (R_i^2) - E (R_i)^2$$

###### 1.2.2. L'écart type

$$\sigma_i = \sqrt{\sigma_i^2}$$

L'écart type est la racine carrée de la variance.

### 1.3. La diversification

Pour diminuer le risque du portefeuille, il est préférable de diversifier ses placements plutôt que d'investir toute sa richesse dans un seul actif. Ce principe peut se traduire par l'adage populaire qui dit qu' « il ne faut pas mettre tous ses œufs dans un même panier ».

Afin de bénéficier des avantages de la diversification, il faut que les actifs contenus dans un portefeuille ne soient pas trop liés entre eux et n'évoluent pas dans le même sens avec les mêmes proportions. Pour connaître le lien qui a existé dans le passé entre les fluctuations des taux de rendement de deux actifs « i » et « j », il faut recourir aux concepts de covariance et de corrélation.

#### 1.3.1. Portefeuille à deux actifs

Supposons qu'un portefeuille soit composé de deux actifs « i », « j », et que (x) est la proportion du portefeuille investi dans l'actif « i », alors la proportion investie dans l'actif « j » est égale à (1-x).

- **Le rendement du portefeuille à deux actifs**

Le rendement du portefeuille se calcule de la manière suivante :

$$E_P = X E_i + (1-X) E_j$$

- **La variance du portefeuille à deux actifs**

$$\sigma_P^2 = (X\sigma_i)^2 + [(1-X)\sigma_j]^2 + 2X(1-X)\sigma_i\sigma_j\rho_{ij}$$

- **L'écart type du portefeuille**

$$\sigma_P = \sqrt{(X\sigma_i)^2 + [(1-X)\sigma_j]^2 + 2X(1-X)\sigma_i\sigma_j\rho_{ij}}$$

$\rho_{ij}$  : Le coefficient de corrélation entre les deux titres « i » et « j »

$\sigma_i \sigma_j \rho_{ij}$  : La covariance entre les deux titres « i » et « j »

### 1.3.2. La Covariance

La covariance entre les taux de rendements des actifs i et j se calcule comme suit :

$$\sigma_{ij} = \text{Cov}_{ij} = E [(R_i - E_i) (R_j - E_j)] = E(R_{ij}) - E_i E_j$$

L'interprétation de la covariance porte essentiellement sur son signe positif, négatif ou nul.

- Si  $\sigma_{ij}$  est positif, cela veut dire que  $R_i$  et  $R_j$  ont tendance à être simultanément supérieur ou inférieur à leur moyenne, donc les variables varient dans le même sens.
- Si  $\sigma_{ij}$  est négatif, cela veut dire que les deux variables ont tendance à évoluer en sens opposés.
- Si  $\sigma_{ij}$  est nul, donc il n'y a aucun lien entre les évolutions respectives des deux variables.

### 1.3.3. Le coefficient de corrélation

$$\rho_{ij} = \text{Corr} (R_i, R_j) = \frac{\sigma_{ij}}{\sigma_i \sigma_j}$$

$\sigma_{ij}$  : covariance des rendements de i et j

$\sigma_i$  : L'écart type de i

$\sigma_j$  : L'écart type de j

### 1.3.4. Le coefficient de corrélation et la diversification

Le coefficient de corrélation est compris entre 1 et -1. Lorsque :

- $\rho_{ij} = +1$  : Le risque encouru par l'investisseur est le même qu'il investisse dans l'actif  $i$  ou  $j$ , ou bien qu'il répartisse son portefeuille entre les deux. Dans ce cas, la réduction du risque par la diversification est nulle.
- $\rho_{ij} = -1$  : Les actifs sont négativement corrélés. Dans ce cas, la diversification permet d'éliminer complètement le risque. Toutefois, ce cas est purement théorique, sur les marchés financiers, il n'existe pas d'actifs dont la corrélation est négative.
- $\rho_{ij}$  compris entre 1 et -1 : la diversification entre les actifs permet de réduire le risque

## 2. Espérance- variance : cas d'un portefeuille

Dans le cas d'un portefeuille, Markowitz a utilisé les vecteurs et matrices afin de faciliter les calculs.

Soit :

$X$  : L'ensemble des proportions investies dans les différents actifs.

$E_p$  : L'ensemble des taux de rendements espérés des actifs.

$\sigma_p^2$  : Les variances et covariances de l'ensemble des actifs

$$X_p = \begin{pmatrix} X_1 \\ X_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ \cdot \\ X_n \end{pmatrix} \quad E_p = \begin{pmatrix} E_1 \\ E_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ \cdot \\ E_n \end{pmatrix}$$

$$\sigma_p^2 = \begin{pmatrix} \sigma_1^2 & \sigma_{21} & \dots & \sigma_{i1} & \dots & \sigma_{n1} \\ \sigma_{12} & \sigma_2^2 & \dots & \sigma_{i2} & \dots & \sigma_{n2} \\ \cdot & & & \cdot & & \cdot \\ \sigma_{1j} & \sigma_{2j} & & \sigma_{ij} & & \sigma_{nj} \\ \cdot & \cdot & & \cdot & & \cdot \\ \sigma_{1n} & \cdot & & \sigma_{in} & & \sigma_n^2 \end{pmatrix}$$

### 2.1. Le rendement du portefeuille

$$E_p = \sum_{i=1}^n x_i E_i$$

### 2.2. La variance du portefeuille

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n x_i x_j \sigma_{ij}$$

### 2.3. Le portefeuille efficient

A partir d'un ensemble donné d'actifs, il est possible de constituer un nombre infini de portefeuilles.

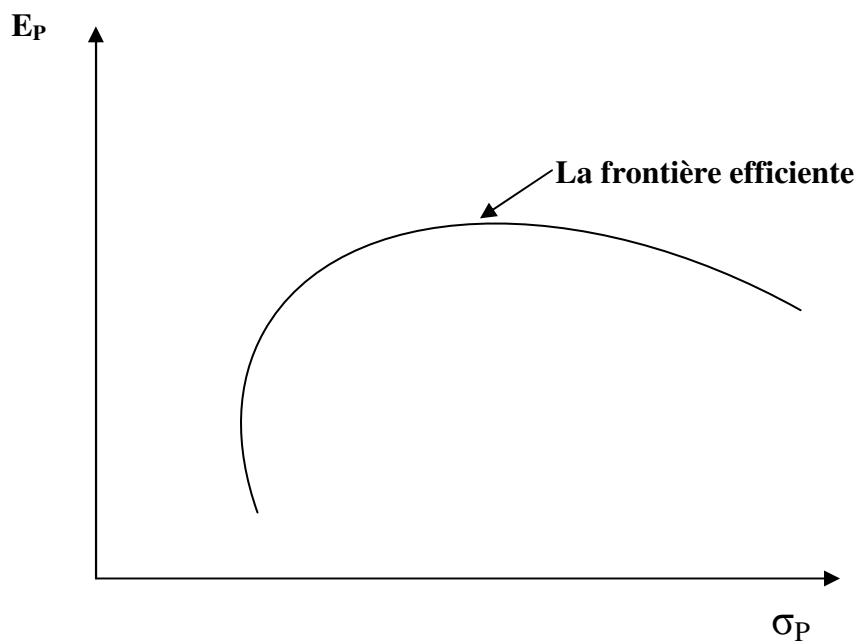
Pour un investisseur qui se situe dans un monde moyenne-variance, et qui éprouve un attrait pour l'espérance du return de son portefeuille et de l'aversion pour la variance de ce dernier, son choix se portera sur le portefeuille efficient qui se définit de la manière suivante : « Sont efficientes les portefeuilles qui pour une valeur donnée de leur return espéré minimisent la variance du return » Ou encore : « Sont efficientes les portefeuilles qui pour une variance donnée de leur return maximisent l'espérance de ce dernier ».

La recherche du portefeuille efficient consiste à trouver les proportions  $X_i$  à investir dans les différents actifs pour minimiser la variance du return.

## 2.4. La frontière efficiente

La frontière efficiente est l'ensemble des portefeuilles efficaces. Elle est commune à tous les investisseurs qui se situent dans un monde espérance- variance. Il appartiendra alors à chaque investisseur de choisir sur cette frontière le portefeuille qui correspond le mieux à ses préférences en matière de rendement espéré et de variance.

### Représentation graphique de la frontière efficiente

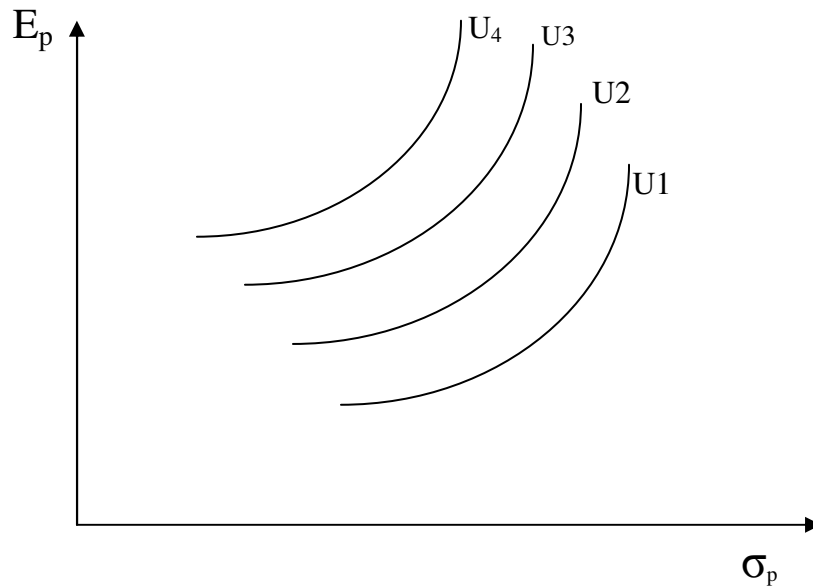


## 2.5. Le portefeuille optimal

Pour déterminer le portefeuille optimal, Markowitz a utilisé la fonction quadratique d'utilité élaborée par John Von Neumann et Oscar Morgenstern en 1947. Cette fonction suppose que les marchés financiers soient peuplés d'investisseurs infiniment intelligents, parfaitement rationnels, dénués de tout sentiment ou émotion (*homo oeconomicus*) et qui cherchent à maximiser leur utilité qui reflète l'ordre de préférence attaché aux différents gains.

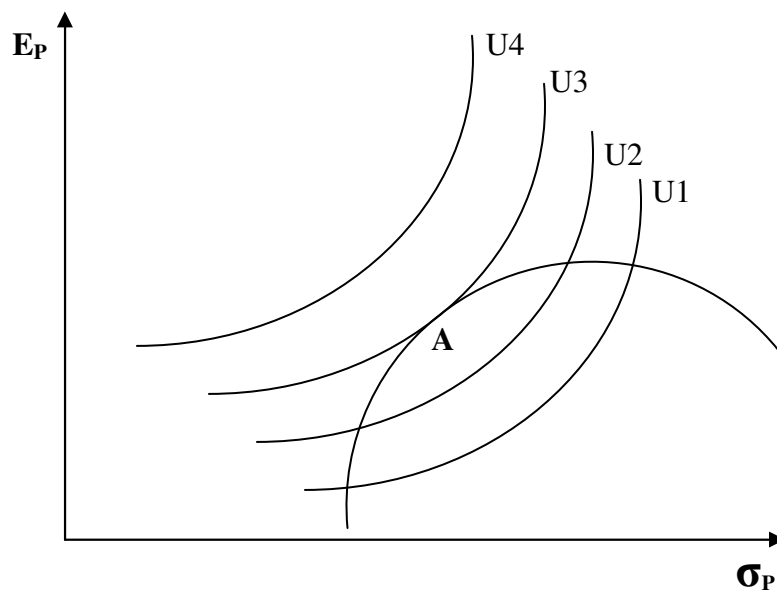
La fonction d'utilité est une fonction qui exprime l'intérêt relatif que l'individu accorde à différents niveaux de richesse.

## Représentation graphique de la fonction d'utilité



La fonction d'utilité est représentée par les courbes d'indifférence. Le long de la même courbe, l'utilité espérée est la même mais change dès que la courbe se déplace.

## La représentation graphique du portefeuille optimale



A : c'est le portefeuille optimal. Il correspond au portefeuille efficient qui procure l'utilité maximale.

### 3. La frontière efficiente : Introduction d'un actif non risqué (Théorème de séparation)

Soit un portefeuille constitué de deux actifs avec les proportions suivantes :

X : actif non risqué

1-X : portefeuille d'actions

L'équation de la frontière efficiente est la suivante :

$$E_P = R_F + (E - R_F) \frac{\sigma_p}{\sigma}$$

Où:

$E_P$  : Le taux de rendement espéré.

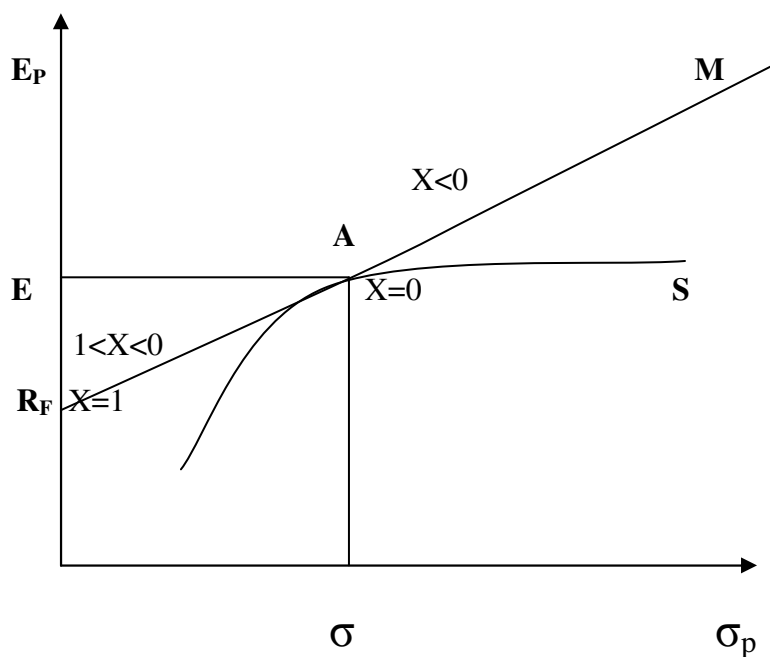
$R_F$  : Taux de rendement de l'actif non risqué.

E : Le taux de return espéré du portefeuille d'actions.

$\sigma_p$  : La variance du portefeuille .

$\sigma$  : La variance du portefeuille d'actions ( la variance de l'actif non risqué est nulle).

#### La représentation graphique de la frontière efficiente



S est la courbe de la frontière efficiente, et chaque investisseur choisira sur cette courbe le portefeuille qui lui permettra d'atteindre l'utilité la plus élevée possible.

Le point A est le portefeuille risqué souvent assimilé au portefeuille de marché, puisqu'il est supposé contenir tous les titres et il est égale au portefeuille optimal.

L'existence d'un taux d'intérêt sans risque auquel les investisseurs peuvent prêter ou emprunter autant qu'ils le souhaitent va modifier sensiblement cette situation.

La droite  $R_F M$  est la frontière efficiente où se trouvent tous les portefeuilles efficients est aussi connue sous le nom de **Capital Market Line (CML)**. Pour faire son choix, l'investisseur se positionnera sur cette droite, et le choix sera le suivant :

**Si  $X=1$**  : l'investisseur place tout son argent dans l'actif non risqué.

**Si  $0 < X < 1$**  : L'investisseur répartit sa richesse entre l'actif non risqué et portefeuille risqué A.

**Si  $X=0$**  : L'investisseur place toute sa richesse dans le portefeuille risqué A.

**Si  $X < 0$**  : L'investisseur emprunte au taux  $R_F$  pour investir dans le portefeuille A un montant supérieur à son avoir initial.

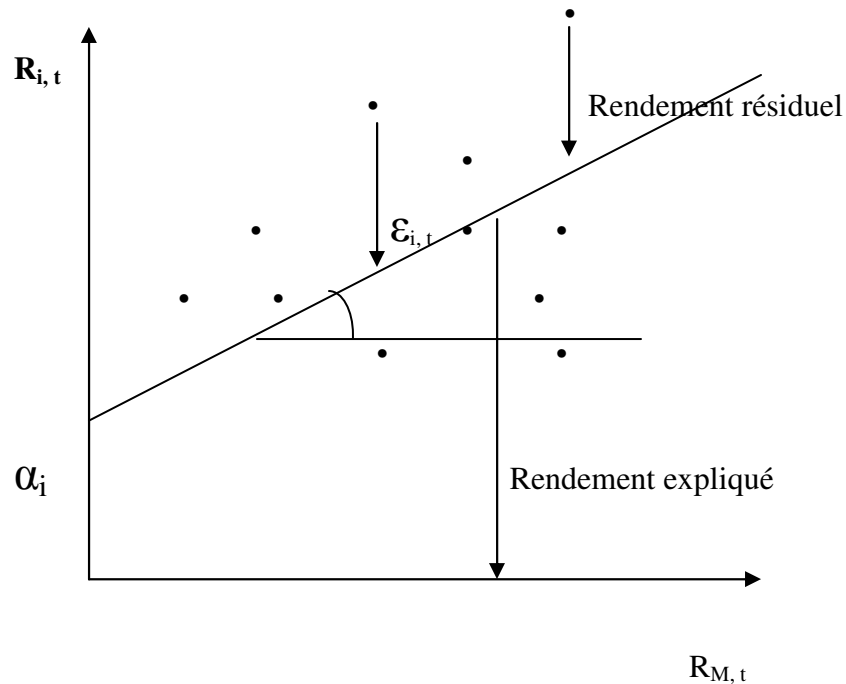
La pente de la droite CML est égale 
$$\frac{E - R_F}{\sigma}$$

Cette pente correspond à la prime de risque, qui est défini par la rémunération que l'investisseur reçoit pour accepter de prendre plus de risque.

## Annexe n°2

### Le modèle de marché

Ce modèle établit une relation linéaire entre le return d'une action « i » et le return du marché. Ce modèle peut être matérialisé par le graphe suivant :



L'équation de la régression est la suivante :

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{M,t} + \epsilon_{i,t}$$

$R_{i,t}$  : Le taux de rendement de « i » au temps t

$R_{M,t}$  : Le taux de rendement du marché

$\alpha_i$  : Le rendement espéré du titre « i » lorsque le rendement du marché est nul.

$\beta_i$  : La pente de la droite de régression qui mesure la volatilité du titre.  $\beta_i$  indique de combien varie en moyenne le taux de rendement du titre « i » pour une variation unitaire du taux de rendement du marché. Si  $\beta_i < 0$  alors la variation de  $R_M$  est répercuté sur  $R_i$  de manière faible, alors que si  $\beta_i > 0$ , la manière sera amplifiée.

$$\beta = \frac{\sum_{t=1}^t (R_{i,t} - \bar{R}_i) (R_{M,t} - \bar{R}_M)}{\sum (R_{M,t} - \bar{R}_M)^2} = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M}$$

$\bar{R}_i$  : La valeur moyenne de  $R_{i,t}$ .

$\bar{R}_M$  : La valeur moyenne de  $R_M$ .

L'équation du rendement est composée de deux parties :

1. **Le rendement expliqué** : c'est le résultat de l'influence du marché sur le titre.
2. **Le rendement résiduel** : c'est le rendement qui provient de causes spécifiques au titre.

La relation du rendement peut être écrite de la manière suivante :

$$\underbrace{R_{i,t}}_{\text{Rendement total}} = \underbrace{\alpha_i + \beta_i R_{M,t}}_{\text{rendement expliqué}} + \underbrace{\varepsilon_{i,t}}_{\text{rendement résiduel}}$$

### La variance

$$\underbrace{\sigma_i^2}_{\text{Risque total}} = \underbrace{\beta_i \sigma_M^2}_{\text{risque de marché}} + \underbrace{\sigma \varepsilon_i}_{\text{risque résiduel}}$$

Nous avons les synonymes suivants :

| $\sigma_i$   | $\beta_i \sigma_M$  | $\sigma \varepsilon_i$                                       |
|--------------|---|--|
| Risque total | Risque de marché<br>Risque non diversifiable<br>Risque systématique | Risque résiduel<br>Risque diversifiable<br>Risque spécifique |

### Annexe n°3

#### Le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (MEDAF)

Le MEDAF suppose que les investisseurs soient rationnels c'est-à-dire qu'ils bâtissent des portefeuilles d'actifs risqués optimaux qui se trouvent sur la droite de marché reliant l'actif sans risque au portefeuille de marché dans l'espace écart type- espérance des rendements.

- **Proposition 1 :** Les individus ont tous le même portefeuille d'actifs risqués, qui est équivalent au portefeuille de marché (composé de tous les actifs du marché pondérés par leur capitalisation).
- **Proposition 2 :** Les individus combinent ce portefeuille optimal avec l'actif sans risque dans des proportions qui varient selon l' aversion pour le risque des individus.

L'équation de la droite du MEDAF est la suivante :

$$E_i = R_F + \beta_i \underbrace{(E_M - R_F)}_{\text{Prime de marché}}$$

Prime de risque du titre

**Prime de risque :** c'est le supplément de rentabilité au-dessus du taux sans risque.

$$\text{Prime de risque} = E_i - R_F$$

$$\text{Prime de marché} = E_M - R_f$$

Le MEDAF explique le taux de rentabilité d'un actif en fonction de son risque. Un titre a généralement deux risques ; spécifique qui est éliminé par la diversification (puisque le portefeuille de marché est diversifié) et le risque non diversifiable. Selon le MEDAF, seul le risque du marché est rémunéré. Ce risque est mesuré par le bêta et la rémunération est la

prime du risque qui est fonction de la prime de marché et du bêta qui mesure la sensibilité du titre aux mouvements du marché :

- Un titre avec un bêta égal à 1 indique que cet actif évolue d'une manière proportionnelle à celle du marché (même ampleur).
- Un titre avec un bêta supérieur à 1 veut dire que ce dernier est très sensible aux mouvements de marché ; il en suit les mêmes tendances avec des variations encore plus importantes.
- Un titre ayant un bêta inférieur à 1 veut dire que ce dernier est peu voir très peu sensible aux mouvements du marché.

Le bêta est donc une mesure du risque, et selon le MEDAF, plus bêta est grand, plus l'actif est risqué, plus la rémunération est élevée.

Le MEDAF indique aussi qu'à l'équilibre, les actifs ayant le même bêta sont équivalents (ils ont le même rendement).

## Annexe n° 4

### Les Mesures de performance

#### 1. Le ratio de Sharpe

Le ratio de Sharpe est utilisé pour estimer le différentiel de rendement lié au niveau de risque pris. Il permet d'évaluer la qualité de certains placements selon leur couple rendement/risque. La formule du ratio est la suivante :

$$S_p = \frac{E(R_p) - R_F}{\sigma_p}$$

$S_p$ : Ratio de Sharpe d'un portefeuille p

$R_p$ : Rendement du portefeuille p

$R_F$ : Rendement de l'actif sans risque

$\sigma_p$ : Ecart-type du portefeuille (risque)

Les résultats de Sharpe peuvent être interprétés différemment dans trois cas :

1. **Ratio < 0** : un ratio négatif indique un placement dont le rendement a été inférieur à celui de l'actif sans risque.
2. **0 < Ratio < 1** : un ratio compris entre 0 et 1 indique un placement dont l'excédent de rendement par rapport au taux sans risque est inférieur au risque pris.
3. **Ratio > 1** : Plus le ratio est élevé, plus le rendement a été important comparativement au risque pris.

Le ratio de Sharpe permet d'identifier la performance absolue d'un portefeuille en utilisant l'actif sans risque. Il peut être utilisé pour sélectionner un fonds de placement.

## 2. Le ratio de Treynor

Le ratio de Treynor fait le rapport entre l'excès de rendement du portefeuille et le bêta qui lui est associé :

$$RT_P = \frac{R_P - R_F}{\beta_P}$$

Le ratio de Treynor mesure l'excès de rendement d'un portefeuille par rapport à celui d'un investissement sans risque par unité de risque de marché. Un ratio élevé signifie que le portefeuille optimise son rapport rendement- risque. Il est utilisé pour la technique du stock picking.

## 3. L'alpha de Jensen

Le coefficient de Jensen permet d'évaluer la performance d'un gérant relativement à celle qu'il aurait pu obtenir avec une combinaison de l'actif sans risque et du portefeuille du marché.

La droite du marché s'écrit de la manière suivante :

$$R_P^E = R_F + (E_M - R_F)$$

$R_P^E$  : Le rendement d'équilibre.

L'alpha de Jensen a pour objectif de déterminer la différence de rendement entre un portefeuille géré et n'importe quel portefeuille de même risque systématique donné par le rendement d'équilibre (MEDAF) :

$$\alpha_p = R_p - R_p^E$$

Ce coefficient mesure en fait la capacité de la gestion active à accroître le rendement au-delà du niveau de rendement obtenu en supportant le risque du marché.

Un alpha positif signifie que le portefeuille géré rapporte plus que le portefeuille passif, pour un même risque. En d'autres termes, le gérant « surperforme » le marché.

## Annexe n°5

### Le Modèle d'évaluation par arbitrage (MEA)

Le modèle d'Evaluation par Arbitrage (MEA) traduction de Arbitrage Pricing Théory (APT) a été élaboré par R. Ross en 1976. Cette théorie est basée sur une absence d'opportunité d'arbitrage. Par conséquent, il devient impossible de réaliser des profits excessifs avec des actifs de faibles risques ; si plusieurs actifs de même risque proposent des rendements différents, les investisseurs qui recherchent de nouvelles opportunités vont logiquement tourner leurs achats vers ceux dont le rendement est le plus élevé, ce comportement entraîne une baisse du rendement de ces actifs, donc les différences de rendement vont être corrigées par le processus d' « arbitrage ». Ainsi, l'excès de rendement d'un actif par rapport à un autre de même risque est une situation éphémère.

La formule développée par le MEA est la suivante :

$$R_i = \alpha_i + \beta_{i1} \sigma_1 + \beta_{i2} \sigma_2 + \dots + \beta_{ki} \sigma_k + \varepsilon_i$$

$R_i$  : rendement du titre i

$\beta_{ji}$  : sensibilité du titre i au facteur  $\sigma_j$

$\sigma_j$  : facteurs communs influençant la rentabilité de tous les titres ; j allant de 1 à k.

Le modèle d'évaluation par arbitrage est un modèle multifactoriel, admettant l'existence de plus d'un facteur comme variable explicatives du rendement. L'idée du modèle d'Evaluation par Arbitrage est qu'il existe des facteurs communs aux rendements de tous les titres. Le modèle ne donne pas une liste définie de ces facteurs, il peut s'agir du prix du pétrole, le taux d'intérêt à long terme, des taux de change, du taux inflation, les indices sectoriels, la politique monétaire et fiscale....

Le bêta est égale à :

$$\beta_{ik} = \frac{\sigma_{ik}}{\sigma_k}$$

## **Annexe n°6**

### **Le modèle à trois facteurs de Fama et French**

Fama et French avaient constaté que deux catégories d'actions avaient tendance à surperformer le marché à savoir :

- Les petites capitalisations
- Les actions sous-évaluées

Ils ont alors rajouté au MEDAF deux facteurs pour avoir un modèle basé sur trois facteurs :

- Le marché ;
- Le facteur taille (capitalisation boursière) ;
- Ratio book-to-market (Valeur comptable des fonds propres sur la capitalisation boursière).

Selon le MEDAF, seul le risque de marché est rémunéré, mais pour Fama et French deux autres risques représentatifs du risque de vulnérabilité économique et de détresse financière des entreprises doivent également être rémunérés.

#### **1. Le facteur taille**

Pour représenter ce facteur, Fama et French ont utilisés la capitalisation boursière. Ce facteur représente selon ce modèle un risque qui doit être rémunéré.

##### **1.1. La capitalisation boursière**

C'est la valeur de l'entreprise en bourse, elle est égale aux nombre d'actions composant le capital, multiplié par le cours de bourse. On distingue les grandes et petites capitalisations :

- **Les « blues ships » ou « poids lourds »** : C'est des grandes sociétés connues du monde entier, elles ont des capitalisations boursières de plusieurs dizaines ou même des centaines de milliards de dollars.
- **Les « small caps » ou « petites caps »** : Elles regroupent les sociétés de petites taille ou de taille moyenne.

## 1.2. Les risques liés à la taille

Les petites capitalisations sont considérés comme risquées et ayant un coût de capital plus élevé, et ont généralement un rendement plus élevé. Ces petites capitalisations se caractérisent par :

- une moindre confiance de la part des investisseurs qui font plus confiance aux grandes capitalisations.
- Elles subissent généralement des variations de cours beaucoup plus importantes que celles des poids lourds. En fait, un nombre réduit d'investisseurs pourrait influencer le cours d'une entreprise à petite capitalisation. Par contre, il est très difficile de faire bouger le cours d'une grande société, ça nécessite un immense volume d'affaires par jour.
- Les petites capitalisations sont caractérisé par un manque de diffusion d'informations et sont méconnues des boursiers. Par la suite, il y a une incertitude quant à la stabilité de leur situation financière ; ces petites entreprises peuvent arriver parfois à la faillite.
- Il est plus difficile pour les petites entreprises de bénéficier des ressources financières nécessaires dont elles ont besoin pour leur croissance, à cause du fait qu'ils ne disposent pas toujours de garanties suffisantes et adéquates.

Les entreprises appartenant à cette catégorie sont souvent fragiles, vulnérables et souffrant de détresse. Elles sont mal jugées par le marché, et ne sont pas trop recherchées par les investisseurs, ce qui veut dire que leurs prix en bourse sont plutôt médiocres, alors les investisseurs exigent un rendement plutôt élevé comme compensation au risque.

## **2. Le facteur lié à la valeur comptable/valeur du marché**

### **2.1. Le ratio valeur comptable/valeur de marché (VC/VM)**

C'est la traduction de l'anglais book-to market ratio. C'est un ratio divisant la valeur comptable d'une action par sa valeur de marché, il intervient dans l'évaluation de l'entreprise. Il permet de déterminer si le titre en question est sous-évalué ou surévalué. Si le ratio est supérieur à un, cela veut dire que la valeur comptable excède la valeur de marché, alors le titre est sous évalué. Si le ratio est inférieur à un, alors le titre est surévalué.

Les entreprises ayant un ratio élevé sont appelées « valeurs de rendement » ou « values stock », ils ont continuellement des bénéfices médiocres, tandis que celles ayant un ratio faible sont appelées « valeurs de croissance » ou « growth stocks », elles ont des bénéfices plus élevés.

### **2.2. Les risques liés au ratio valeur comptable/valeur de marché**

Les entreprises qui ont un ratio VC/VM élevé sont sous évaluées par le marché, plus risquées et ont un coût de capital plus élevé ainsi qu'un rendement plus élevé.

Les investisseurs perçoivent les entreprises à faible ratio VC/VM comme étant performante, ce qui fait accroître leurs cours, alors que celles avec un ratio élevé n'est pas bien perçue ce qui fait chuter ses cours ce qui la met dans une catégorie de détresse et vulnérabilité économique.

Ces deux facteurs reflètent la détresse financière des entreprises, ce risque est systématique et doit être rémunéré par le marché.

L'équation du modèle :

$$E (R_i) = R_F + \beta_i (E_M - R_F) + S_i E (PMG) + h_i E (EMF)$$

- **PMG (Petit Moins Grand)** : C'est la traduction de l'anglais SMB (Small Minus Big). C'est le facteur risque lié à la taille. En d'autres termes, c'est la prime de rendement, relié à la taille et égale comme son nom l'indique aux rentabilités des titres à petites capitalisations moins les rentabilités de titres à grandes capitalisations.
- **EMF (Elevé Moins Faible)**: C'est la traduction de l'anglais HML (High Minus Low). C'est le facteur risque lié au ratio VC/VM. En d'autres termes, c'est la prime de rendement relié au ratio VC/VM et égale comme son nom l'indique aux rentabilités des titres à ratio VC/VM élevé moins les rentabilités des titres à ratio VC/VM faible.

$\beta_i, S_i, h_i$  : ce sont les coefficients de sensibilité relatifs au trois facteurs.

$S_i = 1$  : portefeuille de petite capitalisation et  $S_i = 0$  alors c'est un portefeuille de grande capitalisation.

$h_i = 1$  : Portefeuille avec un ratio VC/VM élevé.

# Table des matières

|   |    |
|---|----|
| <b>Introduction générale</b> .....  | 1  |
| <b>Chapitre 1 : Fonds d'investissement et Gestion de portefeuille</b> .....                     | 4  |
| <b>Section 1 : Les types de fonds d'investissement</b> .....                                    | 4  |
| 1.1. Les fonds d'investissement traditionnels.....  | 4  |
| 1.1.1. Les fonds de pension.....  | 5  |
| 1.1.2. Les Organismes de Placements Collectifs (OPC).....                                       | 6  |
| 1.2. Les fonds d'investissement alternatifs.....  | 8  |
| 1.2.1. Les fonds de capital investissement.....   | 8  |
| 1.2.2. Les fonds spéculatifs.....   | 9  |
| <b>Section 2 : Les modes de gestion de portefeuille</b> .....                                   | 10 |
| 2.1. La gestion passive : Les méthodes d'indexation.....  | 11 |
| 2.2. La gestion active : Les techniques de la gestion active .....                              | 12 |
| 2.3. La gestion alternative : Les stratégies de la gestion alternative.....                     | 13 |
| <b>Section 3 : Les modèles financiers</b> .....   | 16 |
| 3.1. La théorie du choix du portefeuille.....   | 16 |
| 3.2. Le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (MEDAF).....                                   | 18 |
| 3.3. Le Modèle à Trois Facteurs de Fama et French.....  | 20 |
| <b>Chapitre 2 : Les fonds souverains, nouveaux acteurs de la finance mondiale</b>               |    |
| <b>Section 1 : Définition, types et évolution historique des fonds souverains</b> .....         | 22 |
| 1.1. Définition des fonds souverains.....   | 22 |
| 1.2. Les types de fonds souverains.....   | 26 |
| 1.2.1. Types de fonds classés selon la source de financement.....                               | 27 |
| 1.2.2. Types de fonds classés selon l'objectif.....   | 28 |
| 1.3. Emergence et évolution historique des fonds souverains.....                                | 30 |
| <b>Section 2 : Distribution géographique, taille et poids des fonds souverains</b> .....        | 34 |
| 2.1. Distribution géographique des fonds souverains.....  | 34 |
| 2.2. Taille des fonds souverains.....   | 40 |
| 2.3. Poids des fonds souverains.....  | 44 |
| <b>Section 3 : Les principales raisons de la montée en puissance des fonds souverains</b> ..... | 45 |
| 3.1. L'accumulation de réserves de change importantes.....                                      | 46 |
| 3.1.1. Les raisons de l'accumulation des réserves par les pays.....                             | 46 |
| 3.1.2. Les problèmes rencontrés par les pays.....   | 47 |
| 3.1.3. Les fonds souverains comme solution aux problèmes.....                                   | 48 |

|  |    |
|--|----|
| 3.2. Autres raisons spécifiques.....   | 49 |
| 3.3. La mondialisation financière..... | 51 |

## **Chapitre 3 : Stratégies d'investissement et modèles de fonds souverains**

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Section 1 : Les schémas d'investissement des fonds souverains.....</b>   | <b>53</b> |
| 1.1. L'allocation d'actifs.....   | 54        |
| 1.2. Les secteurs cibles.....   | 59        |
| 1.3. Les pays cibles.....   | 63        |
| <b>Section 2 : Les approches d'investissement des fonds souverains.....</b> | <b>65</b> |
| 2.1. L'approche passive.....  | 65        |
| 2.1.1. La stratégie prudente.....   | 66        |
| 2.1.2. La stratégie agressive.....  | 68        |
| 1.2. L'approche stratégique.....  | 69        |
| <b>Section 3 : Modèles de fonds souverains.....</b>                         | <b>71</b> |
| 3.1. Le modèle norvégien.....   | 72        |
| 3.2. Le modèle d'Abu Dhabi.....   | 76        |
| 3.2.1. Abu Dhabi Investment Authority.....                                  | 76        |
| 3.2.2. Mubadala Development Company.....                                    | 78        |
| 3.2.3. International Petroleum Investment Company (IPIC).....               | 79        |
| 3.3. Le modèle chinois.....   | 79        |
| 3.3.1. Safe Investment Company.....   | 80        |
| 3.3.2. China- Africa Development Fund.....                                  | 81        |
| 3.3.3. China Investment Corporation.....                                    | 81        |

## **Chapitre 4: Les réactions internationales à la montée en puissance des fonds souverains.....88**

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Section 1 : Les avis favorables aux fonds souverains.....</b>   | <b>88</b> |
| 1.1. L'avis des pays.....  | 88        |
| 1.1.1. La Grande Bretagne.....                                     | 88        |
| 1.1.2. La France.....  | 89        |
| 1.2. L'avis des organismes internationaux.....                     | 90        |
| 1.2.1. L'OCDE.....   | 90        |
| 1.2.2. La commission européenne.....                               | 90        |
| 1.2.3. La Banque mondiale.....                                     | 91        |
| 1.3. Les réactions des entreprises et des marchés financiers.....  | 91        |
| 1.3.1. La réaction des entreprises.....                            | 92        |
| 1.3.2. La réaction des marchés financiers.....                     | 93        |
| <b>Section 2 : Les avis défavorables aux fonds souverains.....</b> | <b>94</b> |
| 2.1. L'avis des médias.....  | 94        |
| 2.2. L'avis du FMI.....  | 94        |

|  |            |
|--|------------|
| 2.3. Autres avis et arguments avancés.....   | 95         |
| 2.3.1. Manque de transparence.....   | 95         |
| 2.3.2. Une menace pour les entreprises.....  | 100        |
| 2.3.3. Investissements à motivations politiques.....   | 100        |
| <b>Section 3 : Les modifications des politiques d'investissement étrangères et l'adoption des principes de Santiago.....</b> | <b>101</b> |
| 3.1. Modification des politiques d'investissement étrangères.....  | 101        |
| 3.1.1. Les Etats-Unis.....   | 102        |
| 3.1.2. L'Australie.....  | 103        |
| 3.1.3. L'Allemagne.....  | 103        |
| 3.2. Quelques réactions de pays d'origine des fonds souverains.....  | 105        |
| 3.3. L'adoption des principes généralement acceptés « principes de Santiago ».....   | 105        |
| <b>Chapitre 5: Etat des lieux et perspectives de création d'un fond souverain en Algérie.....</b>                            | <b>111</b> |
| <b>Section 1 : Etat des lieux.....</b>   | <b>111</b> |
| 1.1. Les réserves de change algériennes.....   | 111        |
| 1.2. Les fonds algériens.....  | 112        |
| 1.2.1 Le Fonds de Régulation des Recettes (FRR).....   | 112        |
| 1.2.2. Le Fonds National d'Investissement (FNI).....   | 114        |
| <b>Section 2 : Perspectives de création d'un fonds souverain en Algérie.....</b>   | <b>115</b> |
| 2.1. Débat autour de la création d'un fonds souverain en Algérie.....  | 115        |
| 2.1.1. Les opposants aux fonds souverains.....   | 115        |
| 2.1.2. Les partisans des fonds souverains.....   | 117        |
| 2.2. L'apport d'un fonds souverain.....  | 121        |
| <b>Conclusion générale .....</b>   | <b>126</b> |

## Thème : Création et gestion des fonds d'investissement, cas des fonds souverains

**Mots clés :** Fonds d'investissement, gestion de portefeuille, fonds souverains, marchés financiers.

### Résumé :

Sur les marchés de capitaux activent plusieurs acteurs, les fonds d'investissement qui jouent un rôle important dans l'allocation du capital.

Qu'ils soient des fonds de pension, des Organismes de Placement Collectifs (OPC), des fonds de capital investissement et des fonds spéculatifs, ces fonds occupent une place importante dans la vie des entreprises en mettant à leurs disposition les capitaux nécessaires à leur fonctionnement et dans celle des ménages qui leurs confient la gestion de leur épargne.

Ces dernières années ont vue l'essor d'une autre catégorie de fonds d'investissement appartenant à des Etats à savoir les fonds souverains. Ces fonds financés par les excédents de revenus d'exportation de matières premières, d'excédents commerciaux et fiscaux, gèrent des portefeuilles diversifiés par classe d'actif, par secteur d'activité et par zone géographique selon les objectifs que leur assignent les autorités de leur pays d'origine.

الموضوع : إنشاء وإدارة صناديق الاستثمار  
و صناديق الثروة السيادية  
كلمات البحث : صناديق الاستثمار وإدارة المحافظ وصناديق الثروة السيادية ، والأسواق المالية.  
الخلاصة :  
في أسواق رأس المال تمكن مختلف الجهات الفاعلة ، وصناديق الاستثمار ، التي تلعب دورا هاما في تخصيص رأس المال.

إذا كانت صناديق التقاعد والتعاونيات الاستثمارية الأخرى (بي سي) من صناديق الأسهم وصناديق التحوط ، وهذه الأموال هي مهمة في الحياة التجارية من خلال وضع تحت تصرفهم ورأس المال اللازم لتشغيلها وأنه من أسرهم المعيشية الذين يعهد إلى إدارة مدخراتهم.

وقد شهدت السنوات الأخيرة ظهور فئة أخرى من صناديق الاستثمار التابعة لصناديق الثروة السيادية أي الدول. هذه الصناديق الممولة من فائض عائدات صادرات السلع الأساسية ، والفائض التجاري والمحافظ المدارة من الضرائب المتنوعة حسب الأصول ، قطاع النشاط والمنطقة الجغرافية وفقا للأهداف المنوطة بها من قبل السلطات من بلد المنشأ