

RÉPUBLIQUE ALGÉRIENNE DÉMOCRATIQUE ET POPULAIRE
MINISTÈRE DE L'ENSEIGNEMENT SUPÉRIEUR ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE

UNIVERSITÉ MOULOUD MAMMERRI DE TIZI OUZOU
FACULTÉ DES SCIENCES ÉCONOMIQUES, COMMERCIALES ET DES SCIENCES DE GESTION
DÉPARTEMENT DES SCIENCES ÉCONOMIQUES

En vue de l'obtention du diplôme de magistère en Sciences Économiques
Option : Économie et Finance Internationales

Thème :
***Les fonds souverains dans le contexte de la crise
financière (2007-2009) : États des lieux et
prospective***

Dirigé par : Le Docteur Nasser BOUYAHIAOUI

Élaboré par :
Mr AMIRI Ramdane

Devant le jury composé de :

Président : Mr GUENDOUDI Brahim, maître de conférences, UMMTO.

Rapporteur : Mr BOUYAHIAOUI Nasser, maître de conférences, UMMTO.

Examineurs : Mr BOUDJEMA Rachid, maître de conférences, INPS, Alger.
Mr ABIDI Mohammed, maître de conférences, UMMTO.
Mr OUALIKÈNE Selim, maître de conférences, UMMTO.

Date de soutenance :

20/02/2013

Remerciements

Je remercie tous ceux qui m'ont aidé à la réalisation de ce travail. Je remercie grandement mon encadreur Mr BOUYAHIAOUI Nasser pour sa présence permanente, ses précieuses directives et son exemplarité.

Je m'incline devant mes parents en signe de respect et de reconnaissance. Je remercie aussi toute ma famille et ainsi que mes amis.

SOMMAIRE

Sommaire

Introduction générale.....	8
Chapitre 1 : Les fonds souverains, un acteur de la finance internationale.	13
Introduction	14
Section 1 : Présentation des fonds souverains : typologies et caractéristiques	15
Section 2 : Les stratégies d'investissement et gestion de portefeuille.....	34
Conclusion.....	62
Chapitre 2 : Bilan des fonds souverains pendant la crise financière (2007-2009).....	63
Introduction.....	65
Section 1 : Le rôle des fonds souverains pendant la crise financière	66
Section 2 : Configuration stratégique des quelques fonds souverains	79
Conclusion.....	109
Chapitre 3 : Mise en perspective de la croissance tendancielle des fonds souverains... 	110
Introduction.....	111
Section 1 : Les déterminants de croissance des fonds souverains	112
Section 2 : La transparence des fonds souverains source de controverse et les tentatives de réglementation.....	126
Conclusion.....	146
CONCLUSION GÉNÉRALE.....	147
Annexes :	
Liste des figures	
Liste des graphiques	
Liste des tableaux	

Liste des figures

Figure N°1 : Ajustement du cours dans les trois niveaux d'efficience informationnelle.....	33
Figure N°2: Illustration de la démarche <i>top-down</i>	38
Figure N°3 : les prises de participations des fonds souverains dans les établissements financiers occidentaux.....	58
Figure N°4 : Organigramme du fonds souverain chinois (CIC : <i>China Investment Corporation</i>)	73
Figure N°5 : Le réseau d'investissement du <i>China Investment Corporation (CIC)</i>	81
Figure N°6 : Les liens étroits entre CIC et SAFE et le gouvernement chinois.....	87
Figure N°7 : Mode de gouvernance du fonds ADIA.....	91
Figure N°8: Les sources des fonds d'Abu Dhabi (ADIA et ADIC).....	92
Figure N°9: Cadre comparatif des indicateurs économiques des pays avancés et des pays émergents.....	107
Figure N°10: L'attribution à l'État des comportements du fonds souverain.....	126
Figure N°11 : Exemple où l'immunité souveraine de juridiction peut être soulevée.....	128

Liste des graphiques

Graphique N°1 : Répartition géographique et origines des actifs des fonds souverains en (%).....	9
Graphique N°2: Proportion d'investissement des fonds souverains dans les différentes classes d'actif (risque/investissement).....	28
Graphique N°3: Répartition des portefeuilles des fonds souverains.....	45
Graphique N°4 : Les résultats du <i>consensus demand meter</i> (1 ^{er} trimestre 2010).....	46
Graphique N°5 : Les résultats du <i>consensus demand meter</i> (3 ^e trimestre 2010).....	47
Graphique N°6: Les instruments de suivi des risques.....	49
Graphique N°7 Utilisation de l'effet de levier.....	50
Graphique N°8 : investissement en actions des fonds souverains.....	52
Graphique N°9 : Responsabilité estimée des fonds souverains dans la crise.....	60

Graphique N°10 Étude d'opinion sur l'impact des fonds souverains sur la crise financière...	60
Graphique N°11: Les flux d'investissements des fonds souverains.....	61
Graphique N°12 : Niveau de moins-values dans les établissements secourus.....	65
Graphique N°13 : Les investissements des fonds souverains entre 2007-2008 et 2009-Mai 2010.....	68
Graphique N°14: Mode d'investissement et allocation d'actifs du fonds souverain chinois CIC.....	76
Graphique N°15 : Répartition du portefeuille par classes d'actifs.....	95
Graphique N°16 : Répartition du portefeuille par régions.....	97
Graphique N°17: Évolution des exportations et de l'épargne en valeur des pays émergents.	107
Graphique N°18 : Évolution des capitalisations boursières des compagnies pétrolières pendant la crise.....	112
Graphique N° 19: Prix des matières premières en dollars (base 100 en 2002).....	115
Graphique N° 20: Quelques prévisions des productions pétrolières mondiales.....	116
Graphique N°21: Croissance en demande pétrolière prévue entre 2008 et 2030.....	117
Graphique N°22: L'indice de mesure du niveau de respect des principes de Santiago.....	122

Liste des tableaux

Tableau N°1 : Classement des 25 premiers États par le montant de leurs réserves de change.	12
Tableau N°2 : Classement des 25 premiers Fonds Souverains.....	13
Tableau N°3 : Étude comparative des fonds souverains et autres investisseurs institutionnels.....	16
Tableau N°4 : Exemples d'indices de références (<i>Benchmarks</i>) choisis par les fonds souverains.....	35
Tableau N°5 : La structuration du portefeuille.....	37
Tableau N°6: Prise de participations dans les établissements financiers.....	63
Tableau N°7 : prise de participations dans les établissements non financiers.....	64
Tableau N°8 : Les établissements contrôlés par le Central Huijin.....	80

Tableau N°9 : les prises de participation par CIC dans le secteur de l'énergie et des matières premières.....	84
Tableau N°10 : Prises de participation du State Administration of Foreign Exchange.....	88
Tableau N° 11 : Prises de participation et partenariats du fonds ADIA.....	99
Tableau N°12 L'amélioration du rating souverain des pays asiatiques.....	105
Tableau N°13: projection de croissance du PIB mondial.....	108
Tableau N°14 : Perspectives de la demande mondiale de pétrole (étude prévisionnelle).....	114
Tableau N°15 : Les critères de transparence selon le LMTI.....	120

Introduction Générale

En cette période de crise économique, les fonds souverains sont plus que jamais un sujet d'actualité. Ils attirent l'attention, notamment, à cause de trois tendances récentes : dans un premier temps, c'est le montant des actifs qu'ils gèrent qui ne fait que croître pour atteindre 3 586,8 milliards de dollars en début 2009, pouvant atteindre, 10 000 milliards dans quelques années, selon les estimations, contre 500 milliards au début des années 80. La hausse du prix du pétrole et du gaz jusqu'en mi-2008 ou par l'accumulation de réserves de change de la part de certains pays peuvent expliquer cet afflux de liquidités supplémentaires à la recherche de placements. Dans un second temps, ils diversifient de plus en plus leurs actifs et cela conduit à une intensification des prises de participations dans le capital des sociétés cotées à l'étranger – des prises de participations qui peuvent représenter tout simplement un investissement de portefeuille, ou bien il pourrait s'agir d'une participation à un niveau plus significatif dans le capital de ces entreprises, donc une tentative de prise de contrôle. En troisième lieu, les nouveaux acteurs sur la scène financière internationale ne cessent de se multiplier et on peut notamment citer le cas de fonds tel que *China Investment Corporation*, le *National Welfare Fund* russe apparus respectivement et très récemment en 2007 et 2008 et tant d'autres qui ne cessent d'augmenter leur taille, comme l'*Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)* qui est plus ancien et dont les actifs sont estimés à plus de 876 milliards de dollars d'actifs gérés.

La globalisation financière et les déséquilibres du système financier international ont largement contribué à la montée en puissance des fonds souverains qui ont tout de même joué un rôle précieux en injectant des capitaux, durant la crise financière 2007, et en investissant massivement dans des banques européennes et américaines qui ont subi de lourdes pertes. Cela est vu d'un bon œil par le FMI et certains États occidentaux, car cela a permis de stabiliser plus rapidement les marchés. Un autre effet bénéfique serait le fait qu'ils facilitent la collecte d'épargne et le transfert intergénérationnel des excédents budgétaires liés aux exportations de produits de base après la disparition des ressources naturelles. Les fonds souverains contribuent ainsi à une diversification du PIB du pays d'origine et en constituant une nouvelle source de revenus non liés aux hydrocarbures.

Travailler sur ce thème nous permettra d'élucider le statu quo des fonds souverains, de contenir son champ opératoire et mettre en avant l'intérêt majeur de ce genre d'investisseurs. Les pays détenteurs de fonds souverains sont fortement exposés à un phénomène qui s'accroît ces dernières années « guerre des monnaies » qui se caractérise par de fortes instabilités des devises. Dans le but de protéger leurs ressources tirées des exportations de

marchandises ou d'exploitation de pétrole ou de gaz, la création de ces fonds est un moyen efficace et durable pour fructifier ses ressources et se protéger contre le risque de change et d'autres problèmes lié l'accumulation continue des réserves de change. Toute baisse du dollar américain amenuise donc leurs avoirs. Ainsi, la faiblesse des taux d'intérêt à long terme des bons de trésor exige des États rentiers et excédentaires un mode de gestion de leurs excédents axés principalement sur la diversification et dynamique qui pourraient profiter d'une meilleure rentabilité. Quant à leur horizon d'investissement, il est plutôt de long terme en assurant ainsi aux entreprises dans lesquelles ces fonds investissent, un financement long et donc une sécurité notable face à un retournement de l'activité. Pour donner un exemple parmi d'autres, les fonds souverains sont prédisposés à financer des infrastructures et jouent donc un rôle non négligeable dans le développement économique des pays d'accueil.

La création de nouveaux fonds comme celui de la Chine ou de la Russie, dont quelques-uns sont en instance d'être créés, est vue comme une évolution positive par les uns et dangereuse par les autres à cause de leur opacité et conséquence de tensions souverainistes qui suscitent des réactions protectionnistes. On pourrait penser que cela est un moyen de s'implanter dans des secteurs stratégiques afin d'exercer une influence politique. Le cadre de régulation et ce problème de transparence sont donc le centre de polémiques aux États-Unis, mais également en Europe et en Asie-Pacifique. En effet, le rôle stabilisant des fonds peut être remis en cause, car l'opacité pourrait engendrer des comportements favorisant la volatilité des cours.

Les fonds souverains, essentiellement des entités de placement appartenant à l'État avec horizons de temps longs, sont parmi les investisseurs les mieux équipés pour naviguer dans les marchés financiers après la crise mondiale, du fait de leur potentiel capitalistique et leur faible sensibilité aux divers risques financiers. Pourtant, eux aussi confrontés à des défis potentiels dans le pilotage d'un parcours à travers lequel est susceptible d'être un plan pluriannuel (long terme). Les fonds souverains, face à ces défis, misent sur leur efficacité à investir la richesse nationale pour en réaliser des profits et les garantir pour les générations futures. Leur contribution à la stabilisation d'un monde économique fluide aura également une incidence sur le paysage futur de la finance internationale agissant ainsi sur la croissance, l'emploi, la richesse et le bien-être.

Ce travail de recherche s'appuie sur des études théoriques et empiriques déjà réalisées dont l'objectif est d'étudier les fonds souverains pendant la crise financière, soit de fin 2007 jusqu'au jour d'aujourd'hui, et en l'occurrence mettre en exergue, en dehors des idées

habituellement reçues, leur importance, leurs objectifs, les stratégies d'investissement en les illustrant par quelques exemples de fonds souverains.

Pour ce faire, nous allons essayer d'apporter des réponses à plusieurs questions qui nous permettront de développer l'objet de ce mémoire.

- Qui sont ces Fonds Souverains et quels sont leurs formes, leurs objectifs et quelles sont leurs stratégies d'investissement?

- Dans un contexte financier et économique international instable. Quel rôle joueraient les Fonds Souverains et que sera leur importance dans le système financier international?

- Que sera l'avenir de cet investisseur institutionnel étant donné le paysage économique et financier qui lui est favorable?

- Enfin, les fonds souverains tantôt critiqués à cause de leur opacité et tantôt appréciés pour leur caractère d'investisseur stable par les pays récepteurs. Quelles sont donc les positions prises par ces pays en dépit de l'intérêt que représentent les fonds souverains et des réglementations volontaires visant à améliorer leur transparence ?

Dans ce qui va suivre et en réponse aux questions posées, trois chapitres sont à présenter. L'intérêt va se porter dans le premier chapitre sur la présentation de l'investisseur institutionnel (Fonds souverains) sous tous les angles possibles et nous présenterons les stratégies de gestion et l'importance de ces fonds dans l'économie mondiale. Quant au deuxième chapitre, notre attention sera principalement attirée par le rôle joué par les fonds souverains, pendant la crise financière (2008-2009). Ainsi, deux catégories de fonds souverains seront analysées de façon détaillée. Dans le troisième chapitre, nous présenterons dans la première section les principaux facteurs d'expansion des fonds souverains et leur place dans la sphère financière internationale tout en apportant, dans le même chapitre, une approche juridique qui appréhende juridiquement le lien étroit entre le gouvernement et son fonds souverains et à quel niveau cet investisseur pourra-t-il bénéficier de l'immunité juridictionnelle. C'est dans ce contexte que la notion de transparence intervient et les différentes restrictions mises en œuvre par les principaux pays de l'OCDE à l'encontre des investissements émanant des fonds souverains sont à présenter.

L'objet de la recherche

Le but de cette recherche se résume en une analyse graduelle et approfondie de la tendance croissante des fonds souverains. Nous allons essayer de mettre en avant l'aspect protéiforme des fonds souverains qui sont des investisseurs institutionnels à caractère public et qui répondent à un agenda établi par l'autorité de tutelle afin d'atteindre une performance d'investissement optimale. Ceci suscite plusieurs objections et réactions du parti récepteur des fonds souverains, parti fragilisé par la crise et a, incontestablement, besoin de ces capitaux. Ces fonds sont souvent vus comme une alternative à l'endettement public ou privé par les États qui accueillent leurs investissements, mais ils sont sujets à de restrictions afin de protéger leurs secteurs stratégiques de toutes tentatives de contrôle. L'envie de rompre avec le mode de placement traditionnel des pays excédentaires en acquérant des bons publics des pays déficitaires relève des stratégies du jour. Ainsi, un pays à excédent budgétaire (rentier, excédent commercial) choisit de créer un fonds souverain parce qu'il promet une meilleure allocation de ces ressources et une rente plus importante en plus des avantages stratégiques liés aux placements.

L'apport enrichissant de cette recherche se voit dans la mise à contribution de tous les outils empiriques, quantitatifs et qualitatifs qui nous permettront de faire ressortir, de la façon la plus objective, l'intérêt de cette étude qu'est l'analyse des fonds souverains dans le contexte de la crise financière (2008-2009), pour l'essentiel, et un intérêt supplémentaire pour la période d'avant et après-crise.

Chapitre 1 :
Les fonds souverains, un acteur de la finance internationale

Introduction

Les fonds souverains se définissent comme des fonds d'investissement publics ayant pour mission de rémunérer activement des ressources provenant d'un excédent de réserves de change, de recettes pétrolières et/ou gazières, voire de surplus fiscaux. Les fonds souverains sont localisés pour l'essentiel dans les pays du Golfe (le tout premier fonds souverain est apparu en 1953 et il s'agit du *Kuwait Investment Board* et devint le *Kuwait Investment office* en 1963). Si l'existence de ce type d'investisseurs n'est pas nouvelle, leur montée en puissance est un phénomène récent, largement alimenté par l'augmentation du prix des matières premières et par l'accroissement des déséquilibres économiques internationaux. De débiteurs nets à la fin des années 90, les pays émergents sont en effet devenus créditeurs nets des pays industrialisés, au premier rang desquels les États-Unis ou le Royaume-Uni, utilisent notamment leurs fonds souverains comme véhicule d'investissement.

Au cours des années 2000, on a vu une multiplication du nombre de fonds souverains créés, profitant d'une conjoncture financière favorable et qui répondent à des objectifs de politiques nationales donnant lieu à un caractère protéiforme et des stratégies d'investissement diverses.

Vu l'importance assignée et le rôle qu'ont joué les fonds souverains sur la scène internationale ; nous allons présenter les fonds souverains, dans ce chapitre, en portant une attention particulière à ce qui peut les distinguer des autres fonds d'investissement. En deuxième section, nous présenterons les stratégies de gestion de portefeuille, en général, et celles qu'adoptent les fonds souverains, en particulier.

Section 1 : Présentation des fonds souverains : typologies et caractéristiques

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

1.1) Définition des fonds souverains

Nous proposons de définir les fonds souverains comme des véhicules d'investissement étatiques, alimentés par les réserves de change autres que les réserves officielles, répondant à des objectifs macroéconomiques, investissant à long terme dans des actifs étrangers et dépourvus d'engagements explicites.²

De manière impressionniste, un fonds souverain également appelé fonds d'État est :

- « Un véhicule juridique de financement ;
- Qui gère et/ou administre des fonds publics, provenant notamment des recettes d'exportation, de réserves de change, d'excédents budgétaires ou de cotisations ;
- Il les investit selon des modalités et pour des motifs qui lui sont propres, mais qui ne peuvent rester étrangers à la politique conduite par le gouvernement qui l'a créé ;
- Il accumule des actifs de toute nature, à horizon de placement variable, sachant que la perspective de rentabilité de long terme est le plus souvent privilégiée ; il s'efforce d'en préserver la valeur réelle dans le temps ; il contribue en cas de besoin à un budget de dépenses à partir des revenus tirés des placements ; il prend des participations en capital ;
- Il le fait pour protéger l'État contre des variations inattendues du prix de matières premières, pour constituer des revenus financiers pour les générations futures, pour satisfaire aux objectifs de politiques publiques de développement (telles qu'une stratégie de croissance par les exportations, une stratégie d'enrichissement international par l'investissement international, une stratégie d'accompagnement des

² DEMAROLLE Alain, « rapport sur les fonds souverains », la Documentation française, 2008, pp. 4

investisseurs nationaux sur les marchés étrangers, une stratégie de développement durable consistant, par exemple, à investir les rentes des ressources naturelles non renouvelables dans d'autres formes d'actifs ou de convertir des excédents conjoncturels en investissements de long terme) ; il soutient l'effort de diversification de l'économie nationale. »³

1.2) Catégorisation des fonds souverains

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

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

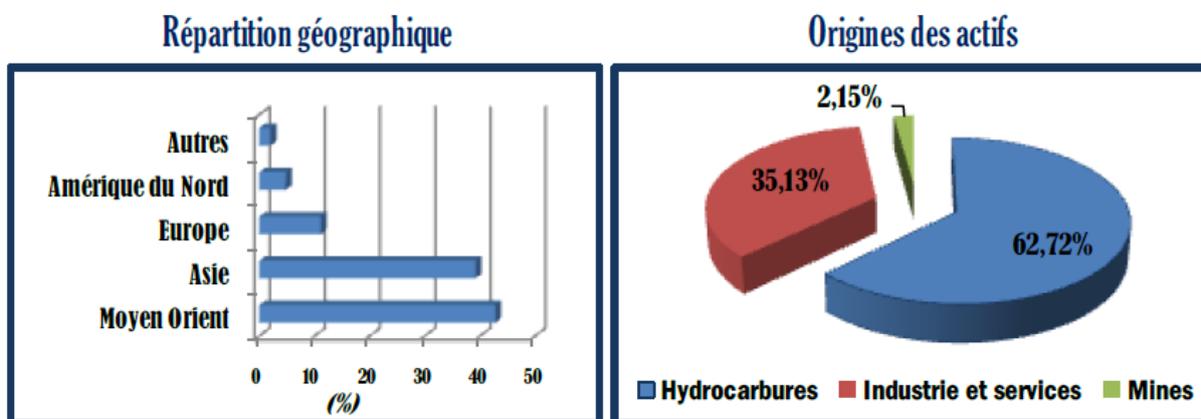
1.2.1) Selon leurs ressources

³ RAPP Lucine, « ces fonds que l'on dit souverains, fonds d'État et souverainetés financières », Vuibert, 2011 pp.60

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

Selon les estimations du *Sovereign Fund Wealth Institute* [Graphique N°1], les ressources des 40 fonds souverains les plus puissants proviennent d'abord des hydrocarbures 63 %, de l'industrie et des services 35 %, et enfin, les produits miniers contribuent à hauteur de 2 % dans leur richesse. Géographiquement, ces fonds se répartissent comme suit : 43 % au Moyen-Orient, 39 % en Asie, 11 % en Europe et le reste est répartis entre l'Amérique du Nord, l'Amérique Latine et l'Afrique.

Graphique N°1 : Répartition géographique et origines des actifs des fonds souverains en (%)



Source: Moez LABIDI Lamia MAZIGH-JAIDANE, « Fonds souverains et stabilité financière internationale nouveaux acteurs, nouveaux enjeux et nouvelle gouvernance », Université de Monastir - Tunisie, 2009, pp. 4.

1.2.1.1) Fonds de rente minière :

La première source de financement des fonds souverains est constituée par l'exportation de matières premières, essentiellement le pétrole, mais aussi le gaz, le cuivre, les diamants et le phosphate. Les recettes issues de ces exportations représentent près des deux tiers des actifs gérés par les fonds souverains⁴. S'agissant du pétrole, les principaux pays producteurs/exportateurs sont situés au Moyen-Orient (Arabie Saoudite, Émirats arabes unis,

⁴ Caroline Bertin Delacour, « Les fonds souverains : Ces nouveaux acteurs de la finance mondiale », Eyrolles, 2009, pp.28

Qatar, Oman, Koweït, Iran, Irak), en Afrique (Algérie, Libye, Angola, Nigeria), en Europe (Norvège, Russie) et en Amérique (États-Unis, Canada, Mexique, Venezuela). La plupart de ces pays sont dotés de fonds souverains.

Les États riches en matières premières connaissent une économie de rente, qui se traduit par l'exploitation d'une seule ressource. Ces États collectent les revenus qui en sont issus directement auprès des entreprises publiques exploitantes, comme en Arabie Saoudite, où le pétrole est extrait par la compagnie publique Saudi Aramco, ou indirectement par le biais de taxes prélevées sur les matières premières. Une telle économie est donc, d'une part, largement dépendante du niveau des réserves de ladite ressource et, d'autre part, faiblement génératrice de croissance, car elle repose sur un secteur public prépondérant aux ressources épuisables, à commencer par le pétrole.⁵

1.2.1.2) Fonds d'excédents commerciaux et budgétaires :

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

La crise économique et financière traversée en 1997-1998 par de nombreux pays asiatiques les a conduits à un renforcement de leur politique budgétaire et financière et à un développement fondé sur les exportations. Ces pays sont devenus des exportateurs nets, gérant des surplus de balances des paiements. Le phénomène s'est accéléré à partir des années 2000, du fait de la forte croissance globale et du développement de la Chine et de l'Inde. Il s'en est suivi une augmentation de la demande et de la consommation, permettant aux pays exportateurs d'engranger des réserves en devises très significatives. Le volume important des exportations de ces pays s'explique aussi par le faible coût de la main-d'œuvre, avec un salaire moyen beaucoup plus faible qu'en Europe ou aux États-Unis, et par la sous-évaluation artificielle de la monnaie locale, notamment du yuan chinois (Renminbi), en raison des régimes de change en vigueur dans ces pays.⁶

⁵ Idem, pp.28-29

⁶ Caroline BERTIN DELACOUR, Op.cit. pp.31-32

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

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

Le tableau numéro 1 établit le classement des 25 premiers pays du point de vue du montant de leurs réserves de change. La Chine vient en tête et elle est suivie par une impressionnante liste de pays émergents, correspondants à plus de la moitié des pays identifiés.

Le deuxième tableau, quant à lui, fournit une liste des vingt-cinq premiers fonds d'État (plus de 20 Milliards d'actifs détenus), le plus important étant celui des Émirats arabes unis avec 652 milliards de dollars d'actifs. Leur montant cumulé donne un total de 8000 milliards de dollars américains.

Tableau N°1 : Classement des 25 premiers états par le montant de leurs réserves de change

Rang	Pays	Réserves de change
------	------	--------------------

		En millions de Dollars
1	Chine	2 399 600
1	Japon	1 085 469
3	Russie	461 354
4	Corée du Sud	274 395
5	Inde	274 044
6	Suisse	271 315
7	Brésil	257 299
8	Hong-Kong	257 299
9	Singapour	199 960
10	Allemagne	197 327
11	France	169 563
12	Italie	147 128
13	Thaïlande	146 808
14	États-Unis	129 162
15	Mexique	103 899
16	Royaume-Uni	97 423
17	Malaisie	96 983
18	Pologne	85 459
19	Danemark	79 888
20	Indonésie	76 321
21	Turquie	75 677
22	Israël	63 072
24	Canada	55 393
25	Norvège	49 963

Source: adapté de <http://www.treasury.gov>. Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies, U.S. Department of the Treasury Office of International Affairs, July 8, 2010, pp.5-34

Tableau N°2 : Classement des 25 premiers Fonds Souverains

Rang	Nom du fonds souverain	Pays	Année	Source du capital	T ¹ actifs M ^{ds} \$
1	Abu Dhabi investment Authority	UAE	1976	Hydrocarbures	625 000
2	Government Pension Fund- Global	Norvège	2006	Hydrocarbures	456 368
3	SAFE Investment Company	Chine	1997	No-commodity	350 000
4	Chine Investment Corporation	China	2007	No-commodity	290 000
5	Government of Singapour Investment Corporation	Singapour	1981	No-commodity	247 500
6	Kuwait Investment authority	Koweït	1982	Hydrocarbures	202 800
7	Hong-Kong Monetary Authority Investment Corporation	Hong-Kong	1993	No-commodity	193 400
8	Temasek Holdings	Singapour	1974	No-commodity	119 180
9	National Social Security Funds	Chine	2000	No-commodity	113 180
10	Dubai World	UAE	2003	Hydrocarbures	100 000
11	National Wealth Funds	Russie	2008	Hydrocarbures	91 500
12	Libyan Investment Authority	Libye	2006	Hydrocarbures	70 000
13	Reserve Fund	Russie	2008	Hydrocarbures	60 500
14	Qatar Investment Authority	Qatar	2005	Hydrocarbures	60 000
15	Future Fund	Australie	2006	No-commodity	59 583
16	Revenue Regulation Fund	Algérie	2000	Hydrocarbures	47 000
17	Strategic Investment Fund	France	2008	No-commodity	38 314
18	Alaska Permanent Fund Corporation	USA	1976	Hydrocarbures	33 851
19	National Pension Reserve Fund	Irlande	2000	No-commodity	31 453
20	Brunei Investment Agency	Brunei	1983	Hydrocarbures	30 000
21	Samruk kazyna National Welfare Fund	Kazakhstan	2008	Hydrocarbures	29 000
22	National Development Fund	Venezuela	2005	Hydrocarbures	27 000
23	Korea Investment Corporation	Corée/Sud	2005	Hydrocarbures	27 000
24	Khazane National	Malaisie	1993	No-commodity	23 600
25	Mubadala Development Company	UAE	2002	Hydrocarbures	21 600

Source: Sovereign Wealth Funds, Preqin Special Report, May 2010, pp.6.

[http://www.preqin.com/docs/reports/preqin_sovereign_wealth_fund_2010_research_report.p](http://www.preqin.com/docs/reports/preqin_sovereign_wealth_fund_2010_research_report.pdf)

df.

1.2.2) Selon leurs objectifs

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

1.2.2.1) Fonds de stabilisation (*stabilization funds*) :

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

Bien entendu, cette protection devrait être limitée, intégrant cependant des ressources supplémentaires pour absorber un choc durable. Il ne s'agit pas ici de parvenir à une stabilisation utopique des prix, mais bien de lisser les revenus des producteurs. Les pays devraient être protégés contre les déviations des prix des matières premières par rapport à un prix de référence en fonction des tendances de long terme du marché.⁷

Une moyenne mobile sur cinq ans fondée sur les prix enregistrés dans le passé paraît suffisante pour fixer un prix de référence. Cette solution évite de tomber dans les erreurs des précédentes tentatives de stabilisation, basées sur un prix unique fixe, tout en donnant aux pays producteurs le temps de s'adapter aux chocs permanents. D'ailleurs, c'est le premier objectif des fonds de rente minière, tels que KIA au Koweït, le Reserve Fund de Russie, le Fonds de Régulation des Recettes d'Algérie, le Libyan Investment Authority, le State General Stabilization Fund du Sultanat d'Oman, le Oil Income Stabilization Fund du Mexique et l'Economic and Social Stabilization Fund du Chili (contre la volatilité des cours du cuivre).⁸ Ce genre de fonds ne s'applique pas uniquement sur les pays exportateurs de matières premières. Les pays qui dépendent du commerce extérieur et les pays importateurs de matières premières peuvent se protéger contre les chutes brutales des exportations et celle des matières premières et leur permet de lisser leurs recettes budgétaires et fiscales.

⁷ Cohen.D, Fally.T et Villemot.S, « Pour un fonds de stabilisation des revenus des pays exportateurs de matières premières », École Normale Supérieure et Centre de développement de l'OCDE, Repères n° 50, mai 2007, pp.1

⁸ Caroline Bertin Delacour, « les fonds souverains ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale », Eyrolles, 2009, p.p.33-34

1.2.2.2) Les Fonds d'épargne (*Saving Funds*) :

Les fonds d'épargne intergénérationnelle constituent une épargne afin d'assurer une répartition équitable du revenu entre les générations, dont l'objectif est de pérenniser les revenus issus de ressources naturelles non renouvelables et, ainsi, constituer une épargne au profit des générations futures. Il s'agit dans ce cas de convertir des actifs non renouvelables en actifs renouvelables.⁹ C'est la logique du fonds ADIA d'Abu Dhabi, les fonds du Koweït, du Qatar, de Libye ou de Norvège. Ces fonds préviennent aussi contre les effets néfastes de surexploitation des ressources naturelles « Dutch disease ».

1.2.2.3) Les sociétés de placement des réserves (*reserve funds*)

Dont les actifs restent souvent assimilés à des avoirs de réserve et qui sont créés pour accroître le rendement des réserves¹⁰. Certains fonds souverains gèrent les placements en devises étrangères, ont pour objectif d'optimiser le rendement des réserves de change. Tel est le cas des sociétés de placement de réserves (*reserves investment corporations*) qui, selon la définition du FMI, sont créées pour accroître la performance des placements de ses avoirs de réserves.¹¹

1.2.2.4) Les fonds de développement

Ils servent généralement à financer des projets socio-économiques ou à promouvoir des politiques industrielles propres à stimuler la croissance de la production potentielle d'un pays.¹² D'autres fonds souverains ont pour objectif de prendre des participations stratégiques.

Tel est l'objet des fonds de développement (*development funds*) qui, selon le FMI, servent « à financer des projets socio-économiques ou à promouvoir des politiques industrielles propres et à stimuler la croissance de la production potentielle d'un pays ». Ils peuvent revêtir la forme de holdings de participations de leur État d'origine et agir comme le bras armé de celui-ci. Ces fonds peuvent financer des infrastructures, nouer des partenariats industriels ou investir dans des secteurs stratégiques pour le développement de leur pays.¹³

⁹ Caroline Bertin Delacour, op.cit, p.p.35-36

¹⁰ LABIDI.M, MAZIGH-JAIDANE.L, « Fonds souverains et stabilité financière internationale nouveaux acteurs, nouveaux enjeux et nouvelle gouvernance », Université de Monastir - Tunisie, 2009, pp.3

¹¹ Caroline Bertin Delacour, op.cit, pp.35

¹² LABIDI.M, MAZIGH-JAIDANE.L, op.cit, pp.3

¹³ Caroline Bertin Delacour, Op.cit, page36

1.2.2.5) Les fonds de réserve de retraite conditionnels

Ils permettent de faire face (à l'aide de ressources autres que les cotisations de retraite des particuliers) à des engagements imprévus non spécifiés au titre des retraites dans le bilan de l'État.¹⁴ Certains fonds souverains ont pour objectif de financer des engagements de retraite implicites. Ils sont constitués pour faire face aux déficits futurs des systèmes de retraite par répartition, liés au vieillissement de la population, d'ici 2030. Il s'agit de lisser l'effet d'un choc démographique à venir en provisionnant une partie des besoins de financement futurs y relatifs.

Tableau N°3 : Étude comparative des fonds souverains et autres investisseurs institutionnels

Banques centrales	<ul style="list-style-type: none">- Ils détiennent des réserves de change.- Elles sont chargées de conduire la politique monétaire et de favoriser la stabilité financière et des prix.-Elles doivent pouvoir faire rapidement face aux variations de change ou injecter des liquidités sur le marché bancaire.- Elles recherchent la sécurité et la liquidité, ce qui les conduit à investir principalement en titres monétaires, en instruments de dettes publiques (bons du Trésor, notamment américains, obligations d'État) et dans les métaux précieux.-À l'inverse, les fonds souverains ont un horizon d'investissement beaucoup plus lointain et sont censés améliorer la rentabilité des avoirs de réserves pour la partie excédant les besoins de la politique monétaire.- Moins sensibles que les banques centrales aux fluctuations à court terme, ils investissent dans des actifs moins liquides et plus risqués (obligations <i>corporate</i>, actions, immobilier, produits alternatifs).- Les banques centrales devraient d'ailleurs, dans un objectif d'optimisation du rendement, être amenées à transférer leurs excédents de réserves aux fonds souverains (A)
-------------------	--

Source : Adapté de Caroline Bertin Delacour, « les fonds souverains ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale », Eyrolles, pages 62-67

(A) Dans ces différences identifiées, la ligne de démarcation n'est pas toujours aussi claire. Certains fonds souverains n'ont pas de personnalité juridique distincte de la banque centrale de leur État, qui est alors chargée de leur gestion.

¹⁴ LABIDI.M, MAZIGH-JAIDANE.L, Op.cit, pp.4.

Tableau N°3 : Étude comparative des fonds souverains et autres investisseurs institutionnels
(Suite)

Fonds de pension	<ul style="list-style-type: none"> -Ils tirent leurs ressources de cotisations. -Ils détiennent des capitaux dans leur monnaie locale, tandis que les fonds souverains gèrent des devises. -Ils sont soumis à des engagements explicites qui impliquent un flux de paiements futurs (les retraites), alors que les fonds souverains n'ont pas d'obligations financières déterminées. -Ils rendent compte <i>in fine</i> aux bénéficiaires des pensions, alors que les fonds souverains sont sous le contrôle du gouvernement ou du parlement. - Ils recherchent les placements sûrs (tels que les obligations à taux fixe) situés dans leur pays d'origine. -À l'inverse, les fonds souverains investissent essentiellement hors de leurs frontières et dans des actifs risqués. (B)
Entreprises publiques	<ul style="list-style-type: none"> -Les entreprises publiques sont contrôlées par le gouvernement et ont pour objet principal de produire des biens ou de fournir des services. -Elles sont en particulier présentes dans les services publics. (C) - Les fonds souverains sont également contrôlés par le gouvernement, mais ont pour objet de placer des capitaux et de réaliser des investissements. - Les fonds souverains sont donc des véhicules financiers, tandis que les entreprises publiques sont opérationnelles. -Il s'agit dans les deux cas de capitaux en provenance d'un état étranger.
Fonds alternatifs	<ul style="list-style-type: none"> - Les <i>hedge funds</i> comme les fonds souverains sont des véhicules d'investissement, les premiers sont contrôlés par des personnes privées alors que les seconds sont possédés par des états. - Les gérants de <i>hedge funds</i> investissent à titre personnel dans les fonds qu'ils gèrent, ce qui n'est pas le cas chez les fonds souverains. - En outre, les mécanismes de couverture et l'endettement jouent un rôle prépondérant dans la stratégie des <i>hedge funds</i>, mais marginal chez les fonds souverains qui recherchent souvent davantage, une performance relative à un indice de référence. - Les <i>hedge funds</i> poursuivent des stratégies opportunistes et cherchent à tirer parti des fluctuations du marché, alors que les fonds souverains sont des investisseurs de long terme.

Source : Adapté de Caroline Bertin Delacour, « les fonds souverains ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale », Eyrolles, pages 62-67

(B) Les fonds de pension investissent de plus en plus à l'étranger et dans des actifs diversifiés ; les fonds souverains qui se comportent comme des gestionnaires de portefeuille et adoptent une approche purement financière, tels que celui de la Norvège.

(C) Exemple d'entreprises publiques dans le secteur de l'énergie: le géant russe Gazprom, doté de pouvoirs et de responsabilités considérables, CNOOC en Chine ou TAQA à Abu Dhabi, tous dans le domaine de l'énergie.

Tableau N°3 : Étude comparative des fonds souverains et autres investisseurs institutionnels
(suite)

<p>Fonds de capital investissement « private equity »</p>	<ul style="list-style-type: none"> -Les fonds de <i>private equity</i> comme les fonds souverains sont des véhicules d'investissement, les premiers sont contrôlés par des personnes privées alors que les seconds sont possédés par des états. -Les fonds de <i>private equity</i> sont focalisés sur le rendement et visent un taux de retour sur investissement de 15 % à 25 % ; les fonds souverains quant à eux sont davantage centrés sur la préservation et la diversification de leur patrimoine avec des rendements compris entre 5 % et 15 %. -Les fonds de <i>private equity</i> cherchent à minimiser le montant des capitaux propres investis et financent une partie importante de leurs acquisitions par la dette, ce qui n'est pas le cas des fonds souverains qui peuvent se permettre d'investir des montants importants en fonds propres. - Les fonds de <i>private equity</i> investissent dans des titres de capital et non cotés, alors que les fonds souverains achètent des titres de capital et de dette, principalement cotés. -Les fonds de <i>private equity</i> prennent souvent le contrôle des entreprises dans lesquelles ils investissent et s'impliquent dans leur stratégie ; les fonds souverains prennent généralement des participations minoritaires et ne sont pas représentés dans les organes de la société. - Les fonds de <i>private equity</i> doivent désinvestir dans les trois à six ans, alors que les fonds souverains ont une optique d'investissement plus longue et pas d'engagement de rachat de leurs parts ou de liquidation du fonds.
---	--

Source : Adapté de Caroline Bertin Delacour, « les fonds souverains ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale », Eyrolles, pages 62-67

Les fonds souverains accumulent et placent des réserves financières tant que le contexte démographique demeure favorable, puis les utilisent pour contribuer au financement des retraites lorsque les besoins s'accroissent sous l'effet du vieillissement. Cela permet de compléter les autres moyens visant à assurer l'équilibre financier des systèmes de retraite par répartition — durée de cotisation, taux de cotisation et taux de remplacement — et de mieux répartir dans le temps et entre les générations les efforts financiers nécessaires.¹⁵

¹⁵ Op.cit, note9, pp.36

Nous remarquons par cette dichotomie entre les fonds souverains et les autres institutions ou investisseurs institutionnels peut être remise en cause par des comportements propres aux fonds souverains, ceci dit :

- que les *hedge funds* ont parfois des fonds souverains dans leur tour de table. Tel est le cas de Och Ziff, contrôlé à plus de 50 % par ICD de Dubaï ;
- que les fonds souverains sont parfois investisseurs dans des fonds de *private equity*. C'est le cas des fonds de la Chine et bien d'autres fonds souverains ;
- qu'une entreprise publique au même titre qu'un fonds souverain, peuvent intervenir sur le marché financier et de lancer des OPA contre des entreprises étrangères.

On peut aussi être très nuancé par le rapprochement dans le mode de gestion de portefeuilles, qui a une approche purement financière, des fonds de pension et quelques fonds souverains qui ne se distinguent pas trop sur ce plan.

1.3) Transfert des excédents vers les fonds souverains et rendement minimum

La structure des flux internationaux de capitaux est déterminée par les différences des taux d'épargne et des taux d'investissement des États. Ainsi, un pays en capacité de financement emploie son épargne pour acquérir des actifs étrangers, par contre, un pays en besoin de financement, peut maintenir son investissement en empruntant à l'étranger. Théoriquement, à l'échelle mondiale le montant total de l'épargne doit être égal au montant total des investissements avec des différences positives et négatives entre certains pays. Plusieurs situations expliquent l'accumulation des actifs par les investisseurs publics.

Les transferts de la partie excédentaire des réserves vers les fonds souverains afin de réaliser un placement à long terme avec un objectif de rendement élevé, si ce n'est le cas, le fonds est tenu à réaliser un minimum pour couvrir le coût de fonctionnement. À titre d'exemple, le fonds souverain chinois CIC est financé par les bons spéciaux du trésor (4,45%), acquis par la banque centrale et ont pu ainsi transférer un montant initial de 200 milliards de dollars. Cette opération n'est donc pas sans coût.¹⁶ Pour pouvoir projeter sur un horizon de long terme, l'investisseur doit disposer de fonds propres qui vont lui permettre

¹⁶ Jean-Michel ROCCHI, Michel RUIMY, « Les fonds souverains », *Economica*, juillet 2011, pp.54-55

d'asseoir sa solvabilité. Le passif d'un investisseur de long terme se compose d'une épargne longue. Il est également caractérisé par un recours limité au levier d'endettement et une faible dépendance aux refinancements de marché. Autre caractéristique : son faible besoin de liquidités à court terme, ainsi que son indifférence au risque de retrait des dépôts ou de fermeture du marché interbancaire, contrairement aux banques. L'affectation des réserves de change aux fonds souverains peut se réaliser de différentes manières, selon que la banque a en charge la gestion de ce véhicule.¹⁷

1.3.1) La méthode directe

Elle consiste à abonder le fonds souverain directement par un prélèvement sur le stock de devises détenu par la banque centrale ou par des opérations de transferts internes si celle-ci est en charge de la gestion de ce véhicule.

1.3.1.1) Prélèvement sur les réserves

La banque centrale du pays émetteur du fonds souverain échange une partie de ses réserves contre des bons du Trésor américain, détenus par le fonds souverain, ou de titres libellés en monnaie nationale émis par ce fonds. Dès lors, le fonds, devenu entité autonome, assure la gestion des dollars américains reçus sur son compte.

Illustration (1) : le transfert direct de la banque centrale aux fonds souverains.

Banque centrale		Fonds Souverains	
Actif	Passif	Actif	Passif
USD - 100		USD -100	Bon FS +100
Bonds FS + 100			

Source : Gilles MORISSON, « Les fonds souverains problématiques et enjeux. Perspectives pour l'Afrique subsaharienne », institut bancaire et financier international, Document pédagogique N°1, octobre 2008, pp.6

Autrement dit, la banque centrale perd sa rémunération sur le placement des réserves en USD, mais perçoit un revenu en USD, ou en monnaie nationale, sur les bons achetés.

1.3.1.2) Transfert interne

¹⁷ Idem, pp.54

Le transfert peut s'effectuer au sein du bilan de la banque centrale si le fonds souverain, bien qu'autonome, est administré par l'institut d'émission.

Illustration (2): Transfert interne des réserves de change vers les fonds souverains

Banque centrale			
Actif		Passif	
USD (BC)	-100	(USD) FS	+100
USD(FS)	+ 100		
Bons FS	+100		

Fonds souverain			
Actif		Passif	
(USD) BC	+100	Bons FS	+100

Source : Gilles MORISSON, « Les fonds souverains problématiques et enjeux. Perspectives pour l'Afrique subsaharienne », institut bancaire et financier international, Document pédagogique N°1, octobre 2008, pp.6

Ces opérations ne modifient pas la base monétaire déjà créée. Le montant total des avoirs publics en devise du pays ne change pas.

1.3.2) La méthode indirecte

Cette méthode consiste en un financement (abondement) des fonds souverains de manière indirecte par le placement des titres auprès d'agents privés, par l'achat d'instruments financiers émis par le véhicule étatique et par l'affectation de recettes fiscales.

1.3.2.1) Par le placement de titres auprès d'agents privés

À la suite d'entrées nettes de devises, les établissements bancaires voient leurs avoirs croître à la banque centrale. Grâce à ce surplus, ils achètent des titres émis par le fonds

souverain à la banque centrale. Le fonds souverain reçoit en contrepartie l'équivalent en devises de l'institut d'émission.

Illustration (3): le transfert par le placement de titres auprès d'agents privés

Banque Centrale			
Actif		Passif	
USD	+100	Banque	+100
	- 100		-100
		Fonds	+100
			-100

Fonds souverain			
Actif		Passif	
USD	+100	Bons FS	+100

Trésor			
Actif		Passif	
USD	+100	Client	+100
	-100		
BonsFS	+100		

Source : Gilles MORISSON, « Les fonds souverains problématiques et enjeux. Perspectives pour l'Afrique subsaharienne », institut bancaire et financier international, Document pédagogique N°1, octobre 2008, pp.7

La liquidité est ainsi réduite. Cette diminution évite à la banque centrale de la stériliser par d'autres moyens étant donnée la non-variation des avoirs publics en devises du pays.¹⁸

1.3.2.2) Par l'achat de titres émis par le fonds souverain

¹⁸ Idem, pp.57

Le fonds souverain peut être abondé par l'intervention du trésor en achetant, à réception des taxes minières en dollars, les titres émis par le véhicule étatique, qui acquiert une partie des réserves de la banque centrale.

Illustration (4): Le transfert par l'achat de titres émis par les fonds souverains

Banque Centrale			
Actif		Passif	
USD	+100	Banque	+100
	-100		-100
	+100	Fonds	+100
			-100

Fonds souverain			
Actif		Passif	
USD	+100	Bons FS	+100
Dotation	+100		
	-100		

Trésor			
Actif		Passif	
USD	+100	Taxes/USD	+100
	-100		
BonsFS	+100		

Source : Gilles MORISSON, « Les fonds souverains problématiques et enjeux. Perspectives pour l'Afrique subsaharienne », institut bancaire et financier international, Document pédagogique N°1, octobre 2008, pp.7

La base monétaire est réduite. Aucune nécessité de stérilisation en raison du montant total des réserves du pays en devises inchangé.

1.3.2.3) Par la taxation

Le trésor public peut également recevoir les taxes minières sur un compte en dollars ouvert à l'extérieur du pays. Les ressources des fonds peuvent provenir des excédents des recettes fiscales en monnaie nationale.

Illustration (5) : Transfert des taxes minières libellées en devise

Trésor	
Actif	Passif
USD +100	Taxes/USD +100
-100	
BonsFS +100	

Fonds souverain	
Actif	Passif
USD +100	Bons FS +100

Source : Gilles MORISSON, « Les fonds souverains problématiques et enjeux. Perspectives pour l’Afrique subsaharienne », institut bancaire et financier international, Document pédagogique N°1, octobre 2008, pp7

Il n’y a pas de création monétaire induite par l’extérieur, les entrées de devises étant stérilisées à la source.

1.3.2.4) Par excédents de recettes fiscales

Les ressources du fonds souverain peuvent aussi provenir d’excédents de recettes fiscales en monnaie nationale. Les actifs et passifs du fonds souverain sont alors inscrits en monnaie nationale.

Illustration (6) : Transfert d’excédent des recettes fiscales

Trésor	
Actif	Passif
USD +100	Taxes/USD +100
-100	
BonsFS +100	

Fonds souverain	
Actif	Passif
USD +100	Bons FS +100

Banque Centrale	
Actif	Passif
	Trésor +100
	-100
	Fonds +100

Source : Gilles MORISSON, « Les fonds souverains problématiques et enjeux. Perspectives pour l’Afrique subsaharienne », institut bancaire et financier international, Document pédagogique N°1, octobre 2008, pp.7

1.3.3) Les fonds souverains et le rendement minimum

Les fonds souverains placent leurs ressources dans des actifs et des marchés divers. Leurs placements se font principalement sur le marché américain, du fait de la forte liquidité de ses actifs et leur diversité. Pour garantir un rendement minimum, un arbitrage entre les actifs et les marchés est nécessaire. Vu le volume des réserves dont disposent les pays qui possèdent des fonds souverains, des investissements dans d'autres monnaies sont donc nécessaires pour garantir un rendement plus ou moins stable et de bénéficier des avantages d'un arbitrage entre différents actifs libellés dans différentes monnaies. Dès lors que des ajustements de positions sont indispensables pour se protéger d'une baisse brutale des actifs en dollar, par exemple.¹⁹ Les fonds souverains sont des investisseurs qui ont des engagements et des coûts opératoires. Ils sont donc tenus de garantir un niveau de rendement minimum qui correspond au raisonnement suivant :

R = (le taux de rendement nominal moyen des avoirs) qui doit être égal ou supérieur au taux de versement nominal moyen V , augmenté du coût moyen des charges opératoires (OC).
(*Exprimé en pourcentage*)²⁰

R

Dans le cas où il n'y a pas de versement régulier à effectuer (le fonds réinvestit les gains), et la contrainte devient :

21

Nous devons aussi prendre en compte des variations de change. Cependant, les fonds dont les actifs sont libellés en dollars américains peuvent avoir des versements en monnaie nationale à effectuer, que cela soit régulier ou ponctuel. La formule prend donc cette forme :

(D : variation ↓ du taux de change)

Ainsi, le taux de dépréciation moyen doit être inférieur au taux de rendement net moyen de placements, avec :

¹⁹ ROCCHI Jean-Michel, RUIMY Michel, « Les fonds souverains », *Economica*, 2011, pp.58

²⁰ Idem, pp 58

²¹ Idem, pp.59

À titre d'exemple, un fonds souverain verse un intérêt de 4% sur les titres qu'il a émis en monnaie nationale s'apprécie de 5% par rapport au dollar américain, le rendement des ses placements en dollars devra excéder 9% pour qu'il couvre ses coûts opératoires et n'encoure pas de pertes.²²

Section 2 : Les stratégies d'investissement et gestion de portefeuille

Les fonds souverains par leur aspect véhicules d'investissement exigent une comparaison avec les autres acteurs du monde de *l'asset management* (gestion d'actifs). L'allocation stratégique des actifs des fonds d'investissement souverains pourrait en principe être déterminée en fonction des risques spécifiques auxquels est confronté le pays. L'allocation optimale des actifs des pays producteurs de pétrole peut être diversifiée au profit d'actifs n'ayant pas de corrélation avec les cours pétroliers. En revanche, la plupart des pays asiatiques importent des matières premières et pourraient couvrir leurs risques en prenant des positions longues sur des contrats à terme ou d'autres actifs étroitement corrélés avec les cours des matières premières. La tâche pourrait toutefois s'avérer plus facile pour les exportateurs de matières premières : leurs risques macroéconomiques sont faciles à identifier, fortement concentrés et les instruments de couverture peuvent être mobilisés facilement sur les marchés financiers.²³

Suivant la taille des fonds souverains, l'allocation globale est généralement scindée en trois principaux compartiments d'actifs : liquidités, actions et obligations. Pour les tailles très importantes, un quatrième compartiment apparaît en plus des trois nécessaire et adoptent la « gestion alternative » qui intègre les Hedge funds, le private equity, l'immobilier et les produits dérivés afin d'offrir une diversification suffisante. D'autres classes d'actifs d'appoint peuvent coexister, les métaux précieux, les matières premières et les œuvres d'art pour ne pas citer que cela.²⁴

On en distingue deux modes de gestion des portefeuilles des investisseurs institutionnels, la gestion classique et la gestion alternative. Les fonds souverains, à l'instar

²² ROCCHI Jean-Michel, RUI MY Michel, op.cit, pp.60

²³ BETBEZE Jean Paul, « Fonds souverains : à nouvelle crise, nouvelle solution ? », Descartes et Cie, 2008, p.6

²⁴ ROCCHI Jean Michel, RUI MY Michel, op.cit, pp.96

des autres fonds d'investissement, optent soit pour la gestion classique ou la gestion alternative. Par souci de diversification, ces véhicules d'investissement font appel aux deux méthodes, mais en termes de pondération, la gestion classique forme l'essentiel du portefeuille et la gestion alternative en est l'annexe.

2.1) Stratégie d'investissement

Par leur caractère d'investisseurs à long terme et des supports d'investissement conventionnels, les fonds souverains semblent en outre ne pas avoir une exigence de rentabilité du capital excessive. Les fonds souverains ne semblent pas investir sur des produits risqués et/ou complexes tels que les *Collateralized Debt Obligations (CDO)* directement impliqués dans la crise financière de 2007. En raison de l'opacité des fonds souverains il n'existe pas de données globales précises sur la composition de leur portefeuille, mais il semble légitime de considérer qu'une part significative de leurs ressources est placée en actions, titres obligataires ou hybrides tels que les obligations convertibles.

2.1.1) Stratégies d'investissement prudentes

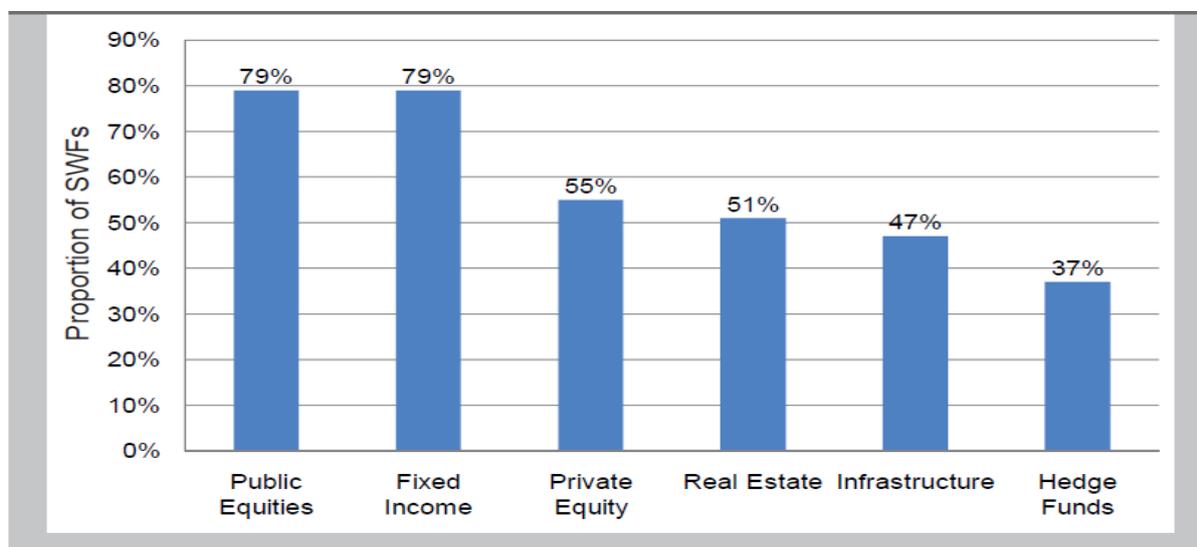
En créant, un fonds alimenté par une fraction des recettes provenant de ces exportations, les économies en question capitalisent des ressources financières en période de croissance qui pourront être utilisées en cas de conjoncture difficile et lissent ainsi la variabilité de leurs revenus. Leurs avoirs doivent, pour cela, être majoritairement investis en titres liquides et peu risqués. Les quatre autres types de fonds souverains pourront en revanche s'engager dans des stratégies de plus long terme. Les fonds d'épargne sont traditionnellement investis à long terme dans des actifs de nature variée, tout comme les sociétés de placements des réserves qui ont pour mission de gérer activement des réserves de change afin qu'elles puissent fournir un surcroît de rémunérations. De la même façon, les fonds de développement « servent généralement à financer des projets socioéconomiques ou à promouvoir des politiques industrielles pour stimuler la croissance de la production potentielle d'un pays »²⁵, tandis que les fonds de réserve pour les retraites conditionnelles permettent enfin de faire face (à l'aide de ressources autres que les cotisations de retraite des particuliers) à des engagements imprévus non spécifiés au titre des retraites dans le bilan de l'État.²⁶

²⁵ Mark Allen, Jaime Caruana, "sovereign Wealth Funds – A work agenda", IMF-MCPDR, February 29, 2008, pp.5

²⁶Bertrand Blancheton et Yves Jégourel « Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme

Ces différents objectifs conditionnent, par nature, leurs stratégies d'investissement. Une enquête menée par le groupe de travail international sur les fonds souverains auprès de vingt et un (21) d'entre eux souligne en particulier que nombre de ces fonds n'ont pas la liberté d'investir sur certaines classes d'actifs à risque ou d'utiliser des techniques spéculatives, traditionnellement privilégiées par les investisseurs institutionnels privés, notamment les fonds spéculatifs. À titre d'exemple, 60% des fonds interrogés ne peuvent investir dans le non-coté, tandis qu'une très large majorité d'entre eux n'est pas autorisée à emprunter, à utiliser des effets de levier ou à recourir à des produits dérivés à d'autres fins que de couverture des risques.²⁷ Ainsi, le graphique N°2 donne le rapport tendanciel entre les fonds souverains et le niveau de risque recherché par ces investisseurs.

Graphique N°2: Proportion d'investissement des Fonds Souverains dans les différentes classes d'actif (risque/investissement)



Source: Prequin Research Report Sovereign Wealth Funds, May 2010, pp.3

Malgré le caractère prudent des fonds souverains, certains d'entre eux ont tendance à diversifier leur portefeuille. Cette stratégie d'investissement peut être comparable à celle des fonds de pension, et cela s'explique par leur horizon d'investissement qui est le plus souvent de long terme ce qui par conséquent peut tolérer des fluctuations de court terme. Mais on ne

financier? », revue de la régulation, numéro 5, page 5

²⁷ Idem

reste pas là, car une portion des fonds souverains investissent dans des actifs plus risqués, et ce, pour un taux moyen de 40% dans l'immobilier, *private equity* et produits de base.

2.1.2) Stratégies d'investissement offensives

Les risques encourus par les entreprises étrangères sont étroitement liés à la stratégie adoptée par les fonds souverains et leurs objectifs. Cette politique agressive pourra donner au gouvernement détenteur de ces fonds des moyens de pression allant au-delà des méthodes habituellement en vigueur dans le domaine diplomatique et lui octroiera une place et une puissance incontestables dans l'échiquier international.²⁸ Le fonds souverain russe *Stabilization Fund of the Russian Federation* (SFRF) est mis en place pour gérer l'épargne nationale. Cet exemple illustre bien la tergiversation des pays riches vis-à-vis de la stratégie dite agressive dont font usage ces fonds.

Le Fonds Monétaire International (FMI, rapport 2008) considère que les investissements stratégiques opérés par le (SFRF) cachent un but politique, celui d'augmenter notamment les réserves énergétiques hors frontières. L'exemple frappant du caractère stratégique des investissements russes à l'international est sans doute la prise de participation, à hauteur de 5%, de la banque publique Vnechtorbank dans EADS. Le gouvernement britannique s'était, lui, opposé à la tentative d'acquisition du distributeur de gaz Centrica par le géant Gazprom.²⁹

Le SFRF peut être comparé au fonds souverain du Koweït, du Qatar, ou encore de la Chine par son fonctionnement opaque. Il est donc difficile d'évaluer sa véritable capacité financière. « Il convient de rappeler qu'en septembre 2007, la Russie, qui dispose de la troisième des plus importantes réserves de change du monde après la Chine et le Japon, a annoncé pour l'avenir qu'une partie de ses bénéfices dans le marché de l'énergie sera consacrée à alimenter son fonds souverain *Future Generation Fund*. Ces réserves devront être par la suite investies, sous l'égide du ministre des Finances, en actions dans des projets pétroliers et notamment dans des secteurs stratégiques pour la Russie, tels que la défense, les technologies de l'information, l'aérospatial, l'aéronautique et les matières premières. Ces

²⁸ ACHOUR.A, COMETTO.H, DESCAMPS.S, HAMMOND.C, LACOYE-MATEUS.A, « **LES FONDS SOUVERAINS** conquête de la politique par la finance », École de la Guerre économique Groupe Eslsca, 2007, pp. 3

²⁹ JOHANET Henri, DEMAROLLE Alain, « Rapport sur les fonds souverains », la documentation française, mai 2008, pp.7-10

titres, par nature liquides, dégagent sur le long terme une rentabilité supérieure au rendement des bons du Trésor américain. »³⁰ Ainsi, on distingue deux types de fonds, distinction qui aura des effets sur la stratégie d'investissement elle-même :

2.1.2.1) Les fonds souverains à l'unique rôle de gestionnaire de portefeuille (*portfolio managers*) :

Dont la stratégie repose, principalement, sur une diversification des investissements en tenant compte des critères de risques et de performances globaux, sans tendre vers une spécialisation sectorielle, ou une implication dans la gestion de l'entreprise cible. C'est alors le cas pour les fonds les plus importants, comme ADIA, fonds d'Abu Dhabi, ou du GPF de Norvège, ou bien encore de KIA du Koweït. Cette première catégorie peut être rapprochée de la stratégie des fonds de pension ;

2.1.2.2) Les fonds considérés comme des « fonds d'investissement » à orientation stratégique préétablie par l'État d'origine :

La différence avec la première catégorie, consiste en la définition de critères d'investissement fondés sur des choix de spécialisation sectorielle, eux-mêmes dictés par les orientations globales du pays gestionnaire du fonds. C'est le cas de Temasek de Singapour, ou de QIA de Qatar, CIC de la Chine et les fonds russes, qui investissent dans des secteurs stratégiques pour le développement de leurs pays.

2.2) L'organisation de la gestion d'un portefeuille d'actions internationales

La gestion de portefeuille peut être menée dans un organisme par quatre organes principaux :

2.2.1) Le département de recherche et d'analyse économique et financière

L'analyse économique et financière est à la base de processus d'investissement. Les économistes font d'abord une recherche approfondie d'ordre macroéconomique sur plusieurs variables et indicateurs macroéconomiques. Puis ils font des études sectorielles ciblées, pouvant procurer des informations aux analystes financiers et les aider à prendre des décisions. Les analystes fondent des prévisions concernant le rendement estimé des actions (bénéfices, et dividende) et leurs sensibilités par rapport au marché. Les missions sont

³⁰ JOHANET Henri, DEMAROLLE Alain, op.cit, pp.7-10

assignées aux analystes suivant leur domaine de spécialisation (Secteur, Pays, Région,...) leur rôle est d'identifier les actions se négociant à un PER (Price Earning Ratio)³¹ en deçà des prévisions des bénéfices.

2.2.2) Le comité d'investissement

Ce comité regroupe les décideurs. Il reçoit périodiquement les recommandations des analystes sur la base desquelles il prépare la liste des titres qu'il faut acheter. Il fixe les limites et risques tolérés, relativement à la stratégie et aux objectifs convenus avec le client (il s'agit de l'État pour les fonds souverains), et recommande une clef de répartition des fonds gérés selon les pays dans lesquels il faut investir.

2.2.3) Les gérants des portefeuilles

Ils reçoivent la liste de titres retenus approuvée par le comité d'investissement et qui ne demeure qu'une recommandation, car le gérant assume totalement la responsabilité des choix des titres et de la composition du portefeuille.

2.2.4) L'organe de contrôle

Le contrôle englobe les différentes tâches ordinaires du back-office, à savoir la comptabilité, le contrôle des risques et le calcul de la position de chaque compte, de chaque gérant et de la société de gestion dans son ensemble. Puis une mesure rigoureuse des risques de rendements de chaque portefeuille permet de vérifier si les objectifs de stratégie qui ont été fixés par le comité d'investissement sont bien respectés. Celui-ci intervient à chaque écart important entre le portefeuille et le risque recommandé et ceux réellement construits par le gérant.

2.3) La gestion classique

³¹ Le PER permet d'évaluer la cherté d'un titre par rapport aux prix des titres de sociétés du même secteur : plus le PER est faible, plus l'action est considérée comme bon marché. Le PER peut aussi révéler les [spéculations](#) des investisseurs, qui anticipent une forte progression des bénéfices à venir : dans ce cas, plus le PER est élevé, plus l'augmentation espérée est grande.

Elle vacille de manière générale entre gestion indicielle passive et gestion active.

2.3.1) La gestion passive avec un portefeuille de référence

La gestion passive de portefeuille est un mode de gestion qui consiste à essayer de dupliquer le plus fidèlement possible les performances d'un indice boursier en composant un portefeuille qui soit la reproduction en miniature de l'indice de marché ciblé. La gestion peut avoir un caractère automatique et automatisé sans s'interroger sur le caractère éventuellement sous-évalué ou surévalué des titres composant le portefeuille.³²Le modèle s'appuie sur les principes suivants :

- Hypothèse d'un des marchés efficients ;
- Le concept du portefeuille du marché ;
- Le principe de la diversification locale et internationale ;
- Ainsi que plusieurs études empiriques remettant en cause la méthode active et les coûts que supportent les adeptes de cette méthode.

2.3.1.1) Le marché efficient : On considère trois formes d'efficacités :³³

- *L'efficacite faible* postule que dans un marché parfait (marché sans impôt, sans coûts de transaction), les prix incorporent à chaque instant le seul historique des prix passés. Dans un marché faiblement efficient, les opérateurs ne peuvent tirer parti de la connaissance de la chronique des prix passés pour réaliser des profits « anormaux » (les prix de marché en t-1 n'incorporent pas correctement toute l'information disponible pertinente à la prévision des prix futurs) et systématiques.

- *L'efficacite semi-forte* est celle d'un marché dont les prix incorporent à chaque instant non seulement la chronique des prix passés, mais également toutes les informations pertinentes rendues publiques (bénéfices, projets d'investissement, dividendes...). Dans un marché possédant cette forme d'efficacite, les opérateurs ne peuvent tirer parti d'informations

³² VERNIMMEN Glossaire : http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_gestion_passive.html

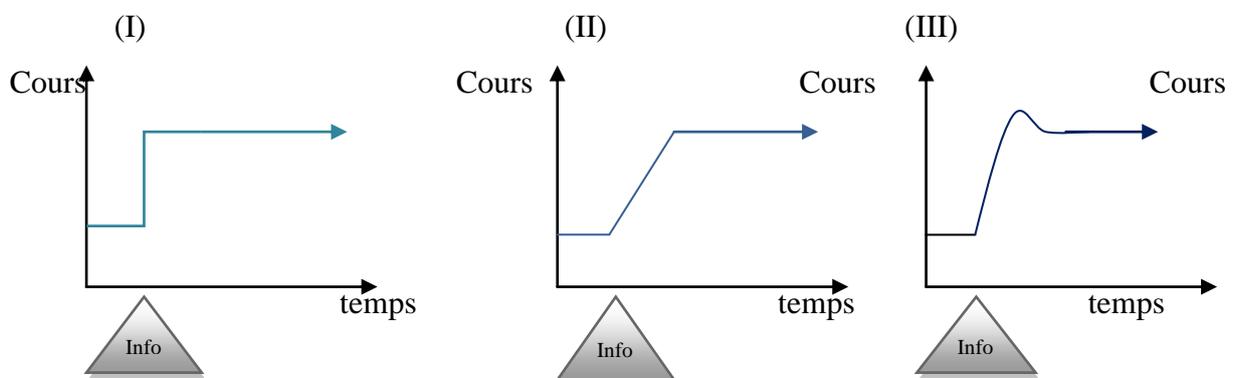
³³ SIMON Yves, LAUTIER Delphine, « techniques financières internationales, 8^e édition », Economica, 2003, pp.412-413

publiques pour réaliser des profits anormaux, car les prix s'ajustent quasi instantanément dès qu'une information pertinente est annoncée.

- **L'efficace forte** stipule que le marché reflète toute l'information pertinente, ce modèle d'efficace caractérise un marché dont les prix incorporent toute l'information disponible (publique ou privée), qu'elle ait été rendue publique ou non. Sur un tel marché, l'information privilégiée est très rapidement incorporée dans les prix d'équilibre et les profits d'initiés pratiquement inexistantes. Par conséquent, il n'est pas possible de réaliser des profits anormaux même si nous disposons d'informations privilégiées.

La (**Figure N°1**) représente comment se fait l'ajustement du cours dans les trois niveaux d'efficace informationnelle.

Figure N°1: Ajustement du cours dans les trois niveaux d'efficace informationnelle



Source : HAMON Jacques, « Bourse et gestion de portefeuille », *Economica*, 2011, p.426

La situation (I) correspond à la situation d'efficace forte où la réaction est immédiate et l'ajustement du cours est instantané et complet. Ce type d'ajustement ne pourra pas être rencontré sur un marché où des coûts sont présents.

La situation (II) correspond à l'efficace semi-forte où l'ajustement est régulier et progressif. Un délai d'ajustement est constaté et peut être compatible avec l'efficace si l'information est coûteuse.

La situation (III) correspond à l'efficace faible et on constate une surréaction à l'information (*overreaction*) et puis une correction ce qui explique la formation de la bosse sur la troisième phase de la figure.

2.3.1.2) La gestion indicielle

Gestion qualifiée de mode passif d'administration, un fonds indiciel cherche à répliquer un indice de référence (*benchmark*) qu'il soit national le CAC 40 (*Cotation Assistée en Continu*) et le S&P 500 (Standard and Poors) ou international comme le EAFE et le MSCI-World quelque soit son évolution possible à la hausse comme à la baisse, indicateur servant d'étalon de performance³⁴. Le gérant en achetant les actions composant l'indice, reproduit l'indice en respectant scrupuleusement dans la composition de son portefeuille le poids de chacune des actions dans l'indice, afin de mieux évaluer la qualité de répllication, un écart de suivi (*tracking error*) est calculé *ex-post*. Les fonds indiciels peuvent enregistrer un écart maximal de 1%

La mise en œuvre de la gestion indicielle se fait par répllication *pure*, par quasi-répllication, par recours à des contrats à terme ou par recours à des contrats *swaps*. Les écarts d'indice ou erreur de poursuite sont difficiles à éviter, car, la composition de l'indice de référence est ajustée que périodiquement pour incorporer des titres davantage liquides. Moins fréquemment, le propriétaire de l'indice intervient pour changer les systèmes de pondérations ou modifier le système d'inclusion ou d'exclusion de certaines valeurs. Ce sont là des mesures qui affectent la composition de l'indice et amènent les gérants à ajuster leurs portefeuilles suivant les modifications faites sur l'indice.³⁵

-**Tracking error** peut être traduit par erreur de poursuite, erreur de suivi ou encore risque actif de portefeuille. Dans la gestion passive, il doit être le plus faible possible. Le **tracking error** correspond à l'écart type de la différence de rentabilité entre le portefeuille géré et le portefeuille de référence

Compte tenu de l'efficience du marché et des différents coûts liés aux transactions (achat et vente d'actions sur différents marchés en plus de ceux relatifs aux conversions de devises (risque de change) qui en l'occurrence modifient fréquemment la composition du portefeuille, la différence de coûts partage les adeptes de la gestion passive et la gestion active et varie de 0.30% à 1.5% de la valeur du fonds en faveur des premiers (Adeptes de la gestion passive).³⁶

³⁴ ROCCHI Jean Michel, RUI MY Michel, « Les fonds souverains », Economica, 2011, p.96

³⁵ HAMON Jacques, « Bourse et gestion de portefeuille », Economica, 2011, pp.494

³⁶ SIMON Yves, LAUTIER Delphine, « techniques financières internationales », 8^e édition, Economica, 2003, pp.414

« La stratégie active est vaine et coûteuse, et la stratégie passive s'impose indiscutablement. Mais si les investisseurs se mettaient à gérer passivement, les marchés ne pourraient plus être efficaces, et la gestion active reviendrait profitable. »³⁷

Tableau N°4 : Exemples d'indices de références (*Benchmarks*) choisis par les fonds souverains

Fonds souverains	Actions	Obligations
China Investment Corporation	-Retour net sur 300 points de base (pb) au dessus du MSCI(Morgan Stanley Capital International) All country index for global equities. 200 pb au dessus du MSCI AM Asie hors Japon. Benchmark suggéré par le manager.	-150 points de base au-dessus du JP Morgan -EMBI (Emerging Markets Bond) Global
Kuwait Investment Authority	-Sur-performer l'indice MSCI Global Index	
Norway Bank Investment Management	Indices FTSE grandes valeurs et petites valeurs des pays destinataires d'investissement.	
Arabie Saoudite-SAMA Foreign Holdings	S&P 500, MSCI (Europe et Global), TSE (Japon)	-JPM Global Bond Index, 3 month Libor (liquidities/dépôts).
Korea Investment corporation	MSCI World Equity	- Lehman Global Bond Index (repris par Barclays)
Singapour CIG	MSCI World Equity	-Lehman Global Bond Index
Kazakhstan National Fund	MSCI World Equity	-Merrill Lynch 6 months T-Bill Index, Salomon world government bond index
Alaska permanent Fund	S&P 500, Russell 1000, Russell 2000, MSCI EAFE, EM	

³⁷ BROQUET, COBBAUT, GILLET, VAN DEN BERG, « Gestion de portefeuille 4^e édition », DE BOECK Université, 2004, pp. 407

Alberta's Heritage Fund	S&P, TSX Composite Index (CANADA), S&P 1 500 Index USA, MSCI EAPE	-Scotai Capital Universe Bond Index
-------------------------	---	-------------------------------------

Source : ROCCHI JM, RUIMY M, « Les fonds souverains », Economica, 2012, pp 98.

2.3.2) La gestion active

La gestion active a pour objectif de générer de la performance sur la base d'anticipations d'évolution des marchés des actifs. La qualité de l'information est essentielle et elle peut provenir soit d'une information imparfaitement intégrée dans les cours et exploitée par les gérants, soit de la capacité du gérant à établir de meilleures prévisions lorsqu'il dispose d'un meilleur modèle de prévision que les autres. Pour les fonds souverains, on en distingue principalement deux variantes de gestion active :

2.3.2.1) Gestion indicielle étendue

La gestion indicielle étendue au sein de laquelle **les fonds à gestion indicielle étendue** (*enhanced funds*) sont étroitement liés à un indice, mais qui, par des choix de gestion (mode de réplique, surpondération d'une valeur, utilisation de dérivés,.....) peuvent s'écarter de l'indice répliqué en cherchant à le battre. Ces fonds que l'on nomme aussi **fonds « tiltés »** ne peuvent dépasser un écart de performance supérieur de 2%.³⁹

« Un fonds « tilté » se dit d'un fonds indiciel classique, mais avec une nuance d'importance : la répartition des titres composant l'indice de référence. Tous les titres d'un référent sont bien présents, mais dans des proportions différentes afin de maximiser la rentabilité. Ainsi, le gestionnaire peut sélectionner de pondérer davantage telle ou telle valeur par rapport à une autre, mais il ne peut choisir une autre valeur que celles composant l'indice.⁴⁰ »

2.3.2.2) La gestion active à référence indicielle

Les fonds ont le droit, à des degrés divers, de s'écarter du benchmark du fait du choix de gestion. Il existe deux techniques, le choix discrétionnaire (*Stock picking*) et momentum de marché (*market timing*) visant à permettre à ces fonds de meilleures performances que l'indice de référence. En ce sens, Keith Ambachtsheer -*Directeur du Rotman International*

³⁹ ROCCHI J M, RUIMY M, « Les fonds souverains », Economica, 2011, pp.96

⁴⁰ Banque populaire de France, « La gestion d'actifs en 22 questions », Mini-guides AOF, pp.13

Centrefor Pension Management à l'Université de Toronto- (1972) définit quatre types de portefeuilles en fonction des compétences du gérant :⁴¹

- Si le gérant a une bonne capacité à prévoir les mouvements du marché, alors il peut en tirer partie dans ses décisions de *market-timing*. Il ajuste ainsi le *bêta*⁴² du portefeuille à la hausse ou à la baisse par rapport au *bêta* de l'allocation stratégique. À l'inverse, si ses anticipations sont mauvaises, il a tout intérêt à rester collé au *bêta* de la cible.

- Si le gérant forme de bonnes anticipations sur la rentabilité spécifique des titres, il a intérêt à composer un portefeuille concentré sur quelques valeurs. Au contraire, si son information est pauvre ou s'il forme des anticipations erronées, il a intérêt à composer un portefeuille diversifié de façon à annuler le risque spécifique des valeurs.

Tableau N°5 : La structuration du portefeuille

		Capacité de <i>market-timing</i>	
		Élevée	Faible
Capacité de <i>stock picking</i>	Élevée	<ul style="list-style-type: none"> - Portefeuille concentré sur quelques titres - Gestion du <i>bêta</i> autour de sa moyenne de long terme désirée 	<ul style="list-style-type: none"> - Portefeuille concentré sur quelques titres - Gestion du <i>bêta</i> autour de sa moyenne de long terme désirée
	Faible	<ul style="list-style-type: none"> - Portefeuille diversifié - Gestion du <i>bêta</i> autour de sa moyenne de long terme désirée 	<ul style="list-style-type: none"> - Portefeuille diversifié - Gestion du <i>bêta</i> autour de sa moyenne de long terme désirée

Source : ALPHONSE Pascal, DESMULIERS Gérard, GRANDIN Pascal, LEVASSEUR Michel, « Gestion de portefeuille et marchés financiers », PERSON, 2010, pp. 539

Néanmoins dans la gestion active, les gérants de portefeuille font usage de deux démarches articulantes autour des trois stratégies d'allocations d'actifs (*asset allocation*), la sélection d'action (*stock picking*) et la période d'intervention sur le marché (*market timing*), d'une part la démarche *top-down* et d'autre part, la démarche *bottom-up*.

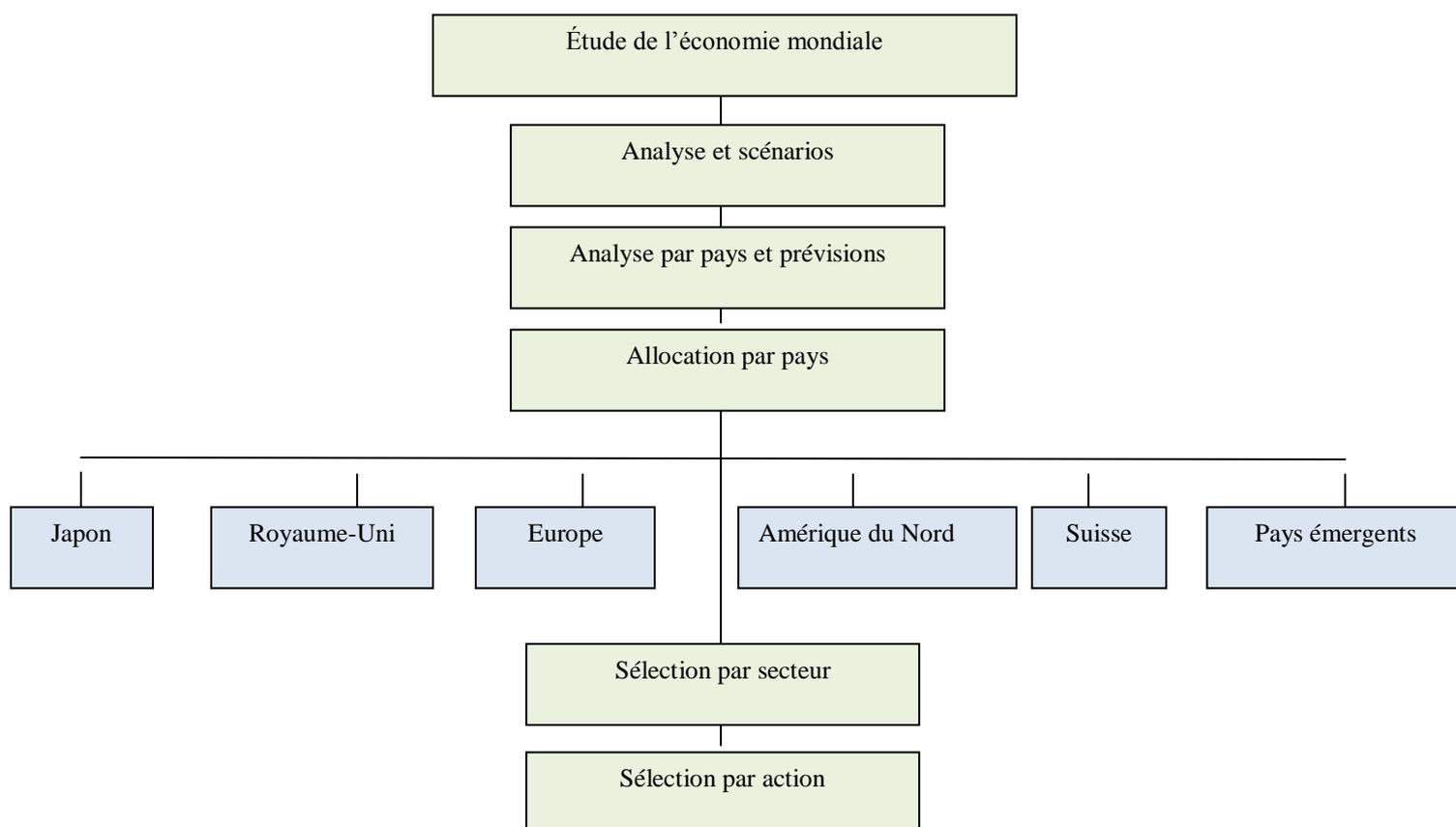
i) La démarche *Top-down*, ici le gérant de portefeuille privilégie la stratégie de sélection d'actifs plutôt que la sélection des actions individuelles. Il fixe

⁴¹ ALPHONSE P, DESMULIERS G, GRANDIN P, LEVASSEUR M, « Gestion de portefeuille et marchés financiers », PERSON, 2010, pp.539

⁴² Le *bêta* d'un titre, d'un portefeuille ou du marché correspond à un coefficient multiplicateur indiquant la volatilité d'un actif par rapport au *bêta* du marché.

d'abord les proportions allouées à chaque pays, à chaque secteur, à chaque industrie, puis choisit les actions répondant le mieux aux critères fixés.

Figure N°2: Illustration de la démarche *top-down*



Source : Condon 1990

ii) La démarche *bottom-up*

Cette démarche privilégie la sélection des actions qui semble présenter des potentiels de gains importants, indépendamment du pays, du secteur ou de l'industrie d'appartenance.

Toutefois, les bénéfices de la diversification internationale reposent plus sur le bon choix des devises et des pays que sur la sélection des titres individuels. Cela a été confirmé par plusieurs analyses de performance des fonds d'investissement.⁴³

2.3.3) La gestion alternative

⁴³ SIMON Yves, LAUTIER Delphine, « techniques financières internationales », 8^e édition, Economica, pp.416

La gestion alternative se fonde sur le fait que, quelles que soient les conditions de marché, les performances délivrées doivent être positives⁴⁴. Elle a pour objectif de générer de la performance absolue (*absolute return*) indépendamment de la performance du marché (benchmark n'a plus d'usage ici), raison pour laquelle on la qualifie de « décorrélée » des marchés. Le monde de la gestion alternative est dominé par les fonds spéculatifs (*hedge funds*) qui au sens strict ne sont pas une classe d'actifs, mais regroupent diverses stratégies d'investissement elles-mêmes tournées vers l'ensemble des classes d'actifs. Les *private equity*, le capital investissement et les fonds mobiliers sont considérés comme faisant partie de la gestion alternative.

Les *hedge funds* ont été la cible privilégiée des fonds souverains qu'il s'agisse de firmes indépendantes (*Bridgewater associates, Paulson&Co, Lands-downe Partners, Harbinger Capital Partners, Caxton associates, Atticus Capital, Maverick capital...*) ou de filiales bancaires (*JP Morgan Chase, Goldman Sachs, Citigroup alternative investments, Barclays Global Investors...*).⁴⁵

Les fonds souverains, non seulement renforcent leurs programmes d'investissement dans les *hedge funds*, mais aussi adoptent une approche plus active et plus « directe » dans l'allocation de ces actifs, contrairement à l'utilisation des fonds de fonds traditionnels. Cette tendance comporte des implications significatives pour les gérants de *hedge funds* cherchant à attirer ces capitaux.⁴⁶

Vis-à-vis des entreprises de capital-investissement, les fonds souverains jouent essentiellement le rôle de pourvoyeur de capitaux. Dans le climat actuel incertain, ils sont donc de précieux alliés. Une étude menée par *Private Equity Intelligence (Preqin)* auprès de 50 d'entre eux révèle que 60 % seraient investis dans cette classe d'actifs. Ce qui équivaut à un montant compris entre 120 et 150 milliards de dollars, soit 10 % des capitaux disponibles dans cette activité.⁴⁷

Les stratégies de gestion alternatives peuvent être regroupées en trois approches principales :

⁴⁴ ROCCHI Jean Michel, RUIMY Michel, « Les fonds souverains », *Economica*, 2011, pp.96

⁴⁵ *Idem*, pp.97

⁴⁶ CITI Prime Finance, « Global Pensions and Sovereign Wealth Funds Investment in Hedge Funds: The Growth and Impact of Direct Investing », *citigroup*, juin 2011, pp.22

⁴⁷ Landrot Antoine, « Les fonds souverains: concurrents et partenaires du capital investissement », *AGEFI Hebdo n°37*, 4 septembre 2008

2.3.3.1) Les stratégies directionnelles

Elles consistent à prendre position dans un sens donné sur l'évolution d'un actif ou d'un marché :⁴⁸

i) Les fonds d'actions *long / short*

Il s'agit de prendre des positions d'achat sur les actions, mais aussi de vente à découvert. La répartition entre les positions longues et courtes dépend de l'opinion du gérant sur la quantité des titres sur ou sous-évalués.

ii) Les fonds de *Global Macro*

Ces actifs sont considérés comme des actifs macroéconomiques parce que leurs prix dépendent des facteurs macroéconomiques. Ils consistent à tirer profit de déséquilibres en prenant des positions sur l'évolution des taux d'intérêt, des taux de change et des matières premières.

iii) Les fonds *dedicated short bias*

Il s'agit de fonds dont l'exposition est globalement négative à l'évolution des marchés d'actions. Les positions de vente à découvert sont plus essentiellement importantes que les positions longues. Il peut s'agir aussi de fonds n'ayant que des positions de vente à découvert, et l'objectif du gérant est de détecter les titres surévalués sur le marché pour les vendre dans l'espoir de les racheter moins cher plus tard.

iv) Les fonds orientés vers les marchés émergents

Il s'agit d'investir essentiellement dans les actifs négociés sur les marchés émergents. Ces marchés présentent parfois des risques très élevés, mais peuvent offrir des rentabilités de plusieurs centaines de pour cent sur une année, d'où leur attractivité. Ces marchés étant moins corrélés que les marchés développés, ils représentent des perspectives de diversification très intéressantes.

⁴⁸ ALPHONSE P, DESMULIERS G, GRANDIN P, LEVASSEUR M, « Gestion de portefeuille et marchés financiers », PERSON, 2010, pp. 547-548

2.3.3.2) Les stratégies non directionnelles

Ces stratégies ont pour particularité une exposition limitée aux mouvements du marché en arbitrant sur un même actif ou sur des actifs d'une même catégorie, en exploitant des inefficiences et anomalies et en prenant des positions opposées sur ces mêmes actifs.

i) Les fonds d'arbitrage de titres à revenu fixe (*fixed income arbitrage*)

Les principales stratégies d'arbitrage de titres à revenu fixe sont nombreuses. Les principales sont les suivantes :

- L'arbitrage par structure par terme des taux sur des emprunts d'État (yield curve arbitrage) ;
- l'arbitrage de spreads de défaut (*default spread arbitrage*) ;
- l'arbitrage de titres hypothécaires (*mortgage-backed securities arbitrage*) ;
- l'arbitrage d'obligations émises par différents États souverains (*Sovereign securities arbitrage*).

ii) Fonds d'arbitrage d'obligations convertibles

Les obligations convertibles dépendent en partie des actions contre lesquelles elles peuvent être converties. La position la plus classique est d'investir dans les obligations convertibles sous évaluées et de vendre à découvert les actions sous-jacentes.

iii) Les fonds d'actions *market neutral*

Les fonds *market neutral* sont des fonds d'actions long/short dont la particularité est que les deux positions se compensent en termes de risques, de façon à atteindre une exposition la plus proche possible de zéro au marché des actions. Il s'agit d'un fonds dont la performance dépend essentiellement de la capacité du gérant à détecter des titres sur et sous-évalués pour constituer son portefeuille.

2.3.3.3) Les stratégies semi-directionnelles

Les fonds appliquant des stratégies semi-directionnelles sont appelés aussi fonds de situations spéciales ou événementielles. Ce sont des fonds spécialisés dans l'exploitation d'événements exceptionnels qui viennent parfois perturber la vie des sociétés telles que les fusions-acquisitions (*merger arbitrage*) ou les situations de faillites ou ce qu'on appelle les fonds de titres en détresse (*Distressed securities*).

2.3.3.4) Évolution dans la stratégie des gérants de fonds souverains

State Street Global Advisors, la division de State Street Corporation spécialisée dans la gestion d'actifs, affirme que les défis posés par la turbulence des marchés financiers au cours de ces quelques dernières années ont amené un bon nombre de fonds souverains dans le monde à réévaluer leurs stratégies d'investissement et leur gestion du risque.

Ces conclusions, publiées par *State Street Global Advisors* dans un nouveau dossier intitulé "*Current Issues in Official Sector Asset Management*" révèlent qu'en conséquence, certains de ces fonds ont procédé à des changements considérables, notamment une conversion progressive des stratégies actives vers des stratégies passives de gestion des actifs et un intérêt croissant pour la dette des pays émergents alors que les rendements des classes d'actifs traditionnels ont diminué. Les fonds souverains recherchent également davantage les possibilités d'accéder à des sources de valeur économique différentes et indépendantes, telles que le foncier et les infrastructures pour les aider à diversifier leurs portefeuilles.

John Nugée, *senior managing director*, responsable du Groupe des institutions officielles de State Street Global Advisors a déclaré : « Les gérants d'actifs du secteur officiel, les banques centrales, les gouvernements et les fonds souverains, n'ont pas été épargnés par les conditions difficiles prévalant sur les marchés. Nombre d'entre eux ont réexaminé la performance de leurs fonds, les leçons à tirer de la turbulence des marchés et les défenses supplémentaires qu'ils doivent mettre en place dans leur approche. Dans de nombreux cas, l'examen a confirmé la validité de leurs principes directeurs, mais certains ont décidé d'effectuer des changements radicaux. »⁴⁹

Compte tenu des difficultés extrêmes qu'ont rencontrées de nombreux gestionnaires poursuivant une gestion active dans les conditions de marché difficiles, certains fonds souverains pensent désormais qu'il est préférable d'utiliser une série plus variée de critères bêta (passive), et ils font moins appel à des gestionnaires à la recherche d'alpha (active et alternative).⁵⁰

⁴⁹ Newsweb Boursier, « Gestion : évolution de la stratégie des gérants des fonds souverains », Global factiva, 1 février 2011.

⁵⁰ Idem.

Au cours des douze derniers mois (année 2010), SSgA (*State Street Global Advisors*) a observé une conversion importante d'actifs d'une stratégie active vers une stratégie passive au sein des portefeuilles de fonds souverains. Commentant cette tendance, un fonds souverain au Moyen-Orient a confié à SSgA : "Auparavant nous supposions que les actifs devaient être gérés activement à moins qu'une classe d'actifs ou un marché particulier ne présente clairement pas d'opportunités suffisantes pour les gérants d'actifs ou n'offre pas un rendement de gestion active intéressant. Désormais nous avons tendance à considérer cette décision d'investissement de manière inverse : nous concluons que les actifs doivent par défaut être gérés passivement à moins qu'il soit clairement établi qu'une classe d'actif donnée présente suffisamment d'imperfections pour supposer que la gestion active de ces actifs est susceptible d'offrir des rendements réguliers".⁵¹ Outre ce changement, les gestionnaires de portefeuilles de fonds souverains ont concentré davantage leur attention sur la dette des marchés émergents, alors qu'ils recherchent des alternatives aux faibles rendements produits par les classes d'actifs plus traditionnelles. Non seulement la dette des marchés émergents offre des rendements intéressants, mais certains fonds souverains pensent également qu'elle peut être considérée comme un refuge à long terme en période d'incertitude face aux principales monnaies de réserve.

La SSgA (*State Street Global Advisors*) affirme que certains des fonds souverains les plus avancés cherchent à identifier et à accéder à de nouvelles sources économiques de valeur ajoutée afin d'apporter une plus grande diversification à leurs portefeuilles. Le débat sur la diversification s'intensifie dans le secteur, avec notamment le foncier, les infrastructures, voire l'art comme sources d'investissement possibles. Toutefois, beaucoup reste à faire pour affiner cette stratégie et la convertir en une théorie quantifiable pouvant être utilisée pour construire des portefeuilles diversifiés.

En plus de cette stratégie de diversification, le secteur affiche un regain d'intérêt pour la protection de leurs fonds contre des pertes extrêmes, par le biais éventuel d'une assurance. Cependant, ce type de couverture est très onéreux et il pourrait s'avérer difficile pour l'industrie de l'assurance de fournir le niveau de couverture que souhaitent les fonds souverains. Ceux-ci prennent de plus en plus conscience que l'assurance contre les pertes ne constitue pas une option viable.

⁵¹ Idem

Enfin, un certain nombre de fonds souverains passent en revue les différents instruments financiers qu'ils utilisent afin d'en exclure les plus dommageables pour leur réputation.

2.4) L'allocation stratégique

La définition de l'allocation d'actifs des fonds souverains reste un travail assez compliqué en raison du caractère discret de ces derniers et de peu de sources statistiques sur ce sujet. Néanmoins, *Prequin Report* fait autorité dans ce volet.

2.4.1) Analyse Macro-économique des portefeuilles des fonds souverains

L'analyse macro-économique des portefeuilles des fonds souverains peut être faite suivant deux approches, l'une statique et l'autre dynamique.

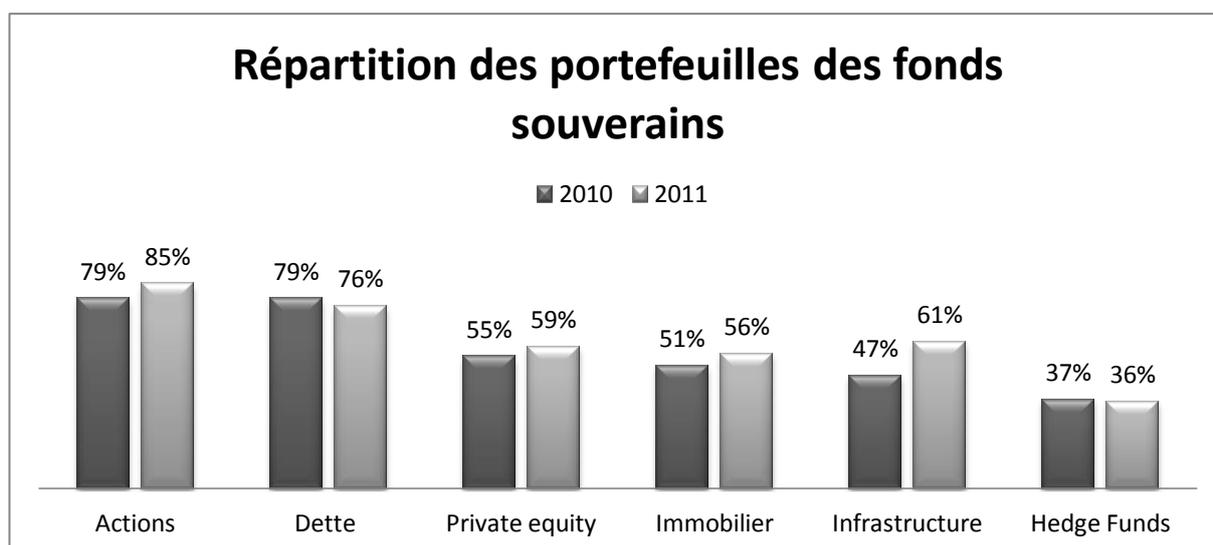
2.4.1.1) Approche statique

Une enquête d'opinion menée par Prequin Report auprès des gérants montre que : L'attrait des gérants par les placements en actions (85 % des personnes interrogées déclarent détenir des actions en portefeuille), peut être expliqué par le caractère liquide de cette classe d'actifs et la profondeur de leurs marchés qui offre les meilleurs rendements sur le long terme.⁵² Le fonds souverain Tamasek (Singapour) a réalisé une forte allocation stratégique des actions. Ainsi, quatre axes sont privilégiés ; « Le premier concerne les investissements dans les secteurs moteurs de la transformation économique du pays. Le second, les investissements dans les entreprises dont le profit est tiré par la progression du pouvoir d'achat des classes moyennes. Le troisième, les entreprises ayant un bon positionnement dans les avantages comparatifs dynamiques du pays d'investissement. Le quatrième, l'identification des champions émergents. ».⁵³

Graphique N°3: Répartition des portefeuilles des fonds souverains

⁵² ROCCHI Jean-Michel, RUIMY Michel, « Les fonds souverains », *Economica*, 2011, pp.99-100.

⁵³ AGLIETTA Michel, « Les fonds souverains : des investisseurs à long terme en mal de stratégies efficaces », *Revue d'économie financière*, Hors série, 2009, pp.363



Source: Prequin Sovereign Wealth Fund Review, 2011, pp.2

- 76% des individus qui ont participé au sondage disent détenir des produits de dette, en particulier de type obligataire. Ce secteur est connu pour sa liquidité et deux stratégies peuvent y être développées : soit porter les titres à échéance, soit en avoir une gestion active. Ce type d'instruments recèle de nombreux risques, en particulier celui de la contrepartie.⁵⁴

- pour l'immobilier, les investisseurs sont fortement représentés (56% des réponses), il s'agit d'un actif tangible (risque de perte de la totalité du capital *a priori* exclu, qualité non négligeable en période de crise), qui, mis en location engendre des flux de trésorerie réguliers pluriannuels.⁵⁵

- 61% des répondants déclarent avoir investi dans des infrastructures. Ce fort taux des placements dans des infrastructures répond au paysage des affaires des pays émergents.

- plus d'une société sur deux a investi dans le capital investissement. Le risque caractéristique du private equity est d'offrir contre des fonds bloqués sur une période allant de 8 à 12 ans (*Hard lock-up period*), un retour sur investissement (TRI- taux de rendement interne) élevé, de l'autre de 20 à 30% sur une base annualisée. Enfin, ils sont plus d'un tiers à déclarer à avoir investi dans les *hedge funds*.⁵⁶

2.4.1.2) Approche dynamique

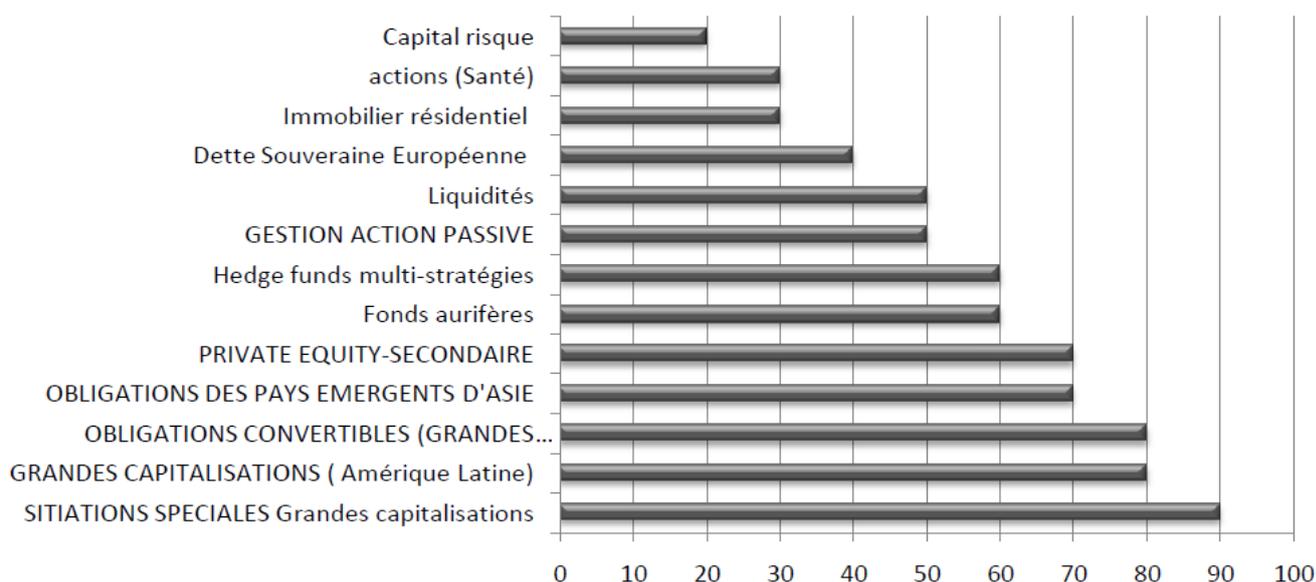
⁵⁴ ROCCHI Jean-Michel, RUIMY Michel, « Les fonds souverains », Economica, 2011, pp.100

⁵⁵ Idem, pp.101

⁵⁶ ROCCHI Jean-Michel, RUIMY, op.cit, pp.101

Le *Consensus demand meter* est un indicateur prospectif élaboré par le Sovereign wealth Fund Institute visant à déterminer les investissements vers lesquels les fonds souverains tendent à investir (allocation d'actifs, par secteurs et par stratégie). Ainsi, les deux graphiques suivants illustrent mieux les choix d'allocations d'actifs des fonds souverains en présentant le choix de composition des portefeuilles des fonds souverains pour le premier et le troisième trimestre de l'année 2010.

Graphique N°4 : Les résultats du consensus demand meter (1^{er} trimestre 2010)



Source : www.swfinstute.org

<http://www.swfinstitute.org/swf-research/sovereign-wealth-fund-institute-consensus-demand-meter-q1-y-2010-march/>

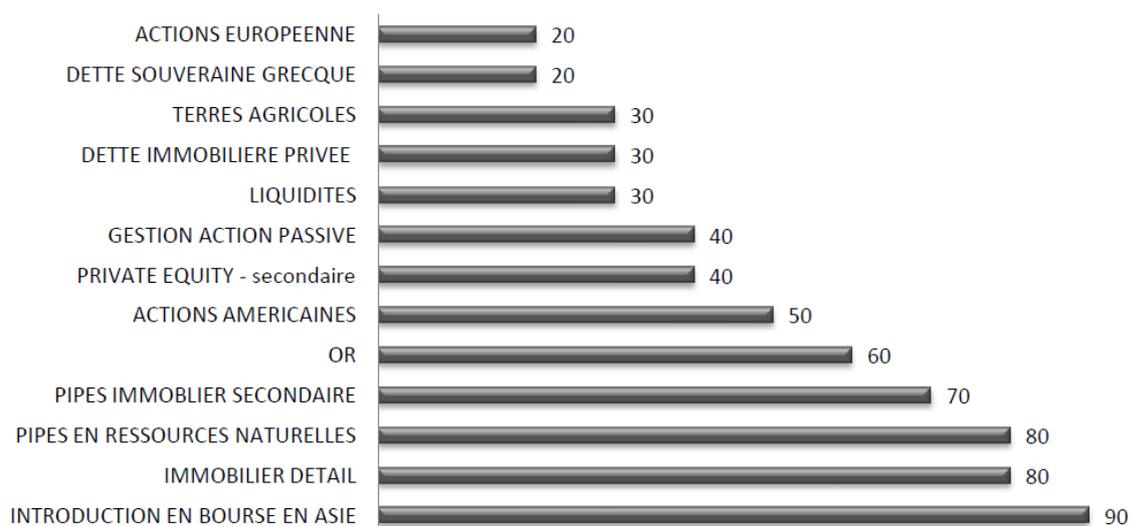
- Cet indicateur s'appuie sur différentes rubriques :⁵⁷
 - Les grandes capitalisations (*Global special capitalization – large cap*), dont celle d'Amérique latine (*Large Cap Equities – Latin America*) ;
 - les obligations convertibles des groupes opérant dans les matières premières (*convertible bonds – large commodities*) ;
 - les produits des taux des pays asiatiques émergents (*Fixed Income- Asian emerging markets*) ;
 - le marché secondaire du capital investissement (*private equity- secondaires*) ;

⁵⁷ Idem.

- divers fonds : fonds aurifères (*Gold Funds*), fonds spéculatifs multistratégies (*Multi strategy- hedge funds*) ;
- les actions de fonds de portefeuille (*passive equity*) ;
- les liquidités (*Cash*).

Est aussi prise en compte la dette souveraine européenne (*European Sovereign Debt*, l'immobilier résidentiel (*Residential Real Estate*, les actions du secteur de la santé (*equities-Healthcare*), le capital risque (*venture capital*).

Graphique N°5 : Les résultats du consensus demand meter (3^e trimestre 2010)



Source : www.swfintute.org

<http://www.swfinstitute.org/swf-research/consensus-demand-meter-q3-y-2010-sep/>.

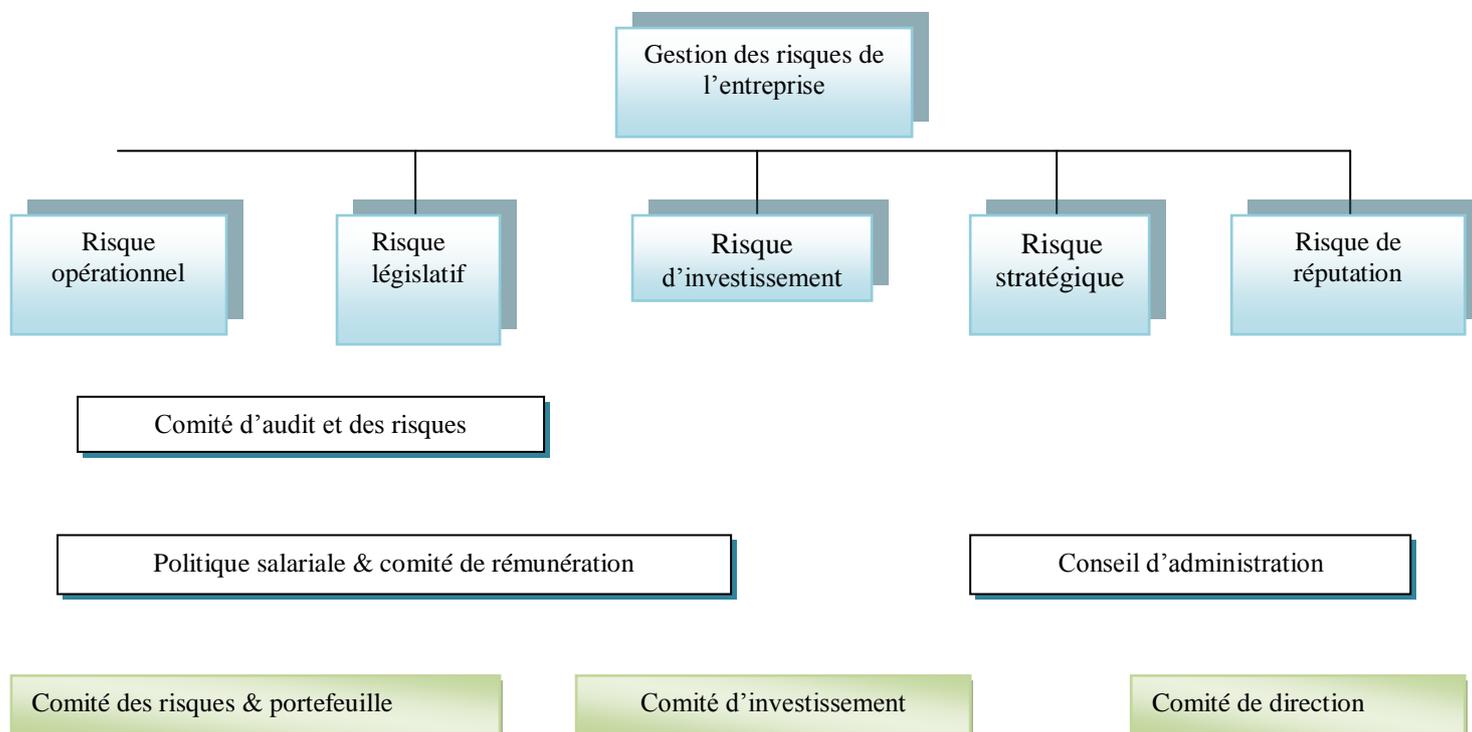
2.4.2) Gestion des risques

Les fonds souverains comme les autres investisseurs institutionnels encourent toutes formes de risques, à savoir ; le risque crédit, risque opérationnel, risque de marché, de transparence, juridique, stratégique, institutionnel, d'investissement et de réputation, du moins c'est ce qu'affirme l'International Forum of Sovereign wealth Fund (IFSWF). Cette liste peut être complétée par celle de *l'asset management* qui prend en compte le couple risque/rendement, la durée de l'investissement, l'inflation, le risque de change et enfin sa tendance à accepter ou refuser la prise de risque.

2.4.2.1) Forme d'organisation préconisée

Pour mieux gérer ces différents risques, un mode d'organisation et de bonnes pratiques des fonds souverains est nécessaire pour cela, le congrès 2010 de l'IFSWF, sous l'égide du sous-comité chargé des investissements et du risque management a proposé l'organigramme suivant :

Organigramme préconisé par l'IFSWF



Source : ROCCHI Jean-Michel, RUIIMY Michel, « Fonds souverains », Economica, 2011, pp.112

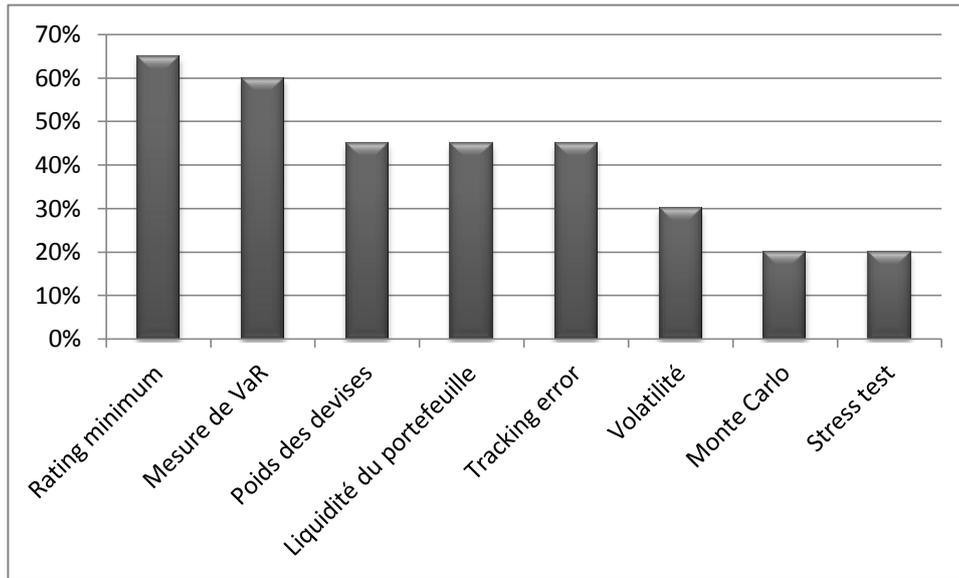
Certains fonds souverains se veulent une organisation duelle entre un directoire et un conseil de surveillance. C'est le cas de la Chine, qui au-delà des bonnes pratiques se veut aussi une organisation plus protectrice. ⁵⁸

2.4.2.2) Les choix d'instrument d'évaluation des risques

Les fonds souverains au même titre que les entreprises d'*asset management* utilisent les instruments d'évaluation des risques et à des niveaux différents.

⁵⁸ ROCCHI Jean-Michel, RUIIMY Michel, « Fonds souverains », Economica, 2011, pp.112

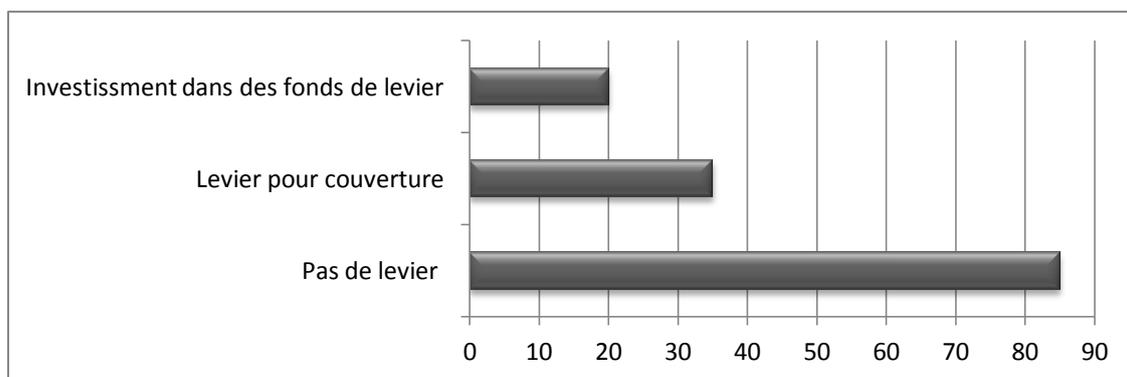
Graphique N°6: Les instruments de suivi des risques



Source : Rapport IWG in Sovereign Wealth Funds , current institutional and operational practices, SEPTEMBER 15, 2008, pp.15. <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/swfsurvey.pdf>.

L'étude de l'*International Working Group (IWG 2008)* a présenté les instruments d'évaluation des risques majoritairement utilisés par les fonds souverains, et qui sont, la notation majoritairement jugée acceptable et le recours à la VaR (*Value at risk / valeur sous risque*)⁵⁹. Viennent ensuite la liquidité du portefeuille et le tacking error. Les instrument . Les instruments sophistiqués sont peu utilisés, tels que la simulation de *Monte Carlo* et le *stress test*.

Graphique N°7 Utilisation de l'effet de levier



⁵⁹ Est une notion utilisée généralement pour mesurer le risque de marché d'un portefeuille de titres. Elle correspond au montant de pertes qui devrait être dépassé qu'avec une probabilité donnée sur un horizon donné.

Source : International Working Group, Sovereign Wealth Funds , current institutional and operational practices, SEPTEMBER 15, 2008, pp.16.

<http://www.iwgswf.org/pubs/eng/swfsurvey.pdf>

Les fonds souverains utilisent faiblement les instruments d'évaluation de la volatilité par rapport à un asset management traditionnel, ce qui atteste une fois de plus le caractère d'investisseur de long terme qui sont donc moins sensible à ce paramètre. Les fonds souverains recourent moins à l'effet de levier, ce constat doit être relativisé dans le contexte de crise financière où intervient l'étude⁶⁰

2.4.2.3) La prise en compte des spécificités dans la gestion des fonds souverains

Il n'existe pas un modèle uniforme de gestion des risques applicable aux fonds souverains. La prise en compte des spécificités que comportent certains fonds est nécessaire pour mieux corréler les bonnes pratiques aux objectifs.

*i) Les fonds souverains ayant des engagements*⁶¹

Ici se pose la question de la part consacrée pour les actions dans l'allocation globale d'actifs. Le choix dépend de la capacité d'une économie à être compétitive sur le long terme (fonds abondés par des excédents commerciaux) ou de la durée d'exploitation de gisement de ressources naturelles. Par ailleurs, un fonds à engagement doit sous pondérer les classes (placements) peu liquides (private equity, immobilier) en suivant la maturité moyenne des placements, autrement dit, limiter la place des placements peu liquides dans l'allocation globale d'actif selon le temps nécessaire pour transformer, en cas de besoin, le portefeuille en cash.

ii) Les fonds « commodity »

Les fonds pétroliers encourent un risque spécifique lié à la durée d'exploitation des réserves pétrolières. Des études académiques convergentes préconisent une surpondération des obligations souveraines (optimisation des revenus fixes et minimisations du risque de contre partie) en fonds de la part des revenus dans le fonds.⁶²

⁶⁰ ROCCHI Jean-Michel, RUIMY Michel, « Fonds souverains », Economica, 2011, pp.114

⁶¹ Idem, pp.119

⁶² ROCCHI Jean-Michel, RUIMY, Op.cit.p119.

À ce propos, l'IFSWF (congrès de 2009) par le biais du sous-comité en charge de la gestion des risques a proposé la répartition du portefeuille suivant le montant des revenus issus du pétrole. En matière de risque management, les fonds de matière première à domination pétrolière ont souvent les pratiques liées à la recherche de la diversification. S'agissant de la détention d'actions, l'exclusion des valeurs pétrolières des portefeuilles est envisagée et, en matière d'investissement dans le secteur de l'énergie, l'orientation est de se limiter aux énergies alternatives.⁶³

2.4.3) Allocation de portefeuille selon les zones géographiques

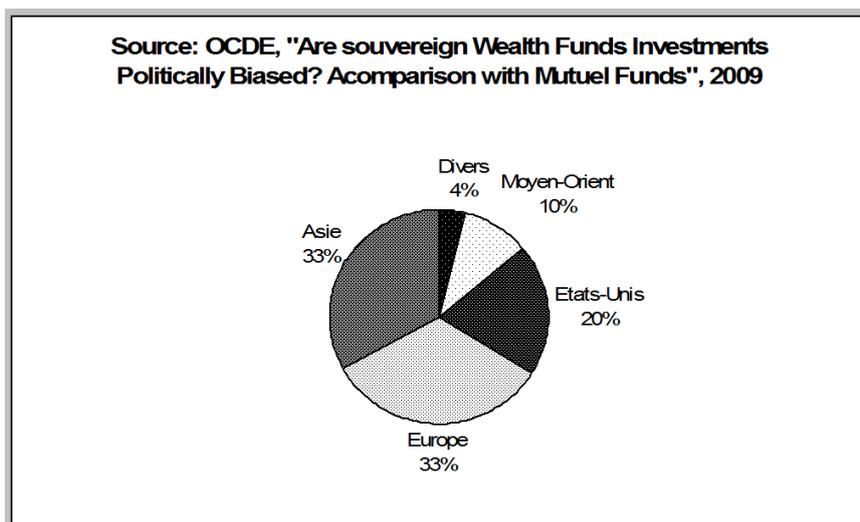
La répartition géographique des investissements diffère de l'un à l'autre. Une étude démontre que les véhicules d'investissement asiatique sont majoritairement orientés vers leur marché domestique ou leur zone géographique, par contre ceux du moyen orient ont une tendance à privilégier ceux des États-Unis et de Grande-Bretagne qui concentre, chacun, entre 15% à 17% de leur placement en actions. Cette orientation vers ces marchés est expliquée par le manque de support d'investissement des marchés émergents.⁶⁴ La poursuite de l'occidentalisation de leur placement reste l'un de leurs défis alors que le centre de gravité de l'économie mondiale vire vers les pays émergents. Les fonds souverains du Moyen-Orient ont récemment réorienté une partie de leur placement vers ces pays.

Le graphique suivant décrit la répartition des placements en actions des fonds souverains par zones géographiques

Graphique N°8 : investissement en action des fonds souverains

⁶³ Idem, pp.120

⁶⁴Idem



Source: Rolando Avendaño and Javier Santiso, “Are SWF Investments Politically Biased? A Comparison with Mutual Funds”, Working Paper No. 283, OCDE, 2009, pp.18.

Certaines opérations importantes dans des services financiers durant l’encadrement du crédit de 2007-2008, a créé l’impression que les fonds souverains ciblaient des investissements dans les pays de l’OCDE. Monitor soutient en revanche que ces opérations étaient plus opportunistes que stratégiques considérant que le montant total des investissements des fonds souverains depuis 2000 révèle que ces derniers investissent plus activement dans les marchés nationaux et émergents que dans les pays de l’OCDE. (Monitor Rapport 2009, « Évaluer les risques : comportements des fonds souverains dans l’économie mondiale», le premier rapport de ce genre analysant les comportements réels et les opérations financières des fonds souverains).

Les fonds souverains prennent peu à peu plus de risques financiers dans leurs portefeuilles d’investissements en investissant moins dans les catégories de biens conservatives et, progressivement, dans les marchés émergents. La plupart des fonds souverains sont en train de modifier leur portefeuille de sorte à associer des catégories de biens conservatifs et de biens plus liquides, telles que les Fonds d’États à niveau de risque plus élevé, les portefeuilles liquides tels que le passif, l’immobilier et autres instruments.

2.4.4) Comportement des fonds souverains dans l’économie mondiale

Monitor Group a récolté et enquêté les données de 1 181 opérations de fonds souverains impliquant 25 fonds de 1975 jusqu’en mars 2008, constituant ainsi la source rendue publique la plus complète sur les opérations de fonds souverains constitués jusqu’à

l'année 2008. Pour permettre une analyse plus complète, des filtres ont été appliqués aux données, laissant 17 fonds, avec un total de 785 opérations et 251 milliards de dollars d'investissement effectués entre 2000 et 2008, la majeure partie d'entre elles provenant du Moyen Orient et de l'Asie.

Le rapport est réalisé dans le but de fournir une recherche factuelle permettant d'aller au-delà des stéréotypes et idées reçues sur les intentions des fonds souverains, le rapport remet en question les croyances les plus communes sur les motivations économiques et politiques à l'origine des investissements souverains. En effet, aujourd'hui, la concentration la plus importante de fonds souverains par unité de dollar dans le Moyen-Orient et en Asie et leur activité toujours importante d'investissement direct, inquiète certains des pays bénéficiaires.

Selon l'analyse des opérations sur capitaux propres rendus publiques impliquant des fonds souverains depuis janvier 2000 à fin 2008, les principaux résultats de Monitor Group révèlent que :

- Le comportement des investissements des fonds souverains jusqu'à aujourd'hui suggère que les motivations des fonds sont principalement financières et ne semblent pas comporter de raisons politiques. Alors que certains fonds constituent des investissements stratégiques permettant de renforcer le développement économique dans leur propre nation, Monitor Group n'a trouvé aucune preuve que les fonds souverains, plus spécifiquement les fonds du Moyen-Orient et de l'Asie, étaient actifs et constituaient une menace pour la sécurité nationale des pays où ils investissaient. Les investissements dans les domaines du transport, de la défense, l'aérospatiale, et la haute technologie représentent en effet moins d'un pour cent des négociations de la base de données du Monitor Group.

- Les fonds souverains ont des intérêts dans et contrôlent certaines sociétés. À la différence des vues dominantes, la moitié des opérations des FS reconnus publiquement depuis 2000 étaient des acquisitions à participation majoritaire. Toutefois, la plupart des opérations ont été de loin effectuées sur les marchés nationaux émergents et dans des secteurs tels que les produits et services de consommation et industriels n'étant généralement pas considérés comme sensibles d'un point de vue politique.

Dans ce même rapport, Mark Fuller, Président de Monitor Group, déclare : « Nous avons vu trop d'opinions sur le danger que constituaient les fonds souverains pour le monde occidental en termes d'influence politique et économique. En revanche, ces peurs sont reposées sur très peu d'évidences ».

Conclusion

Traditionnellement, les réserves de change sont détenues sous forme d'instruments peu risqués, principalement des bons et des obligations du Trésors américain, et les banques centrales visaient essentiellement un objectif de sécurité et de liquidité. Le développement des fonds souverains se traduit par un élargissement de la gamme de leurs placements afin d'accroître le rendement. Une augmentation de la part risquée des portefeuilles des fonds souverains devrait augmenter la demande d'actions, d'actifs, émergents et d'actifs à risque en général. Les actifs des fonds souverains semblent progresser plus rapidement que ceux de l'industrie de la gestion privée. D'ailleurs, des travaux économétriques du FMI, fondés sur l'observation des fonds gérant les recettes de ressources naturelles, indiquent que des gains sont possibles en termes de stabilisation de la croissance économique et de diversification des placements.

Depuis le début des années 2000, le transfert d'une part croissante des réserves de change vers des fonds souverains parallèlement à leur accumulation rapide, principalement en Asie et au Moyen-Orient, s'est traduit par une augmentation de leur demande d'actifs financiers et ont adopté une gestion plus risquée des avoirs de réserve. Compte tenu de leur taille déjà relativement importante, toute inflexion du comportement d'investissement de ces fonds ou tout changement de composition de leur portefeuille peuvent modifier les prix. Globalement, la demande croissante d'actifs financiers émanant des fonds d'investissement souverains devrait bénéficier à l'économie mondiale. Étant, en règle générale, fortement exposés aux devises étrangères et n'ayant pas d'engagement explicite qui pourrait entraîner un recours à l'endettement ou un besoin de liquidité à court terme, ces fonds ont une plus grande capacité que d'autres investisseurs à prendre des positions longues, dans le cadre des stratégies de placement à long terme (*buy-and-hold*).

En théorie, lorsqu'un état confie la gestion de ses actifs à une entité autonome, ce mode d'organisation introduit plus de transparence dans l'utilisation des ressources publiques. Cette confusion est de nature à faciliter de brusques changements des structures de

gouvernance ou des stratégies d'investissement en réaction à des pertes, ce qui peut amplifier la volatilité du prix de certaines classes d'actifs. En particulier, sur des marchés étroits et peu liquides -c'est encore le cas de nombre de bourses émergentes, mais aussi de certains segments de marchés financiers plus mûrs (capital-investissement, immobilier)- et au fur et à mesure que les fonds souverains se développent, toute modification de leur allocation de portefeuille, même minime, pourrait accroître brutalement la volatilité.

Chapitre 2 :
Bilan des fonds souverains pendant la crise
financière (2007-2009)

Introduction :

Les pays asiatiques et les monarchies du Golfe, principaux États excédentaires, cherchent des possibilités de placements mondiales comme débouchés pour leurs vastes réserves en devises. Les États du Golfe inquiets par les besoins de diversification de leur économie et l'envie de réduire leur dépendance excessive à l'unique manne pétrolière/gazière ont choisi comme solution les fonds souverains, de même pour les pays de l'Asie du Sud-est qui tentent de mieux maîtriser l'impact d'une accumulation continue des excédents de réserves de devises qui exerce une pression sur leurs monnaies et affecte leur compétitivité.

Les fonds souverains ont été d'un rôle crucial pendant la crise financière au moment où les économies occidentales avaient besoin de recapitaliser les banques en difficulté pour leur épargner la faillite. En agissant de la sorte, les fonds souverains sont devenus actionnaires de ces établissements financiers et sortent de l'ombre en gagnant en importance sur la scène financière internationale.

Dans ce chapitre, scindé en deux sections, nous allons traiter dans la première le lien étroit entre la crise et le regain en notoriété des fonds souverains suite à leurs interventions sur le marché international. Quant à la seconde section, nous allons décortiquer quelques fonds souverains en vue d'une meilleure illustration du phénomène et d'une appréhension de leurs activités. Nous avons donc choisi deux catégories de fonds, la première catégorie tire ses ressources des excédents commerciaux hors hydrocarbures et la deuxième catégorie concerne les fonds souverains tirant leurs ressources des pétrodollars.

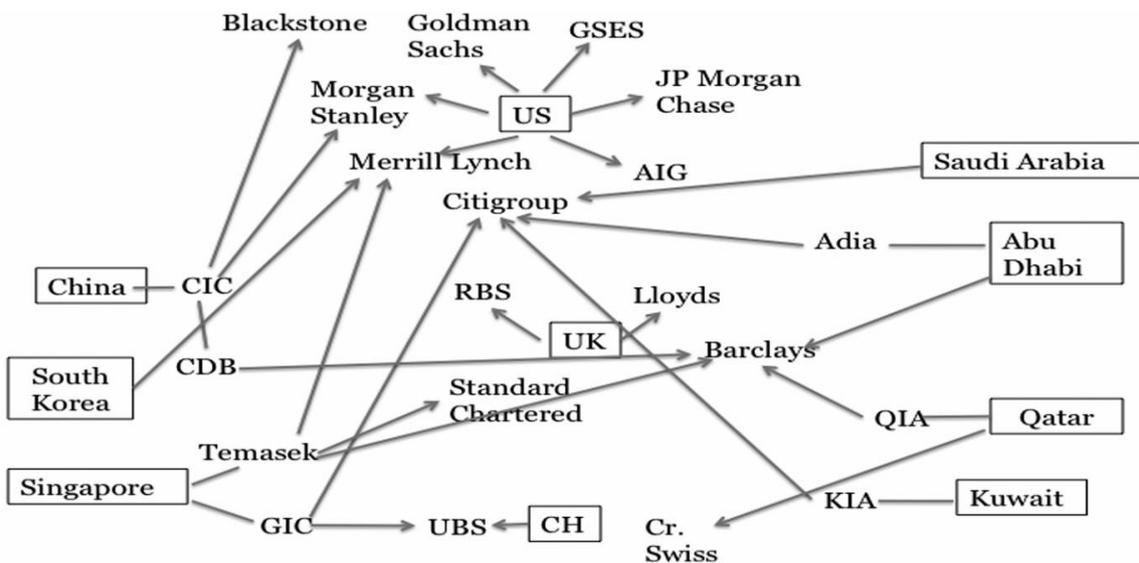
Section 1 : Le rôle des fonds souverains pendant la crise financière

Si quelques fonds ont été créés dans les années 1950, la plupart sont nés dans la première décennie du vingt-et-unième siècle. Ils affichent des encours en très forte augmentation, cherchent à diversifier leurs placements. Ces fonds ont beaucoup investi dans les grandes entreprises occidentales et venaient parfois secourir certaines entreprises bancaires notamment mises à mal par la crise financière et à la recherche de fonds propres.

1.1) Mobilisation des capitaux des fonds souverains en destination des établissements occidentaux

La crise financière a eu un impact considérable sur les acteurs de l'*asset management* et les fonds souverains ne dérogent pas à cet état de fait. Les fonds souverains en intervenant sur le marché financier essayent d'endiguer la crise, ils ont pu améliorer leur image à court terme et ils ont, en l'occurrence, suscité un très grand intérêt de la part des gouvernements et des institutions occidentales qui sont les principaux bénéficiaires des flux de capitaux provenant de ces véhicules d'investissement.

Figure N° 3 : les prises de participations des fonds souverains dans les établissements financiers occidentaux



Source: European Business Organization Law Review.

<http://oxfordswfproject.com/tag/european-business-organization-law-review/>

La **figure N°3**, illustre parfaitement comment les gouvernements ont participé au renflouement des banques en liquidités afin d'endiguer l'effet pervers de la crise et ralentir la contagion. Cette figure explicite les solides liens croisés qui existent entre les banques occidentales et les fonds qui se sont substitués aux aides gouvernementales.⁶⁵

Les fonds souverains ont aidé à combattre la crise financière en favorisant la recapitalisation des établissements financiers affectés. En six mois, ils ont ainsi investi un total de 66 milliards de dollars au capital

⁶⁵ **Katharina Pistor**, « Sovereign Wealth Funds, Banks and Governments in the Global Crisis: Towards a New Governance of Global Finance? », *European Business Organization Law Review* (2009), pp.333-352

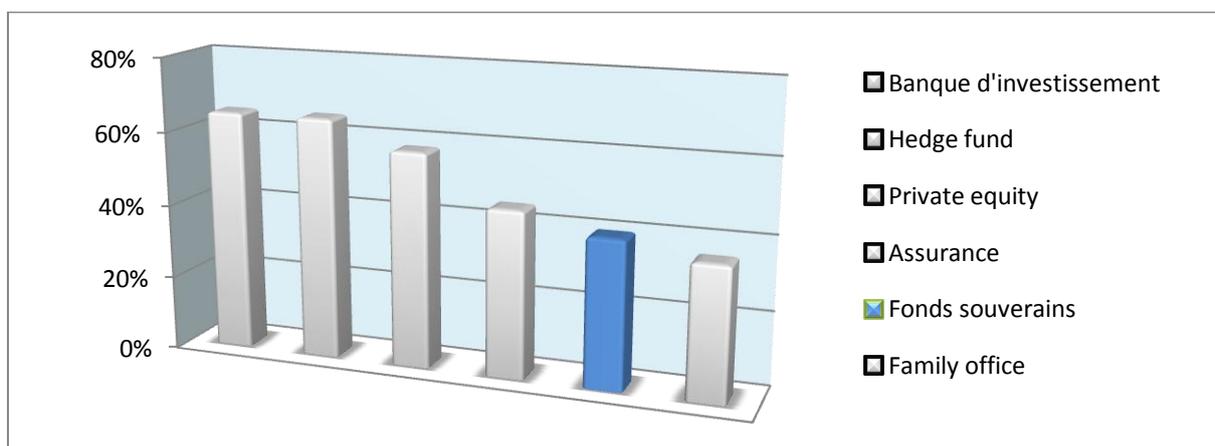
d'institutions financières occidentales, le plus souvent sous forme d'obligations convertibles. Tel est le cas:⁶⁶

- du fonds chinois CIC qui apporte 5 milliards de dollars dans Morgan Stanley, soit 9.9 % du capital ;
- du fonds singapourien GIC avec un apport de 10 milliards de dollars dans le capital d'UBS et 7 milliards de dollars dans Citigroup, soit respectivement 9 % et 4,5 % du capital de ces dernières ;
- Tamasek qui est aussi un fonds singapourien, apporte 4,4 milliards de dollars dans le capital de Merrill Lynch, soit 9,9 % du capital
- Pour ce qui est des fonds émiratis, ADIA (Abu Dhabi Investment Authority) apporte 7,5 milliards de dollars dans le capital de Citigroup, soit 4,9 % du capital).

1.1.1) Un regain en notoriété des fonds souverains sur la scène internationale

Suite aux différentes interventions et prises de participations, souvent via des titres sans droit de vote, des fonds souverains dans les capitaux des établissements bancaires de premier ordre mis à mal par la crise. Les fonds souverains ont pu, dans une certaine mesure, stabiliser le système financier international.⁶⁷ Ces interventions ont pu considérablement améliorer leur image, notamment celle des véhicules des pays émergents.

Graphique N°9 : Responsabilité estimée des fonds souverains dans la crise



Source : Sovereign Brands Survey, mai 2010, page 12,
<http://fr.slideshare.net/hillandknowlton/sovereign-brands-survey-2010>

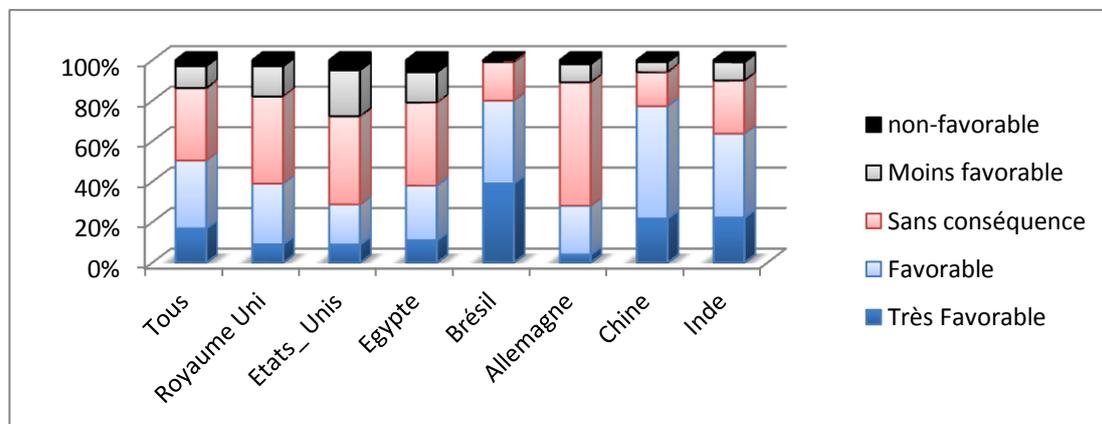
Une enquête d'opinion réalisée par Sovereign Brands survey, publiée le 30 mai 2010 et menée auprès des personnalités économiques et financières des pays récepteurs des investissements des fonds souverains,

⁶⁶ DEMAROLLE Alain, « Rapport sur les fonds souverains », Documentation Française, 2008, page 12

⁶⁷ ROCCHI Jean-Michel, RUIMY Michel, « Fonds souverains », Economica, 2011, pp.120-121

démontre que les fonds souverains sont moins blâmés et passent loin derrière les autres acteurs financiers tels que les banques d'investissement, les hedge funds, les private equity et même les assurances et qui on attribue à chacun d'entres eux le fait d'être substantiellement et même fortement impliqués dans le déclenchement de la crise financière.

Graphique N° 10 Étude d'opinion sur l'impact des fonds souverains sur la crise financière



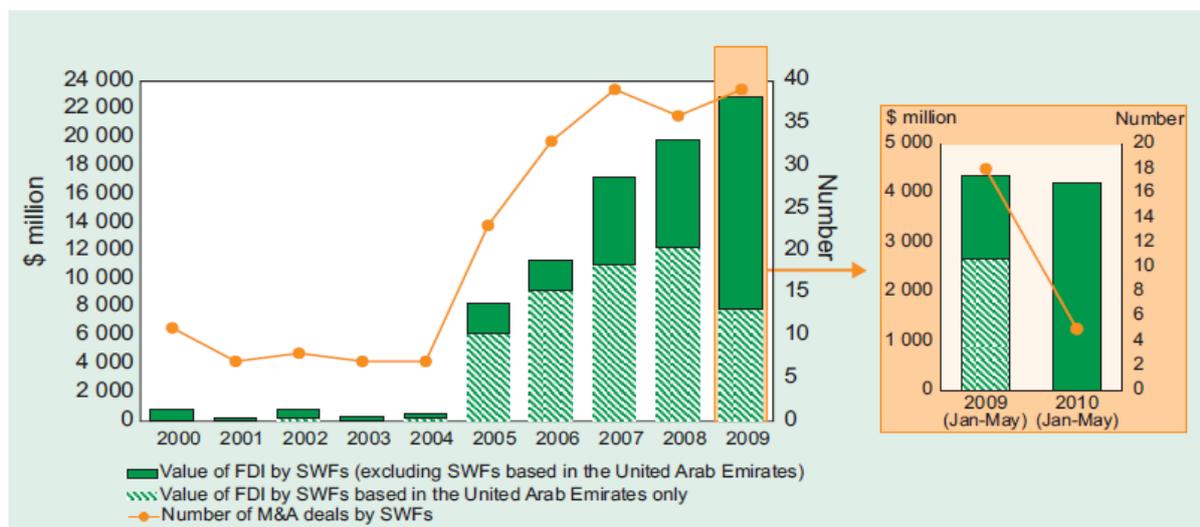
Source : Adapté des données publiées dans le rapport Sovereign Brands Survey 2010, pp.12

Dans le même rapport, l'enquête affirme que plus de la moitié (51 %) des acteurs financiers et économiques interrogés (principalement les acteurs issus des pays émergents) sont favorables à l'intérêt qu'ont joué les fonds souverains et l'importance de leur action pour endiguer la crise.

1.1.2) Des prises de participation massive dans les établissements occidentaux

Les fonds souverains ont connu une progression graduelle dans leur démarche d'investissement. Plus de 75 % des investissements réalisés par les fonds souverains ont pour destination les pays développés. Entre les deux années 2006- 2007, le secteur bancaire pour leurs besoins en liquidités a été très favorable aux fonds souverains qui ont joué le rôle de stabilisateur et de bailleurs de fonds. Le graphique N°11 montre l'augmentation graduelle des flux d'investissement émanant des fonds souverains et de la part grandissante des fonds souverains non arabes sur la scène financière internationale.

Graphique N°11: Les flux d'investissements des fonds souverains



Source : CNUCED, rapport sur l'investissement mondial en 2010, pp.14 ;

http://unctad.org/en/Docs/wir2010_en.pdf

Bien que les montants investis par les fonds souverains sous la forme d'IDE restent relativement faible 0,2 % de leurs actifs totaux en 2007. Toutefois, au cours des deux années 2006 et 2007 les fonds souverains investissent près de 39 milliards à l'étranger par des fonds souverains. Leurs activités ont été motivées par l'accumulation rapide de réserves générées par les excédents à l'exportation, les changements dans les fondamentaux économiques mondiaux et les possibilités d'investissement dans les grandes institutions financières et non financières et dans de nouvelles entreprises affaiblies financièrement, tel que reporté par les (tableaux 6 et 7).⁶⁸

Les investissements peuvent se faire de façon directe ou indirecte comme c'est le cas pour le fonds ICD (*Investment Corporation of Dubaï*) pour les investissements réalisés en direct ou à travers ses filiales directes et indirectes, telles que *Borse Dubaï*, *Dubaï Holding*, *Dubaï International Capital*, *Dubaï Group*, *Tatweer*, *Dubaï World*, *DP World* et *Istithmar*.

⁶⁸ Rapport de la CNUCED : "Rapport sur l'investissement dans le monde", 2009, pp.23-27

Les marchés occidentaux (Europe, Amérique du Nord) sévèrement secoués par la crise n'étaient pas les seules destinations des investissements des fonds souverains. Tous ces investissements, pour le moins très risqués, ont fait subir des pertes considérables pour les portefeuilles des fonds d'où une modification de leur comportement en optant pour une diversification plurielle de leurs placements.⁶⁹

Les investissements dans les pays de l'OCDE ont considérablement diminué en 2008, passant de 37 milliards d'USD au premier trimestre à 9 milliards d'USD au second, pour atteindre 8 milliards d'USD au troisième trimestre. Au cours du troisième trimestre, 7 transactions de fonds souverains concernaient l'Amérique du Nord, pour un montant total de 2,4 milliards d'USD. En revanche, au premier trimestre 2008, 7 transactions nord-américaines atteignaient un total de 23 milliards d'USD.⁷⁰

1.2) Les conséquences de la crise sur les fonds souverains

Suite aux prises de participation des fonds souverains, chaleureusement applaudies par les pays occidentaux, dans les banques occidentales ; les conséquences se sont très vite faites sentir dans leurs portefeuilles en causant des pertes énormes pour les fonds souverains en raison de l'effondrement brutal des valeurs boursières des établissements concernés. Par conséquent, des changements de comportement ont été constatés et de nouvelles stratégies ont été adoptées.

1.2.1) La tendance baissière de la valeur des portefeuilles des fonds souverains

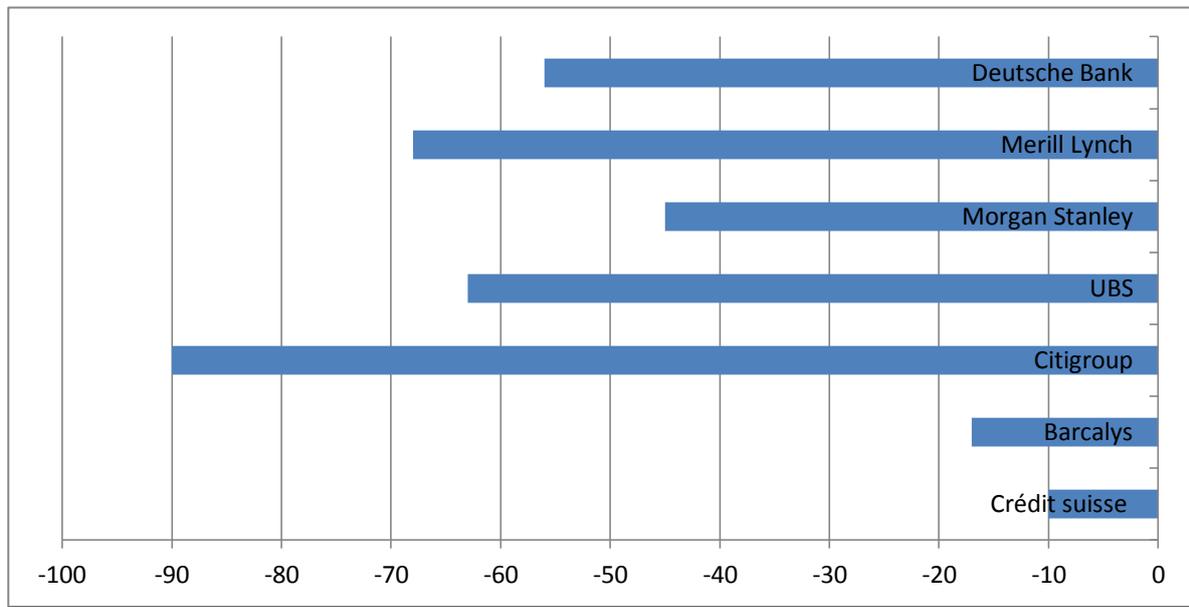
Les conséquences négatives de la crise sur fonds souverains n'ont pas tardé à apparaître dans leurs portefeuilles. Par ailleurs, un bilan de participations relativement mauvais a poussé ces investisseurs à revendre leurs participations à de fortes moins-values,

⁶⁹ Caroline Bertin DELACOUR, « Les fonds souverains, ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale », Eyrolles, 2009, pp.47

⁷⁰ Monitor Group, l'une des principales sociétés de conseil, dans son analyse trimestrielle de juillet à septembre 2008 des investissements globaux dans le domaine des fonds souverains.

d'autres ont dû les conserver devant le manque de demande.⁷¹

Graphique N° 12 : Niveau de moins-values dans les établissements secourus



Source : Marko Maslakovic, « *Sovereign Wealth Funds 2010* », *International, Financial Services London (IFSL research) March 2010, pp.7.*

Les prises de participations dans les institutions financières internationales au plus fort de la crise financière n'ont pas été poursuivies dans le temps, en raison des coûts très élevés. Toutefois, le total des actifs des fonds souverains a beaucoup baissé en 2009 (de 4 000 milliards en 2008 à 3 800 milliards à la fin de 2009)⁷². Parallèlement, les fonds « *commodities* » ont été touchés par la baisse des cours du pétrole et des autres matières premières au même titre que les fonds à base d'excédents commerciaux ont aussi souffert de la baisse de demande des pays développés, malgré cela, les fonds souverains ont investi pour un total de 22,9 milliards en 2009, soit une baisse de (-15 %) qu'en 2008.⁷³

Un changement de comportement des fonds souverains est devenu

⁷¹ ROCCHI Jean-Michel, RUIMY Michel, « Les fonds souverains », *Economica*, 2011, pp.122

⁷² CNUCED « Rapport mondial sur les Investissements Direct Etrangers », 2010, pp14

⁷³ *Idem*

nécessaire, tirant des leçons des expériences amères entre 2007 et 2008, ils excluent le secteur financier qui représentait 36 % de leurs investissements pendant ces deux années au profit de l'industrie des transports et des matières premières.⁷⁴ Bernardo Bortolotti (**Directeur général de FEEM**) a déclaré : « Comme nous l'avons vu dans le rapport sur le 3e trimestre, les SWF sont apparus avec des stratégies à long terme pour leurs investissements, se focalisant sur une palette plus large de marchés et évitant le secteur financier », a déclaré Bernardo Bortolotti, Directeur général de FEEM. « Comme nous l'avions également annoncé, les fonds ont repris leur rythme d'investissement, mais abordent les risques différemment après avoir tiré des enseignements de leurs pertes subies en 2008 ».

1.2.2) Réorientation stratégique des fonds souverains (2008-2009)

La réaction des fonds souverains à la généralisation de la crise dans les pays occidentaux n'a pas tardé à venir. Nous avons ainsi constaté un changement de comportement des fonds souverains en réorientant leurs investissements vers les marchés émergents et vers leurs marchés intérieurs.

1.2.2.1) Les changements constatés en 2008

Les fonds souverains ont dû délaisser les États-Unis et l'Europe pour investir dans les économies du Moyen-Orient et d'Asie. Cette tendance mise en évidence par Monitor Group dans son analyse trimestrielle (avril-juin 2008) des investissements des fonds souverains à l'échelle mondiale indique que les fonds souverains n'essaient pas de profiter des récessions qui ont frappé les États-Unis et l'Europe, mais cherchent à saisir les opportunités que présentent les marchés émergents potentiellement lucratifs du Moyen-Orient et d'Asie. Et effectivement, les investissements dans ces régions représentaient 68 pour cent de la valeur totale des opérations négociées sur les marchés publics pour cette période.

⁷⁴ ROCCHI Jean-Michel, RUIMY Michel, « Les fonds souverains », *Economica*, 2011, pp123.

L'analyse a permis de tirer les conclusions suivantes :

* Au cours du second trimestre 2008, les fonds pris en compte dans la base de données de Monitor concernant les opérations des fonds souverains ont exécuté 43 opérations pour un montant total de 26,5 milliards de dollars. Par contraste, ces mêmes fonds avaient exécuté 42 opérations pour un montant total de 58,3 milliards de dollars au cours du trimestre précédent ;

* Les fonds souverains ont continué d'investir activement dans les marchés émergents au cours du deuxième trimestre 2008, plus de la moitié des opérations et des fonds investis concernaient les marchés émergents. Les fonds souverains ont réalisé 26 opérations et investi 15 milliards de dollars dans les pays de la zone BRIC et hors OCDE.

* Les investissements en Amérique du Nord ont chuté de manière spectaculaire. Au cours du 2e trimestre 2008, quatre opérations représentant moins d'un milliard de dollars ont été reçues par l'Amérique du Nord. Par contraste, cette région avait été le destinataire de sept opérations pour un montant total de 23 milliards de dollars au cours du trimestre précédent.

* En valeur, la moitié des opérations réalisées au second trimestre l'ont été dans l'immobilier. L'immobilier est le secteur dans lequel ont été effectués le plus d'opérations (12 opérations) et l'investissement le plus élevé (13,7 milliards de dollars) au second trimestre 2008.

* Au cours du deuxième trimestre 2008, l'investissement s'est détourné des services financiers. Les fonds souverains ont réalisé 10 opérations et investi 4 milliards de dollars dans le secteur des services financiers, contre 13 opérations pour un montant total de 43,4 milliards de dollars au trimestre précédent. « Les données dont nous disposons sur les transactions montrent que les fonds souverains ont choisi pour leurs placements en actions des destinataires autres que les marchés géographiques et les secteurs volatils, comme les États-Unis et les services financiers, et qu'ils cherchent un rendement plus attractif dans les marchés émergents et d'autres secteurs, dont l'immobilier», déclare William Miracky, associé principal de Monitor Group.⁷⁵

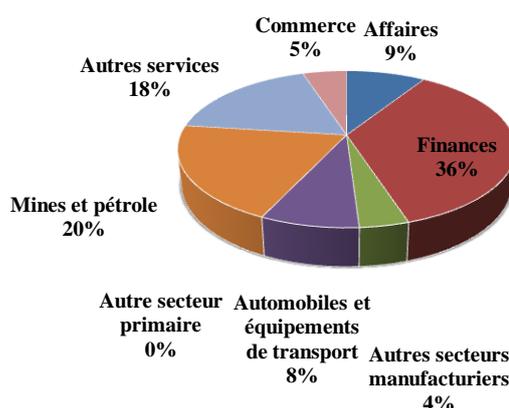
Monitor Group a collecté et analysé les données relatives aux 17 fonds souverains initialement identifiés dans le rapport « Évaluer les risques » et constaté que seulement neuf d'entre eux avaient déclarées des opérations pour le second trimestre 2008. La valeur de ces opérations était répartie relativement également entre des fonds du Moyen-Orient et des fonds de la région Asie-Pacifique. Les cinq fonds du Moyen-Orient ont réalisé 25 opérations d'une

⁷⁵ Andrea Krull, « Les fonds se concentrent sur l'immobilier au détriment des services financiers », BusinessWire News, 07 octobre 2008.

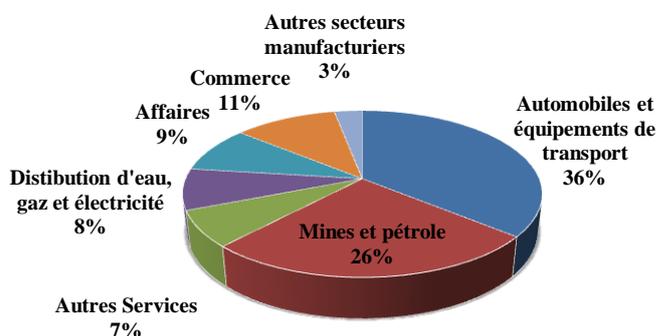
valeur déclarée de 13,5 milliards de dollars au cours du second trimestre 2008, soit 51 pour cent des dépenses totales des fonds souverains pour ce trimestre. Les quatre fonds de la région Asie-Pacifique ont réalisé 20 opérations pour une valeur déclarée de 12,9 milliards de dollars. Les fonds souverains ont aussi connu une reconfiguration et un réaménagement de leur portefeuille d'actifs en désengageant d'un secteur pour investir dans d'autres. (Graphique N°13).

Graphique N°13 Les investissements des fonds souverains entre 2007-2008 et 2009-Mai 2010

- Les IDE des Fonds Souverains (2007-2008)



- Les IDE des fonds souverains (2009- mai 2010)



Source : CNUCED, « rapport mondial sur les investissements étrangers », 2010, pp.15

Certains analystes financiers ont mis le point sur la nouvelle tendance des fonds souverains. William Miracky, l'un des principaux associés de Monitor Group déclara : « Alors que le nombre et la valeur des transactions des fonds souverains pendant les deux

premiers trimestres 2009 ont été les plus faibles depuis plus de cinq ans, dès le 3e trimestre, les fonds souverains ont réaligné leurs stratégies d'investissement sur des objectifs à long terme, en repensant leur façon d'aborder les risques. Nous constatons une évolution dans le comportement des fonds souverains ; par exemple, nous avons vu pour la première fois des fonds investir conjointement afin de partager les risques, tout en maintenant l'exposition au marché pour un éventail de catégories d'actifs et de secteurs, une tendance dont nous pensons qu'elle se poursuivra ».

L'analyse de l'activité des fonds souverains lors du second semestre 2009 a mis en évidence une réapparition des dépenses. Les 3e et 4e trimestres ont représenté 85 % des 113 transactions publiquement annoncées par les fonds souverains durant l'année écoulée, pour 85 % de leur valeur globale de 68,8 milliards de U.S \$.

1.2.2.2) Les changements constatés en 2009

Durant l'année 2009, les secteurs économiques et géographiques qui ont fait l'objet d'investissements des fonds souverains ont changé, accompagnant les réalités économiques mondiales actuelles. Outre les joint-ventures, les fonds souverains ont montré une nette préférence pour les secteurs de l'énergie et des ressources naturelles, ainsi que pour les industries basées sur l'ingénierie ou la technologie, au détriment des secteurs de la finance et de l'immobilier. Les fonds souverains ont également montré une tendance plus grande à investir sur leur marché national en 2009, notamment en début d'année. Toutefois, ils ne se sont pas repliés, et beaucoup ont conservé une prédilection pour les marchés occidentaux, en particulier en Europe, où les fonds ont cherché à tirer avantage d'actifs de grande qualité vendus en dessous de leur valeur.

Principales conclusions et tendances mises en évidence dans le rapport :

* Durant 2009, les fonds présents dans la base de données des transactions des fonds souverains Monitor-FEEM ont réalisé 113 opérations pour une valeur de 68,8 milliards de \$. Cela constitue une nette rupture dans la tendance à la hausse de l'activité des fonds souverains, puisque le nombre comme la valeur des investissements ont enregistré un recul de 40 % par rapport aux chiffres de 2008.

* Les fonds souverains ont investi considérablement moins dans les services financiers en 2009 qu'en 2008, chutant de 49 investissements publiquement annoncés pour une valeur de

81,7 milliards de \$ à juste 28 opérations pour une valeur déclarée de seulement 10,2 milliards. Ils ont également été plus prudents dans leurs acquisitions immobilières, ce pan d'activité diminuant de moitié. En revanche, ils ont cherché à investir dans un éventail plus large de secteurs, les plus manifestes étant l'énergie, les ressources naturelles et les secteurs basés sur l'ingénierie ou la technologie. Cette tendance est très similaire aux modèles qui ont caractérisé le comportement des fonds souverains avant 2005, bien que les secteurs intéressants reflètent les réalités économiques du moment.

* Poursuivant la tendance de 2008, l'Europe est restée le plus gros marché pour les investissements des fonds souverains en termes de valeur enregistrée, malgré la crise financière. Les cibles européennes ont représenté 42,5 % de la valeur des investissements de SWF publiquement annoncés en 2009 (29,2 milliards de \$), soit environ un tiers de la valeur déclarée pour 2008. En outre, les fonds souverains ont investi plus largement en 2009, les investissements en Amérique latine, en Afrique subsaharienne et en Asie hors Pacifique ayant doublé en termes réels, passant à 3 milliards de \$.

* Une nouvelle fois, c'est l'Asie/Pacifique qui a enregistré le plus grand nombre d'investissements (32) en 2009. L'Europe est arrivée en seconde position pour les transactions des fonds souverains (29). Le Moyen Orient et l'Afrique du Nord ont dépassé l'Amérique du Nord en termes de volume d'investissement, avec 21 opérations contre 19, dont la plupart ont été réalisées durant le dernier trimestre de l'année.

* Les fonds les plus actifs ont été la *China Investment Corporation* et la *Government of Singapore Investment Corporation*, avec respectivement 17 et 18 investissements publiquement annoncés. Cependant, le fonds ayant le plus dépensé a été la *Qatar Investment Authority*, qui a opéré 14 investissements publiquement annoncés, pour une valeur de plus de 32 milliards de \$.

*L'activité des fonds souverains a repris durant le second semestre de l'année, les 3e et 4e trimestres représentant 85 % des dépenses publiquement annoncés et les deux tiers du nombre total de transactions.

En conclusion, la crise financière a fragilisé l'ensemble du métier de gérant d'actifs, y compris les fonds souverains. La baisse des encours sous gestion du fait de la conjoncture a montré plus que jamais que le professionnalisme constitue la meilleure protection face à des

conditions de marché très difficiles. Les fonds souverains sortent de la phase d'émergence et entrent dans la phase de maturité, avaient largement procédé à des embauches à partir de 2000 en se dotant d'équipes de plus en plus étoffées et professionnelles. Malgré les déboires de la crise, les fonds souverains en se confrontant à une telle expérience n'ont fait qu'améliorer leur professionnalisation et renforcer leur structure. Par ailleurs, l'allocation globale d'actifs, longtemps dominée par la détention d'obligations souveraines, tend de plus en plus à se normaliser en une allocation à quatre classes : liquidités, actions, obligations et alternatif (produits dérivés).⁷⁶ La tendance va probablement se poursuivre. Le gouvernement de la Norvège, par exemple, envisage de permettre à son fonds souverain (Government Pension Fund) à investir dans le private equity, dont 60 % du fonds seront attribués aux actions. De même pour la Hong Kong Monetary Authority qui augmente son portefeuille de placement, et qui continue de diversifier son allocation d'actifs et envisage d'ajouter son portefeuille de placements, selon Prequin. La Hong Kong Monetary Authority a environ 300 milliards d'actifs.

Section 2 : Configuration stratégique des quelques fonds souverains

La crise financière modifie les rapports de force entre les puissances et les relations entre les pays du monde. Elle oblige à reconsidérer l'architecture internationale et les modes de régulation du capitalisme mondial. Les économies émergentes deviennent également des puissances politiques et militaires. Leur croissance est ralentie, mais demeure positive face à la récession. Pour maintenir un taux de croissance positive, les pays émergents se doivent de gérer efficacement leurs mannes financières en la réinvestissant dans des secteurs porteurs et fortement rentables. Ils doivent aussi garantir à leurs économies un approvisionnement permanent et suffisant pour leur croissance à venir en matières premières et énergétiques. Les fonds souverains se voient généralement attribuer par leurs gouvernements ce genre de responsabilités, ce qui leur confère parfois une configuration spécifique, selon les objectifs et la taille du fonds.

« Jusqu'à présent nous n'avons rien dit de l'Europe ou des États-Unis, parce que le rôle de rééquilibrage mondial est joué par les fonds souverains, qui ont accéléré la transformation économique grâce à des modèles d'investissement qui sont loin de l'ancien modèle « centre-

⁷⁶ ROCCHI Jean-Michel, RUIMY Michel, « Les fonds souverains », *Economica*, 2011, pp124.

périphérie » à un modèle où la périphérie est à l'âge de devenir le centre d'action et vice versa. »⁷⁷

2.1) Les fonds souverains chinois

La Chine détient aujourd'hui un volume de liquidités considérable, le plus important du monde. Un montant qui frôle les 3 200 milliards de dollars (2 425,7 milliards d'euros)⁷⁸ a été ainsi amassé, qui constitue le quart des réserves de change mondiales. La création des fonds souverains s'inscrit dans la démarche d'ouverture de l'économie chinoise sur le monde au cours des trois dernières décennies (1980 : entrée au Fonds Monétaire International et à la Banque Mondiale ; 1986 : adhésion à la Asian Development Bank). Un processus qui s'est accéléré encore à la veille du Troisième millénaire (restitution de Hong-Kong en 1997, de Macao en 1999 et l'adhésion à l'Organisation Mondiale du Commerce en 2001).

2.1.1) China Investment Corporation (CIC)

La CIC a été fondée en 2007 pour investir dans des entreprises étrangères une partie des colossales réserves de change de la Chine. Les avoirs de la CIC se montaient à près de 567.9 milliards de dollars d'après les estimations de mai 2012.⁷⁹ Il s'agit formellement d'une entreprise d'État dont le capital est entièrement contrôlé par le gouvernement chinois. Son siège social est à Pékin (Beijing). La mission qui lui a été confiée du moins tel qu'elle résulte de ses textes statutaires, est, elle-même très explicite : « réaliser des investissements de long terme qui maximisent le profit financier avec une prise de risque contrôlée ».⁸⁰ Ce fonds souverain, en vue de son importance, apparaît au même niveau dans la hiérarchie des institutions financières de Chine que la Banque Centrale. Afin d'atteindre les objectifs tracés par le gouvernement chinois, la CIC dispose d'une forme d'organisation très sophistiquée afin de mieux gérer les risques et atteindre en l'occurrence un niveau de performance élevé.

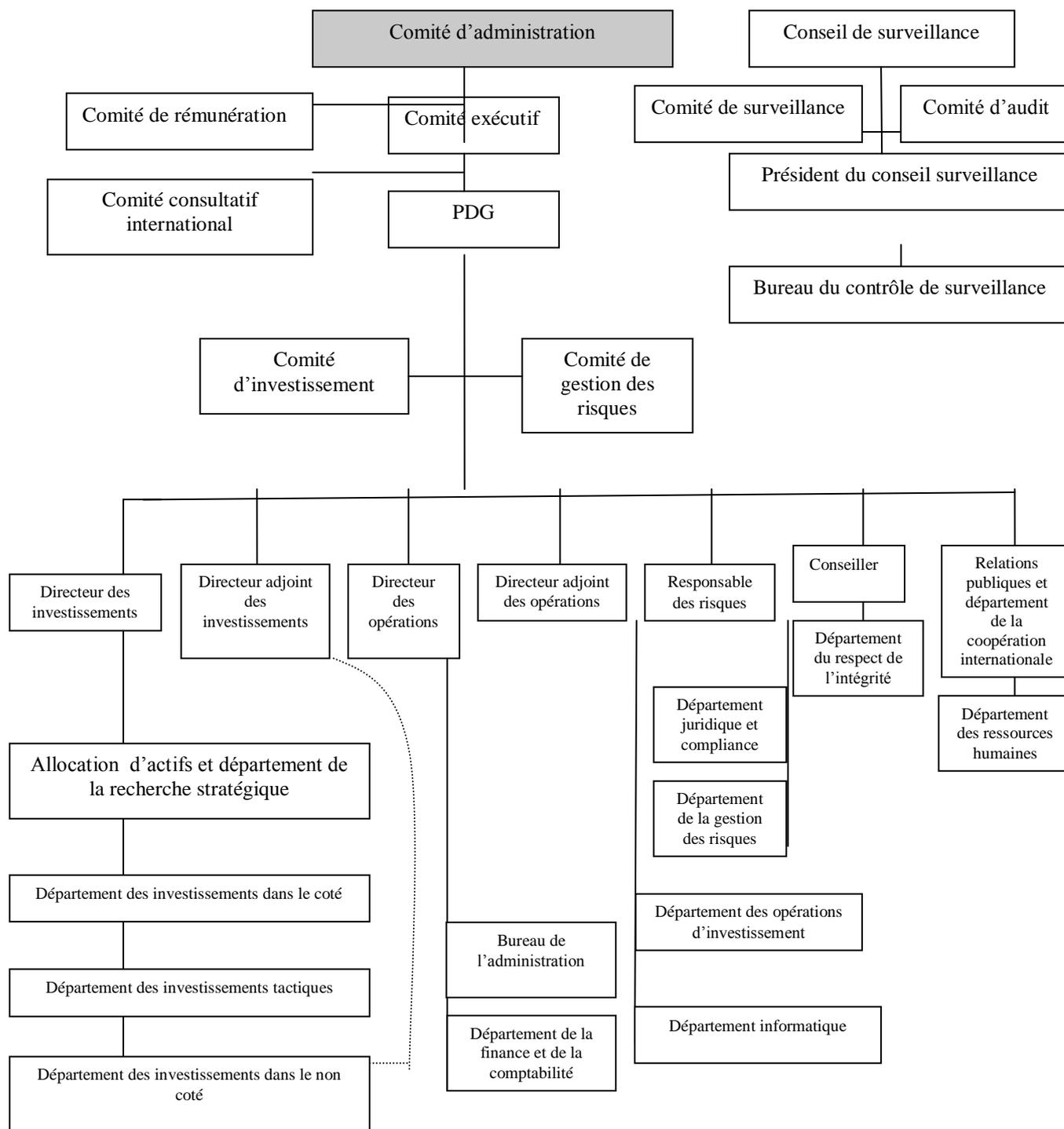
⁷⁷ Javier Santiso, "Sovereign Funds Are Helping Strike A New World Economic Balance", ESADEgeo, July 2011, pp. 4

⁷⁸ Quotidien le Monde, Le Monde international, « Le fonds souverain chinois doté de 30 milliards de dollars pour investir en Europe », 05/03/2012.

⁷⁹ www.swfinstitute.org/fund-rankings/

⁸⁰ RAPP Lucien, « Ces fonds que l'on dit souverains, fonds d'État et souverainetés financières », Vuibert, 2011, pp.84

Figure N°4 : Organigramme du fonds souverain chinois (CIC : China Investment Corporation)



Source : ROCCHI Jean-Michel, RUIMY Michel, « les fonds souverains », Economica, 2011, pp.115

Le fonds CIC a été initialement doté de 200 milliards de dollars qui résultent précisément d'une émission d'obligations spéciales de CIC, initiative lancée par le premier ministre chinois des finances et entièrement souscrite par la People's Bank of China.

Autrement dit, le fonds CIC ne disposait pas de capital au début de ses activités, mais des titres d'emprunt.⁸¹

2.1.1.1) Relation entre le fonds souverain chinois CIC et la People's Bank of China (Banque populaire de Chine)

Le remboursement de l'emprunt obligataire du fonds CIC auprès de la banque populaire de Chine devait logiquement être accompagné d'un taux intérêt, or on ne retrouve le versement d'un intérêt pour la banque populaire de Chine qu'en mois de février 2008, pour un montant de 12 Milliards de Yuans (environ 1.6 milliard de dollars).⁸² Le fonds souverains chinois CIC a donc bénéficié dès les premiers mois de son fonctionnement d'un avantage financier non négligeable en étant dispensé de payer les intérêts. Donc l'intérêt de ce fonds est de rechercher un résultat immédiat. Le fonds CIC a conclu le mois d'août 2009 un accord avec le ministère des finances chinois, par lequel les 200 milliards de dollars qui lui ont été consentis initialement seraient traités comme un actif et non comme une dette.⁸³

2.1.1.2) Stratégie d'investissement du Fonds souverain CIC

Les objectifs stratégiques du fonds souverain CIC, du moins tels qu'ils résultent de la position officielle du fonds d'État autant que de celle de ses autorités de tutelle, sont explicites ; dans ses opérations, aussi bien celles réalisées sur le territoire chinois que celles conduites à l'extérieur de ses frontières. Le fonds n'est mû que par des considérations économiques et financières, sur lesquelles il fonde sa stratégie d'investissement.

2.1.1.3) Investissements spéciaux et investissements tactiques

Le fonds souverain chinois n'a pas une stratégie d'investissement circonscrite, ni du point de vue des régions, des secteurs d'activité ou même des classes d'actifs. CIC investit aussi bien les marchés des actions que dans les produits de taux et de change, et même encore dans les actifs alternatifs (private equity, hedge funds, immobilier). (Graphique 14)

⁸¹ RAPP Lucien, « Ces fonds que l'on dit souverains, fonds d'État et souverainetés financières », Vuibert, 2011, pp.85

⁸² Li Liming, « Day of Rackoning for China's Sovereign Fund », Economic Observer, 31 janvier 2008

⁸³ RAPP Lucien, Op.cit, pp.85

L'initiative prise par les dirigeants du fonds souverain chinois (CIC), au mois d'avril 2009, de modifier l'organisation initiale de son portefeuille par classe d'actifs, en lui substituant une division plus opaque en investissements tactiques, *public markets* et *private markets*. Pour se faire, le fonds CIC a dû externaliser une partie de son portefeuille à des gestionnaires extérieurs. Par conséquent et suite à un appel d'offres lancé par CIC, 25 gestionnaires ont été acceptés sur les 400 qui ont répondu à l'appel d'offres et se voient attribuer à chacun d'entre eux un montant qui peut excéder les 400 millions de Livres sterling.⁸⁴

2.1.1.4) Répartition d'actifs du fonds souverain CIC

i) Répartition par classes d'actifs

Du montant initialement versé à CIC, 80 milliards ont été orienté vers des investissements internationaux et le reste, soit 120 milliards de dollars, ont été utilisé dans des investissements nationaux, pour une large part, en vue de la restructuration des institutions financières chinoises⁸⁵ :

- Un mois après sa création, le fonds CIC acquiert Central Huijin pour 67 milliards de dollars ;⁸⁶
- elle a pris des participations de 50 % dans deux banques domestiques : Agriculture Bank of China et China Development Bank pour 65 milliards de dollars.⁸⁷

Autre rôle important de fonds CIC pour la Chine, il sécurise l'approvisionnement de la Chine en matières premières en investissant au Gabon, au Soudan, en Angola, au Nigeria, au Congo et dans les pays africains détenteurs de pétrole.⁸⁸

⁸⁴ RAPP Lucien, « Ces fonds que l'on dit souverains, fonds d'État et souverainetés financières », Vuibert, 2011, pp.93

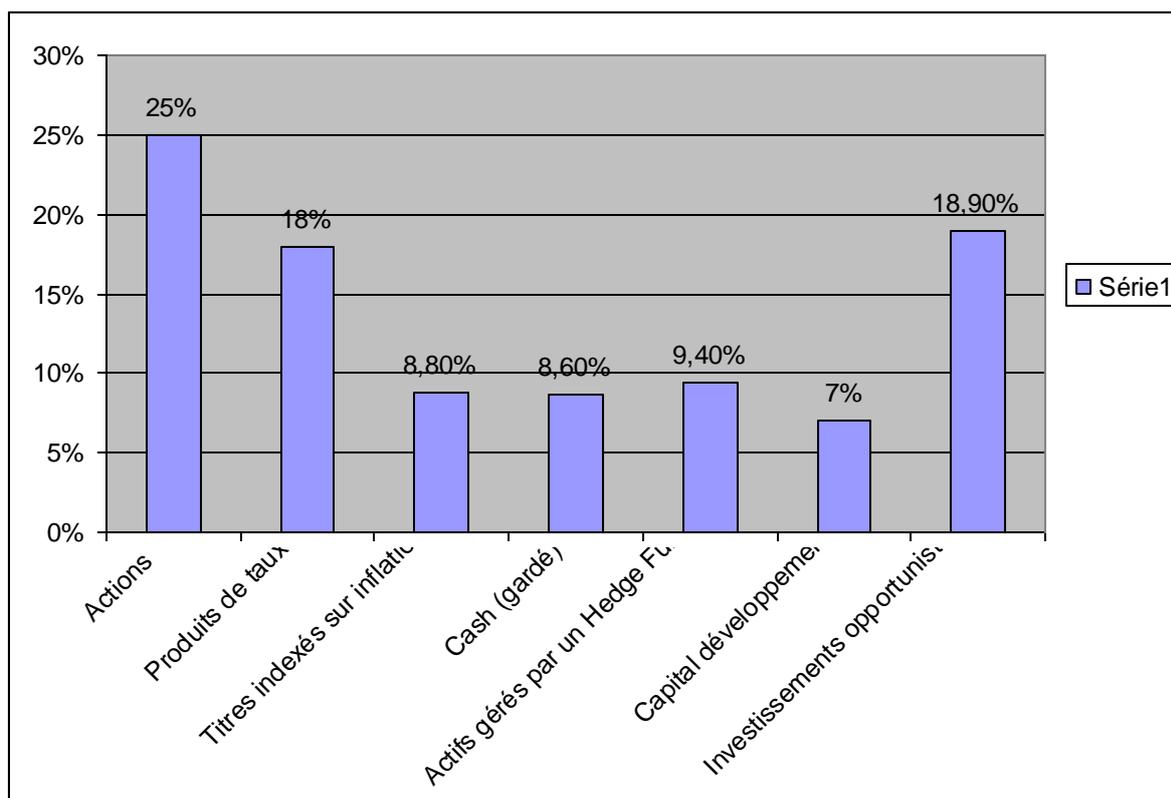
⁸⁵ Syetarn Hansakul, Steffen Dyck, Steffen Kern, « China's Financial Markets, A Future Global Force ? », Deutch Bank Research , Mars 2010, pp.39

⁸⁶ ROCCHI Jean-Michel, RUI MY Michel, « les fonds souverains », Economica, 2011, pp.210

⁸⁷ Syetarn Hansakul, Steffen Dyck, Steffen Kern, op.cit, pp.35

⁸⁸ ROCCHI Jean-Michel, RUI MY Michel, op.cit, pp.210

Graphique N°14: Mode d'investissement et allocation d'actifs du fonds souverain chinois CIC



Source : Le quotidien La Tribune du 10 juin 2010, « La valeur de marché du fonds souverain chinois CIC a plongé de 10 % depuis mai », rapportant les déclarations de Jesse Wang, le vice-président du fonds souverain (CIC).

En 2010, 25 % des actifs de *China Investment Corp* sont investis en actions, 18 % en produits de taux et 8,8 % en titres indexés sur l'inflation. **CIC** garde 8,6 % de cash, 9,4 % de ses actifs sont gérés par un hedge fund, 7 % servent à investir dans le capital développement, et 18,9 % sont réservés à des investissements opportunistes, indiquait Jesse Wang.

ii) Répartition par zones géographiques et par secteur

Le fonds souverain CIC affiche sa présence sur tous les continents et selon les déclarations PDG une ventilation géographique du portefeuille boursier : Amérique du Nord (42 %), Asie (30 %), Europe (22 %) ventilation sectorielle finance (17 %), énergie (13 %), matériaux de base (12 %), technologies de l'information (10 %) Participations stratégiques significatives (24 %), placements diversifiés (76 %).

2.1.1.5) Modèle d'administration du fonds souverain CIC

i) Le conseil d'administration et conseil des affaires de l'État

Le conseil d'administration du fonds d'État CIC agit sur la base des objectifs et de la ligne politique générale fixée par le conseil des affaires de l'État, organe exécutif central de l'État chinois, auquel il rapporte directement. Dans la hiérarchie des institutions chinoises, le conseil des affaires d'État est placé à côté du Président de la République Populaire et du Parlement chinois.⁸⁹

ii) Le pourquoi d'un Comité de Conseillers Internationaux

Le fonds CIC est dirigé par le conseil d'administration, un conseil de surveillance et un comité exécutif. Le fonds est également conseillé par un comité de conseillers internationaux, installé au mois de juillet 2009. C'est sur la base des objectifs et des lignes de politique générale fixés par le conseil des affaires de l'État que le conseil d'administration de CIC définit la stratégie d'investissement du fonds d'État et fixe ses directives opérationnelles. Il rapporte régulièrement au conseil des affaires de l'État.

Le fonds souverain CIC est géré par des hauts fonctionnaires et dignitaires du régime, en dépit de l'exercice de fonctions éminentes dans le secteur financier, les dirigeants de CIC n'ont pas une grande expérience des marchés internationaux. Ce qui permet de comprendre les initiatives prises, au mois de juillet 2009, pour tenter de combler ce qui pourrait constituer une lacune grave et un inconvénient majeur dans la gestion des opérations du fonds chinois. Deux initiatives ont été prises dans ce sens :⁹⁰

- 1) Doter CIC d'un comité de conseillers internationaux, recrutés pour leur connaissance du monde des affaires internationales. Il est composé de treize personnalités de haut niveau, aux origines diverses, dont cinq Chinois. Il est articulé en trois secteurs géographiques : l'Asie, l'Amérique et l'Europe.

⁸⁹ RAPP Lucien, « ces fonds que l'on dit souverains, fonds et souverainetés financières », Vuibert, 2011, pp.89.

⁹⁰ Idem, pp.90-91

- **Les dirigeants originaires d'Asie :**

- l'ancien vice-président du conseil des affaires de l'État ;
- président du China Center for International Economic Exchange ;
- un ancien secrétaire au commerce et au développement économique de Hong-Kong ;
- le président de Tokyo Stock Exchange, également ancien P-DG de TOSHIBA ;
- un professeur d'économie à Tsinghua et à l'UC Berkeley
- et enfin, le conseiller en chef de la commission chinoise.

- **Les dirigeants originaires d'Amérique:**

- il s'est attaché les services d'un ancien ministre des affaires étrangères, du commerce et de l'industrie du CANADA ;
- du président de BM&F BOVESPA ;
- d'un ancien président de la banque centrale du Brésil ;
- du président de Nasdaq stock Market LLC ;
- d'un professeur à COLUMBIA ;
- et ceux du président du comité des conseillers internationaux, ancien président de la Banque Mondiale (J.L. Wolfensohn).

- **Les dirigeants originaires d'Europe :**

- l'ancien directeur général de la Norges Bank Investment Management ;
- un français conseiller de BNP Paribas ;
- l'ancien président de la banque de reconstruction et de développement ;
- ainsi que l'ancien chef économiste de la Banque Mondiale, professeur à la LES (Lord Nicholas H. Stern).

2) La deuxième initiative est le lancement d'une compagnie internationale de recrutement de managers de fonds et financiers, relayée par le *Wall Street Journal et Financial Times*. Le fonds CIC et les fonds du Moyen-Orient cherchent à attirer les compétences de Wall Street mises à mal par la crise des *subprimes*.⁹¹

⁹¹ RAPP Lucien, « Ces fonds que l'on dit souverains, fonds et souverainetés financières », Vuibert, 2011, pp.92

2.1.2) Le fonds souverain CIC un acteur financier au service de la stratégie d'investissement chinoise

La création du fonds CIC par le gouvernement chinois recèle des objectifs audacieux qui peuvent répondre à une situation financière si contraignante pour la Chine et qui suscite des inquiétudes pour son gouvernement qui détenait plus de 700 milliards de bons de trésor américains (en 2007) qui représente un coût d'opportunité important pour la Chine et quelle ne semble pas désireuse de supporter.⁹² Doute émis officiellement sur la pérennité du dollar américain comme monnaie d'échange ou de référence internationale. En plus de la rentabilité plus faible et des risques macro-économiques plus élevés. La Chine par le biais de cette initiative affiche sa préférence pour des investissements (placements) plus économiques et moins financiers.

Des considérations de politique monétaire peuvent aussi expliquer l'inflexion de la Chine quant à l'emploi de leurs réserves de change. Plusieurs années de stérilisation des achats des réserves par la banque centrale ont provoqué un amas de liquidité sur le territoire chinois, qui peut constituer, à terme, un important facteur de désordre.⁹³

2.1.2.1) L'acquisition stratégique par CIC de *Central Huijin*

La première opération faite par le fonds CIC est en réalité un transfert de portefeuille, il s'agit de l'acquisition de la société Holding Central Huijin Investment Ltd pour la somme de 67 milliards de dollars auprès de la banque centrale, la People's Bank of China. Une opération d'autant plus déterminante que le portefeuille de Central Huijing était constitué de nombreuses participations financières : (Tableau N°8)

⁹² RAPP Lucien, op.cit, pp.82-83.

⁹³ Idem

Tableau N°8 : Les établissements contrôlés par le Central Huijin

institution	Prise de participation	Rang
Bank Of China	67,6 % ⁹⁴ (100Mds USD)	26 ^e capitalisation mondiale
China Construction Bank	57 % (100Mds USD environ)	20 ^e capitalisation mondiale
Agriculture Bank of China	49%	//
Industrial and Commercial Bank Of China	35,43% ⁹⁵ (95Mds USD)	6 ^e capitalisation Mondiale
China Jian Yin Investment	100%	//
China Everbright Bank	71%	//
China Galaxy Securities Company	78,5%	//
Guoyai Juhan Securities	21,8%	//
China Reinsurance Group Corporation	85%	//
New China Life Insurance	38% (44Mds USD) ⁹⁶	5 ^e capitalisation mondiale

Source : RAPP Lucien, « ces fonds que l'on dit souverains, fonds et souverainetés financières », Vuibert, 2011, pp.82

Central Huijin détient et contrôle une dizaine de banques chinoises dont le fonctionnement est essentiel à l'activité économique du pays. Certaines, par leur taille autant que par la valeur de leurs actifs. La Holding Center Huijin lors de son acquisition avait en son actif plus 350 milliards de dollars, ce qui confère à CIC la même valeur de marché. Cet investissement offre au fonds souverain CIC une trame d'institutions financières contrôlant la majeure partie des banques publiques chinoises. Ce qui augment considérablement la force financière de ce fonds et lui permet en tant qu'actionnaire majoritaire de dicter la démarche financière d'investissement. La figure N°5 démontre l'importance de l'acquisition de la

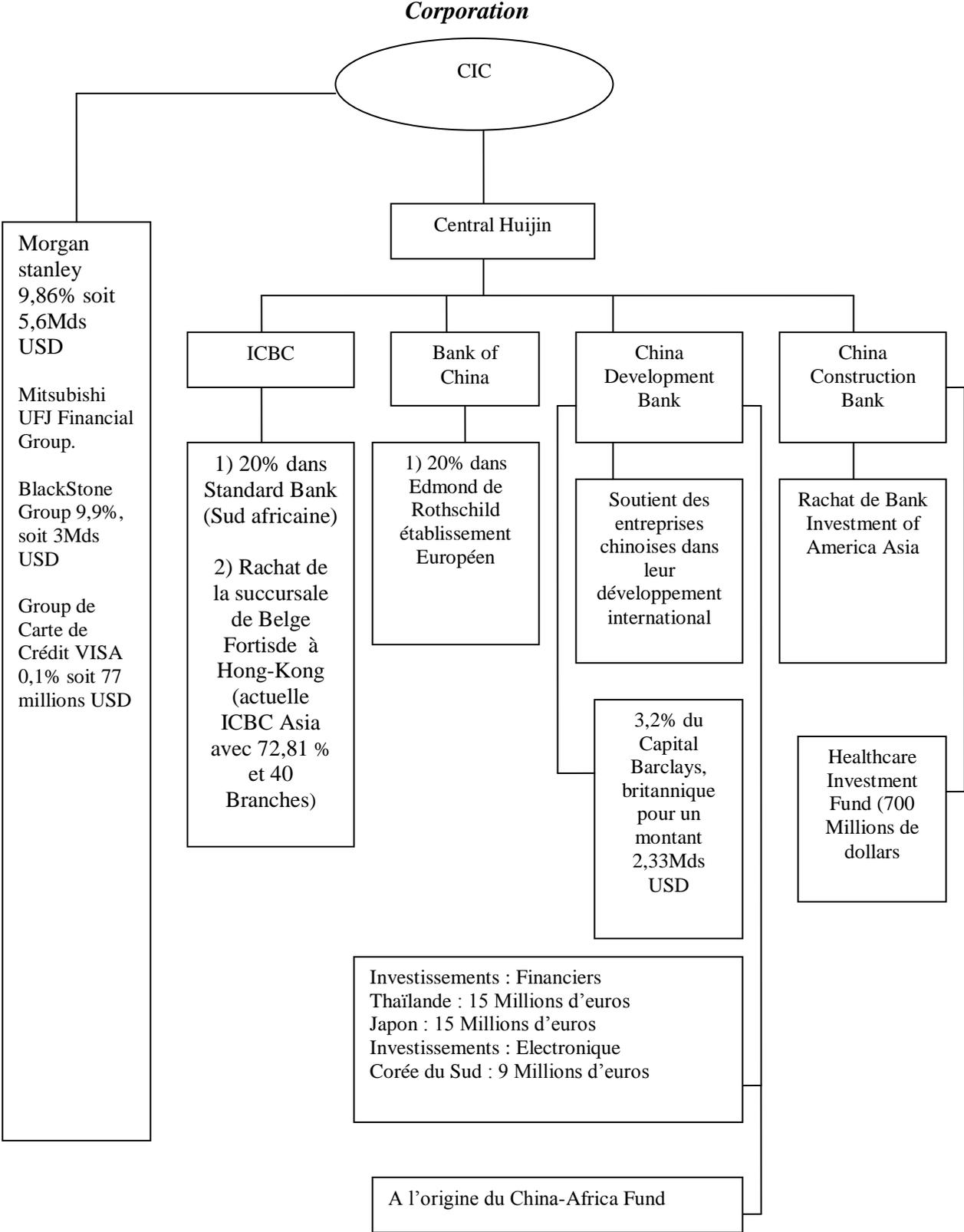
⁹⁴ AGEFI Quotidien, « Pékin renforce sa présence au capital des banques », 6 janvier 2012.

⁹⁵ Idem

⁹⁶ Reuters, « New China Life veut lever \$2,5 mds à Shanghai et Hong Kong », Les Échos Bourse, 14 novembre 2011

Holding Center Huijin et la place qu’offre cette opération au fonds souverain CIC au sein du marché financier chinois.

Figure N°5 : Le réseau d’investissement du *China Investment Corporation*



Source : Adapté des données recueillies dans l’ouvrage de RAPP Lucien, « ces fonds que

l'on dit souverains, fonds et souverainetés financières », Vuibert, 2011, pp 97-98

Ces investissements mondiaux donnent un aperçu de la puissance financière considérable du fonds d'État chinois. En raison de l'état des informations disponibles, une question se pose sur l'influence réelle du CIC sur les établissements financiers nationaux détenus par Central Huijin et, par conséquent, sur le degré d'autonomie de ces derniers.⁹⁷

2.1.2.2) Investissement dans les ressources naturelles

Les autorités chinoises ont pris conscience du caractère stratégique des ressources énergétiques au milieu des années 1990, lorsque la Chine est devenue importatrice nette de pétrole. Les investissements consacrés à l'exploitation de nouveaux gisements de gaz et de pétrole ont fortement augmenté depuis lors.

i) Tendances et perspectives de consommation et de production de la Chine

Une réforme opérée en 2003 a abouti à une réorganisation du secteur autour de trois grandes compagnies contrôlées par l'État : CNPC qui exploite traditionnellement les gisements *onshore*, et la SINOPEC spécialisée dans le secteur de la pétrochimie, et qui développe aujourd'hui des activités dans le secteur amont de l'exploration et de la production. Enfin, la CNOOC a été chargée du développement des réserves *offshore* en mer de Chine du Nord et en mer de Chine du Sud. Ces trois grandes entreprises ont été autorisées à s'internationaliser à travers l'acquisition d'entreprises étrangères et des participations dans différents projets.⁹⁸

Cependant, l'intérêt que porte la Chine aux ressources naturelles est plus que stratégique, mais vital. « Si les Chinois étaient aujourd'hui équipés en voitures comme le sont les Européens, ils posséderaient 700 millions de voitures et leur consommation annuelle de carburant serait égale à la totalité de la production de pétrole du Moyen-Orient (60% de la

⁹⁷ RAPP Lucien, « ces fonds que l'on dit souverains, fonds et souverainetés financières », Vuibert, 2011, pp 96

⁹⁸ KATEB Alexandre, « Les nouvelles puissances mondiales. Pourquoi les BRIC changent le monde », ellipses, 2011, pp.147

production mondiale).⁹⁹

Le mix énergétique chinois résulte d'une volonté politique de préserver l'indépendance nationale. Le charbon représente 60% de la consommation primaire, chiffre qui devait rester élevé en raison de l'abondance des ressources locales (deuxième volume de niveau mondial). Le pétrole représente quant à lui 19% du mix énergétique et la biomasse représente 13%, malgré les progrès de l'électricité¹⁰⁰. A l'horizon 2030 selon les prévisions de l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE), la Chine est appelée à devenir importatrice nette de premier rang avec :¹⁰¹

- 13 millions de Barils par jour de pétrole ;
- 128 millions de mètres cubes de gaz naturel ;
- et 95 millions de tonnes de charbon.

Ceci témoigne de l'importance d'une sécurité énergétique pour la République Populaire de Chine afin de garantir ses besoins en énergie, intégrité et sécurité.

ii) Investissements de CIC dans les matières premières :

Dans le domaine pétrolier le fonds souverain chinois a fait plusieurs investissements. Selon un communiqué de la *China Investment Corporation (CIC)*, le jeudi, CIC prendra une participation de 45 pour cent dans le groupe russe de pétrole Nobel. Parmi les 300 millions de dollars américains investis dans l'huile Nobel par CIC, 100 millions ont été utilisés pour l'acquisition d'actions, 50 millions d'euros pour les frais d'exploitation quotidiens de champs pétrolifères.¹⁰²

Puis, elle a acquis des parts d'entreprises pour un montant de 300 millions de dollars investis en deux phases dans le groupe russe Nobel Oil. Dans un premier temps, 150 millions dollars ont été versés pour acquérir 45% de Nobel Oil Group et assurer ses dépenses opérationnelles. Dans neuf mois, la CIC rajoutera 150 millions de dollars pour l'achat de réserves de pétrole et de gaz (150 millions de barils). Les filiales de la CIC, parfois créées pour l'occasion,

⁹⁹ Chevalier Jean-Marie, « les Nouveaux Défis de l'énergie. Climat-Économie- Géopolitique », Economica, Paris, 2009, pp.1-2.

¹⁰⁰ CHEVALIER Jean-Marie, « Les nouveaux défis de l'énergie. Climat-Economie-Géopolitique » 1^e édition, Economica, Paris, 2011, pp.65

¹⁰¹ Rapport de l'AIE, "World Energy Outlook", novembre 2009.

¹⁰² People Daily online, « China takes 45% stake in Russia Nobel Oil group », October 16, 2009.

sont mises à contribution.¹⁰³

Tableau N°9 : les prises de participation par CIC dans le secteur de l'énergie et des matières premières

	Établissement	Participation	Origine
Juillet 2009	Teck ressources Ltd (CANADA)	100 M d'actions soit 17,2 de son capital 6,7 droits de vote	Grande compagnie minière CANADA
Janvier 2009 Co-investissement avec Hunan Valin Iron and steel Group	Fortescue Metals Group	17,55% de son capital	Groupe minier australien
Octobre 2009	850M USD soit 15% de capital	Nobel Oil Group	Société de négoce de matières premières basée à Hong-Kong et cotée à Singapour
28 octobre 2009	700 millions de dollars	Iron Mining International Ltd	Groupe minier à Hong-kong, exploitations en Mongolie
Octobre 2009	500 Millions de dollars	<i>South Gobi Energy Resources Limited</i>	compagnie cotée qui se consacre à la prospection et à l'exploitation du charbon. ¹⁰⁴

Source : hec eurasia institute

La filiale de la CIC, *Fullbloom Investment Corporation* a aussi acheté 11% d'une compagnie pétrolière et gazière du Kazakhstan, *JSC Kaz Munai Gas Exploration Production*, pour 939 millions de dollars. Toujours dans la foulée, une autre filiale de la CIC, *Country*

¹⁰³ HEC eurasia intitit, « le fonds souverain chinois est de retour », octobre 2009, pp.2

¹⁰⁴ Investissement réalisé par le biais de sa filiale *Fullbloom Investment Corporation*.

Forest Ltd, a racheté pour 1,9 milliard de dollars de dettes du plus important producteur de charbon indonésien, PT Bumi Resources. La CIC a également des vues sur de grands acteurs de l'énergie, à commencer par l'américain AES Corp, constructeur de centrales électriques, ou encore le groupe nucléaire français Areva. Depuis l'été 2009, les rumeurs vont bon train sur une éventuelle participation de la CIC au capital d'Areva. Une seule chose est sûre : la chasse aux actifs stratégiques est ouverte.¹⁰⁵ CIC renforce son partenariat avec GDF-Suez qui s'est déjà traduit par une prise de participation de 30 % dans la filiale d'exploration et production.¹⁰⁶

2.1.2.3) Co-investissement et partenariat financier

« L'un des axes stratégiques du fonds CIC est celui des opérations de co-investissement avec d'autres établissements financiers, nationaux ou étrangers, quand il ne s'agit pas de fonds d'État des autres pays ». ¹⁰⁷

Le fonds CIC a lancé, en collaboration avec le gérant américain *Blackrock*, un véhicule d'investissement de plusieurs milliards de dollars. Cette collaboration a pour objectif d'investir dans des sociétés étrangères dont l'activité ou la technologie sont jugées importantes pour la Chine, avec aussi l'ambition de faire bénéficier à son pays de transfert de savoir-faire. Le choix du gestionnaire américain comme partenaire n'est pas non plus anodin, CIC détenant une participation au sein de ce dernier depuis 2007.¹⁰⁸

Le fonds souverain chinois CIC entend tirer parti pour sa propre gestion de ces participations dans la finance. Autres formes possibles d'acquisition de savoir-faire : partenariats, coentreprises, ou recrutements d'équipes de professionnels de la City ou de New York. C'est ainsi qu'au mois de mars 2008, la CIC a investi, à hauteur de 80% dans un fonds de quelque 4 milliards de dollars aux côtés de la firme de *private equity* *JC Floxers*, qui devrait en assurer la gestion. La CIC a aussi en ligne de mire un projet de co-investissement en *private equity* avec le fonds singapourien GIC et la firme de *private equity* *KKR* au sein de

¹⁰⁵ HEC eurasia intitit, op.cit, pp.2

¹⁰⁶ FIGARO ECONOMIE, Gérard Mestrallet : « C'est d'abord le gaz naturel qui permettra de compenser le ralentissement actuel du nucléaire », 30 décembre 2011.

¹⁰⁷ Rapp Lucien, « Ces fonds que l'on dit souverains. Fonds d'État et souverainetés financières », Vuibert, 2011, pp.98.

¹⁰⁸ AIT-KACIMI Nessim, « Les ambitions grandissantes du fonds souverain chinois CIC », Les Échos, 27 avril 2012

la société financière chinoise *Far Eastern Leasing*, en se partageant 30% de la société actuellement détenue par la société chinoise *Sino Chem Group Corp* pour un investissement total de 300 à 450 millions de dollars américains.¹⁰⁹

La CIC n'en reste pas là, elle s'associe à la banque australienne *Macquarie Bank* au mois de juin 2009, à hauteur de 200 millions de dollars australiens, cette dernière est l'un des plus importants groupes immobiliers en Australie. Au mois de juillet de la même année, la CIC a pris le contrôle de 40% de *CITIC Capital Holding Ltd* (via *Central Huijin*), qui est une firme d'investissement de Hong Kong, détenue par deux filiales de *CITIC Group*, qui est le plus gros conglomérat financier de Chine.¹¹⁰

Enfin, « Pékin demande beaucoup à ce fonds. À la fois de dégager du rendement sur ses investissements et d'assurer au pays un accès sécurisé aux ressources (matières premières) dont il a besoin pour son développement. Durant ses trois premières années d'existence, le fonds a investi de façon majoritaire dans l'énergie, ou l'industrie extractive. Il avait justifié à l'époque ces opérations comme une forme de couverture contre les pressions inflationnistes, mais la concentration sectorielle de ces placements significatifs (de 15 % à 20 % du capital), souvent associée aux investissements d'autres entreprises d'État chinoises, suggère qu'ils aient obéi à des considérations stratégiques dans l'intérêt supérieur du pays », explique *Ashby Monk*, chercheur à l'université *Stanford* et spécialiste des fonds souverains.

Ce dernier classe la CIC dans la catégorie des fonds productivistes, ceux dont la logique d'investissement est au service du renforcement de la souveraineté de leur pays. Ils ne doivent pas seulement maximiser le rendement de leurs investissements, mais aussi assurer les perspectives de croissance de leur unique actionnaire, leur État. Emblématique du nouveau statut de superpuissance de la Chine, le fonds CIC sera jugé à l'aune de ces deux critères.

2.1.3) State Administration of Foreign Exchange

C'est le plus ancien fonds créé par la Chine, la SAFE est créée le 02 juin 1997. En liaison étroite avec la *People's Bank of China*, cet organisme est en charge de la gestion des réserves de changes, essentiellement à des fins de politique monétaire, de politique de balance des paiements et des taux de change de la Banque Populaire de Chine. SAFE n'est pas proprement un fonds d'État. Elle n'en possède pas les caractères statutaires.

¹⁰⁹ Rapp Lucien, « Ces fonds que l'on dit souverains. Fonds d'État et souverainetés financières », Vuibert, 2011, pp.98

¹¹⁰ Idem.

Le gouverneur de la banque centrale de Chine a déclaré dans ce sens que les réserves de change de la Chine ne peuvent être considérées comme un fonds d'investissement. La SAFE exerce toutefois les fonctions d'un fonds d'investissement et cultive le goût du secret, ce qui la rend peu transparente en matière d'information sur ses opérations.¹¹¹ Cette administration possède de nombreuses succursales en Chine et des filiales à l'étranger, notamment à Londres, à Singapour, à New York et à Hong Kong.

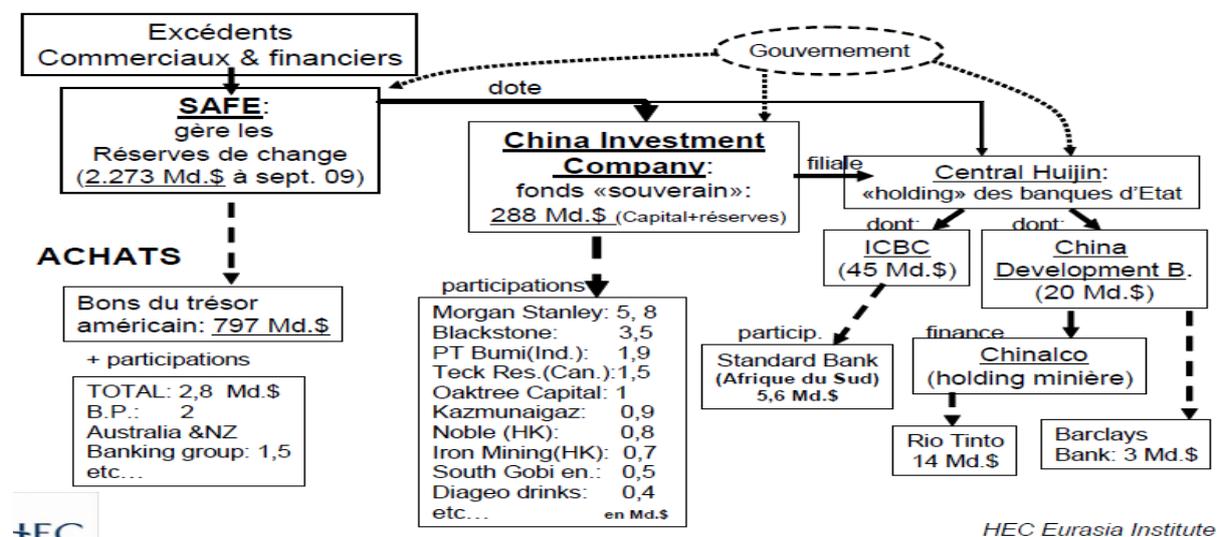
2.1.3.1) SAFE investisseur institutionnel

La SAFE a pour vocation d'investir à l'international. En plus des investissements purement monétaires, ce fonds investit aussi dans d'autres secteurs, tels que ; les ressources naturelles, la finance, les assurances, l'agroalimentaire.

2.1.3.2) Les liens étroits entre CIC, la SAFE et le gouvernement chinois

La *State Administration of Foreign Exchange* (SAFE) est chargée de gérer les immenses réserves de change (2 273 milliards de dollars en septembre 2009) qu'elle a pris soin de convertir en actifs liquides et peu risqués comme les bons du Trésor américains (800 milliards de dollars en septembre 2009).¹¹² Début 2007, la SAFE diversifie en douce ses investissements en achetant, par l'intermédiaire de sa filiale hongkongaise la *SAFE Investment Company*, des participations minoritaires dans de grands groupes internationaux.

Figure N°6 : Les liens étroits entre CIC et SAFE et le gouvernement chinois



Source : HEC eurasia intitut, « le fonds souverain chinois est de retour », octobre 2009, pp4.

¹¹¹ Rapp Lucien, op.cit, pp.100

¹¹² HEC eurasia intitut, « le fonds souverain chinois est de retour », octobre 2009, pp.2

La *SAFE Investment Company* investit une centaine de milliards de dollars à l'étranger et en gère 200 autres ; Safe détient des participations dans plusieurs compagnies pétrolières, à savoir, British Petroleum (BP) 1% en 2008 pour un montant de 1,24 milliard d'euros¹¹³, 1% Royal Dutch Shell, Total 1.6% de son capital en 2008 et qui a atteint 2% en 2012¹¹⁴. Rio Tinto, BC group, BHP Billiton, Tesco, Cadbury, Texas Pacific Group, ainsi que des participations dans de grandes banques australiennes.¹¹⁵

Tableau N°10 : Prises de participation du State Administration of Foreign Exchange

Énergie	Montant	Participation %
Total	1,88 Mds €	1,6%(2008), 2%(2012)
British Petroleum (BP)	1,24Mds €	1%
Royal Dutch Shell	//	1%
BG Group (fournisseur de gaz britannique)	//	0,7%
Finance		
Australia and New Zealand Bank Group	120 millions €	1%
Commonwealth Bank of Australia	120 millions €	0,3%
Aviva Assureur britannique)		1%
Barcalys		Environ 1%
Royal Bank ok Scotland		Environ 1%

Source : ROCCHI Jean-Michel, RUIMY Michel, « les fonds souverains », *Economica*, pp.211

Sur le plan financier, SAFE en dépit de l'immense responsabilité de gérer les réserves de change de la République Populaire de Chine, elle ne se retient pas de prendre des

¹¹³ WARDE Ibrahim, « les fonds souverains au chevet des multinationales », *Le Monde diplomatique*, mai 2008

¹¹⁴ Agence Française de Presse (AFP), « Le Qatar a pris 2% de Total, devient l'un des principaux actionnaires », 14mars 2012

¹¹⁵ ROCCHI Jean-Michel, RUIMY Michel, « les fonds souverains », *Economica*, 2011, pp.210

participations et d'investir dans des produits hautement liquides et parfois sans contrôle, comportement sujet de sanction dans une démocratie, ce ne fut pas le cas de la SAFE qui a fait l'expérience d'un investissement qui s'est avéré désastreux, au sein de la firme de private equity Texas Pacific Group (TPG). Ce fonds de private equity a réinvesti une partie des fonds qui lui ont été alloués par la SAFE dans la banque américaine Washington Mutual elle-même prise par la bourrasque financière suite à la décision du gouvernement d'abandonner Lehman Brothers, le 15 septembre 2008.¹¹⁶

En termes de transparence, la SAFE est loin derrière le fonds CIC qui lui sert de couverture, selon certains analystes. Et en terme de puissance financière, la SAFE largement plus dotée que CIC et dispose d'une force de frappe et un pouvoir de contrôle énorme sur le marché financier chinois. Néanmoins, les deux fonds se livrent une forte concurrence afin d'atteindre les différents objectifs tracés par le gouvernement chinois et par conséquent, atteindre des niveaux d'efficacité et d'efficience satisfaisants.

2.2) Les fonds souverains de l'émirat d'Abu Dhabi

Abu Dhabi est le plus important des sept émirats composant la Fédération des Émirats Arabes Unis (EAU). Chaque émirat exerce son pouvoir souverain sur toutes les questions qui n'entrent pas dans les attributions du gouvernement fédéral et, notamment, sur ses ressources naturelles. Abu Dhabi possède 9 % des réserves mondiales de pétrole et près de 5% de celles des gaz. Il est la clé de voûte politique, économique et militaire de la Fédération et représente plus de la moitié de son PIB.¹¹⁷

Abu Dhabi a connu une croissance économique spectaculaire au cours des dernières années avec un triplement de sa richesse nationale en moins d'une décennie. Sa situation budgétaire se caractérise par des excédents spectaculaires, une absence totale de dette publique et une forte inflation.¹¹⁸ Il apparaît comme le pays le plus avancé de la région dans le processus de diversification de son économie : les services se développent, tandis que le secteur des

¹¹⁶ Rapp Lucien, « Ces fonds que l'on dit souverains. Fonds d'État et souverainetés financières », Vuibert, 2001, pp.102.

¹¹⁷ BERTIN DELACOUR Caroline, « Les fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale », Eyrolles, 2009c, pp.186

¹¹⁸ Idem.

hydrocarbures décroît. Le chiffrage de cette manne financière est toutefois délicat en raison de la confidentialité des montants et de la perméabilité entre les avoirs de la banque centrale, des fonds souverains, de certaines personnes à titre privé et de structures *ad hoc*. Abu Dhabi est doté de plusieurs fonds souverains, dont ADIA, Mubadala et ATIC.¹¹⁹

2.2.1) Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)

Ce fonds est créé en 1976 pour succéder au Financial Investment Board créé en 1967, qui était une émanation du ministère des Finances d'Abu Dhabi. Décision qui sépara ADIA du gouvernement d'Abu Dhabi comme un organisme indépendant, donnant naissance aux départements suivants: Actions et Obligations, Trésor, Finances et administration, Immobilier, et enfin, Département des investissements locaux et arabes.¹²⁰ Ce fonds est doté de près de 500 milliards de dollars en 2010¹²¹. Cette fondation emploie plus de 1200 analystes financiers et autres agents selon leurs métiers. La mission de ADIA est de sécuriser et de maintenir la prospérité actuelle et future de l'émirat d'Abou Dhabi par la gestion prudente des actifs d'investissement de l'émirat.

2.2.1.1) Modèle de gouvernance

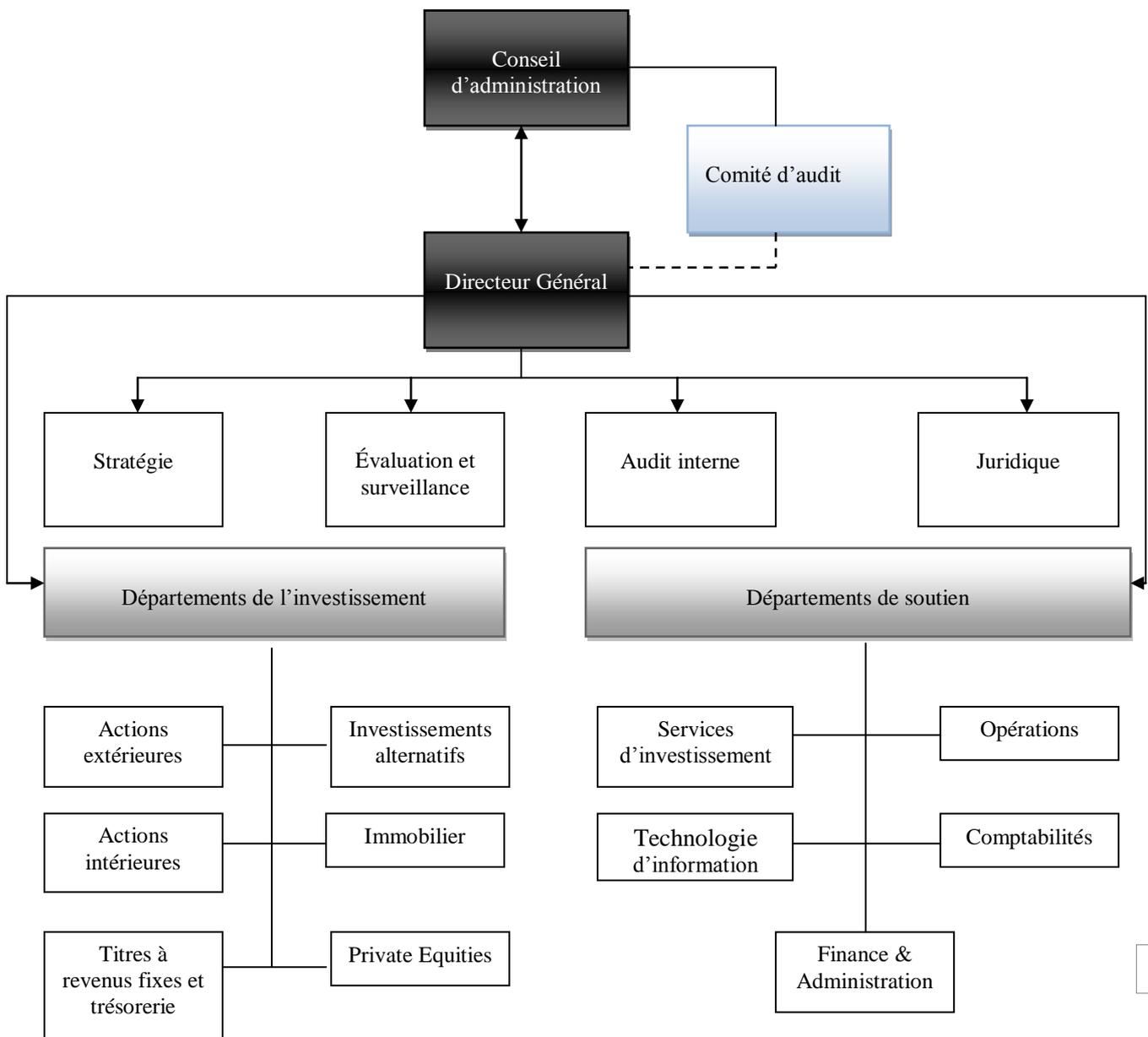
ADIA est doté de la personnalité juridique et dirigé par un conseil d'administration et un directeur général. Le conseil d'administration, composé uniquement de membres du gouvernement, élabore la stratégie et la politique d'investissement sur la base des objectifs définis par la loi et contrôle la gestion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

¹¹⁹ Idem.

¹²⁰ ADIA (Abu Dhabi Investment Authority), Annual Review Website, 2010.pp.3

¹²¹ [Transnational Law & Contemporary Problems](#), "Sovereign investing in times of crisis: global regulation of sovereign wealth funds, state-owned enterprises, and the Chinese experience", University of Iowa, Vol. 19, 2009, pp.22

Figure N°7 : Mode de gouvernance du fonds ADIA

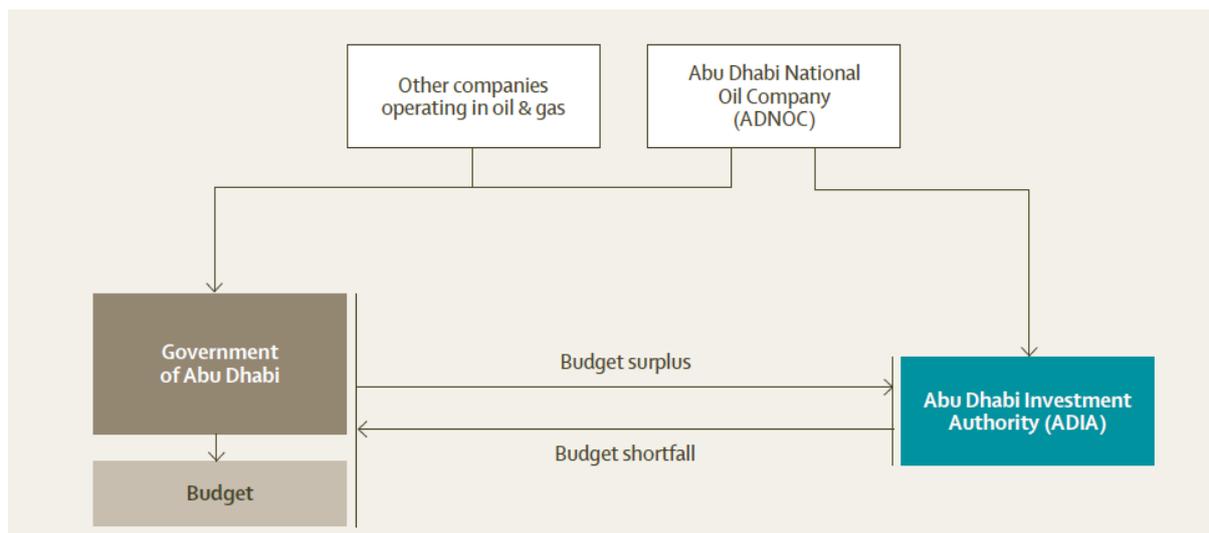


Source : ADIA's Annual Review website, 2010, pp. 43

http://www.adia.ae/En/pr/Annual_Review_Website_2010.pdf

Il bénéficie d'une indépendance opérationnelle et financière par rapport au gouvernement. Les ressources d'Abu Dhabi Investment Authority découlent du pétrole, plus précisément de la Société d'Abou Dhabi National Oil (ADNOC) et de ses filiales, qui versent des dividendes pour aider à financer ADIA et sa sœur: les fonds "Abu Dhabi Investment Council" (ADIC). Ces paiements sont déterminés sur une base périodique : si le gouvernement enregistre un excédent de ses exigences budgétaires et des autres engagements de financement. Cependant, environ 70% de tout excédent budgétaire est envoyé à ADIA, tandis que les 30% qui restent de l'excédent va à l'Abu Dhabi Investment Council (ADIC).¹²²

Figure N°8 : Les sources des fonds d'Abu Dhabi (ADIA et ADIC)



Source: ADIA Annual Review website, 2010, pp.41

http://www.adia.ae/En/pr/Annual_Review_Website_2010.pdf

Le fonds d'Abu Dhabi (ADIA) réalise son programme d'investissement de façon indépendante et sans référence au gouvernement de l'Émirat d'Abu Dhabi ou d'autres entités

¹²² <http://www.swfinstitute.org/swfs/abu-dhabi-investment-authority/>

qui investissent pour le compte du gouvernement. La direction générale d'ADIA investit en vertu de la loi avec la responsabilité de mettre en œuvre la politique d'ADIA et la gestion de ses affaires, y compris les décisions relatives aux investissements, et les respects des dispositions légales des tiers. Le fonds ADIA n'est pas tenu de répondre aux exigences de dépenses gouvernementales de l'Émirat d'Abu Dhabi et ses actifs ne sont pas considérés comme des réserves étant des réserves internationales.¹²³

Par ailleurs, le gouvernement d'Abu Dhabi et ADIA ont signé le 20 mars 2008 avec les États-Unis une déclaration sur les bonnes pratiques à respecter par les fonds souverains et les pays d'accueil. ADIA est doté de la personnalité juridique et dirigé par un conseil d'administration et un directeur général. Le conseil d'administration, composé uniquement de membres du gouvernement, élabore la stratégie et la politique d'investissement sur la base des objectifs définis par la loi et contrôle la gestion du fonds. Il est assisté d'un comité d'audit. Le directeur général prend les décisions d'investissement et représente le fonds à l'égard des tiers.¹²⁴

2.2.1.2) Stratégie d'investissement du fonds ADIA

L'Abu Dhabi Investment Authority investit dans une variété de classes d'actifs. Les références peuvent aller de l'indice MSCI à l'indice S & P 500 Index. Somme de leur allocation d'actifs se compose:

Des actions Marchés développés, des actions Marchés émergents, Hedge Funds, Manage des Futures de la dette souveraine et la dette des entreprises, Immobilier (fonds ou des investissements directs), Private Equity et d'infrastructure. Environ 80% des actifs ADIA sont gérés par des gestionnaires externes, dont environ 60% gérés passivement en adoptant la méthode indiciaire.¹²⁵

Parmi les objectifs du fonds de Abu Dhabi (ADIA) :¹²⁶

¹²³ ADIA's Annual Review website, 2010, pp.11

¹²⁴ BERTIN DELACOUR Caroline, « Les fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale », Eyrolles, 2009, pp.187

¹²⁵ Idem.

¹²⁶ Idem, pp.188

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

Le fonds ADIA investit, que ça soit directement ou indirectement, dans une large gamme d'entreprises privées ou publiques afin de garantir une meilleure diversification de son portefeuille et par conséquent une faible exposition aux risques.¹²⁷

2.2.1.3) Portefeuille et allocation d'actifs du fonds ADIA

i) Les investissements du fonds ADIA :

Le fonds ADIA s'est doté de capacités managériales venant des quatre coins du monde où la sélection est l'une des plus rigoureuses en matière de carrière professionnelle et des différents critères et capacités auxquelles le manager candidat doit y répondre. D'après le rapport annuel de l'année publié par le fonds, son équipe compte plus de 1200 employés de différentes nationalités (plus de 40 nationalités), répartis comme suit :

Émirats Arabes Unis : 31%

Australie Nouvelle-Zélande : 2%

Amérique : 8%

Europe : 11%

Afrique et Moyen-Orient : 11%

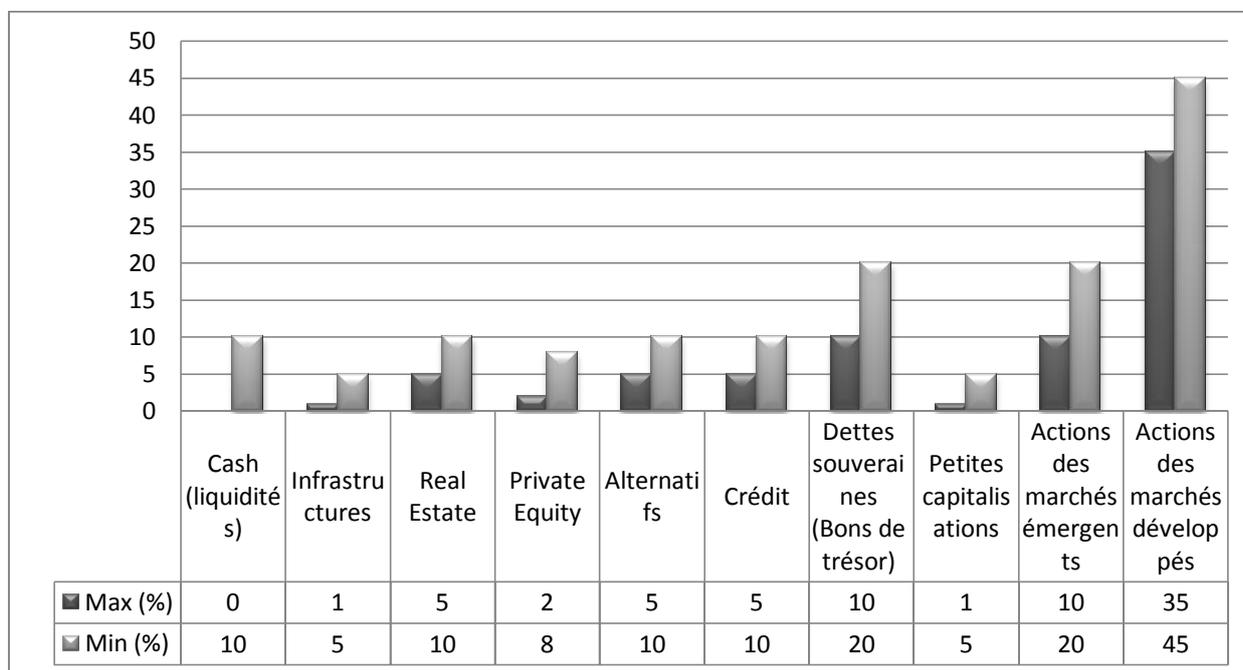
Asie : 37%.

ii) Répartition du portefeuille par classes d'actifs

¹²⁷ ¹²⁷ BERTIN DELACOUR Caroline, « Les fonds souverains. Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale », Eyrolles, 2009, pp.188

ADIA a investi plus de la moitié et parfois jusqu'aux deux tiers de ses fonds en actions, et ce, à 85% sur les marchés développés. Entre 15% à 25% de ses actifs sont représentés par des titres de dette, le reste de son portefeuille étant constitué d'investisseurs alternatifs, *hedge fund-commodity trading*, dans l'immobilier et le *Private Equity*.

Graphique N°15 : répartition du portefeuille par classes d'actifs



Source: ADIA Annual Review website, 2010, pp.16

iii) Répartition du portefeuille par régions

Les départements d'investissement et de placement du fonds ADIA sont responsables de la conception et la gestion des investissements de portefeuille conformément aux paramètres définis par le processus d'allocation d'actifs, un processus qui comporte plusieurs étapes et certaines conditions pour réaliser un placement :¹²⁸

- L'objectif : Définir les objectifs des investissements, puis débloquer les ressources pour financer les investissements prévus;
- L'allocation d'actifs : Concevoir une stratégie de long terme et neutre pour l'ensemble du portefeuille. Définir le niveau approprié à la composition des actifs afin de maximiser les

¹²⁸ ADIA annual review website, 2010, pp.19

rendements attendus sous réserve du niveau de tolérance au risque et des autres contraintes (liquidités) ;

- Classifications des nouveaux titres et création du mandat de placement au sein d'une classe d'actifs ou sous-classe d'actifs ;
- Définir l'ensemble de l'indice de référence et la méthode ou la politique d'indexation réalisable pour chaque mandat de placement des classes d'actifs / sous-classe d'actifs. Le succès des équipes d'investissement est mesuré par rapport aux objectifs de performance préétablis ;
- Créer des lignes directrices : ces lignes directrices sont précisées par les managers qui mettent en évidence les objectifs du mandat de placement et précisent les contraintes d'investissements pertinents ;
- Enfin, l'exécution : mettre en place les équipes de gestion nécessaires à la mise en œuvre l'ensemble de la stratégie d'investissement.

ADIA détient des participations dans d'importantes sociétés internationales, son investissement le plus connu ayant été réalisé dans la banque de Citigroup, à la fin de l'année 2007. ADIA est également actionnaire du groupe français de médias Vivendi à hauteur de 0,66% du capital social.

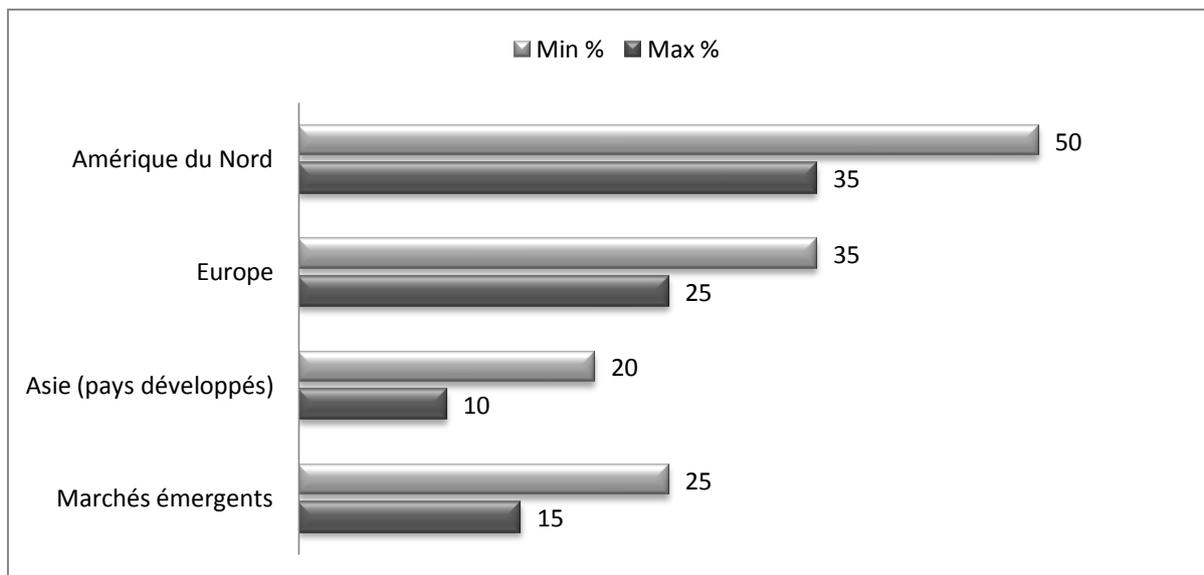
En termes de taux de retour sur investissement, le fonds ADIA a pu réaliser sur 20 ans et 30 ans de rendements annualisés pour le portefeuille ADIA des taux de 7,6% et 8,1% respectivement, en date du 31 décembre 2010. La performance est mesurée sur la base sous-jacente des données financières vérifiées et calculée sur la base du rendement pondéré dans le temps. Performance nettement supérieure au niveau de croissance (Taux de retour 5,95%¹²⁹ pour les marchés développés et de 8,99%¹³⁰ pour les marchés émergents, avec un taux mondial de 6,27¹³¹ sur 15 ans).

Graphique N°16 : Répartition du portefeuille par régions

¹²⁹ ADIA annual review website, 2010, pp.25

¹³⁰ Idem.

¹³¹ Idem.



Source: ADIA annual review website, 2010, pp.6

2.2.2) Abu Dhabi investment Concil (ADIC)

Il s'agit d'une filiale du fonds ADIA, créée en 2006 et elle exerce deux rôles distincts :

- Holding, elle gère et fructifie, dans l'intérêt de l'émirat, le portefeuille de ses participations financières publiques héritées pour l'essentiel du fonds d'investissement ADIA et qui sont constituées d'un ensemble de participations financières publiques détenues dans le compte de l'émirat;
- et celui d'une administration d'État, qui met en œuvre sa stratégie d'investissement.

On y trouve notamment les participations suivantes :¹³²

- 99% dans le compte de invest AD ;
- 73% dans celui de la National Bank of Abu Dhabi ;
- 100% dans le capital d'Al Hilal Bank ;
- 64,84% dans le capital d'Abu Dhabi Commercial Bank ;
- Et même 30% d'Abu Dhabi Aviation.
-

2.2.3) Mubadala (*Mubadala Development Company*)

En deçà des structures faitières qui viennent d'être évoquées, deux entreprises publiques, intégralement possédées par le gouvernement d'Abou Dhabi, constituent le bras séculier de l'émirat d'Abu Dhabi :

¹³² RAPP Lucien, « Ces fonds que l'on dit souverains. Fonds d'État et souverainetés Financières », Vuibert, 2011, pp.64

- Mubadal Development Company ;
- Abu Dhabi International Petroleum Investment Company (IPIC).

Elles ont reçu pour missions de soutenir la politique économique de l’émirat dans le domaine des Hydrocarbures et d’intervenir dans les domaines de l’industrie de pointe et des services, secteurs dans lesquels l’émirat souhaite diversifier rapidement son économie, afin de devenir une puissance économique régionale intégrée.

Mubadala est créée en 2002 et dotée d’environ 10 milliards de dollars et intégralement détenue par le gouvernement d’Abu Dhabi et dont la direction est exercée par le prince héritier du même émirat. Elle investit dans des projets utiles à l’émirat en marquant sa présence dans des secteurs aussi divers que stratégiques, au niveau national qu’au niveau international, elle a donc pu conclure des partenariats d’une grande envergure et des investissements d’une grande importance pour l’émirat d’Abu Dhabi.

2.2.3.1) Stratégie d’investissement et portefeuille d’actions :

Les investissements de *Mubadala* se font soit directement au sein des sociétés, soit à travers de projets de développement ou de sociétés conjointes (partenariats, ...). Ils sont locaux, régionaux et internationaux et concernent les secteurs des énergies, l’aérospatial, la technologie informatique, les infrastructures, les services financiers, la santé.¹³³ Participations et partenariats repris dans le (Tableau N°11).

Tableau N°11 : Prises de participation et partenariats du fonds ADIA

Finance	Catégorie d’investissement	Information
Lease Plan Corp	25% (14 Mds d’€)	Leader européen de management de flotte automobile
The Carlyle Group (en 2008)	7,5% (1Mds USD)	Établissement de Private Equity Américain
Services urbains		
Veolia (France) 2008	<i>Joint-venture</i>	51% pour Veolia et 49% pour Mubadala Collecte d’eau et traitement des eaux usées dans la Moyen Orient et Afrique de Nord.
Aéronautique		
EADS (franco-allemand)	Coopération	Design et développement d’une nouvelle génération d’appareils commerciaux sur le territoire de l’émirat et un centre d’ingénierie de R&D
Piaggio Aero	35%	Construction d’avion italien
Rolls- Royce	Coopération	
Hôtellerie		

¹³³ BEHRENDT Sven, “When Money Talks Arab Sovereign Wealth Funds in the Global Public Policy Discourse Sven Behrendt”, Carnegie Papers From Middle East Center, pp.8

MGM Grand Abu Dhabi	Partenariat	MGM Spécialiste de l'industrie de loisir
Kor Hotel Group	50%	Grande société américaine installée à Los Angeles
The John Buck Company	Société Commune	Société commune de l'immobilier à Abu Dhabi
Construction mécanique et industrie de pointe		
Ferrari (en 2005)	5%	Part rachetée à l'Italien Medioblanca
AMD (American Micro Devices)	8,1% (622Millions USD)	Deuxième fabricant de microprocesseurs

Source : Adapté de l'ouvrage de RAPP Lucien, « Ces fonds que l'on dit souverains. Fonds d'État et s financières », Vuibert, 2011, pp.62-64.

Marwan Lahoud, Directeur des Stratégies et Marketing chez EADS/Airbus a déclaré, «Abu Dhabi est en train de démontrer au monde via un effort collaboratif et un plan cohésif que l'émirat possède le potentiel de devenir une puissance importante dans le domaine de l'aéronautique, de l'aviation de l'innovation et du développement du secteur de l'espace. Notre position au conseil consultatif du sommet en plus du fait que nous sommes un des partenaires fondateurs de l'évènement en soi, nous permettent de jouer un rôle important en s'assurant que le Sommet international de l'Aéronautique 2012 pourra mettre à contribution les connaissances et les expertises collectives des acteurs importants du secteur».¹³⁴

2.2.3.2) Mubadala Aerospace

Est une entreprise faisant partie de Mubadala Development Company. C'est un réseau mondial d'entreprises aérospatiales qui démontre une performance au niveau international, crée des produits innovants et présente des services de valeur à ses clients. Avec les standards de sécurité, qualité et d'efficacité la plus élevée, elle investit intelligemment dans un réseau d'entreprises internationales créant des partenariats mutuellement bénéfiques et capitalisant les opportunités du marché tout en assurant une valeur durable aux parties concernées et en développant le talent émirati local et apportant plus d'opportunités à l'industrie aérospatiale.¹³⁵

¹³⁴ Nick Farmer , « EADS/AIRBUS ET BOEING affirment leur position en tant que partenaires fondateurs du sommet international de l'aéronautique 2012 », [ME NewsWire](#), 11 novembre 2011.

¹³⁵ Idem.

Mubadala Aerospace a conclu des accords collaboratifs avec des compagnies aérospatiales internationales et des compagnies d'aviation élargissant ainsi l'expérience nécessaire pour les technologies de bout en bout et les bases industrielles qui offrent un ensemble d'installations ultramodernes ainsi qu'une diffusion mondiale. Tout en apportant plus de valeur et en offrant à ses entreprises toutes les ressources nécessaires, Mubadala Aerospace a développé des partenariats stratégiques avec des compagnies importantes dont EADS/Airbus, Alenia Aeronautica/Finmeccanica, GE, Sikorsky Aerospace Services et Lockheed Martin Corporation pour établir et maintenir un avantage compétitif mondial.¹³⁶

Son portefeuille de compagnies comprend: Abu Dhabi Aircraft Technologies (ADAT), Advanced Military Maintenance Repair and Overhaul Centre (AMMROC), SR Technics, Sanad Aero Solutions, Manufacturing, Horizon International Flight Academy et Piaggio Aero. Chacune de ses compagnies possède de l'expertise dans son domaine et déploie tout effort nécessaire pour être en premier rang.¹³⁷

Conclusion

L'augmentation de la taille des fonds souverains et de leur importance sur la scène internationale a été principalement le résultat d'une combinaison de facteurs, à savoir les afflux de capitaux nouveaux, des mouvements de devises et les rendements sur des placements. Sam Meakin, rédacteur en chef de *Preqin 2011*, a déclaré que la richesse des fonds souverain est tirée du rendement de leurs investissements et moins des autres facteurs.

Par exemple, le fonds souverain norvégien (*Government Pension Fund-Global*, Oslo, en tête de la couronne norvégienne (537 milliards de dollars) marque pour la première fois à la fin 2010, l'augmentation des actifs d'environ 75 milliards de dollars.

Certains fonds souverains ont par contre diminué en raison de l'utilisation de fonds pour soutenir les budgets nationaux à la suite de la récession mondiale de 2008-2009. Par exemple, le fonds russe de la richesse nationale : Moscou, avait environ 25 milliards d'actifs au début de 2011, soit une baisse de 58% par rapport à l'année 2010.¹³⁸

¹³⁶ Idem

¹³⁷ Idem

¹³⁸ Rapport annuel Preqin 2011.

Dans la même période, les fonds souverains échaudés par la crise tentaient de relancer leur activité en diversifiant davantage leurs placements. Selon le rapport, au début de 2011, 61% des fonds souverains ont investi dans les infrastructures, comparativement à 47% à la même période de 2010. Environ 59% investissent dans le *private equity*, comparativement à 56% de 2010. L'immobilier a également gagné quelques points avec 55% dans les classes d'actifs, comparativement à 51% de 2010. Les investissements dans *hedge funds* pour leur part, sont restés à 36%, selon Prequin 2011.¹³⁹ Néanmoins, les fonds souverains suivent une progression continue et les études prévisionnelles convergent toutes à une future augmentation de la taille et du nombre de fonds souverains qui peut être expliqué par plusieurs facteurs. Cet état des lieux fera l'objet d'analyse du chapitre qui suit.

¹³⁹ Idem.

Chapitre 3 :
**Mise en perspective de la croissance tendancielle des fonds
souverains**

Introduction :

Les fonds souverains émanent pour la plupart du continent asiatique et des pays de l'OPEP, ceci n'est pas anodin. En reculant dans le temps, des réponses peuvent être apportées et expliquer les raisons qui font que ces régions du monde soient les émetteurs essentiels de fonds souverains. Ces pays ont accumulé des mannes financières qui pourraient influencer sur leurs économies en exerçant des pressions sur les monnaies locales. Loin du choix traditionnel de placement opéré par les états excédentaires ; les fonds souverains, étant dotés d'outils de gestion, adoptent des stratégies typiques à celles des autres investisseurs institutionnels. Ce qui suscite le scepticisme des pays récepteurs en raison de leur appartenance publique. Une réglementation, où au moins un niveau de transparence est exigé par les pays d'accueil qui avancent les raisons de sécurité nationale (s'ils ciblent les secteurs stratégiques), c'est ce que nous allons essayer de développer dans la deuxième section.

Les pays propriétaires de fonds souverains, principalement les pays asiatiques, ont connu une accélération de leur développement depuis les années 2000, pour atteindre des taux de croissance soutenus variant, selon les cas, de 5 % à environ 10 %. Il s'agit d'acteurs qui s'affirment en tant que leaders dans les domaines clés du commerce mondial. Une croissance future soutenue et durable ne pourra qu'influencer la taille et le nombre des fonds souverains.

Les performances économiques dont font preuve les uns, et les importantes ressources naturelles et la forte augmentation des prix de pétrole pour les autres, ont fait la joie de ces pays qui ont profité, pendant des années, d'une aisance financière en quête de placement. Ces deux situations peuvent expliquer la montée en nombre et en volume des fonds souverains et feront l'objet de développement dans la première section.

Section 1 : Les déterminants de croissance des fonds souverains

Trois raisons peuvent expliquer la croissance soudaine des fonds souverains. La première est liée à la hausse des prix des matières premières, principalement le pétrole, et l'augmentation de la demande mondiale. Les économistes et les analystes financiers estiment que le montant global des actifs nets des fonds souverains atteindra 10 000 milliards en 2013.¹⁴⁰ Ce tableau d'estimation des actifs nets détenus par les fonds souverains varie considérablement en raison du prix inconnu du pétrole brut. Les fonds souverains restent petits sur la scène financière internationale, ils ne représentent que (02 %) deux pour cent des 165 000 milliards de dollars du total global d'actifs cotés en bourse : ils comptent moins que les fonds de pension, fonds communs de placement, les compagnies d'assurance, mais plus que les *hedge funds* et le *private equity*.

La seconde raison du développement des fonds souverains est les énormes accumulations des réserves de change par les banques centrales des pays asiatiques, dont une partie est investie en dehors de ses comptes en créant des fonds souverains. La Chine repose sur la croissance rapide de ses exportations de marchandises, et en particulier son actuel déséquilibre commercial avec les États-Unis.

L'imitation est une autre raison de la récente augmentation soudaine du nombre de fonds souverains. Certains fonds d'investissement gouvernementaux, particulièrement *Temasek Holdings* de Singapour, ont investi activement et ont prouvé leur efficacité. *Temasek* est une société de portefeuille singapourienne d'entreprises publiques et de sociétés liées au gouvernement. Elle a servi comme modèle pour des fonds nouvellement créés en Asie du Sud-est et dont son modèle de gouvernance est adopté pour la gouvernance des entreprises publiques chinoises.

1.1) Le redressement économique des pays émergents (cas de l'ASIE)

Les pays asiatiques, en entreprenant des réformes économiques et structurelles entre 2002 et 2003, ont vu leur position changer, d'emprunteurs nets à prêteurs nets des pays occidentaux. Contrairement aux années 90 et malgré la libéralisation financière engagée à la fin des années 80, cette région du monde a été le foyer d'une crise financière qui a affecté sensiblement les réserves de change des États de cette région.

¹⁴⁰ DEMAROLLE Alain, JOHANET Henri « Rapport sur les fonds souverains », la documentation française, pp.3

Les pays émergents participent pour 75 % à la croissance mondiale, et leur propre croissance avoisine en moyenne 7 % sur 2003-2007, avec pour la Chine 10,5 %, l'Inde 8,9 %, la Thaïlande 5 %, la Corée du Sud 5,2 %, le Brésil et le Mexique 3,4 %, la Pologne 4,8 %, la Turquie 7,5 %¹⁴¹.

Un afflux de capitaux commençait à regagner cette région, ajoutant à cela un regain de confiance de la part des investisseurs. Des données montrent clairement la hausse rapide et conséquente du montant des flux de capitaux en direction de cette région du monde. Seulement 57 milliards de dollars d'entrées nettes de capitaux privés en 2001 pour l'ensemble des pays émergents à 171 milliards de dollars en 2003, avec respectivement pour l'Asie de 31 et à 111 milliards de dollars, pour l'Amérique Latine de -3 milliards de dollars à 16, et l'Europe de l'Est de -10 et à 43 milliards de dollars.¹⁴²

On a donc vu une amélioration des fondamentaux économiques des pays émergents, en général, et des pays asiatiques en particulier. Amélioration tirée par la situation monétaire favorable des pays industrialisés qui a créé un avantage compétitif au profit des pays asiatique. Ce changement est, par exemple, visible dans l'augmentation des ratings de 2003 à 2006 (Tableau N°12)

Tableau n° 12 : L'amélioration du rating souverain des pays asiatiques

S&P's	1998	2003	2006	2008	2009
Chine	BBB+	BBB	A	A+	A+
Corée	B+	A-	A	A	A
Indonésie	BB+	CC+	B+	BB-	BB-
Malaisie	A	BBB+	A-	A-	A-
Thaïlande	BBB-	BBB-	BBB+	BBB+	BBB+

Source : Delphine Lahet, « Le repositionnement des pays émergents : de la crise financière asiatique de 1997 à la crise de 2008 », LARE-efi, 2009, pp.4

¹⁴¹ Delphine Lahet, « Le repositionnement des pays émergents : de la crise financière asiatique de 1997 à la crise de 2008 », LARE-efi, 2009, pp.3

¹⁴² Idem, pp.3

Le maintien sur plusieurs années de ce déséquilibre entre les pays asiatiques et leurs partenaires occidentaux a permis aux pays asiatiques d'accumuler des réserves de change sans précédent donnant lieu à la création de plusieurs fonds souverains de tailles importantes.

1.1.1) La crise de 2008, un frein à la croissance des actifs des fonds souverains

Les économies émergentes, à l'évidence, ne sont pas épargnées par la dégradation de la conjoncture économique mondiale. En dépit du ralentissement économique planétaire, le rythme reste soutenu dans la plupart des régions en développement, au regard de la longueur qui caractérise les économies avancées : Le Produit Intérieur Brut (PIB) des pays en développement progressera de 5,7 % en 2012, contre 1.4 % seulement dans les pays développés, selon les prévisions du Fonds Monétaire International (FMI)¹⁴³. Un ralentissement est à constater dans les économies émergentes et qui s'explique par l'aggravation de la crise financière en Europe et par la diffusion de l'onde récessive européenne.

On distingue par conséquent deux canaux de transmission de crise ;¹⁴⁴

- le premier canal (classique) passe par les échanges internationaux. L'Europe et la zone euro en particulier affecte directement les pays émergents du fait de la décélération des importations de la zone, selon les liens commerciaux qui les relient avec cette zone.
- Le second canal de transmission passe par les circuits financiers internationaux. Contrainte de redresser le ratio de leurs fonds propres à leur encours de créances, les banques européennes ont réduit leurs lignes de crédits vers l'extérieur de la zone euro, en d'autres termes le retour des aversions aux risques des pays émergents qui se traduit par une réduction des flux financiers nets vers ces économies.

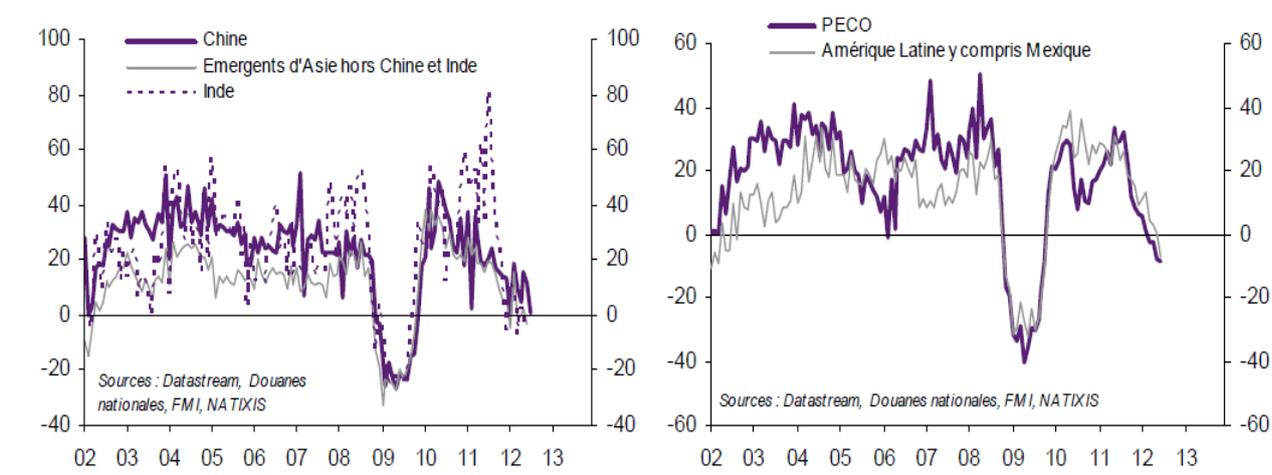
Dans le même temps, les autres économies développées ralentissent également sous l'effet des restrictions budgétaires au Royaume-Uni, du marasme persistant aux États-Unis, et du désendettement des ménages de part et d'autre de l'atlantique. Au total, le ralentissement des importations des pays avancés est pratiquement marqué par une baisse totale de 13,3 % en

¹⁴³ FMI, « Perspectives de l'économie mondiale: Une reprise en cours, mais qui reste en danger », Études économiques et financières, 2012, pp.2

¹⁴⁴ Idem, pp.2

volume en 2010 à 1,3 % en 2012.¹⁴⁵ À quoi s'ajoute la baisse des prix des matières premières qui s'échelonne entre 10 % et 20 % en dollars en 2012 et qui prive d'une part de leurs revenus les pays exportateurs, africains et latino-américains.¹⁴⁶ Cette situation de ralentissement constitue un terrain favorable pour la prolifération du nombre de fonds souverains comme moyen d'amortir les effets de cette crise généralisée. La croissance du produit Intérieur Brut, l'excédent commercial, les exportations de matières premières et le taux d'épargne constituent les principaux moteurs de la croissance des actifs des fonds souverains d'où tirent-ils leurs ressources.

Graphique N° 17: Évolution des exportations et de l'épargne en valeur des pays émergents.



Source : Patrick ARTUS, « Une période qui va être très difficile pour l'économie mondiale », recherche économique Natixis, n° 588, 6 septembre 2012, pp.5

Le graphique N° 17 décrit le ralentissement brutal et global des exportations, ce qui correspond à un manque à gagner pour les pays émergents, malgré cela, une reprise de la croissance n'est pas totalement tributaire de la reprise des exportations vers les pays de l'OCDE, autrement dit, ces exportations n'ont qu'un rôle minime dans la reprise de croissance sauf celle en destination de la Chine¹⁴⁷.

¹⁴⁵ Idem, pp.3

¹⁴⁶ FMI, Op.cit, pp.4-5

¹⁴⁷ ARTUS Patrick, « Une erreur stratégique pour certains pays émergents : avoir trop lié leurs économies à celles des pays de l'OCDE », Natixis, flash économie N° 557, 23 décembre 2009, pp.3

1.1.2) Projection de croissance du PIB des pays des pays émergents

Le rebond prononcé de la production mondiale, la reprise actuelle est comparable à ce qui s'est passé lors des épisodes de reprise antérieurs, mais elle en diffère par la dichotomie entre les performances économiques des pays avancés et celles des pays émergents. L'activité a en effet repris avec vigueur dans les pays émergents (voir annexe I) , qui sont actuellement le moteur de la croissance mondiale. Le dynamisme de ces pays est attribuable en partie à la solidité de leurs cadres macroéconomiques et aux réformes structurelles qu'ils ont entreprises.¹⁴⁸

En fin décembre 2011, un rapport publié par le centre anglais de la recherche économique « *Center for Economics and Business Research CEBR*), classe les pays du BRIC (Brésil, Russie, l'Inde et la Chine) parmi les premiers pays en terme de PIB (PPA). La Chine vient en deuxième position suivie de l'Inde troisième et pour ce qui est de la Russie et du Brésil, elles tiennent respectivement la sixième et la septième place, qui passeront respectivement à l'horizon 2020, de la onzième à la quatrième place pour la Russie, et de la neuvième à la cinquième place pour le Brésil et supplanteront les puissances européennes à savoir la France, le Royaume-Uni et l'Allemagne.¹⁴⁹

Tableau N°13: projection de croissance du PIB mondial.

**Monde : croissance du PIB volume
(en % par an)**

	FMI	Consensus Forecast	OCDE
2008	2,8	2,0	2,4
2009	-0,6	-1,8	-1,2
2010	5,3	4,3	5,1
2011	3,9	3,1	3,6
2012	3,5	2,6	3,4
2013	3,9	2,9	4,2
2014	4,4	-	-

Sources : FMI, Perspectives économiques N° 91 OCDE,

Les prévisions du Fonds Monétaire international (FMI) font état d'une nouvelle hausse de l'excédent courant de la Chine, qui sera tout au plus de l'ordre de 4 % à 4,5 % du PIB d'ici

¹⁴⁸ ARTUS Patrick, Op.cit, pp.4

¹⁴⁹ Center for Economics and Business Research CEBR, "Brazil has overtaken the UK's GDP: New world economic league table shows Brazil overtaking UK in 2011; Russia to reach No 4 by 2020, India to be No 5 by 2020. European countries including the UK drop back but UK overtakes France in 2016", 26/11/2011, pp.1

à 2017¹⁵⁰, soit un déséquilibre extérieur beaucoup plus faible que celui indiqué dans les précédentes prévisions. Cependant, la part la Chine dans l'excédent courant mondial global continuera de progresser à mesure que son économie croîtra. Le gouvernement chinois dans sa perspective de croissance a décidé de reconduire une part supplémentaire des réserves de change vers ses fonds souverains, alors que l'Inde hésite à créer son propre fonds souverain, malgré un débat national favorable.

1.2) Mise en perspective historique des pétrodollars à l'origine des fonds souverains pétroliers

Historiquement les fonds souverains sont apparus dans les pays du Golfe (Émirats Arabes Unis, Koweït, Qatar), afin de mettre des structures d'investissement des recettes d'exportation de pétrole et du gaz.¹⁵¹ Le premier choc pétrolier de 1973 va donner l'impulsion à la constitution des premiers fonds souverains dans les pétromonarchies du Golfe en vue de recycler les « pétrodollars ». Les meilleures estimations font remonter le début de l'afflux de pétrodollars à la première crise des prix pétroliers qui advint pendant l'hiver 1973-1974, juste après la fin de la guerre israélo-arabe du Yom Kippour. Le quadruplement du prix du pétrole de 3 dollars à 12 dollars le baril a généré pour les pays de l'OPEP de très importants excédents en dollars qui cherchaient à s'investir à court ou à long terme.

1.2.1) Le recyclage des pétrodollars, entre équilibre financier et choix de placement à l'étranger

Les dépôts en dollars des pays exportateurs de pétrole sur le marché de l'eurodollar avaient déjà commencé dans le milieu des années 1960, quand s'est formée à Londres la principale place financière d'Europe, un marché distinct pour les dépôts en dollars et les prêts en dollars.¹⁵² Le gouvernement britannique et la Banque d'Angleterre ont permis la création d'un marché *offshore* pour les dépôts à court et moyen terme, les prêts interbancaires et des émissions d'euro-obligations en dollars américains, par le biais d'une politique réglementaire très avantageuse. Mécanisme intensifié par la mise en application de l'« *Interest Equalization*

¹⁵⁰ FMI, Op.cit, pp.48

¹⁵¹ ROCCHI J.M, RUIM M, « Les fonds souverains », *Economica*, 2011, pp.26

¹⁵² KOPPER Christopher, « recyclage des pétrodollars », association d'économie financière, hors série 2009, page 39.

Act » en 1963, qui a augmenté les coûts d'émission d'emprunts étrangers par les banques américaines, en imposant une taxe spéciale sur les obligations étrangères¹⁵³. A la suite de cette décision, les banques américaines ont ouvert des filiales sur le continent américain et principalement en Angleterre dans le but de contourner cette loi.¹⁵⁴

1.2.1.1) Les choix de placement des réserves de change pendant la crise pétrolière de 1973-1974

Depuis le début des données statistiques en 1964 jusqu'à la hausse du pétrole en 1973, les dépôts des pays exportateurs de pétrole sur le marché de l'eurodollar ont crû à une vitesse accélérée. En 1964 et 1965, les dépôts en dollars des exportateurs de pétrole étaient de l'ordre de 0,8 milliard de dollars. Ils avaient triplé en 1969 et dépassé le niveau des 10 milliards de dollars en 1972 pour atteindre 12 Md\$ en 1973.¹⁵⁵ Les rapports de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) montraient que les pays exportateurs de pétrole ont déposé une bonne part de leurs liquidités en dollars dans des banques suisses. Comme la Banque Nationale suisse encourageait les banques suisses à effectuer dépôts et prêts à l'étranger pour freiner la croissance de la masse monétaire, les banques suisses étaient toutes disposées à réinvestir les dépôts des pays du Moyen-Orient sur les marchés de l'eurodollar de Londres ou du Luxembourg.¹⁵⁶

L'importante croissance des dépôts peut s'expliquer par les excédents croissants de la balance des paiements des exportateurs de pétrole. Même avant la forte hausse des prix pétroliers de 1973, les pays exportateurs de pétrole ont bénéficié d'un excédent croissant des paiements en raison de l'augmentation continue de leurs exportations de pétrole en volume.

La stabilisation des prix pétroliers et l'augmentation des importations de produits de consommation et d'investissement par les pays de l'OPEP ont été la principale cause de la chute des excédents de paiements de l'OPEP qui cherchaient à s'investir sur les marchés de

¹⁵³ Idem.

¹⁵⁴ Idem.

¹⁵⁵ KOPPER Christopher, op.cit, pp.40

¹⁵⁶ Micheline Paunet, «les perspectives nouvelles pour la coopération de la convention de Lomé au recyclage des pétrodollars », le Monde diplomatique, avril 1975.

capitaux à long terme et à court terme. Ensuite, les pays de l'OPEP ont modifié leur horizon d'investissement, passant des dépôts à court terme à des investissements à long terme. En 1974, 64 % des excédents étaient investis à court terme. En 1975, ce ratio était tombé à 27 % et n'est remonté qu'à 30 % en 1976.¹⁵⁷

Ces mêmes placements de capitaux à long terme servaient comme moyen de financer les aides et les investissements consentis par les états européens (L'Europe des neuf) par le biais d'une coopération « triangulaire ».

« Claude Cheysson se bat aujourd'hui pour que l'entité européenne prenne ses responsabilités dans l'organisation du placement des investissements arabes, particulièrement en Afrique. Il insiste sur les avantages mutuels que présenterait une coopération « triangulaire » dans laquelle les Européens apporteraient à la fois leur garantie financière, leurs « cerveaux » et leurs équipements. Quant aux détenteurs de pétrodollars en quête d'investissements rentables et à long terme, difficiles à placer en Occident, ils auraient tout intérêt à arriver parmi les premiers sur le continent africain où la main-d'œuvre est abondante et encore bon marché. Ils y ont déjà conquis, de surcroît, un soutien politique appréciable dans le conflit du Proche-Orient»¹⁵⁸. N'est-ce pas là le choix fait par le gouvernement chinois qui a créé un fonds souverain destinés pour investir en Afrique. Nous constatons donc, un changement de stratégie d'investissement pour les pays de l'OPEP, qui en créant des fonds souverains investissent directement partout dans le monde sans avoir comme intermédiaire un état occidental.

1.2.1.2) Les choix de placement des réserves de change pendant la crise pétrolière de 1979-1980

Comme lors de la première crise pétrolière de 1973-1974, les pays de l'OPEP ont d'abord préféré des investissements à court terme, avant de rediriger la plupart de leurs excédents vers le marché des capitaux à long terme. Bien qu'ils aient déposé 14,8 milliards de dollars sur le marché de l'eurodollar chaque année en 1979 et en 1980, la part totale des

¹⁵⁷ KOPPER Christopher, Op.cit, pp.42

¹⁵⁸ Micheline Paunet, «les perspectives nouvelles pour la coopération de la convention de Lomé au recyclage des pétrodollars », le Monde diplomatique, avril 1975, pp.5

investissements à court terme est tombée de 71 % à 49 %. Les investissements des excédents pétroliers n'ont pas suivi la même tendance que lors du premier choc.¹⁵⁹

Les nouveaux dépôts des pays de l'OPEP sur le marché eurobancaire (en devises européennes et en dollars américains) ont atteint les montants importants de 29 milliards de dollars en 1979 et 32 milliards de dollars en 1980, mais ont chuté à 2,7 milliards de dollars en 1981.¹⁶⁰ Les tensions politiques croissantes entre l'Iran (après la révolution islamique) et les États-Unis n'ont pas été neutres pour les investissements. Les nouveaux dirigeants islamiques iraniens s'attendaient au blocage des avoirs iraniens aux États-Unis – qui fut décidé en 1980 – et ont déplacé une partie de leurs avoirs des États-Unis vers l'Europe. En 1982, le total des dépôts des pays de l'OPEP sur l'euromarché représentait près de 100 Md\$, un montant considérable, mais seulement un huitième de la taille du marché".¹⁶¹ L'OPEP était devenue une source importante des marchés européens de l'argent et des capitaux, mais pas la principale.

Cependant, les excédents financiers des pays de l'OPEP ont souvent eu pour destination les marchés européen et américain. La forme passive de ces fonds ne les inquiétait en rien contrairement à ce que nous constatons aujourd'hui, surtout après la crise financière, où des restrictions à l'entrée ont eu pour cible les investissements des fonds souverains.

1.2.1.3) Le pétrole pendant la crise financière 2008-2009

La débâcle économique constatée dans les derniers mois de 2008 n'a pas laissé beaucoup de motifs de réjouissances. La chute de nombreuses entreprises symbolisées par Fanny Mae et Freddy Mac, Lehman Brothers ou IMG a entraîné la perte de nombreux emplois, et a affecté l'économie réelle. La seule bonne nouvelle pour tout un chacun fut l'évolution du cours de pétrole. Une première dans l'histoire du pétrole qui connaît un pic à 147,20 dollars en juillet 2008 et est tombé à moins de 40 dollars fin 2008¹⁶². Ce changement rapide de tendance n'a pas été sans conséquence pour les compagnies pétrolières, surtout les compagnies nationales, et par conséquent affecte les fonds souverains issus du pétrole et même ceux qui ont investi dans le secteur énergétique (pétrole et gaz).

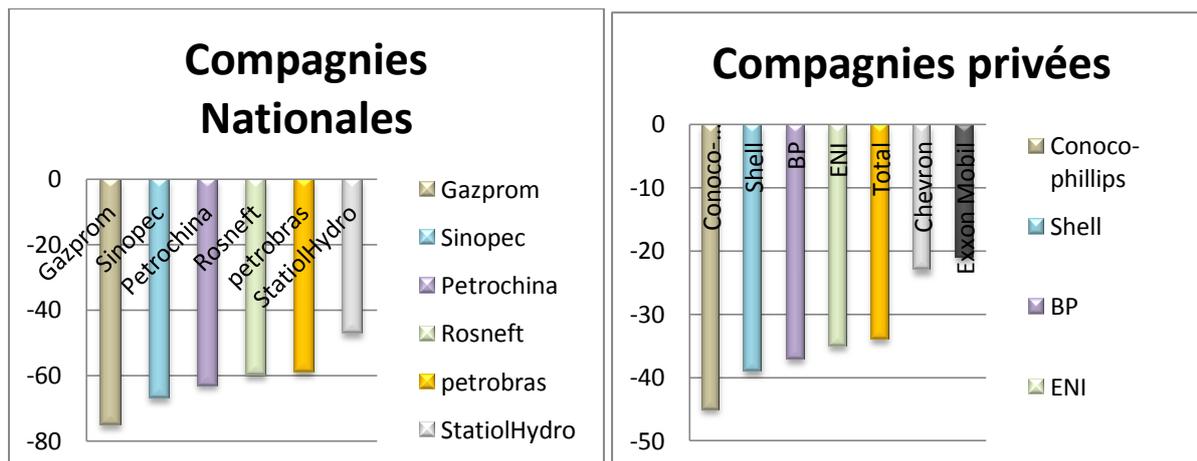
¹⁵⁹ Idem, pp.6

¹⁶⁰ Idem.

¹⁶¹ Micheline Paunet, Op.cit, note 25.

¹⁶² Robert d'Aboville, Qian Sun, « investissements pétroliers chinois en Afrique, conséquences géopolitiques », l'Harmattan, 2010, pp.26

Graphique N°18 : Évolution des capitalisations boursières des compagnies pétrolières pendant la crise



Source : Robert d'Aboville, Qian Sun, « investissements pétroliers chinois en Afrique, conséquences géopolitiques », l'Harmattan, 2010, p.27

Ce recul de capitalisation ne touche pas seulement les entreprises citées au dessus (graphique N°18), mais les 50 grosses compagnies énergétiques ont vu leur capitalisation boursière chuter de 46 %, soit une baisse de 5200 milliards de dollars à 2800 milliards de dollars, ramenant ainsi leur capitalisation à celle d'il y a 3 ans en arrière.¹⁶³

La chute de capitalisation a eu pour origine la baisse des cours de pétrole qui ont rendu des centaines de projets non viables, abandonnés ou ajournés. Ces cours aussi volatils soient-ils ont aussi une explication : la tendance effrénée à la hausse est due à l'augmentation de la demande mondiale de pétrole de 1 à 1,5 %¹⁶⁴, parfois plus, générée par la hausse de la demande des pays occidentaux et surtout celle des pays émergents, principalement la Chine qui devient le deuxième importateur mondial de pétrole après les États-Unis pour soutenir sa croissance.

Pour ce qui est de la chute brutale du cours du pétrole, plusieurs conditions étaient réunies pour rendre cette chute possible, mais quasi imprévisible, tant sont nombreux les facteurs explicatifs qui interfèrent dans ce domaine :

- les cours élevés la volonté de faire rentrer plus d'argent dans les caisses de l'État surproduit jusqu'à l'effondrement de ceux-ci ;

- le surplus du pétrole mis en réserves par les pays importateurs, au lieu de 52 jours standard de réserves ces pays avaient 57 à 58 jours, soit 6 à 7 jours de sur stock. Cela a eu

¹⁶³ Robert d'Aboville, Qian Sun, op.cit, pp.27.

¹⁶⁴ Idem, pp.28

deux effets, le premier effet est psychologique puisqu'on prévoit une baisse de la demande en raison du surstock, le deuxième effet est mécanique, comme les stocks pèsent sur les marchés, car du fait des stocks excessifs, les pays importateurs deviennent artificiellement exportateurs via le transfert de réserves.

1.2.2) Les fonds souverains pétroliers et la rente d'« épuisabilité »

La durée d'exploitation des gisements de pétrole aura une conséquence directe sur les ressources des fonds souverains. Les travaux de Hotelling ont jeté les bases de la théorie des ressources épuisables, à un moment où la crainte d'un tel épuisement se faisait sentir aux États-Unis. Un stock de terre est un actif dont le rendement est égal au gain en capital que procure l'augmentation de sa valeur au cours du temps.¹⁶⁵ La demande mondiale de pétrole augmente sensiblement plus vite que l'offre sur le marché, du fait d'une croissance soutenue des pays de l'OCDE et puis celle des pays émergents.

Tableau N°14: Perspectives de la demande mondiale de pétrole (étude prévisionnelle)

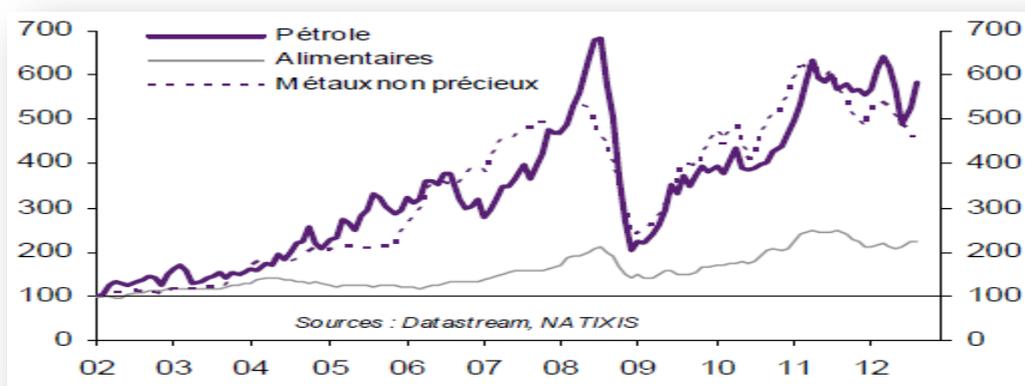
	2008	2010	2015	2020	2025	2030
<i>Amérique du nord</i>	24.3	23.4	23.6	23.4	23.1	22.8
<i>Europe occidentale</i>	15.2	14.6	14.5	14.3	14.1	13.8
<i>OCDE Pacifique</i>	8.0	7.5	7.4	7.2	7.0	6.8
OCDE	47.5	45.5	45.5	45.0	44.3	43.4
<i>Amérique latine</i>	4.8	4.8	5.2	5.6	5.9	6.2
<i>Afrique Moyen-Orient</i>	3.2	3.3	3.7	4.2	4.7	5.2
<i>Asie du Sud</i>	3.5	3.5	4.4	5.5	6.7	8.2
<i>Asie du Sud Est</i>	5.8	5.9	6.6	7.4	8.2	9.0
<i>Chine</i>	8.0	8.3	10.4	12.3	14.1	15.9
<i>OPEP</i>	7.7	8.2	9.0	9.8	10.6	11.6
Pays en développement	33.0	34.0	39.3	44.8	50.2	56.1
<i>Russie</i>	3.1	3.2	3.3	3.5	3.6	3.7
<i>Autres économies en transition</i>	2.0	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0
<i>Économies en transition</i>	5.1	5.0	5.1	5.1	5.2	5.3
Le monde	85.6	84.2	84.6	85.6	86.7	87.9

¹⁶⁵ Hansen Jean Pierre, Percebois Jacques, « Énergie, économie et politique », De boeck Université, 2010, p.188

Source OPEC-World Oil Outlook 2009, pp.53

En raison des réserves limitées de pétrole, la théorie du pic pétrolier « Peak-Oil » est souvent mise en avant aujourd'hui, elle reprend la même approche « Hotelling » pour expliquer la hausse continue des cours du pétrole observée depuis 2004.

Graphique N° 19: Prix des matières premières en dollars (base 100 en 2002)



Source : Patrick ARTUS, « Une période qui va être très difficile pour l'économie mondiale », recherche économique Natixis, n° 588, 6 septembre 2012, pp6

Cette théorie de « peak-oil » a été développée dans les années 1950 par le géologue texan de la Shell, King Hubbert, il démontra que le taux de découverte suivait une courbe parallèle au taux de production, mais en la précédant de quelques années. Il affirme également que le pic pétrolier est atteint lorsque les quantités extraites sont égales à celles qui restent à extraire.¹⁶⁶ Hubbert étudia principalement l'industrie pétrolière qui atteignit son pic en 1970. De nouveaux gisements ont été découverts, la production a sensiblement augmentée pendant les années 1930 et finit par décliner impitoyablement depuis, cette déléation s'ensuivra malgré la considérable amélioration des méthodes de forages et d'extraction.¹⁶⁷

Les avis divergent que l'on soit en Europe ou aux États-Unis où se concentrent les principales compagnies pétrolières, ainsi :¹⁶⁸

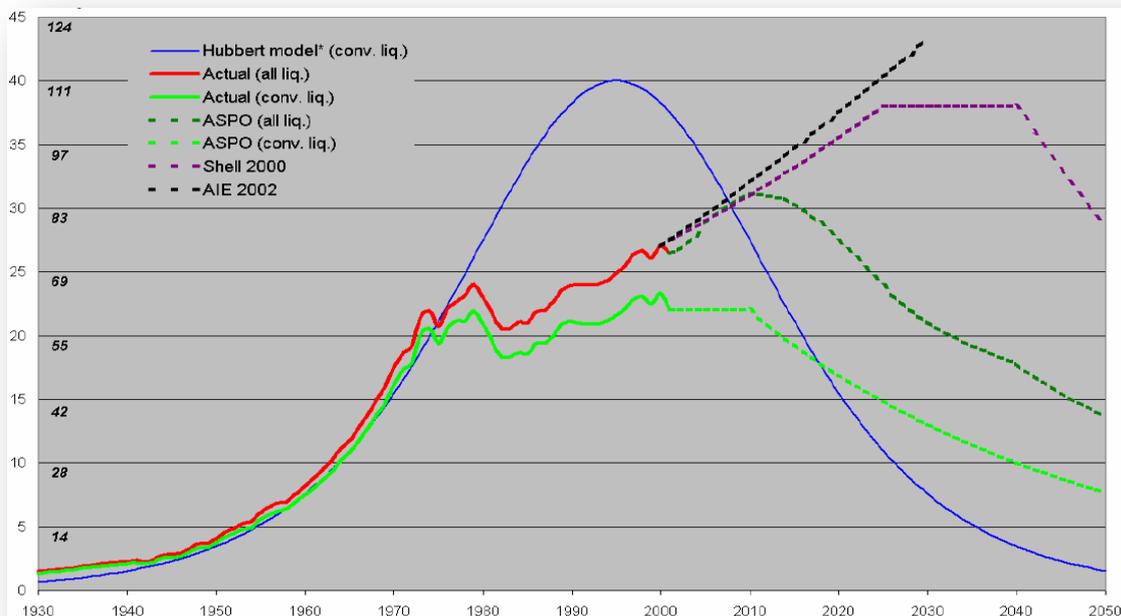
¹⁶⁶ Idem, p.190.

¹⁶⁷ Kunstler James Howard, « le fin du pétrole, le vrai défi du XXI siècle », PLON, 2005, pp.60-61

¹⁶⁸ Bauquis Pierre-René, conférence visiatome « Pétrole, Gaz et énergie nucléaire : Défis et idées reçues », Marcoule – 15 mars 2007

- TOTAL : Thierry Desmarest – vers 2020 / environ 100 Mb/j
- ASPO France : J. Laherrère – vers 2015 / moins de 100 Mb/j
- P.R. Bauquis – vers 2020 / environ 100 Mb/j
- IFP : Y. Mathieu – plateau fluctuant 2015/2030 – moins de 100 Mb/j

Graphique N° 20: Quelques prévisions des productions pétrolières mondiales



Source : Bauquis Pierre-René, conférence visiatome « Pétrole, Gaz et énergie nucléaire : Défis et idées reçues », Marcoule – 15 mars 2007

Ce point de vue est très différent de celui des "optimistes" qui croient que le "Peak Oil" n'est pas lié aux réserves, mais est un problème politique : investissements insuffisants et politiques restrictives d'investissements dans les pays de l'OPEP, la Russie et le Mexique :¹⁶⁹

- Exxon Mobil – June 2006 – "pas de signe de peak oil"
- Aramco – June 2006 - "pas de problème de réserves"
- ENI (Maugeri – Early 2006 - "pas de peak oil prévisible"
- BP : John Browne – May 2006 - "Il n'y a pas de problème de réserves"
- Mike Lynch (ex MIT) – "idem et plus de 120 Mb/j"
- CERA Cambridge Energy Research Nov. 2006 (Jackson, D. Yergin)

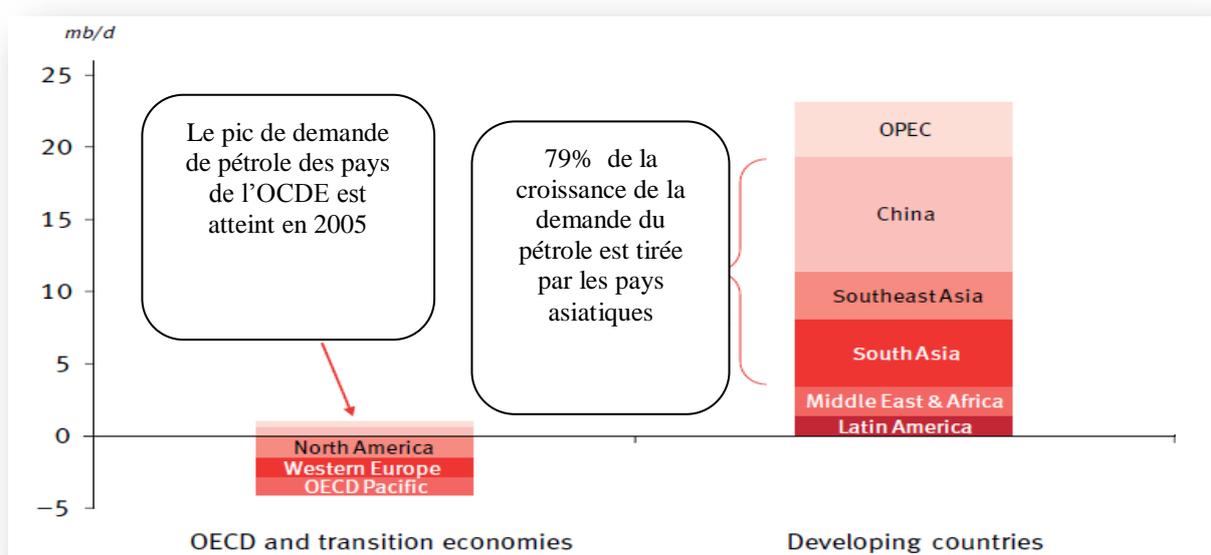
¹⁶⁹ Bauquis Pierre-René, Op.cit, note29.

Et tant d'autres d'organisations et centres de recherche anglo-saxons.

L'évolution des cours actuels ne doit pas faire oublier l'évolution à long terme des prix. Y a de moins en moins de réserves découvertes et, la demande en pétrole n'est pas maîtrisée, il y a un risque que l'offre devienne rapidement inférieure à la demande qui suit une courbe croissante tirée principalement par les pays émergents. (Graphique 21).

Lorsque les effets de la crise sur la consommation énergétique seront dissipés, on trouvera une forte demande des pays industrialisés et une demande croissante des pays en développement.

Graphique N°21: Croissance en demande pétrolière prévue entre 2008 et 2030



Source: OPEC-World Oil Outlook 2009, pp.53

http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/woo%2009.pdf

Pour la Chine uniquement, la consommation de pétrole a augmenté : entre 1996 et 2003, et l'importation de pétrole est passée de 20 millions de tonnes à 90 millions de tonnes pendant la même période, alors que le nombre de voitures a augmenté de 30 % depuis 2002,¹⁷⁰ pour atteindre 204 millions de tonnes en 2009¹⁷¹, paradoxalement, 2009 était l'année

¹⁷⁰ Le Monde, « La Chine en passe de devenir le premier émetteur de gaz à effet de serre », du 25 avril 2007.

¹⁷¹ Robert d'Aboville, Qian Sun, « investissements pétroliers chinois en Afrique, conséquences géopolitiques », l'Harmattan, 2010, p.33

où la demande mondiale pour le pétrole a baissé de 0,67 % alors que la Chine enregistre une augmentation de sa demande à hauteur de 2,25 %.¹⁷²

Les fonds souverains peuvent croître de l'intérieur comme de l'extérieur. La croissance interne consiste en l'accroissement des actifs sous gestion du fait des rendements obtenus augmente mécaniquement. Le fonds singapourien Tamasek, considéré parmi l'un des plus grands fonds souverains avec en moyenne 18 % de performance annuelle, sa dotation initiale étant devenue, en quelque sorte, secondaire du fait du talent de ses gestionnaires.¹⁷³

La croissance externe, quant à elle, désigne la capacité à lever des fonds auprès des tiers (pour les véhicules étatiques, la possibilité d'être régulièrement abondé pendant la durée de la rente). Traditionnellement, les fonds qui réussissent sont ceux qui se nourrissent des deux sources d'accumulation. Il doit en être de même pour les fonds souverains.¹⁷⁴

Section 2 : La transparence des fonds souverains source de controverse et les tentatives de réglementation

Les précédents chapitres nous autorisent à dire que les fonds souverains ont des logiques et des approches différentes. De la multiplicité des comportements des fonds souverains, qu'il s'agisse d'un comportement rentier, d'un fonds stratège ou moraliste, on retient de ces investisseurs qu'ils obéissent aux lignes tracées par l'autorité les régissant et tentent en l'occurrence de mettre en œuvre les politiques qui leur sont édictées.

La crise financière de 2008 a été une aubaine pour ces investisseurs et leurs gouvernements, en raison de leur rôle important joué pour renflouer les banques et accourir au chevet du système financier international, un rôle qui a relégué le marché au second plan et repositionné les pays en développement sur la scène financière et économique internationale. Plusieurs économistes parlent de *capitalisme d'État*, « ...un système dans lequel l'État fonctionne comme le principal acteur économique et se sert essentiellement du marché pour en tirer un profit politique et économique ». ¹⁷⁵ Des participations actionnariales ont été faites au sein d'entreprises multinationales *via* des véhicules de plus en plus puissants ; à terme, cela

¹⁷² Idem, p.33

¹⁷³ Jean Michel ROCCHI, Michel RUIIMY, « les fonds souverains », *Economica*, 2011, pp.229-230.

¹⁷⁴ Idem, pp.230.

¹⁷⁵ Idem, pp.261.

va mener à une bipolarisation actionnariale qui va modifier la notion de propriété nationale ou la rendre de plus en plus ambiguë.

Les fonds souverains ont aujourd'hui montré que c'est en dehors du marché que s'accumulent les capacités d'investissement les plus importantes¹⁷⁶, cette situation a suscité beaucoup de controverse dans les rapports internationaux et contraint les pays occidentaux capitalistes à intervenir sur les marchés et même procéder à la nationalisation afin de protéger quelques-uns des établissements financiers et recapitaliser des entreprises, dites stratégiques, en difficulté. Pour cela, on a vu apparaître les fonds stratégiques d'investissement, qui eux, ne sont pas abondés par des excédents (rentiers, commerciaux), mais ils disposent d'une capacité d'endettement, censés protéger les entreprises en difficulté de l'emprise des autres fonds souverains en quête de placements et qui suscitent la suspicion des états d'accueil et considèrent que les investissements des fonds souverains ne sont pas que financiers, des objectifs stratégiques ornent ce genre d'investissements, en conséquence, une menace potentielle pour la sécurité économique du pays où ils investissent. À ce stade de développement, on parle de capitalisme d'État transfrontalier. Par conséquent, un niveau de transparence et un cadre légal international est envisagé pour permettre aux deux parties (Pays émetteurs et pays d'accueil) d'en tirer conjointement profit de ce nouvel acteur financier et ce qu'il apporte d'avantage à ces pays d'un côté ou de l'autre.

2.1) Définition de la notion de transparence

La transparence relève du domaine de l'optique. Elle traduit l'état de la matière qui peut être traversée par la lumière. Dans le domaine financier, elle est révélatrice de la gestion d'une entreprise ou d'un marché.¹⁷⁷ Pour les fonds souverains, la transparence concerne le mode de gestion, de gouvernance, le processus d'investissement et ses objectifs.¹⁷⁸ Ainsi, une mauvaise ou faible transparence est assimilée à l'hésitation d'un fonds de communiquer sur tous ces éléments.¹⁷⁹ Si beaucoup d'éléments doivent être communiqués à l'actionnaire et n'ont pas à être publiés, les fonds souverains sont hostiles à un excès de transparence, qui

¹⁷⁶ Plassart Philippe, Arnoux Patrick, « le match des capitalismes », le nouvel économiste N° 1396, 12 au 18 juillet 2007.

¹⁷⁷ Jean Michel ROCCHI, Michel RUIMY, « les fonds souverains », édition Economica, 2011, p.74

¹⁷⁸ Idem.

¹⁷⁹ Idem

pourrait les défavoriser sur le plan de la concurrence et nuire à leur performance.¹⁸⁰ Toutefois, certains éléments auraient utilement pu figurer parmi les informations devant être publiées et le défaut de communication au public limite la responsabilité des fonds souverains vis-à-vis des citoyens.¹⁸¹

2.1.1) L'indice de transparence de Linaburg-Maduell et de Carl Linaburg

L'indice de transparence de Linaburg-Maduell et de Carl Linaburg (LMTI- *Linaburg-Maduell Transparency Index*) a été développé à l'institut de recherche sur les fonds souverains (Sovereign Wealth funds institute) par Carl Linaburg et Michael Maduell. L'indice de transparence Linaburg-Maduell évalue qualitativement les politiques d'investissement des fonds souverains. Une transparence plus faible peut cacher une hésitation à publier les résultats financiers.¹⁸² L'organisme (The sovereign wealth institute) recommande une note minimum de 8 qui correspond à une transparence normale. Les cotes de transparence peuvent changer lorsque les fonds libèrent des informations supplémentaires. Il existe différents niveaux de profondeur en ce qui concerne chaque principe est elle est laissée à la discrétion de l'organisme.¹⁸³

Tableau N° 15 : Les critères de transparence selon le LMTI

Point	Principes de transparence de l'indice LMTI
+ 1	Le fonds fournit les informations sur son histoire, les raisons de créations, les origines des fonds et la structure de l'actionnariat gouvernemental.
+ 1	Le fonds met à jour ses publications indépendamment des rapports annuels
+ 1	Le fonds dévoile ses parts d'entreprises et situe géographiquement ses prises de participation
+ 1	Le fonds informe de la totalité de son portefeuille en valeur de marché (Market value), le niveau de retour sur investissement et le niveau de rémunération de ses dirigeants (management).
+ 1	Le fonds fournit les lignes directrices de ses normes éthiques et ses politiques d'investissement.

¹⁸⁰ Caroline Bertin Delacour, « les fonds souverains, ces nouveaux acteurs de la finance mondiale », Eyrolles, Les Échos, mars 2009, p170.

¹⁸¹ Idem.

¹⁸² Sovereign Wealth Funds Institute. www.swfinstitute.org/

¹⁸³ Idem.

+ 1	Le fonds communique clairement sur sa stratégie et ses objectifs.
+ 1	S'il y a lieu, le fonds identifie clairement les filiales et informe sur leurs contacts avec celles-ci
+ 1	S'il y a lieu, fournir et identifier ses gestionnaires extérieurs
+ 1	Le fonds gère son propre site internet
+ 1	Le fonds fournit l'emplacement, les coordonnées de son siège et d'autres renseignements tels que le téléphone et le télécopieur
=10 pts	

Source : *Sovereign Wealth Funds Institute*

Les résultats par cet indice de quelques fonds souverains issus des pays en développement ont pu améliorer leur image vis-à-vis de l'extérieur et de concurrencer en terme de transparence les fonds issus des pays développés. Ainsi, les fonds Mubadala (EAU), Tamasek (Singapour) et le fonds d'Azerbaïdjan obtiennent la note complète, puis suivent, le fonds brésilien et le fonds IPIC (Émirats Arabes Unis) qui obtiennent la note de 9 sur 10.

2.1.2) La méthode du Score d'Edwin Truman

Truman dresse un classement des grands fonds souverains (Truman Scoreboard) en fonction de critères de transparence, de gouvernance, de responsabilité. Il leur attribue une note fondée sur leurs réponses à 33 questions fermées (réponse par oui ou non). Pour une réponse « oui », on lui attribue à « 1 » et dans le cas d'une réponse négative on lui associe un « 0 ». De même, des notes partielles existent telles que 0,25, 0,50 et 0,75.¹⁸⁴

2.1.3) L'indice de mesure du respect des principes de Santiago

Un groupe de travail des fonds souverain (IWG) a été mis en place, en mai 2008. Il se compose de 26 grands fonds souverains qui ont tenu trois réunions, dont la première et à Washington, la deuxième à Singapour et la dernière à Santiago.¹⁸⁵ De ces réunions sont nés les « Principes de Santiago » et c'est ce qu'on appelle aussi les principes et pratiques généralement acceptés (PPGA). Un intérêt est à porter aux objectifs, à la nature, et à la structure de ces principes. Nous allons ensuite aborder l'index qui s'y rapporte.

¹⁸⁴ Jean Michel ROCCHI, Michel RUIMY, « les fonds souverains », édition Economica, 2011, p.76.

¹⁸⁵ International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG): Generally Accepted Principles and Practices (GAPP)—Santiago Principles.

i) Les objectifs des PPGA (Principes et Pratiques Généralement Acceptés)

Ces principes ont pour mission de représenter fidèlement l'existence de dispositifs de gouvernance et de responsabilisation. Le respect de ces principes et pratiques devrait garantir des retombées économiques et financières positives aux pays d'origine et d'accueil, plus largement au système financier international. Ils visent à faire en sorte que par leur respect, les fonds souverains améliorent leur image d'investisseur économique et financier. Et ainsi, contribuer à la stabilité du marché financier et à réduire les tentations protectionnistes. Principes qui permettront vraisemblablement la coopération entre les pays d'accueil et les pays d'origine des fonds.

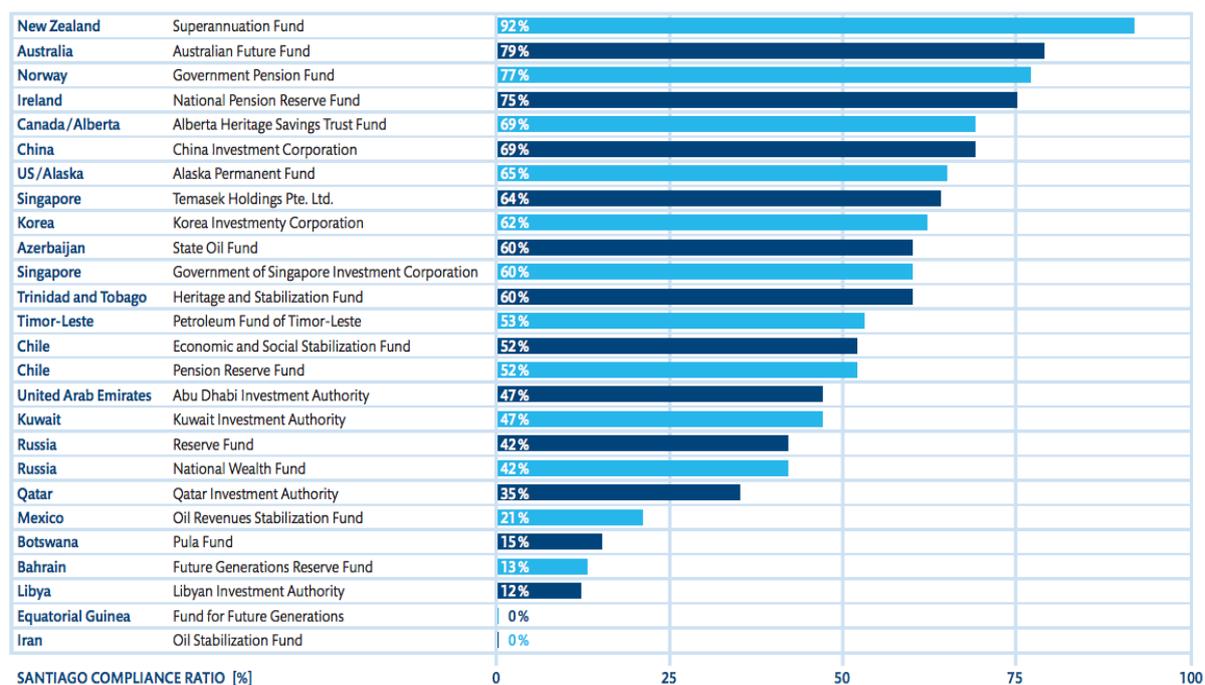
ii) Nature et structure des PPGA

Les membres de l'IWG¹⁸⁶ (*International Working Group (IWG) of Sovereign Wealth Funds*) adhèrent aux PPGA de manière volontaire. Les principes et pratiques guident les fonds souverains. Ceux-ci opèrent selon le principe de bonne foi, ils effectuent leurs investissements en prenant en compte les risques économiques et financiers. De plus, les règlements et obligations doivent être respectés aussi bien au niveau du pays d'origine, que du pays d'accueil.¹⁸⁷

¹⁸⁶ Groupe de travail international des fonds souverains, parmi ses membres on a : l'Australie, l'Azerbaïdjan, le Bahreïn, le Botswana, le Canada, le Chili, la Chine, La Guinée Equatoriale, l'Iran, l'Irlande, la Corée du Sud, le Koweït, la Lybie, le Mexique, la Nouvelle Zélande, la Norvège, le Qatar, la Russie, Singapour, Timor-Leste, Trinidad & Tobago, les États Arabes Unis, et les États-Unis, et comme membres permanents, on a l'OCDE et la Banque Mondiale (organisations), le Vietnam, Oman et l'Arabie Saoudite.

¹⁸⁷ International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG) (2010), principes de Santiago, Introduction.

Graphique N°22: L'indice de mesure du niveau de respect des principes de Santiago (Santiago Compliance Index) résultats de 2011



Source: Behrendt Sven, "Sovereign Wealth Funds and their commitment to the 'Santiago Principles: Where Do They Stand?', Carnegie papers, N°22, May 2010, pp.6

Ces principes sont au nombre de vingt-quatre (voir annexe1), ils visent à assainir le mode de gestion des fonds souverains en séparant l'intérêt public de l'intérêt privé et en tentant d'instaurer des bases et pratiques saines et solides pour assurer leur gouvernance ainsi que la pratiques des pratiques d'investissement. Ainsi, quatre principaux domaines ont été l'objet de couverture par ces principes qui exigent aux fonds souverains adhérents à se conformer et par ailleurs informer dans son cadre légal et juridique d'exercice, préciser les objectifs suivis et la coordination avec les politiques macroéconomiques, d'informer du cadre institutionnel et de gouvernance dans lequel il opère et, enfin, communiquer de son cadre d'investissement et de gestion du risque.¹⁸⁸

2.2) Les fonds souverains et l'immunité juridictionnelle

Au 1^{er} juin 2007, la République du Costa Rica et la République populaire de Chine concluent un mémorandum d'entente confidentiel par lequel le Costa Rica s'engageait, à la date des relations diplomatiques avec la Chine, à rompre ces mêmes relations avec Taiwan.

¹⁸⁸ Idem

La Chine, en contrepartie, renforcera sa coopération avec le Costa Rica, a conclu en 2010 un accord de libre-échange, et soutiendrait sa candidature au siège d'observateur au Conseil de Sécurité (finalement obtenue entre 2008 et 2009). De plus, la Chine s'est engagée à acquérir par le biais du fonds souverain SAFE (*State Administration of Foreign Exchange*) 300 millions des bons de trésor du Costa Rica.¹⁸⁹ Ce fonds souverain est le principal des autorités chinoises en terme de volume des fonds gérés, il apparaît ainsi comme étant le bras financièrement armé de la Chine et une entité opaque qui dispose de filiales constituées au sein de centre *Offshore* à partir desquelles il opère certains de ses investissements¹⁹⁰.

Au-delà de son intérêt en matière de séparation des pouvoirs et de transparence de la politique étrangère des États, cette affaire met en relief l'un des multiples enjeux posés par l'activité des fonds souverains, lesquels peuvent être sommairement définis comme des véhicules d'investissement créés, alimentés et contrôlés par les États.¹⁹¹ Cette affaire n'a pas eu énormément de remous, en raison de la crise et la tentative échouée pour sauver la banque américaine *Lehman Brothers* qui fit secouer le système financier international. Sa mise en faillite est une leçon historique que le monde de la finance retiendra, et qu'on incombait à l'échec de négociations conduites avec plusieurs fonds souverains afin d'y injecter des liquidités.¹⁹²

Des tentatives d'acquisition transfrontière ont été entreprises par des entreprises publiques, qui n'étaient pas spécifiquement des fonds souverains, dans des secteurs d'activité sensibles¹⁹³ de même que, des prises de participations dans des fonds d'investissement mis en difficulté par la crise financière ont suscité un très vif émoi dans les pays d'accueil qui se sont opposés politiquement à la réalisation de ces opérations. Cela a conduit à un amendement par plusieurs pays de leurs législations relatives au contrôle des investissements étrangers.

¹⁸⁹ Régis BISMUTH, « les fonds souverains face au droit international. », annuaire français de droit international, cnrs, 2010, pp.567

¹⁹⁰ Régis BISMUTH : « Les fonds souverains, éléments de perturbation du cadre juridique international, Colloque sur "Les fonds souverains : entre affirmation et dilution de l'État face à la mondialisation", Université Paris 8, Vincennes Seine Saint-Denis, 2 décembre 2011.

¹⁹¹ Régis BISMUTH, Op.cit., note 50, pp.568.

¹⁹² Idem, pp.569.

¹⁹³ Exemples : Les ports américains par la société de Dubaï Ports World en 2006 et la société pétrolière américaine UNACOL par la *China National Offshore Oil Corporation* se sont heurtés à une forte opposition politique aux États-Unis.

« Bien que, l'usage des États de leur puissance économique pour des fins de politique étrangère n'est pas en soi une nouveauté ; il s'agit certainement d'une constante des relations internationales. Le développement des fonds souverains modifie néanmoins profondément les modalités d'exercice de cette influence économique puisque celle-ci n'emprunte pas les canaux diplomatiques traditionnels ou leurs affluents officiels, mais prend pour support des mécanismes de libéralisation des investissements internationaux qui ont été mis en place afin de favoriser les opérations d'acteurs économiques censées n'être guidés *in fine* que par des motivations financières. Il est dès lors légitime de se demander si les États, via leurs fonds souverains, peuvent être considérés comme des investisseurs étrangers comme les autres». ¹⁹⁴

2.2.1) Le comportement du fonds souverain et son État d'origine

Les fonds souverains sont des investisseurs divers par leur statut que par leurs activités. Le législateur en se basant sur le cadre général et les articles définissant la responsabilité des États de la commission du Droit International de 2001 :

- L'article 4 sur le comportement des organes de l'État ;

- l'article 5 sur le comportement d'une personne ou une entité exerçant les prérogatives d'un État ;

- l'article 8 sur la possibilité d'agir en fait sur les instructions ou les directives ou sous le contrôle de l'État. ¹⁹⁵

Les fonds souverains du fait de la diversité de leurs formes juridiques peuvent être dépourvus de personnalité morale ou constitués en tant que personne morale de droit public (CIC est une société dotée de la personnalité morale et régie par le droit des sociétés chinois) ou société de droit privé. ¹⁹⁶ Des fonds souverains sont organisés en tant que personnes morales distinctes du gouvernement et de la banque centrale. ¹⁹⁷ Cette diversité empêche de telles entités de prendre la forme juridique d'organe de l'État, en d'autre terme, entrer dans l'organisation de l'État et agir en son nom. ¹⁹⁸ Ce qui rend donc l'article 4 non pertinent afin de caractériser l'attribution à cette entité la qualité d'organe de l'État, il en est de même pour l'article 5 qui vise les personnes ou entités habilitées par l'État à exercer des prérogatives de puissance publique. Le critère fonctionnel retenu par (l'article 5) exclut la catégorie des fonds

¹⁹⁴ Régis BISMUTH, « les fonds souverains face au droit internationale. », annuaire français de droit international, cnrs, 2010, pp.570

¹⁹⁵ Les articles 4, 5 et 8 sur la responsabilité des États sont pertinents et dont le caractère coutumier a été reconnu par la Cour Internationale de Justice.

¹⁹⁶ Op.cit. Note 50, pp.577.

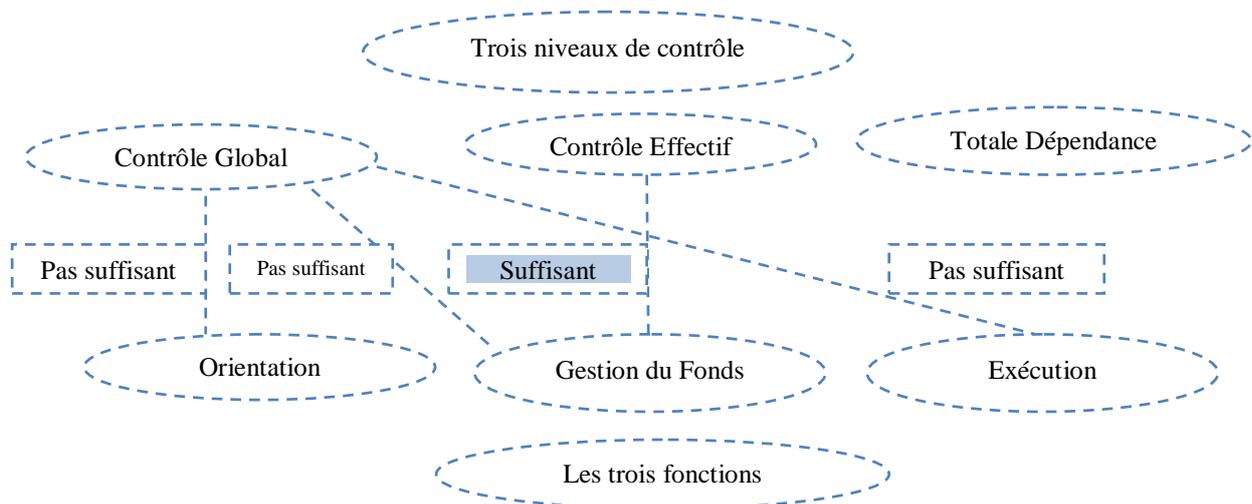
¹⁹⁷ Caroline Bertin DELACOUR, « les fonds souverains, ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale », Eyrolles, 2009, pp.210

¹⁹⁸ Idem.

souverains, puisqu'il établit clairement et fermement que les activités ordinairement conduites par des opérateurs privés ne peuvent constituer des prérogatives de puissance publique. En dehors de la finalité publique et des objectifs d'intérêt général, les fonds investissent se comportent comme investisseurs privés puisqu'ils interviennent sur les marchés financiers en acquérant des actions, des prises de participations dans des entreprises, des titres de dettes publiques ou privées.

En ayant pour appui l'article 8, il faut déterminer si les fonds souverains peuvent agir en fait sur les instructions ou les directives ou sous le contrôle de son État d'origine. Pour cela, il est nécessaire de définir que le contrôle exercé par sur l'entité est effectif au moment où les violations alléguées ont été produites.¹⁹⁹ Un contrôle global consistant par exemple en un financement des opérations litigieuses n'est en soi pas suffisant afin de satisfaire aux conditions posées par l'article 8.²⁰⁰

Figure N°10: L'attribution à l'État des comportements du fonds souverain



Source : adapté de l'article de Régis BISMUTH, « les fonds souverains face au droit international », CNRS 2010, pp.570-579.

Cette proposition est loin d'être un modèle parfait pour l'ensemble des fonds souverains, mais il est possible de transposer les trois fonctions du fonds souverain au trois

¹⁹⁹ CDI, Projet d'articles sur la responsabilité de l'État pour fait internationalement illicite et commentaires relatifs, Doc. A/56/10, Rapport de la Commission du droit international, 2001, pp.112

²⁰⁰ Op.cit. Note 60.pp.578.

niveaux de contrôle. Cependant, il n'est pas possible d'imputer les décisions du fonds à l'État lorsque ce dernier exerce un contrôle total sur l'exécution de celles-ci, de même que lorsque l'État exerce un contrôle total, alimente, constitue ou définit l'orientation stratégique d'un fonds souverain, conformément aux dispositions de *l'article 8*.²⁰¹

Pour ce faire, l'État doit donc exercer un contrôle effectif et être directement impliqué dans la gestion opérationnelle du fonds. Or, l'intensité de l'intervention de l'État dans la gestion opérationnelle varie considérablement d'un fonds souverain à l'autre. Si l'État intervient directement dans les décisions d'investissement (par exemple la décision du fonds chinois SAFE d'acquérir les bons du Trésor costaricain) ces dernières lui seront *in fine* imputables au titre du contrôle effectif. Cependant, si les instruments régissant la gouvernance du fonds assurent l'indépendance des gestionnaires dans leur choix d'investissement et que celle-ci est effective, modèle que préconisent les standards internationaux en la matière, il ne serait dès lors pas possible *de prime abord* d'attribuer les décisions d'investissement à l'État, car il n'existe dans cette situation qu'un contrôle global et pas un contrôle effectif.²⁰²

Néanmoins, les pays détenteurs de fonds souverains ont une obligation de vigilance et réaliser en l'occurrence un ensemble de vérifications des investissements que les gestionnaires réalisent et ne constituent pas une violation des engagements et obligations internationales, c'est du moins ce qui est défini par le texte gouvernant le fonds souverain norvégien *Government Pension Fund – Global* qui exclue les investissements au sein d'entreprises impliquées dans la production d'armes prohibées par le droit international, des violations massives des droits de l'homme ou des dommages causés à l'environnement.²⁰³ L'exemple du fonds norvégien et l'intervention *ex post* des autorités afin de réorienter la stratégie du fonds et la mise d'un contrôle *ex ante* au sein du mandat destiné aux gestionnaires précis, du moins pour ce fonds souverain, que les gestionnaires ne peuvent utiliser les finances de l'État à des fins contraires au droit international.

²⁰¹ CDI, Op.cit. note 61, pp.113

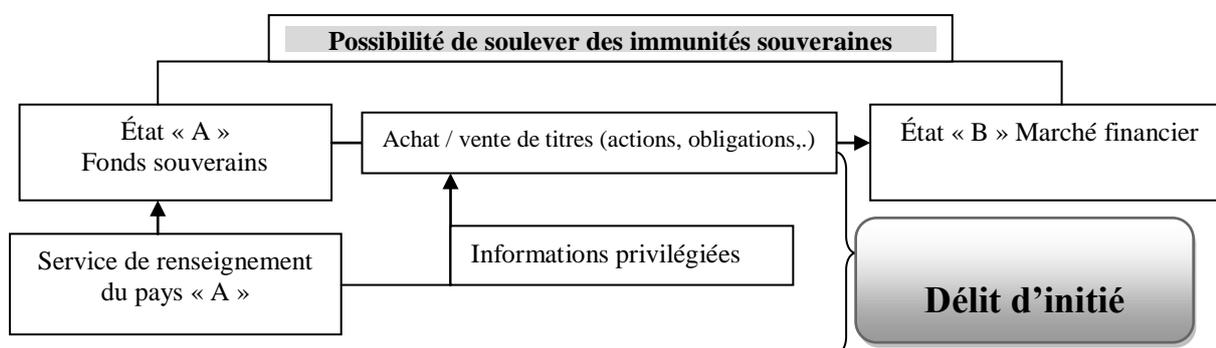
²⁰² Idem.

²⁰³ Adopted by the Ministry of Finance on 1 March 2010 pursuant to Act no. 123 of 21 December 2005 relating to the Government Pension Fund, section 7, section 2.

2.2.2) Les immunités juridictionnelles des États étrangers et les fonds souverains

Les fonds souverains en tant qu'entités créées et financées et globalement contrôlées par les États, invoqueraient très probablement les immunités juridictionnelles et d'exécution dont bénéficient leurs États d'origines. Le président de l'autorité boursière américaine, la SEC (Securities and Exchange Commission), a posé l'éventualité qu'une puissance publique qui investit via un fonds souverain dans un marché financier d'un autre État peut être avantagé par rapport aux autres investisseurs institutionnels privés s'ils disposent d'informations autres que celles disponibles dans le marché. Cette situation peut constituer un délit d'initié et le fonds peut éventuellement invoquer les immunités juridiques dont il bénéficie.²⁰⁴

Figure N°11 : Exemple où les immunités souveraines peuvent être soulevées.



Source : adapte de l'annuaire français de droit international, « les fonds souverains et le droit international », CNRS, 2010, pp. 581-582.

Les pays convergent aux mêmes conclusions pour ce qui est des bénéficiaires des immunités et leur cadre d'application. Le droit français à l'instar du droit américain pose deux conditions, la première condition est qu'il y ait une dépendance fonctionnelle de l'organisme vis-à-vis de l'État et, au moins, la finalité publique de l'acte litigieux.²⁰⁵ Ils considèrent que les fonds souverains sont des émanations des États, dès lors qu'ils ont été créés par l'État central qui exerce sur leurs activités un contrôle global et que ces fonds poursuivent un objectif d'intérêt général. Pour les Nations Unies, ils bénéficient des immunités de juridiction, « les établissements ou organismes d'État ou autres entités, dès lors qu'ils sont habilités à

²⁰⁴ WWW.SEC.GOV (Christopher COX, "The Role of Government in Markets", 24 octobre 2007).

²⁰⁵ David GAUKRODGER, "Foreign State Immunity and Foreign Government Controlled Investors", OECD Working Papers on International Investment, n° 2010/2, 2010

accomplir et accomplissent effectivement des actes dans l'exercice de l'autorité souveraine de l'État. »²⁰⁶

Mais, être une émanation de l'État ne suffit pas pour garantir au fonds souverain l'immunité. Cependant, une distinction est faite entre les actes de gestion et les actes de souveraineté, dont le premier correspond à l'objectif poursuivi par le fonds (la finalité), et la deuxième prend en considération la nature de l'acte (la forme). Les États-Unis par exemple, refusent toute immunité aux activités commerciales malgré l'origine et l'objectif de servir un intérêt public. Quant aux Nations Unies il est « pour déterminer si un contrat ou une transaction est une transaction commerciale [...], il convient de tenir compte en premier lieu de la nature du ou de la transaction, mais il faudrait aussi prendre en considération son but si les parties au contrat ou à la transaction en sont ainsi convenues [...] »²⁰⁷

En conclusion, l'importance accordée à la forme qu'à la finalité refuse toute immunité juridictionnelle aux fonds souverains qui peuvent se fondre dans l'anonymat des marchés et se muer en parfaits acteurs privés. Mieux encore, si l'on se réfère au critère finaliste, on peut avancer que la finalité publique de l'opération n'est connue que du fonds souverain et absolument pas de l'autre partie à la transaction.²⁰⁸ Il est donc concevable qu'un fonds souverain finançant l'exploitation de ressources naturelles à l'étranger dans des circonstances conduisant à des violations massives des Droits de l'Homme puisse être poursuivi devant les juridictions américaines sur la base de l'*Alien Tort Claims Act* 145, sans qu'il puisse opposer son immunité de juridiction à une telle demande.²⁰⁹

²⁰⁶ Convention des Nations Unies sur les immunités juridictionnelles des États et de leurs biens, 2 décembre 2004, article 2 (1) (b) (iii).

²⁰⁷ *Idem*, article 2 (2).

²⁰⁸ Régis BISMUTH, « les fonds souverains face au droit international. », annuaire français du droit international, CNRS, 2010, pp.583

²⁰⁹ *Idem*, pp.589

2.3) Les restrictions opérées par les pays développés à l'égard des fonds souverains

Les États développés qui sont les défenseurs de la libre circulation des capitaux, n'étaient pas restés insensibles à la montée en puissance des fonds souverains malgré le besoin vital d'une ouverture de leurs marchés pour les capitaux étrangers. Par conséquent, des tentatives de contrôle et de règlement national et communautaire des investissements émanant des fonds souverains ont été entreprises par leurs autorités, dont nous traiterons que les principales.

2.3.1) Restrictions opérées par les États-Unis

Les États-Unis affichent une certaine volonté de composer avec les fonds souverains, mais une méfiance à leur égard existe. L'État fédéral dispose d'une multitude d'instruments visant la protection d'intérêts considérés comme vitaux et tente par leur biais d'encadrer les investissements directs étrangers applicables aux fonds souverains. À ce titre, plusieurs secteurs font l'objet d'une surveillance particulière et porte souvent la notion de « sécurité nationale », souvent interprétée de manière large et opportune.²¹⁰

Le plus ancien règlement des fonds souverains est le Comité pour l'Investissement Étranger aux États-Unis (CFIUS, Comity of Foreign Investment in United States), créé en 1975 par un décret du président Gerald Ford et présidé par le département du Trésor.²¹¹ Aux États-Unis, l'amendement d'Exon-Florio *l'Omnibus Trade and Competitiveness Act*, adopté en 1988, accorde au président des États-Unis l'examen des acquisitions d'entreprises américaines par des entités étrangères. L'amendement Exon-Florio a été modifié en 2007 par the *National Security Act (FINS)*. FINS renforce et réaffirme les dispositions de l'amendement Exon-Florio existantes. Ces changements ont augmenté le rôle du Congrès. Le comité sur les investissements étrangers des États-Unis (CFIUS) doit maintenant informer la majorité et la minorité représentants du Sénat et de la Chambre des représentatives ainsi que les membres des comités juridictionnels du Congrès.²¹²

²¹⁰ Jean Michel ROCCHI, Michel RUIMY, « Les fonds souverains », *Economica*, 2011, pp.127

²¹¹ Seth Robert LINDBERG, « Sovereign wealth funds regulation in the E.U and US », *Syracuse Journal of International Law & commerce*, 2009, pp.101.

²¹² *Idem*, pp.103

Toute acquisition pouvant menacer la sécurité nationale peut-être suspendue ou annulée par le président des États-Unis si les résultats de l'examen ou de l'enquête déterminent les effets d'une opération de fusion, acquisition ou prise de contrôle par une société étrangère sur la sécurité nationale.²¹³

Le président peut confirmer la dangerosité de l'investissement pour la sécurité nationale si :²¹⁴

- (1) l'investissement étranger cible la production nationale indispensable pour les besoins projetés en défense (sécurité) nationale;
- (2) affecte l'aptitude et la capacité des industries nationales à répondre aux exigences de sécurité nationale (disponibilité des ressources humaines, des produits, des technologies, des matériaux et autres fournitures et services) ;
- (3) le contrôle des industries nationales et d'activités commerciales par des investisseurs étrangers la capacité de l'État à répondre aux exigences de la sécurité nationale ;
- (4) les effets potentiels du projet ou de la transaction envisagés sur les ventes de matériel militaire, d'équipement ou de technologie à n'importe quel pays soutenant le terrorisme et produisant des armes.
- (5) les effets potentiels sur le leadership technologique international américain dans des domaines touchant la sécurité nationale américaine.

Des modifications ont été entreprises par le gouvernement américain et viennent renforcer l'arsenal juridique réglementant les investissements étrangers entrants et se recentre sur les effets potentiels sur la sécurité nationale d'une transaction sur les infrastructures de base, les produits énergétiques majeurs, les ventes de biens militaires ou de technologie vers des pays qui représentent une menace militaire régionale pour les États-Unis. Toutefois, le règlement prévoit et rejette toute idée de prise de contrôle et disposition de droits de vote si l'opérateur déclare agir qu'à des fins d'investissement, ainsi des preuves convaincantes doivent être présentées au président.²¹⁵

²¹³ Idem, pp.104

²¹⁴ Idem.

²¹⁵ Nimrod Raphaeli & Bianca Gersten, "Sovereign Wealth Funds: Investment Vehicles for the Persian Gulf Countries, MIDDLE East, 2008. pp.48

Le 17 novembre 2008, les États-Unis ont pris une mesure pour durcir la réglementation contre les investissements SWF. Selon les nouvelles règles, les transactions dans lesquelles une entité étrangère acquiert une participation de moins de 10 % dans un secteur, n'obtiendrait pas automatiquement une exemption d'examen par le CFIUS. Depuis 1988, les sociétés étrangères ont envoyé au CFIUS plusieurs milliers d'avis d'intention d'achat d'entreprises américaines, mais le CFIUS a étudié seulement quelques-uns et de ceux-là il n'en a bloqué qu'un seul. Le seul investissement bloqué s'agit de la tentative d'achat par la *China Aviation Technology Import-Export Corporation* d'un fabricant de pièces d'aéronefs civils privé, basé à Seattle.²¹⁶

Mais la seule fois qu'une acquisition par un fonds souverain a été officiellement bloquée par les autorités américaines, c'était en 2005, quand Dubaï Ports World a pu contrôler la compagnie britannique P & O qui gérait les six principaux ports de l'Est des États-Unis.²¹⁷ Cette opération de prise de contrôle des ports américains par une entreprise étrangère a été à l'origine d'une polémique et a suscité l'indignation des politiques américains. En avançant la raison nationale « motif de sécurité nationale », le Congrès américain a tenté de bloquer le fonctionnement de l'entreprise et il a fallu attendre mars 2006 pour que Dubaï Ports World convienne à remettre le fonctionnement de ces ports entre les mains d'entités américaines.²¹⁸ Toutefois, la crise financière (crise du crédit) 2008-2009 a vu baisser la crainte des pays d'accueil face aux fonds souverains qui avaient énormément besoin de liquidité pour recapitaliser leurs différentes institutions financières.

2.3.2) Restrictions opérées au sein de l'Europe

Il n'existe actuellement aucune réglementation mondialement adoptée. Bien que les États-Unis, l'Union Européenne, l'Australie et l'Allemagne ont pris des mesures individuelles pour réglementer les flux émanant des fonds souverains. Les ministres des finances du groupe des sept (G7) ont demandé à la commission européenne, le Fonds Monétaire International (FMI) et la Banque Mondiale d'identifier les pratiques et définir les normes à exiger des fonds

²¹⁶ Idem.

²¹⁷ Seth Robert Lindberg, Op.cit, pp.105

²¹⁸ Nimrod Raphaeli & Bianca Gersten, Op.cit, pp.51

souverains sur le plan structurel, institutionnel, gestion des risques, transparence et présentation des comptes.

2.3.2.1) Restrictions opérées au sein de l'Union Européenne

L'Union Européenne, première puissance commerciale mondiale, a toujours affiché son attachement à l'ouverture aux investissements étrangers, elle est en effet la première destination des investissements étrangers. L'Union Européenne en veillant à maintenir son marché ouvert aux investisseurs, a tout à gagner d'un système économique mondial coopératif. Mais cette ouverture ajoutée aux principes idéologiques (Liberté de circulation des marchandises, des personnes et des capitaux), rend ce territoire vulnérable.²¹⁹ L'Union Européenne a également tenté de règlementer les flux provenant des fonds souverains. Ce code de conduite contient cinq principes :²²⁰

- i) L'engagement à créer un environnement d'investissement ouvert à la fois dans l'UE et ailleurs, y compris dans les pays du tiers monde qui gèrent des fonds souverains;
- ii) utiliser comme support les travaux réalisés à cet effet par les organisations internationales comme le FMI et l'OCDE;
- iii) utilisation des instruments existants dans l'Union européenne et au Niveau des États membres ;
 - iii) respect des obligations du traité CE (communauté européenne) et des engagements internationaux, par exemple dans le cadre de l'OMC;
 - iv) proportionnalité et transparence.

L'objectif de ce cadre volontaire consiste à prévenir tout conflit de lois et de non-coordination des politiques de ripostes nationales entreprises à l'encontre des fonds souverains. Ce genre de perturbation peut fragmenter le marché intérieur et affecter l'économie européenne dans son ensemble. L'Union Européenne est intervenue pour la première fois dans le débat sur les fonds souverains, le 27 février 2008, avec une communication de la Commission Européenne.²²¹ À l'heure où l'Europe devrait s'exprimer d'une seule voix, elle est divisée et son énergie éparpillée. L'Union Européenne s'est

²¹⁹ Press Release, Europa, Commission Puts Forward Proposals to the European Council on Sovereign Wealth Funds and Financial Stability (Feb. 27, 2008), available at <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/313>.

²²⁰ Idem

²²¹ Le site officiel de la commission européenne : http://ec.europa.eu/internal_market/capital/third_countries/sovereign_wealth_funds_fr.htm

construite sur une vision purement concurrentielle qui ne prend pas compte des enjeux géopolitiques influant sur les marchés. Bruxelles dénonce une aide illégale lorsqu'un État membre met de l'argent dans une entreprise,²²² mais ne semble pas inquiète dès lors qu'il s'agit d'un fonds souverain étranger.

Cette position peut être résumée comme suit: les dirigeants européens adoptent une stratégie commune de l'UE pour accroître la transparence, la prévisibilité et la responsabilité des fonds souverains. Cette approche commune vise à renforcer la voix de l'Europe dans les rencontres internationales afin d'établir un code de bonne conduite contenant des normes à respecter en matière de transparence et de gouvernance. Ces restrictions à l'égard des fonds souverains n'ont pas laissé neutre leurs cadres, ainsi, Bader al-Saad le directeur général de la *Kuwait Investment Authority*, a déclaré, dans une conférence à Bourglinster au Luxembourg, qu'une transparence totale poserait plus de questions que de réponses et en mettant en garde les États occidentaux sur les effets d'un contrôle excessif des États qui pourra nuire à l'économie mondiale.

Pour ce qui est des niveaux d'approche en Europe : les textes européens reposent sur les quatre libertés fondamentales, dont la liberté de circulation des capitaux, laquelle est applicable, non seulement entre pays membres, mais aussi avec les pays tiers. Selon le droit communautaire, un investisseur d'un État tiers doit bénéficier des mêmes droits qu'un investisseur communautaire.²²³ Cette disposition est renforcée par les traités européens qui n'opèrent pas de distinction entre investisseurs publics ou privés. Mais l'ouverture n'est pas sans limites, car plusieurs mécanismes ont permis aux États membres de se protéger et cette notion n'est pas inscrite dans les traités européens et elle est laissée à l'appréciation de la Cour et la Commission Européennes. Par conséquent, chaque État a adopté sa propre législation relative à la protection de ses entreprises.²²⁴

2.3.2.2) Restrictions opérées en Allemagne

²²² Article 107-108 du TFUE (Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:115:0047:0199:fr:PDF>

²²³ Le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (anciennement « Traité instituant la Communauté européenne », *Article 63* (ex-article 56 TCE).

²²⁴ Jean Michel ROCCHI, « Les fonds souverains », *Economica*, 2011, pp.175

En 2008, le gouvernement allemand a adopté un règlement qui autorise le cabinet allemand à examiner les investissements de plus de vingt-cinq pour cent dans les entités allemandes par ceux à l'extérieur de l'Union Européenne et ses quatre partenaires, le Liechtenstein, l'Islande, la Norvège et la Suisse. Cette loi ressemble très fortement à la loi américaine Exon-Florio qui prévoit un examen des placements effectués par des entreprises étrangères (pays tiers à l'Union) dans des entreprises allemandes. L'Allemagne veut par le biais de l'article 7 de la loi protéger les intérêts nationaux vitaux de son économie. La modification du préexistant article 7 de la loi sur le commerce extérieur et des règlements (*German Foreign Trade and Payments Act*),²²⁵ offre un droit de veto élargi au le gouvernement allemand qui peut aller jusqu'à interdire un investissement étranger supérieur à 25 % dans une entreprise relevant de «la sécurité et l'ordre public».²²⁶

L'application de cette loi est venue après l'intervention de la chancelière allemande Angela Merkel qui interdit au fonds souverain Russe *Sistema* d'investir dans Deutsche Telekom, la plus grande entreprise de communications en Europe. Berlin veut protéger les secteurs stratégiques — télécommunications, banques, poste, logistique et énergie — et ne veut pas qu'ils tombent entre les mains de ce qu'ils qualifient de « fonds de criquets géants » contrôlés par les gouvernements russes, chinois ou du Moyen-Orient. Les critiques, cependant, détestent le démenagement pour bloquer les fonds souverains russes d'investir dans des entités occidentales.

À l'instar des États-Unis, la nouvelle loi allemande, texte voté en février 2009, stipule que tout investissement de fonds étrangers dans des entités allemandes doit être notifié par la Commission Fédérale de la Surveillance Bancaire (FBSC)²²⁷. La procédure de notification en consiste à apporter toutes sortes d'informations permettant de s'assurer de quelle catégorie d'investisseur il s'agit et mesurer les risques sur l'entreprise et le secteur ciblé. La FBSC (*Federal Banking Supervisory Office*) a ensuite deux mois pour examiner les demandes de notification, au-delà des deux mois, l'investissement peut être réalisé sous réserve de certaines

²²⁵ La loi protégeait exclusivement l'armement.

²²⁶ Cécile DE CORBIERE, « L'Allemagne se prémunit contre les fonds souverains », Figaro, quotidien, 20/08/2008

²²⁷ Caroline Bertin Delacour, « Les fonds souverains, ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale », Eyrolles (les Échos), 2011, pp.133

exigences relatives à la publicité, de diffusion d'information (rapports annuels et semi-annuels, etc.)²²⁸.

2.3.2.3) Restrictions opérées en Italie

Le Gouvernement de droite italien s'est opposé à l'achat de plus de 5 % des entreprises italiennes par les fonds souverains et a mis sur pied un comité d'intérêts nationaux pour réguler les investissements des fonds souverains. En l'absence de réglementation commune de l'Union Européenne, une telle politique ferait de l'Italie le marché le plus fermé aux fonds souverains par rapport à ses concurrents européens. Le dispositif français, par exemple, ne réserve pas de traitement particulier aux fonds souverains ni plus généralement aux entités contrôlées par des gouvernements : il vise indifféremment les opérations réalisées par les investisseurs de pays tiers à l'Europe, sans distinguer leur nature publique ou privée et limite le seuil de participation est à 33,33 % au-delà duquel la réglementation s'applique, il est plus élevé que dans d'autres pays, tels que l'Allemagne (25 %) ou les États-Unis (10 %).²²⁹

L'objectif de ce règlement est de « promouvoir les investissements utiles et d'empêcher ceux qui menacent la sécurité nationale ». Certains fonds souverains sont autorisés à investir dans des sociétés italiennes et dans des secteurs bien définis (Infrastructures, transport et le tourisme) et ils sont soumis à un contrôle permanent.²³⁰ Les difficultés financières et les perturbations politiques que rencontre l'Italie présentent une aubaine pour d'importants investissements des fonds souverains, en général, et des fonds chinois et russes, en particulier. Ces investissements peuvent aussi servir de tremplin pour intégrer le marché européen, ainsi et grâce à cette réglementation, les OPA (Offres Publiques d'Achat) hostiles lancées contre les entreprises italiennes ont pu être évitées et l'investissement des fonds souverains dans des domaines comme la défense est interdit.²³¹

La rigueur de cette loi va de pair avec le faible niveau des investissements étrangers en Italie qui occupe la treizième place pour un montant total de 376,6 milliards de dollars.

²²⁸ Seth Robert Lindberg, "Sovereign Wealth Fund Regulation in E.U. and U.S." *Syracuse Journal of International Law & Commerce*, 2009, pp. 110

²²⁹ Caroline Bertin Delacour, pp. 129

²³⁰ Seth Robert Lindberg, pp.111

²³¹ Seth Robert Lindberg, *Op.cit*, pp.111

Contrairement à l'Allemagne et les États-Unis qui comptent respectivement, 1 270 milliards et 2 367 milliards de dollars d'investissement directs étrangers.²³²

2.3.2.4) Restrictions opérées au Royaume-Uni

La Grande-Bretagne, pays parmi les plus accueillants aux fonds souverains, a réagi en 1988 lorsque la *Kuwait Investment Authority* a monté sa participation à 22 % dans le capital de BP. Margaret Thatcher, Premier Ministre à l'époque, avait obligé le fonds koweïtien à revendre ses parts du groupe pétrolier, craignant leur utilisation à des fins politiques. Celui-ci en détient toujours 2,5 % aujourd'hui.²³³

Le Royaume-Uni a décidé de ne pas adopter une nouvelle loi concernant les fonds souverains depuis la récente augmentation de l'investissement des fonds souverains. Le chancelier de l'Échiquier déclarant « lorsqu'une entreprise n'agit pas de manière commerciale ou nous avons des raisons qu'elle comporte des risques pour la sécurité nationale, nous nous réservons le pouvoir d'agir. »²³⁴

Aux termes de la Loi sur les entreprises (*Enterprise ACT, contre les concentrations et les abus de position dominantes*), le Secrétaire d'État peut intervenir dans une fusion ou une acquisition pour diverses raisons. Le ministre britannique de l'industrie²³⁵ s'arroge le droit d'intervenir quand l'intérêt public (Sécurité nationale) est menacé, il peut donc modifier la définition de l'intérêt public par ordonnance, qui ne devient définitive qu'après l'approbation du parlement,²³⁶ et y ajouter d'autres domaines d'activités, ceux qui ne sont pas encore couverts par l'article 58, qui protège les intérêts nationaux du Royaume-Uni.²³⁷ Ainsi, dans certaines circonstances, le Gouvernement du Royaume-Uni peut bloquer un investissement d'un fonds souverain dans l'une de ses sociétés, surtout si la fusion affecte la sécurité nationale.²³⁸

²³² Idem.

²³³ ACHOUR Anouar, « Les failles des fonds souverains et les réactions contradictoires de l'Occident », école de guerre économique, 2008, pp.13

²³⁴ ECONOMIC INDICATORS, "Rising Power of the Sovereign Funds", SUN. TIMES, Oct. 28, 2007, pp.4

²³⁵ C'est l'équivalent du Secretary of State for the department for business, enterprise and regulatory Reform)

²³⁶ Bertin Delacour Caroline, « Les fonds souverains, ces nouveaux acteurs de la finance mondiale », Eyrolles, pp. 130.

²³⁷ Idem, pp.112

²³⁸ Bertin Delacour Caroline, op.cit, pp.112.

Le Royaume-Uni est un important centre de la finance internationale et de l'investissement. Une mesure protectionniste supplémentaire peut entraver les investissements. Pour les fonds souverains, le Royaume-Uni est un centre important, un marché pour leurs transactions, c'est là d'où certains fonds souverains sont gérés. D'ailleurs, la *Kuwait Investment Authority*, la *Brunei Investment Authority*, l'*Abu Dhabi Investment Authority*, les fonds singapouriens *Temasek* et *GIC (Government of Singapore Investment Corporation)* ont tous établi des bureaux à Londres avec l'intention d'explorer les investissements futurs dans les entités britanniques.²³⁹

Le Royaume-Uni demeure, cependant, l'un des États les moins restrictifs envers l'investissement des fonds souverains. Cette atmosphère peu contraignante encourage les investissements internationaux au Royaume-Uni et ramène le Royaume au deuxième rang mondial derrière les États-Unis, et compte sur son territoire plus de 1 230 milliards de dollars d'investissements directs étrangers.²⁴⁰

2.3.3) Les règles et principes généralement acceptés de l'OMC et de l'OCDE

Le cadre juridique international va des règles de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) sur le libre-échange, à celle de l'Organisation de Coopération et de Développement Économique (OCDE) : le Code de libéralisation des mouvements de capitaux en considérant les codes de conduite tels que les Principes de Santiago : Principes et pratiques Généralement Acceptés (PPGA) par les fonds souverains.

L'OCDE travaille dans le sens de la libéralisation de capitaux entre ses membres. Elle régule les investissements étrangers et a établi un Code de libéralisation des mouvements de capitaux. L'OMC comme l'OCDE établissent le principe de la liberté d'investissements comme moteur de développement économique. Cette liberté d'investissement s'accompagne des principes de non-discrimination et de traitement national. Les pays hôtes ou receveurs d'investissements étrangers doivent le même traitement aux investisseurs nationaux qu'aux investisseurs des autres pays membres. Un traitement moins favorable n'est pas autorisé. L'OCDE prévoit la suppression progressive de mesures discriminatoires si elles existent. Le

²³⁹ Idem.

²⁴⁰ Idem, pp.113.

traitement national vise l'égalité de concurrence et de négociation et la libre circulation des capitaux. Ces principes ont force de loi pour les pays membres.²⁴¹

Exception faite dans le cas de menace pour la sécurité nationale, l'OCDE dans l'article 3 du code de la libéralisation des mouvements de capitaux autorise la prise de mesures nécessaires « à la protection des intérêts essentiels à sa sécurité » et au « maintien de l'ordre public ou à la protection de la santé, de la moralité et de la sécurité publique »²⁴².

Les intérêts de sécurité sont déterminés par les États, mais il est nécessaire de garder un environnement d'investissement sain. Les mesures prises doivent être codifiées et publiées selon le principe de transparence et de prévisibilité. Et le principe de proportionnalité veut que la mesure prise ne soit pas plus importante que la valeur que l'on tend à protéger.

CONCLUSION

La récession de 2008-2009 a été aggravée par le manque de coordination des politiques financières et réglementaires. Sans modèle de contrôle uniforme des fonds souverains, plusieurs problèmes peuvent survenir dans le futur. Une vision unanime à l'égard de ces investisseurs est donc nécessaire en raison de l'aspect opportuniste de leurs investissements.

La situation économique et financière mondiale permet aux fonds souverains d'occuper une place importante, là où la fermeture des marchés occidentaux à ses investisseurs ne fera qu'accentuer la gravité de la crise du crédit qui touche ces pays et mettre en échec leur politique de désendettement compliquée par l'impossibilité de s'endetter gratuitement auprès de leurs banques centrales.

Cette situation favorise les investisseurs de long terme, étant donnés les moyens financiers importants et leur taille qui va sans doute augmenter si le rythme de progression annuel pour les cinq premiers fonds est de 19,8 %, les fonds souverains atteindront la taille de 13 400 milliards de dollars en 2017, une capacité financière à caractère long-termiste pouvant

²⁴¹ OCDE, « renforcer l'ouverture des marchés grâce à la réforme de la réglementation », 2003 : <http://www.oecd.org/fr/norvege/42099870.pdf>

²⁴² L'article 3 de la décision du conseil de l'OCDE : <http://www.oecd.org>

injecter des sommes importantes dans ces marchés et financer en l'occurrence les entreprises occidentales en besoin de financement.²⁴³

Cependant, les flux de capitaux en provenance de ces pays sont vitaux pour les pays touchés par la crise. Cela n'est possible que dans un cadre réglementaire soigneusement défini par les deux partis, pays détenteur et récepteurs de ces fonds souverains.

²⁴³ Dussouy Gérard, « les théories de la mondialité : traité de relations internationales III », l'Harmattan, 2009, pp123

CONCLUSION GÉNÉRALE

Tant que la distribution de crédit permet de développer des investissements porteurs d'un dynamisme de l'activité économique, la finance joue son rôle. Mais quand le crédit devient excessif au regard des besoins de l'économie réelle, c'est qu'il sert la spéculation. Et que la crise n'est pas loin. De fait, toutes les crises financières de l'histoire ont été marquées par un excès de crédit. Dès que des possibilités de gains se présentent suite à l'innovation financière, les investisseurs ne se contentent pas d'investir leurs argents et celui de leurs clients, mais ils empruntent pour réaliser des gains et entretiennent ainsi une bulle qui finit indubitablement par éclater. Une partie de l'ingéniosité financière des années 1990 et 2000 a ainsi consisté à inventer des produits financiers complexes par lesquels les investisseurs pouvaient emprunter le plus possible auprès des banques et gestionnaires d'épargne (fonds de pension, fonds souverains, compagnies d'assurances...) tentés d'entrer dans le jeu financier à la mode. C'est d'ailleurs en cette période que la banque J-P Morgan a développé à partir de 1994, un nouveau produit sous forme de contrat d'assurance sur la couverture de défaillance, ou ce qu'on appelle en anglais (*Credit Debt Swaps CDS -dérivés sur événement de crédit*), et tant d'autres qui ont été derrière la crise des *subprimes* et la crise de la dette qui plane actuellement sur le monde capitaliste. L'argent prêté servait à acheter des actions, des obligations, les maisons, etc., dont les prix montent grâce à la demande financée par la dette. Ceux qui détiennent alors ces actifs deviennent plus riches et peuvent retourner chez leur banquier pour demander des crédits supplémentaires... afin d'acheter des tires ou des maisons dont le prix monte. Cette bulle a été ainsi nourrie et créa avec elle un montant global de crédit qui représente 90 % de la monnaie mondiale en circulation et les dix pour cent restants constituent la monnaie fiduciaire (Billet de banques et monnaie métallique) en circulation. Il n'en faudrait pour l'éclatement de la bulle que 4 % des ménages américains faillies à leurs engagements.

Les conséquences de la crise sont dramatiques, du moins, pour les pays occidentaux qui se sont imposé des plans de rigueurs budgétaires sensés compresser leurs dettes publiques, revenir à un niveau d'endettement soutenable et de relancer leur économie réelle. Un remue-ménage est en train de se faire sur la scène internationale, ainsi des pays de tailles gigantesques se sont émergés et prennent peu à peu les rênes de la gouvernance mondiale. L'Europe est engagée dans un défi de restructuration et de réformes budgétaires afin de juguler la crise de la dette qui menace sensiblement les pays du Sud et qui risque de trainer avec eux les pays du Nord de l'Europe. Les États émergents, par le biais de leur fonds souverains continuent d'abonder ce marché en liquidité, en réalisant d'énormes investissements dans l'immobilier, l'industrie, les transports, etc. Au moment où l'Europe

avait extrêmement besoin de soutien financier extérieur. Les seuls pays à courir au secours de la zone Euro, contrairement à ce qu'on a l'habitude de croire, sont la Chine et la Russie (futurs leaders mondiaux d'après les pronostiques). L'Europe avec son principe *no bail-out* (pas de plan de sauvetage) et les différents mécanismes d'aide aux pays en difficulté, *Long Term Refinancing Operations (LTRO)*, *Security Market Program(SMP)*, le tout dernier *Output Monetary Transactions (OMT)* de Mario DRAGHI et la création d'un Fonds de Stabilité Financière, arrive tant bien que mal à résister aux attaques des spéculateurs et les tensions intérieures.

L'émergence du capitalisme d'État et la reconfiguration du paysage économique mondial portent au-devant de la scène les nouvelles puissances émergentes où, on est tenu de nouer des partenariats à l'issue de discussions objectives entre les parties. Cependant, le rôle des fonds souverains, en vertu de leurs caractères, stabilisateur et long-termiste, joue un rôle d'une grande importance et peut prêter assistance aux États qui en font la demande. La crise de la dette, les politiques d'austérité rendent les États occidentaux, en dehors de l'endettement, incapable de financer les besoins supplémentaires de leur économie.

Les pays titulaires des fonds souverains continuent d'engranger davantage de réserves de change et tentent de les placer au lieu de constituer un poids sur la monnaie nationale. Néanmoins, les fonds souverains empruntent des comportements distincts. Le premier est un comportement rentier qui a pour mission de fructifier, sur le long terme, une rente (ressources pétrolières, etc.) en l'investissant dans les marchés afin de renforcer le pouvoir en place, et plus spécifiquement, celui de l'équipe dirigeante. Ils s'agissent principalement des fonds appartenant aux monarchies pétrolières de la péninsule arabique. Il y a ensuite, les fonds stratégiques qui obéissent à une logique de développement stratégique, en d'autres termes, ils investissent dans des secteurs jugés vitaux pour la survie de leur économie et de leur influence politique, la Chine en est le meilleur exemple. Les fonds dits moralistes ont pour objectif, en dépit du niveau de développement et de niveau de vie élevés, de rehausser le niveau de vie de la population vieillissante et répondre aux futurs engagements du gouvernement à l'égard de sa population. Le fonds souverain norvégien est emblématique dans cette approche. Il agit suivant des règles d'éthique salutaires et s'interdit d'investir dans toute entreprise qui n'agit pas dans le cadre du respect des droits et des règles morales. La taille financière des fonds souverains va sensiblement augmenter. Les États émetteurs déploient leurs fonds et investissent dans les quatre coins du monde, comme leurs réserves de change augmentent, les fonds souverains seraient des acteurs incontournables de l'environnement économique et financier de demain.

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages:

AGLIETTA M, BERREBI L, « *Désordres dans le capitalisme mondial* », Odile Jacob, 2007, Paris.

AGLIETTA Michel, « Crise et rénovation de la finance. », Edile Jacob, 2008, Paris.

ALPHONSE Pascal, DESMULIERS Gérard, GRANDIN Pascal, LEVASSEUR Michel, « Gestion de portefeuille et marchés financiers », PERSON, 2010, Paris.

ATTALI Jacques, « La crise, et après ? », fayard, 2009.

BERTIN-DELACOUR Caroline, « les fonds souverains, ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale », Eyrolles, 2009, Paris.

BETBEZE Jean Paul, « Fonds souverains à nouvelle crise, nouvelle solution ? », Descartes et Cie, 2008, Paris.

BROQUET, COBBAUT, GILLET, VAN DEN BERG, « Gestion de portefeuille 4e édition », DE BOECK Université, 2004, Paris

CHEVALIER Jean-Marie, « les Nouveaux Défis de l'énergie. Climat-Economie-Géopolitique », Economica, Paris, 2009, Paris.

HAMON Jacques, « Bourse et gestion de portefeuille », Economica, 2011, Paris.

GOMES Tamara, « The Impact of Sovereign Wealth Funds on International Financial Stability », Bank of Canada, *Discussion Paper*, n° 2008-14, September 2008.

KATEB Alexandre, « Les nouvelles puissances mondiales. Pourquoi les BRIC changent le monde », ellipses, 2011, Paris.

RAPP Lucine, « ces fonds que l'on dit souverains, fonds d'Etat et souverainetés financières », Vuibert, 2011, Paris.

ROCCHI J.M, RUIMY.M, « Les fonds souverains », Economica, 2011, Paris.

SIMON Yves, LAUTIER Delphine, « techniques financières internationales », 8^e édition, Economica, Paris.

SIMON.Y, LAUTIER.D, MOREL.C, « Finance Internationale » 10^e édition, Economica, 2009, Paris.

VEDIE Henri-Louis, « Les fonds souverains : une puissance financière insensible aux crises », Eska, 2010, Paris.

Revues :

ADIA (Abu Dhabi Investment Authority), Annual Review Website, 2010

Alternatives économiques, « Pourquoi les riches doivent gagner moins », n° 291, 5 2010.

Alternatives économiques, « Quand le Sud se paie le Nord », n°266, 2 2008

BEHRENDT Sven, “When Money Talks Arab Sovereign Wealth Funds in the Global Public Policy Discourse Sven Behrendt”, Carnegie Papers From Middle East Center,

Blancheton Bertrand et Jégourel Yves, « Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ? », **revue de la régulation**, numéro 5.

DEMAROLLE Alain, « rapport sur les fonds souverains », la Documentation française, 2008.

JAIDANE-MAZIGH LAMIA, « LA GESTION ALTERNATIVE DES FONDS SOUVERAINS ALTÉRÉE PAR LES CRISES ? », revue d'économie financière, 2011.

LANDROT Antoine, « Les fonds souverains: concurrents et partenaires du capital investissement », AGEFI Hebdo n°37, 4 septembre 2008.

NEW YORK - (BUSINESS WIRE), « Global Pensions and Sovereign Wealth Funds Investment in Hedge Funds: The Growth and Impact of Direct Investing », June 2011.

Problèmes économiques, « Les fonds souverains », No 2.951, 02 juillet 2008.

Revue d'Economie Financière, « Les Fonds Souverains », numéro hors série, 2009.

Documents de travail (working papers)

ACHOUR Anouar, « Les failles des fonds souverains et les réactions contradictoires de l'Occident », école de guerre économique, 2008.

ACHOUR Anouar, COMETTO Hélène, DESCAMPS Samuel, HAMMOND Christophe,

AGENCE INTERNATIONALE DE L'ENERGIE (AIE), "World Energy Outlook ", Novembre 2011.

AIT-KACIMI Nessim, « Les ambitions grandissantes du fonds souverain chinois CIC », LES ECHOS, 27 avril 2012

ARTUS Patrick, « Une période qui va être très difficile pour l'économie mondiale », flash économie N° 588, 6 Septembre 2012.

ARTUS Patrick, « Une erreur stratégique pour certains pays émergents : avoir trop lié leurs économies à celles des pays de l'OCDE », Natixis, flash économie N° 557, 23 Décembre

2009.

ARTUS Patrick, « *Une lecture marxiste de la crise* », Natixis, *Flash économie* N°2, 06 Janvier 2010.

BAUQUIS Pierre-René, conférence visiatome « Pétrole, Gaz et énergie nucléaire : Défis et idées reçues », Marcoule – 15 mars 2007.

BISMUTH Régis, « les fonds souverains face au droit internationale. », ANNUAIRE FRANÇAIS DE DROIT INTERNATIONAL, CNRS, 2010.

BISMUTH Régis, « Les fonds souverains, éléments de perturbation du cadre juridique international, Colloque sur "Les fonds souverains : entre affirmation et dilution de l'État face à la mondialisation", Université Paris 8, Vincennes Seine Saint-Denis, 2 décembre 2011.

Center for Economics and Business Research (CEBR), "Brazil has overtake the UK's GDP", 26th DECEMBER 2011.

CNUCED, « Rapport mondial sur les Investissements Directs Etrangers », 2010.

Commission des finances du Sénat Français, « Rapport sur les fonds souverains », 2008.

Convention des Nations Unies sur les immunités juridictionnelles des États et de leurs biens, 2 Décembre 2004.

Deutch Bank Research, « China's Financial Markets, A Future Global Force? », 2010.

Fonds Monétaire Internationale (FMI), Communiqué de presse "Création d'un groupe de travail international sur les fonds souverains pour faciliter l'élaboration de principes applicables à titre facultatif", 1mai 2008.

GAUKRODGER David, "*Foreign State Immunity and Foreign Government Controlled Investors*", OECD Working Papers on International Investment, n° 2010/2, 2010.

Hansen Jean Pierre, Percebois Jacques, « Energie, économie et politique », De boeck Université, 2010

HEC (l'École des hautes études commerciales), « le fonds souverains chinois est de retour », Eurasia Intitut, octobre 2009.

Javier Santiso, "Sovereign Funds Are Helping Strike A New World Economic Balance", *ESADEgeo*, July 2011

KOPPER Christopher, « recyclage des pétrodollars », association d'économie financière, Hors série 2009.

KUNSTLER James Howard, « le fin du pétrole, le vrai déficit du XXI siècle », PLON, 2005.

LABIDI Moez MAZIGH-JAIDANE Lamia, rapport sur les fonds souverains « Fonds souverains et stabilité financière internationale *nouveaux acteurs, nouveaux enjeux et nouvelle gouvernance* » EAS – F.S.E.G. de Mahdia– Université de Monastir

LACOYE-MATEUS Alice, « LES FONDS SOUVERAINS *Conquête de la politique par la finance* », école de la guerre économique groupe eslsca, 2007.

Li Liming, « Day of Rackoning for China's Sovereign Fund », Economic Observer, 31 janvier 2008.

LYONS Gerard, “State Capitalism: The rise of sovereign wealth funds”, Oxford, 13th November 2007

Nimrod Raphaeli & Bianca Gersten, “*Sovereign Wealth Funds: Investment Vehicles for the Persian Gulf Countries*, Middle East, 2008.

PAUNET Michelin, «les perspectives nouvelles pour la coopération de la convention de Lomé au recyclage des pétrodollars », le Monde diplomatique, avril 1975.

PLASSART Philippe, ARNOUX Patrick, « le match des capitalismes », le nouvel économiste N° 1396, 12 au 18 juillet 2007.

Rapport de l'OCDE sur les fonds souverains, « FONDS SOUVERAINS ET POLITIQUES DES PAYS D'ACCUEIL », Rapport du Comité de l'investissement, 4 avril 2008.

Rapport de la Commission du droit international, 2001

Rapport du FMI, « perspectives de l'économie mondiale », www.imf.org/external/french/pubs/ft/weo/2012/01/pdf/textf.pdf

Robert d'Aboville, Qian Sun, « investissements pétroliers chinois en Afrique, conséquences géopolitiques », l'Harmattan, 2010.

SANTADER Sebastian, « Puissance émergentes : mirage ou réalité ? », Diplomatie, 45, 2010.

Seth Robert Lindberg, « Sovereign Wealth funds regulation in the UE and US: a call for workable and uniform sovereign Wealth fund review within the UE”, Syracuse Journal of International Law & Commerce. Vol.37. 2009.

WARDE Ibrahim, « les fonds souverains au chevet des multinationales », Le Monde Diplomatique, mai 2008.

Articles de Presse :

DE CORBIERE Cécile, « L'Allemagne se prémunit contre les fonds souverains », Figaro, quotidien, 20/08/2008.

ECONOMIC INDICATORS,” *Rising Power of the Sovereign Funds*”, SUN. TIMES, Oct. 28, 2007.

Le Monde, « La Chine en passe de devenir le premier émetteur de gaz à effet de serre », du 25 avril 2007.

Sites WEB:

http://ec.europa.eu/internal_market/capital/third

<http://eur-lex.europa.eu>

<https://global.factiva.com>

www.cairn.info

www.global.factiva.com

www.imf.org

www.leap2020.eu

www.lemonde.fr/portail-des-universites

www.oecd.org

www.SEC.gov

www.shadowstats.com

www.ssrn.com

www.swfinstute.org

Table des matières

Introduction Générale	8
Chapitre 1 : Les fonds souverains, un acteur de la finance internationale	13
Introduction	14
Section 1 : Présentation des fonds souverains : typologies et caractéristiques	15
1.1) Définition des fonds souverains.....	16
1.2) Catégorisation des fonds souverains	16
1.2.1) Selon leurs ressources	17
1.2.2) Selon leurs objectifs.....	22
1.3) Transfert des excédents vers les fonds souverains.....	27
1.3.1) La méthode directe.....	28
1.3.2) La méthode indirecte	29
1.3.3) Les fonds souverains et le rendement minimum	33
Section 2 : Les stratégies d'investissement et gestion de portefeuille (allocation d'actifs et gestion des risques).....	34
2.1) Stratégie d'investissement	35
2.1.1) Stratégies d'investissement prudentes	35
2.1.2) Stratégies d'investissement offensives	37
2.2) L'organisation de la gestion d'un portefeuille d'actions internationales.....	38
2.2.1) Le département de recherche et d'analyse économique et financière.....	38
2.2.2) Le comité d'investissement.....	39
2.2.3) Les gérants des portefeuilles.....	39
2.2.4) Le contrôle.....	39
2.3) La gestion classique.....	40
2.3.1) La gestion passive avec un portefeuille de référence.....	40
2.3.2) La gestion active.....	44
2.3.3) La gestion alternative	45
2.4) L'allocation stratégique.....	52
2.4.1) Analyse Macro-économique des portefeuilles des fonds souverains.....	52
2.4.2) Gestion des risques	55
2.4.3) Allocation de portefeuille selon les zones géographiques.....	59
2.4.4) Comportement des fonds souverains dans l'économie mondiale	61
Conclusion.....	62

Chapitre 2 : Bilan des fonds souverains pendant la crise financière (2007-2009).....	64
Introduction.....	65
Section 1 : Le rôle des fonds souverains pendant la crise financière	66
1.1) Mobilisation des capitaux des fonds souverains en destination des établissements occidentaux.....	66
1.1.1) Un regain en notoriété des fonds souverains sur la scène internationale.....	67
1.1.2) Des prises de participation massives et un bilan financier défavorable.....	68
1.2) Les conséquences de la crise sur les fonds souverains.....	73
1.2.3) La tendance baissière de la valeur des portefeuilles des fonds souverains.....	73
1.2.4) Réorientation stratégique des fonds souverains (2008-2009).....	74
Section 2 : Configuration stratégique des quelques fonds souverains	79
2.1) Les fonds souverains chinois.....	80
2.1.1) China Investment Corporation (CIC).....	80
2.1.2) Le fonds souverains CIC un acteur financier au service de la stratégie d'investissement chinoise	87
2.1.3) State Administration of Foreign Exchange (SAFE).....	95
2.2) Les fonds souverains de l'émirat d'Abu Dhabi).....	97
2.2.1) Abu Dhabi Investment Authority (ADIA).....	98
2.2.2) Abu Dhabi investment Concil (ADIC).....	105
2.2.3) Mubadala (Mubadala Development Company).....	106
Conclusion.....	109
Chapitre 3 : Mise en perspective de la croissance tendancielle des fonds souverains...110	
Introduction.....	111
Section 1 : Les déterminants de croissance des fonds souverains	112
1.1) Le redressement économique des pays émergents cas de (l'Asie).....	112
1.1.2) La crise de 2008, un frein à la croissance des actifs des fonds souverains.....	114
1.1.3) Projection de croissance du PIB des pays des pays émergents.....	115

1.2) Mise en perspective historique des pétrodollars à l'origine des fonds souverains pétroliers.....	117
1.2.1) Le recyclage des pétrodollars, entre équilibre financier et choix de placement à l'étranger.....	117
1.2.2) Les fonds souverains pétroliers et la rente d'épuisabilité.....	121
Section 2 : La transparence des fonds souverains source de controverse et les tentatives de réglementation.....	126
2.1) La notion de transparence.....	127
2.1.1) L'indice de transparence de Linaburg-Maduell et de Carl Linaburg	128
2.1.2) La méthode du Score d'Edwin Truman.....	129
2.1.3) L'indice de mesure du respect des principes de Santiago.....	129
2.2) Les fonds souverains et l'immunité juridictionnelle.....	131
2.2.1) Le comportement du fonds souverains à son Etat d'origine ?.....	132
2.2.2) Les immunités juridictionnelles des États étrangers et les fonds souverains.....	135
2.3) Les restrictions opérées par les pays développés à l'égard des fonds souverains	137
2.3.1) Restrictions opérées par les Etats-Unis	137
2.3.2) Restriction opérées au sein de l'Europe.....	140
2.3.3) Les règles et principes généralement acceptées de l'OMC et de l'OCDE.....	145
Conclusion.....	146
CONCLUSION GÉNÉRALE.....	148
Bibliographie.....	151

ANNEXES

Annexe I: Evolution des exportations des pays émergents vers les pays de l'OCDE (2007-2010)

Tableau 1

Exportations en valeur des pays vers Etats-Unis + UE à 15 + Japon et croissance du PIB en volume (prévision Natixis)

Pays	Exportations en valeur en % du PIB vers Etats-Unis + UE à 15 + Japon (2007)	Croissance du PIB en volume				Ecart de croissance du PIB	
		2007	2008	2009	2010	2009 - 2007	2010 - 2007
Corée	12.24	5.10	2.27	-0.28	4.50	-5.38	-0.60
Taiwan	18.31	5.93	1.09	-3.33	4.83	-9.26	-1.11
Singapour	48.14	7.80	1.29	-2.25	4.46	-10.05	-3.34
Malaisie	35.51	6.16	4.72	-1.88	4.03	-8.05	-2.14
Chine	17.17	13.00	9.13	8.35	9.63	-4.65	-3.38
Thaïlande	23.79	4.91	2.59	-3.42	4.73	-8.33	-0.19
Indonésie	11.26	6.28	6.06	4.17	5.50	-2.10	-0.78
Philippine	17.01	7.10	3.87	1.53	4.40	-5.57	-2.70
Vietnam	37.46	8.48	6.18	4.69	6.21	-3.79	-2.27
Roumanie	18.19	6.00	7.10	-7.50	1.00	-13.50	-5.00
Bulgarie	17.68	6.17	6.01	-5.30	1.00	-11.47	-5.17
Hongrie	56.50	1.34	0.55	-6.45	-1.29	-7.80	-2.63
Pologne	26.57	6.80	4.88	-0.40	1.10	-7.20	-5.70
Rép. Tchèque	61.69	6.13	2.70	-4.30	0.90	-10.43	-5.23
Lettonie	2.92	9.80	8.40	7.10	7.46	-2.70	-2.34
Estonie	39.36	6.33	-3.64	-13.10	-0.90	-19.43	-7.23
Lituanie	29.73	9.98	-4.58	-17.40	-3.60	-27.38	-13.58
Slovénie	45.31	6.76	3.54	-4.93	-0.46	-11.69	-7.22
Slovaquie	69.98	10.42	6.39	-4.78	1.22	-15.20	-9.21
Turquie	8.43	4.67	0.90	-5.70	3.00	-10.37	-1.67
Ukraine	6.26	7.73	2.74	-16.10	-0.54	-23.83	-8.27
Mexique	23.39	3.32	1.38	-7.10	3.00	-10.42	-0.32
Argentine	5.74	8.65	6.76	-0.50	1.40	-9.15	-7.25
Chili	19.27	4.68	3.16	-1.20	3.50	-5.88	-1.18
Brésil	5.25	5.65	5.08	0.00	3.80	-5.65	-1.85
Uruguay	6.58	7.58	8.90	1.37	4.38	-6.21	-3.20
Colombie	7.47	7.55	2.43	0.20	2.40	-7.35	-5.15
Equateur	18.57	2.50	6.50	-3.10	1.50	-5.60	-1.00
Pérou	11.36	8.86	9.84	1.00	3.00	-7.86	-5.86

Sources : Datastream, OCDE, Natixis