



Les fonds souverains

Samia Buisine, Benoît Jourjon, Benoît Malapert

► To cite this version:

Samia Buisine, Benoît Jourjon, Benoît Malapert. Les fonds souverains. Sciences de l'Homme et Société. 2012. [⟨hal-01781735⟩](#)

HAL Id: hal-01781735

<https://minesparis-psl.hal.science/hal-01781735v1>

Submitted on 30 Apr 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



HAL Authorization

Les Fonds souverains

Samia Buisine

Benoit Jourjon

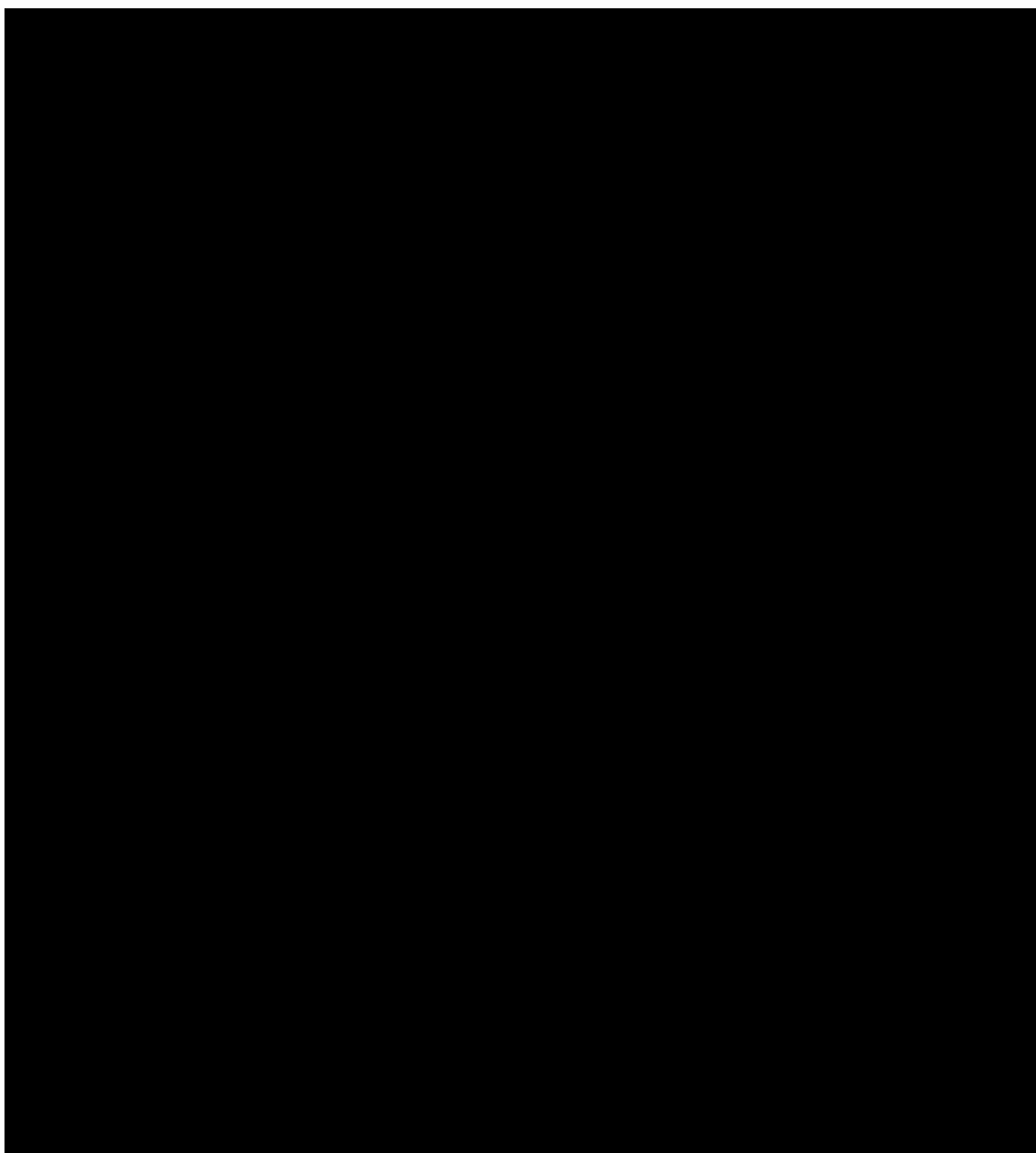
Benoît Malapert

MINES ParisTech
BIBLIOTHÈQUE
60, boulevard St-Michel
75272 PARIS CEDEX 06

FE 1 [S20]

Les Fonds souverains

X



Introduction

« Soumettre l'ennemi par la force n'est pas le summum de l'art de la guerre, le summum de cet art est de soumettre l'ennemi sans verser une seule goutte de sang. »

Sun Tzu, L'Art de la Guerre

Les fonds souverains ont été créés par des États désirant faire fructifier les surplus issus des réserves de change ou des recettes tirées des exportations de matières premières (principalement hydrocarbures). Ils cherchent à atteindre des objectifs financiers et investissent tout ou partie de leurs avoirs dans des actifs étrangers. Si le premier a été mis en place par le Koweït dès 1953, leur nombre a réellement explosé au cours de la dernière décennie. Leur montée en puissance apparaît comme un mouvement irrépessible qui trouve sa source dans les grands déséquilibres mondiaux.

Confrontées à la raréfaction du capital, les entreprises se tournent vers les fonds souverains, qui présentent, il est vrai, de nombreux avantages : présence d'un actionnaire stable à l'horizon d'investissement de long terme, intérêt pour les partenariats industriels, ressources considérables permettant d'accompagner leur développement, ouverture à de nouveaux débouchés commerciaux.

Dans le même temps, leurs prises de participation ne sont pas toujours concertées et se heurtent parfois à des réactions protectionnistes dans les pays récipiendaires. Les fonds souverains représentent le retour de l'État et du politique dans les marchés financiers et le monde des affaires. Ils font figure d'exception dans le monde du capitalisme libéral, en n'ayant de comptes à rendre qu'à leur gouvernement, et non à leurs actionnaires.

Les trois premières parties de cet ouvrage visent à mieux connaître ces acteurs qui se situent à l'intersection de la finance et de la géopolitique : qui sont-ils ? D'où tirent-ils leurs ressources ? Quels sont leurs objectifs ? Dans quels actifs investissent-ils ? Pour rendre le propos plus concret, le lecteur trouvera des monographies sur des fonds souverains importants : Qatar, Norvège, Abu Dhabi, Russie, Chine, Singapour.

Nous nous sommes ensuite attachés à décrire les effets positifs des fonds souverains sur l'économie mondiale, ainsi que les divers risques qu'ils soulèvent : opacité, déstabilisation des marchés financiers, incidence de leur spécificité de souveraineté sur la gestion des entreprises, etc. Nous avons décrit les tentatives de régulation à l'échelle internationale et les mesures nationales de protection des investissements. La position de la France y est en particulier analysée.

Enfin, nous avons donné un aperçu des partenariats envisageables avec eux, en tentant de mieux comprendre les motivations des fonds souverains et les bénéfices possibles pour nos entreprises ou le financement de nos infrastructures.

Chapitre 1

Qui sont les fonds souverains ?

China Investment Corporation, Abu Dhabi Investment Authority, Qatar Investment Authority... autant de noms qui font de plus en plus souvent la une de nos quotidiens. Ils mêlent à la fois l'exotisme de leurs provenances et la froideur d'un ogre financier. Ce qui n'est pas sans alimenter un certain nombre de fantasmes. Quelle réalité se cache donc derrière ceux qu'on appelle depuis peu les fonds souverains ?

UN TERME UNIQUE POUR DESIGNER DES REALITES DISTINCTES

Une existence récente

Les opinions publiques et les pouvoirs politiques occidentaux n'ont pris conscience de l'existence de ces mastodontes financiers que très récemment, à l'occasion d'acquisitions ou de prises de participation, largement relayées par les médias occidentaux.

- En 2006, la société émirati Dubaï Ports World (DPW) a racheté l'opérateur portuaire britannique P&O, et est ainsi devenue gestionnaire des six ports américains que ce dernier détenait dans son portefeuille. La possibilité de voir six grands ports américains gérés par des fonds publics émirati (DPW est une filiale du fonds souverain Dubaï World) a suscité une levée de boucliers dans l'opinion publique américaine. Des parlementaires de tous bords se sont inquiétés de voir la sécurité des ports (notamment

antiterroriste) affaiblie et ont voté l'interdiction de l'opération. DPW a finalement bien acquis P&O, mais les ports américains ont été revendus à un fonds américain.

- En 2008, au cœur de la tourmente financière, les fonds souverains ont à nouveau fait la une de la presse économique en recapitalisant massivement les grandes institutions financières américaines et européennes. Les fonds singapourien Temasek et qatari Qatar Investment Authority ont ainsi respectivement acquis 2 et 7% du capital de Barclays en 2007-2008, alors que la banque britannique était à la recherche d'argent frais. Ils se sont aujourd'hui séparés de leurs participations. D'autres institutions de Wall Street se sont renforcées en intégrant des fonds souverains à leur capital : Citigroup (5% par Abu Dhabi Investment Corporation, 9% puis 4% par le singapourien GIC), UBS (6% par GIC), Merrill Lynch (KIA, CIC et QIA).

TABLEAU 1 : LES 10 PRINCIPAUX FONDS SOUVERAINS

Nom	Pays	Taille (Mds \$)
Abu Dhabi Investment Authority - ADIA	Abu Dhabi	627
Government Pension Fund - GPF	Norvège	611
State Adm. of Foreign Exchange - SAFE	Chine	570
Saudi Arabia Monetary Agency - SAMA	Arabie Saoudite	533
China Investment Corporation - CIC	Chine	440
Kuwait Investment Authority - KIA	Koweït	296
Government Investment Corp. - GIC	Singapour	247
Temasek	Singapour	157
National Social Security Fund - NSSF	Chine	135
Qatar Investment Authority - QIA	Qatar	100

Source : Sovereign Wealth Fund Institute

Ce furent les premiers contacts violents qu'eurent les sociétés occidentales avec les fonds souverains. Comment expliquer de telles levées de boucliers alors que les interventions des fonds souverains peuvent paraître anodines voire opportunes (cf. la recapitalisation des

banques) ? Il faut considérer la taille des fonds souverains (5 000 milliards de dollars en cumulé), leur croissance rapide ainsi que le caractère non démocratique et l'agressivité commerciale des pays dont ils sont originaires pour mieux comprendre l'inquiétude et l'émoi qu'ils ont suscités.

Pour combattre les sentiments protectionnistes et nationalistes suscités par ces prises de participation, les institutions internationales se sont attelées à définir les fonds souverains et à cerner leurs motivations.

Des tentatives de définition non satisfaisantes

L'expression « fonds souverains » s'est généralisée à partir de 2007. Mais les fonds qu'elle désigne sont de natures si différentes qu'il est bien difficile de donner une définition précise et commune de ce que sont les fonds souverains.

En 2008, les institutions internationales ont néanmoins tenté d'en proposer une définition.

L'Union Européenne les définit¹ comme « *des fonds d'investissement publics gérant un portefeuille diversifié d'actifs financiers nationaux et internationaux* ». Le FMI² précise qu'ils « *sont alimentés par le transfert d'avoirs en devises et investis à l'étranger sur le long terme* ».

Ces définitions semblent être énoncées *a minima*, étant donné les natures et motivations diverses des différents fonds. Pour être plus précis, nous proposons la définition suivante : les fonds souverains sont des fonds d'investissements publics, alimentés par des ressources propres des États (rentes salariales ou de matières premières). Ils investissent leurs avoirs en actifs principalement internationaux, avec un horizon de long terme.

Il est important de noter que les fonds souverains n'ont pas d'obligations financières explicites envers des tiers (*liabilities* en anglais), que ce soit des

¹ *Common approach to Sovereign Wealth Funds*, Communication de la Commission Européenne, 2008.

² *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, Fonds Monétaire International, 29 février 2008.

remboursements de dettes³ ou le service de pensions. C'est sur ce point qu'ils diffèrent des fonds de pension publics comme le fonds de retraite des fonctionnaires californiens CalPers (California Public Employees' Retirement System) ou le Fonds de Réserve des Retraites (FRR) en France, qui ont des obligations vis-à-vis des cotisants. Nous avons ainsi exclu ces fonds du périmètre de notre ouvrage.

Précisons enfin que les fonds souverains ne se substituent pas aux banques centrales qui gèrent les réserves de change des États. Certains fonds peuvent avoir pour mission, nous le verrons, d'optimiser le rendement de ces réserves mais ils n'ont pas en charge la gestion de la politique monétaire des États.

Pour aller au-delà de définitions qui ne sont pas entièrement satisfaisantes, l'examen de l'histoire du développement des fonds souverains permet de mieux saisir leur nature et leurs ambitions.

Panorama historique

Le Koweït a été le premier pays à créer son fonds souverain en 1953, alors qu'il était encore sous protectorat britannique. Le Kuwait Investment Board, devenu depuis le Kuwait Investment Authority, reçoit 10% des revenus du pétrole qu'il place ensuite en grande partie à l'étranger. Il sera suivi dans les années 1970 par plusieurs États américains ou provinces canadiennes producteurs de pétrole : le Permanent Wyoming Mineral Trust Fund en 1974, l'Alberta's Heritage Fund et l'Alaska Permanent Reserve Fund en 1976. C'est également en 1976 qu'Abu Dhabi a créé ADIA, l'Abu Dhabi Investment Authority. C'est aujourd'hui certainement le plus gros fonds souverain au monde avec plus de 600 milliards de dollars d'actifs.

En 1974, Singapour crée un fonds d'un genre nouveau, Temasek. Ce fonds, rapidement suivi en 1981 par le fonds GIC (pour Government of Singapore Investment Corporation), ne tire pas ses revenus de l'exploitation de matières premières, contrairement à ses prédécesseurs.

³ À l'exception notable de certains fonds comme Mubadala (Abu Dhabi) ou Temasek (Singapour) qui émettent de la dette sur les marchés.

Ce sont les surplus budgétaires ainsi que les réserves de change qui viennent alimenter ces deux fonds.

Après le second choc pétrolier, la plupart des pays pétroliers ont vu leurs revenus croître et se sont progressivement dotés de tels fonds : Oman en 1980, Brunei en 1983, la Norvège en 1990 (le Petroleum Fund of Norway, devenu depuis le Government Pension Fund Global).

Depuis 2000, nous assistons à une multiplication du nombre de fonds souverains. L'Iran (2000), le Kazakhstan (2001), le Qatar (2005), Dubaï (2006), la Libye (2008) ainsi que la Russie (2008), ont profité de l'envolée du cours des matières premières pour mettre en place leurs fonds. En parallèle, les excédents commerciaux croissants des pays d'Asie du Sud-Est, reposant sur une main d'œuvre bon marché et abondante (appelée « rente salariale ») ont poussé ces pays à créer des fonds souverains : la Corée du Sud a ainsi créé la Korea Investment Corporation (KIC) en 2005, la Chine la China Investment Corporation (CIC) en 2007 (nous reviendrons par la suite en détail sur les motivations qui ont sous-tendu la création de ces fonds).

À la lecture de cet historique, une première typologie des fonds souverains semble se dessiner, suivant l'origine des devises investies : la rente provenant de l'extraction d'une matière première ou d'une balance commerciale excédentaire.

LES FONDS DE MATIERES PREMIERES

Ce sont historiquement les premiers fonds qui ont été créés, à la suite du Koweït. On retrouve parmi ces fonds les grands pays pétroliers de la péninsule arabique (Émirats, Arabie Saoudite, Oman), la Norvège, la Russie, mais aussi des États américains. Les fonds de Kiribati (potasse), du Chili (cuivre) et du Botswana (diamants) font à ce titre figure d'exception.

Le nombre de fonds souverains créés par des États pétroliers a explosé au cours de la dernière décennie. Le prix du baril a rapidement crû : il a été multiplié par 5 entre 2002 et 2012 et on estime en général que les prix de l'énergie resteront élevés dans les années à venir. Il en est de même

pour les matières premières minérales, comme par exemple le cuivre dont le prix à la tonne a lui aussi été multiplié par 5 entre 2002 et 2012, atteignant un record de presque 10 000 dollars la tonne en 2011.

FIGURE 1 : EVOLUTION DU PRIX DU BARIL DE BRENT EN US DOLLARS



Source : Reuters / DGEC

Pourquoi ces pays rentiers ont-ils décidé de créer des fonds souverains et d'y immobiliser une partie de leurs recettes ? Que ce soit pour se protéger de la volatilité du cours des matières premières ou pour assurer un transfert intergénérationnel des revenus de la rente, les fonds issus de pays pétroliers répondent à des préoccupations tout à fait légitimes : assurance et équité intergénérationnelle.

TABLEAU 2 : LES PRINCIPAUX FONDS DE MATIÈRES PREMIÈRES

<i>Hydrocarbures</i>	Pays	Création
Saudi Arabia Monetary Agency - SAMA	Arabie Saoudite	1952
Kuwait Investment Authority - KIA	Koweït	1953
Abu Dhabi Investment Authority - ADIA	Abu Dhabi	1976
Alaska Permanent Fund	États-Unis	1976
Alberta's Heritage Fund	Canada	1976
State General Reserve Fund	Oman	1980
Brunei Investment Agency	Brunei	1983
International Petroleum Inv. Corp. - IPIC	Abu Dhabi	1984
Alabama Trust Fund	États-Unis	1985
Government Pension Fund- GPF	Norvège	1990
State Oil Fund	Azerbaïdjan	1999
Oil Stabilization Fund	Iran	1999
Kazakhstan National Fund	Kazakhstan	2000
Revenue Regulation Fund	Algérie	2000
Heritage and Stabilization Fund	Trinidad & Tobago	2000
Mubadala	Abu Dhabi	2002
Timor Leste Petroleum Fund	Timor Oriental	2005
Qatar Investment Authority - QIA	Qatar	2005
Dubai Investment Corporation – DIC	Dubai	2006
Libya Investment Authority	Libye	2006
Oman Investment Fund	Oman	2006
Emirates Investment Authority – EIA	E.A.U	2007
Abu Dhabi Inv. Council – ADIC	Abu Dhabi	2007
National Welfare Fund	Russie	2008
Reserve Fund	Russie	2008
<i>Cuivre</i>		
Pension Reserve Fund	Chili	2006
Social & Economic Stabilization Fund	Chili	2007
<i>Diamants</i>		
Pula Fund	Botswana	1994
<i>Phosphates</i>		
Revenue Equalization Reserve Fund	Kiribati	1956

Source : Sovereign Wealth Fund Institute

Épargner pour les générations futures

C'est le premier objectif auquel on pense naturellement. La rente n'étant – malheureusement – que temporaire, il a fallu imaginer des dispositifs

permettant de préparer l'après-pétrole. Un des enjeux majeurs de la gestion de la rente est en effet l'équité intergénérationnelle : les générations qui naîtront dans 20, 50 ou 100 ans n'auraient-elles pas droit, elles aussi, à bénéficier des revenus de la rente ? Ou comment lisser sur le long terme les retombées économiques d'une rente exploitée aujourd'hui ? Le but est donc de remplacer une réserve d'hydrocarbures – ou de minerais – qui ne procure un revenu qu'une fois dans le temps, par une réserve d'actifs financiers qui procure des revenus réguliers.

De manière concrète, le régime d'exploitation de la ressource, concession ou contrat de partage de production, prévoit que l'État reçoive des revenus de l'exploitation par différents biais (cumulables) : redevance minière (aussi appelée *royalty*), impôt sur les sociétés, exploitation par la société nationale... Une partie de la rente vient donc abonder le budget de l'État tout au long de l'exploitation. En cas de surplus, ce dernier peut être épargné et placé par le fonds souverain. A l'extinction du gisement, le fonds souverain reversera ensuite de l'argent à l'État selon différentes modalités : reversement de tout ou partie des intérêts générés par les fonds placés chaque année, reversement progressif du principal, etc.

Un bon exemple est l'un des deux fonds souverains norvégiens, le *Government Pension Fund Global*. Créé en 1990 sous le nom de *The Petroleum Fund of Norway*, il perçoit tous les revenus pétroliers de l'État (impôts sur les compagnies pétrolières, royalties, dividendes de l'entreprise publique Statoil) et en reverse une partie pour combler le déficit du budget de l'État. Le surplus est donc investi par le fonds souverain. Contrairement à ce que son nom semble indiquer, le GPF n'a pas d'obligation explicite en termes de paiement des retraites⁴. Il pourra être utilisé pour couvrir des besoins de financement du système de retraites dans les années à venir, mais sans obligation. Cette particularité (absence de *liabilities*) est, rappelons-le, caractéristique des fonds souverains.

⁴ Réf : <http://nbim.no/en/About-us/Government-Pension-Fund-Global>

“The change highlighted the fund's role in saving government revenue to finance an expected increase in future public pension costs. Despite its name, the fund has no formal pension liabilities. No political decision has been made as to when the fund may be used to cover future pension costs”.

Se protéger de la variabilité des cours des matières premières

Le budget des pays exportateurs de matières premières est bien souvent largement dépendant du niveau de ces exportations : le budget de certains pays pétroliers peut dépendre pour près de 90% de la production d'hydrocarbures. Pour se protéger contre la chute brutale des cours qui peut grever les recettes de l'État, le fonds souverain peut constituer un instrument efficace. On parle alors de « fonds de stabilisation ». En prélevant une partie des recettes lorsque le cours des matières premières dépasse une valeur jugée haute, il aura ensuite les moyens d'abonder le budget de l'État lorsque les cours seront au contraire bas. Un tel objectif influence la politique d'investissement du fonds : on ménagera en effet une partie d'actifs liquides pour pouvoir les vendre rapidement en cas de chute brutale des cours des matières premières.

C'est le rôle qui a notamment été assigné au *Social and Economic Stabilization Fund* chilien. Le Chili, dont la production de cuivre représente près d'un tiers de la production mondiale, est largement tributaire du cours du cuivre : près de 40% du budget de l'État en dépend directement⁵. Le fonds souverain chilien est ainsi alimenté lorsque le budget de l'État est excédentaire et réciproquement vient l'abonder en cas de déficit grâce aux intérêts qu'il dégage. À la suite du séisme qui a frappé le pays en février 2010, le fonds a fourni 9,3 milliards de dollars au financement du plan de reconstruction mis en place par le gouvernement.

Ce n'est pas la première fois qu'un pays met à contribution son fonds souverain alors qu'il est frappé par une catastrophe. En 1991 déjà, suite à l'invasion du Koweït par l'Irak en 1990, le fonds souverain KIA a joué un rôle central dans la reconstruction du pays. Ne souhaitant pas liquider rapidement ses participations (et perdre le bénéfice de ses positions), KIA a apporté ses actifs comme caution des prêts contractés par l'émirat pour financer les travaux de reconstruction (coût estimé de 100 milliards de dollars).

⁵ *Le cuivre au Chili*, DG Trésor, mars 2010.

Se prémunir contre la « Dutch Disease »

L'exportation massive de matières premières est rarement une bonne nouvelle pour l'économie non-extractive du pays. Ce phénomène a été mis en évidence par l'hebdomadaire britannique *The Economist*, en étudiant l'économie hollandaise au cours des années 1960-1970. Suite à la découverte d'importants gisements de gaz en mer du Nord, les hydrocarbures ont pris une part croissante dans les exportations du pays. En dépit d'une amélioration de la balance commerciale, une croissance du taux de chômage et des épisodes récessifs plus marqués que dans les autres pays européens ont été observés. L'amélioration de la balance commerciale due aux hydrocarbures a en réalité entraîné une appréciation du florin : entre 1970 et 1980 il s'est apprécié de près de 25% face au Deutsch Mark voisin. Et la compétitivité de l'industrie manufacturière a très largement baissé.

D'autres effets négatifs peuvent s'ajouter à l'appréciation du taux de change : bénéficiant de ressources supplémentaires, l'État peut être tenté d'augmenter les salaires des fonctionnaires ou ses dépenses d'intervention, ce qui crée de l'inflation.

La constitution d'un fonds souverain peut partiellement neutraliser cet effet. En immobilisant dans des actifs étrangers les devises étrangères reçues en échange des matières premières, la demande de monnaie nationale reste contrôlée et l'appréciation du taux de change contenue. Ainsi, la dépense publique et l'afflux de liquidités dans l'économie nationale restent maîtrisés.

Le fonds souverain de Kiribati⁶

La République de Kiribati regroupe une trentaine d'atolls du Pacifique. Cette ancienne colonie britannique a longtemps vécu de l'exportation du phosphate extrait de l'île de Banaba. Dès 1956, ce pays, aujourd'hui un des plus pauvres du monde, a été un des tout premiers à mettre en place un fonds souverain. Il a été alimenté par les recettes de l'exploitation du phosphate jusqu'à la fermeture de la mine en 1979 ; depuis, les revenus du fonds ont permis de financer le déficit de l'État. En 2008, les encours détenus par le fonds représentaient environ 400 millions de dollars, soit environ 400% du PNB. Pour faire face à la crise de 2008, le gouvernement a effectué des retraits massifs si bien qu'à fin 2009, les actifs gérés par le fonds ne représentaient plus que 350% environ du PNB : un huitième du fonds a ainsi été liquidé en l'espace d'une année seulement. La succession de tels retraits n'étant pas soutenable, Kiribati cherche donc aujourd'hui à stabiliser son déficit public.

Certains États pétroliers préparent l'après-pétrole non pas en constituant uniquement une épargne placée sur les marchés, mais en investissant aussi directement dans de nouvelles filières industrielles sur leur sol ; dans ce cas, le fonds souverain se positionne comme chef d'orchestre du développement industriel national. On peut citer l'exemple du fonds abudhabien que nous développerons plus loin.

Les fonds souverains sont donc un moyen pour les pays exportateurs de matières premières de réduire les impacts macroéconomiques néfastes que l'exploitation d'une rente peut avoir sur leur économie (volatilité, syndrome hollandais) et de constituer une épargne intergénérationnelle.

LES FONDS DE SURPLUS

Ces fonds émanent principalement des pays d'Asie du Sud-Est, qui sont ou qui ont été pendant de longues années en situation de surplus budgétaire ou d'excédent de la balance commerciale.

Les dragons asiatiques (Taïwan, Singapour, Hong Kong, Corée du Sud), ont bénéficié entre 1970 et le milieu des années 1990 d'une croissance exceptionnelle de leur économie qui leur a permis de passer du statut de

⁶ Kiribati - Staff Report for the 2011 article IV Consultation, FMI, 18 avril 2011.

pays émergents à celui de pays développés. Ils sont parvenus à développer des industries manufacturières, compétitives au niveau mondial, grâce à leur main d'œuvre bon marché. Cet avantage compétitif (ou rente salariale) leur a permis de dégager de manière récurrente des excédents commerciaux, bien souvent accompagnés par des excédents budgétaires. La même stratégie de développement a été depuis suivie par la Chine et les tigres asiatiques (Malaisie, Indonésie, Thaïlande, Philippines, Vietnam) à partir de la fin des années 1990.

TABLEAU 3 : LES PRINCIPAUX FONDS DE SURPLUS COMMERCIAL

	Pays	Création
State Adm. of Foreign Exchange - SAFE	Chine	1978
China Investment Coporation – CIC	Chine	2007
Government Investment Corp. - GIC	Singapour	1981
Temasek	Singapour	1974
National Social Security Fund – NSSF	Chine	2000
Australia Future Fund	Australie	2006
Korea Investment Corporation – KIC	Corée du Sud	2005
Khazanah Nasional	Malaisie	1993

Source : Sovereign Wealth Fund Institute

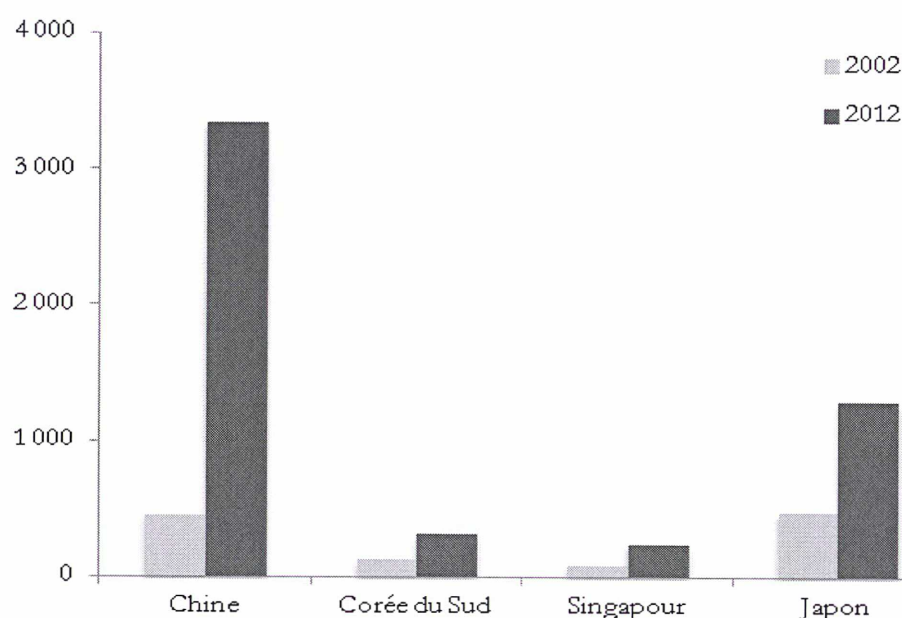
Si les fonds dont les ressources proviennent de surplus budgétaires ont généralement des motivations semblables aux fonds de matières premières (stabilisation des revenus de l'État, épargne pour les générations futures, financement implicite des retraites), les motivations des fonds issus de pays exportateurs nets sont bien spécifiques : ces pays dont la balance commerciale est positive accumulent des réserves de change. Examinons plus en détail les mécanismes de formation de ces réserves, avant de nous intéresser aux raisons qui peuvent motiver le transfert d'une partie de ces réserves vers un fonds souverain.

L'accumulation de réserves de change

Imaginons pour simplifier qu'un pays exportateur se fasse payer ses exportations en devises étrangères (typiquement en US dollars). L'entreprise exportatrice va ensuite chercher à convertir ses devises

étrangères en monnaie nationale (pour payer ses charges, notamment de personnel), ce qui a pour effet d'augmenter la demande de monnaie nationale contre celle de devises étrangères. En régime de change flexible, le taux de change représente précisément le ratio d'échange qui équilibre l'offre et la demande de monnaie nationale contre les devises étrangères : il s'apprécie donc lorsque la demande pour la monnaie nationale augmente. En régime de change fixe (ce qui a été le cas de la Chine notamment), la banque centrale a pour mission d'intervenir sur l'offre et la demande de monnaie nationale contre les devises étrangères de sorte que le taux de change demeure inchangé. Dans le cas précis d'un pays exportateur, la banque centrale va vendre de la monnaie nationale et donc accumuler des devises étrangères en réserves de change.

FIGURE 2 : EVOLUTION DES RÉSERVES DE CHANGE (EN MILLIARDS DE US\$)
ENTRE 2002 ET 2012



Ainsi, dans le but d'éviter l'érosion de leur avantage compétitif par une appréciation de leur taux de change, ces pays accumulent des devises étrangères en réserves de change. C'est notamment le cas de la Chine qui disposait fin 2011 de plus de 3 200 milliards de dollars de réserves de change.

Il faut néanmoins noter que l'accumulation de réserves de change par les pays exportateurs est un phénomène qui peut rapidement évoluer. En février 2012, la Chine a enregistré un surprenant déficit commercial record de 31,5 milliards de dollars. S'il semble acquis que l'Asie du Sud-Est continuera à être exportatrice nette au cours de cette décennie, il est plus hasardeux de prédire quelle sera la dynamique au cours de la décennie suivante.

L'accumulation de réserves de change : une assurance vis-à-vis des créanciers extérieurs

Une autre raison a conduit les pays asiatiques à fortement augmenter leurs réserves de change : ils ont gardé un souvenir douloureux de la crise financière asiatique de 1997. Cette dernière a été amorcée lorsque des attaques spéculatives ont provoqué l'effondrement de la monnaie thaïlandaise, le bath. Rapidement à court de réserves de change, le gouvernement thaïlandais n'a pu procéder à des rachats de bath dans le but de maintenir son arrimage sur le dollar. Le bath, devenu flottant, s'est fortement dévalué et la dette extérieure de la Thaïlande, libellée en dollars, est devenue impossible à rembourser. La crise s'est ensuite propagée aux autres pays de la région. L'intervention, perçue comme humiliante, du FMI dans les pays les plus gravement touchés (Thaïlande, Corée et Indonésie) a achevé de convaincre les Tigres et Dragons du Sud-Est asiatique de constituer des réserves de change suffisantes pour protéger leurs monnaies et couvrir leurs importations.

Les pays d'Asie du Sud-Est ont donc accumulé des devises étrangères dans les coffres de leurs banques centrales. Un certain nombre de ces pays ont pris le parti de créer des fonds souverains pour gérer une partie de ces réserves de change.

Le fonds souverain – un outil pour mieux valoriser les réserves de change

La création d'un fonds souverain par un pays qui dispose de larges réserves de change répond principalement à un besoin d'optimisation du rendement des réserves de change. Pour permettre à la banque centrale d'intervenir rapidement sur les marchés (notamment lorsqu'elle doit

vendre ses actifs), ses réserves sont principalement constituées d'actifs liquides mais peu rémunérateurs, typiquement des bons du Trésor. L'accumulation de réserves excédentaires, au-delà de leur niveau « normal » a donc un coût, puisque ce sont autant d'actifs qui sont placés en bons du Trésor à rendement faible. La création d'un fonds souverain répond donc au besoin d'un meilleur rendement sur ces réserves excédentaires, dont on peut se permettre qu'elles soient moins liquides. Les nouvelles classes d'actifs recherchées offrent un rendement plus élevé, en contrepartie d'un risque plus élevé : actions, immobilier, fonds de *private equity*, etc.

La Chine en est l'exemple le plus représentatif. Disposant de 3 200 milliards de dollars de réserves de change, dont 1 200 milliards de dollars de *Treasury Bonds* américains, elle a initialement doté le fonds souverain China Investment Corporation (CIC) de presque 200 milliards de dollars en 2007. Ce dernier n'investit quasiment pas en obligations et cherche des rendements plus élevés : c'est ce qui explique la plus grande volatilité de son rendement de -2% en 2008, contre près de 12% en 2010.

Il convient de préciser que la mise en place d'un fonds souverain doit s'accompagner de quelques précautions. En particulier, le transfert initial d'argent au fonds souverain doit être neutre d'un point de vue monétaire (c'est-à-dire que la masse monétaire du pays doit rester inchangée) ; c'est pourquoi les banques centrales ont recours à des montages qui permettent de maintenir inchangés le niveau de devises étrangères détenues par le pays et la masse monétaire en monnaie nationale. Voici un exemple de montage simple : la banque centrale souscrit des bons émis par le fonds souverain et libellés en devises internationales. Il faut également noter que certains fonds souverains tels Temasek (fonds de surplus) ou Mubadala (fonds pétrolier) se financent en partie sur les marchés en émettant des obligations. Ces fonds ayant pour mission de favoriser le développement industriel de leurs États, les bons émis leur permettent de démultiplier (*leverage* ou effet de levier) leur action.

En résumé, la création d'un fonds souverain par les pays accumulant massivement des réserves de change est un outil supplémentaire et

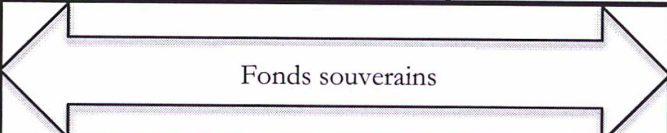
complémentaire de la politique menée par la banque centrale. Il permet en effet d'optimiser le rendement de réserves dites excédentaires, dans le cadre de la politique monétaire définie par la banque centrale.

Des fonds d'investissement aux entreprises publiques

Nous l'avons vu, l'accumulation d'importantes réserves d'actifs par certains États obéit à des logiques économiques rationnelles. Pour gérer leurs avoirs, ces États disposent d'un *continuum* d'outils. À une extrémité on trouve la banque centrale qui détient les réserves de change sous forme de titres liquides, typiquement des obligations souveraines. À l'opposé, les entreprises publiques (ou SOE, *State Owned Enterprise*) ont immobilisé de l'argent public dans des actifs de production. Les fonds souverains, selon leur fonction (stabilisation, épargne, développement industriel) se situent, eux, à l'interface.

Les fonds souverains adoptent un statut juridique qui correspond à ce pour quoi ils ont été créés. Ainsi, les fonds de stabilisation seront souvent rattachés à la banque centrale. Ils s'en rapprochent de par leur court horizon d'action et la liquidité des actifs qu'ils détiennent. Les fonds d'épargne auront eux plutôt tendance à adopter le statut de fonds d'investissement (*Investment fund*) dont les actions sont détenues par le Ministère des Finances ou la banque centrale. Enfin les fonds d'investissement étatiques ou de développement industriel prendront la forme d'entreprises (*Investment firm*).

FIGURE 3 : CONTINUUM ENTRE BANQUES CENTRALES ET ENTREPRISES PUBLIQUES

Banques centrales et autorités monétaires	Fonds de stabilisation	Fonds d'épargne	Fonds d'investissement étatiques	Entreprises publiques
<ul style="list-style-type: none"> - Bank of Japan - Hong Kong Monetary Authority - Chine - Arabie Saoudite 	<ul style="list-style-type: none"> - Russian Reserve Fund - Chilean Economic and Social Stabilization Fund - Algerian Revenue Regulation Fund 	<ul style="list-style-type: none"> - Abu Dhabi Inv. Auth. - Norway Government Pension Fund - Kuwait Inv. Auth. - China Inv. Corp. 	<ul style="list-style-type: none"> - Mubadala - Khazanah - Dubai World 	<ul style="list-style-type: none"> - Gazprom - China National Offshore Oil Corp. - Petrobras
		<ul style="list-style-type: none"> - Temasek - Qatar Inv. Auth. 	<ul style="list-style-type: none"> - Temasek - Qatar Inv. Auth. 	
				

Source : *Sovereign Wealth Funds : A Growing Global Force*, Citi, 2008
 (www.senat.fr/commission/fin/actualites/fs_bujon.ppt)

CONCLUSION

Les fonds souverains ne sont donc que des véhicules d'investissement hétéroclites créés par des États dégageant des excédents ou accumulant des devises. Du point de vue des pays d'origine, les motivations qui ont prévalu à la création de ces fonds semblent tout à fait rationnelles : optimisation des réserves de change, couverture contre la volatilité des cours des matières premières ou encore épargne pour les générations futures. Leur création et leur croissance rapide ne sont que la traduction des transferts de richesse, à l'échelle mondiale, entre des pays dits développés et les pays rentiers et émergents.

Chapitre 2

Quels investisseurs sont les fonds souverains ?

Un jeune actif qui se constitue une retraite et un ménage qui place son apport dans l'attente d'acheter prochainement un logement vont-ils placer leur argent de la même manière ? Bien évidemment, la différence entre leurs motivations va leur faire adopter des stratégies d'investissement différentes. Confronté à une contrainte de liquidité prochaine, le ménage cherchera certainement des placements peu risqués à court terme, tandis que le jeune actif se permettra des investissements plus risqués, mais potentiellement plus rémunérateurs sur le long terme. Il en est de même des fonds souverains, dont les spécificités en font des investisseurs au profil unique. Ce chapitre a pour but de présenter leurs contraintes et leurs stratégies d'investissement.

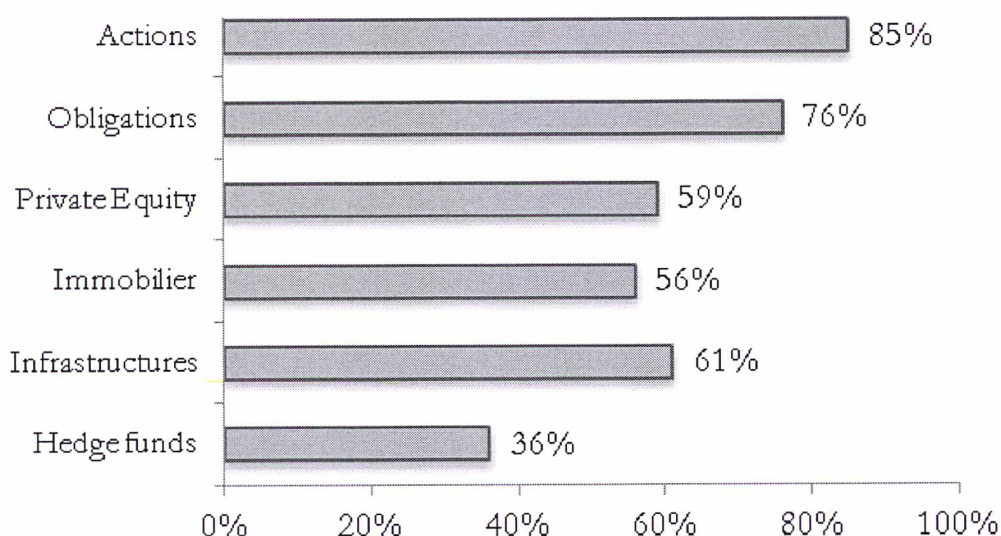
DANS QUELLES CLASSES D'ACTIFS INVESTISSENT-ILS ?

Les fonds souverains n'investissent pas uniquement dans les obligations souveraines (auxquelles se cantonnent les banques centrales), mais cherchent des rendements supérieurs. Pour cela ils ciblent des classes d'actifs qui offrent des surplus de rendement (*premium*) en contrepartie d'un risque plus élevé, d'une liquidité moindre, d'un horizon plus long d'investissement, etc.

La majorité des fonds souverains sont encore jeunes et leur portefeuille en cours de construction ; il est donc difficile d'anticiper quelle sera la

ventilation de leurs actifs en régime de croisière. En se basant sur l'analyse des portefeuilles des fonds de pension, mieux connus, certains chercheurs estiment qu'à terme, les fonds souverains cibleront la répartition suivante : 25% investis en obligations, 45% en actions et 30% en d'autres produits alternatifs (immobilier, infrastructures, fonds de capital-investissement)⁷. Cependant, leur rôle (épargne, stabilisation, optimisation des réserves de change) ou objectifs particuliers peuvent les pousser à s'écarter de ce *benchmark* théorique. Aussi n'observe-t-on pas exactement cette répartition 25-45-30 dans les portefeuilles des fonds souverains.

FIGURE 4 : PROPORTION DE FONDS SOUVERAINS INVESTISSANT DANS CHAQUE CLASSE D'ACTIFS (ANNÉE 2011)



Source : *The Preqin 2011 Sovereign Wealth Fund Review*

S'il est difficile de disposer de données fiables sur la composition générale des portefeuilles des fonds souverains, l'étude réalisée par Preqin permet de mesurer l'intérêt des fonds pour chacune des classes d'actifs. Elle mesure la proportion des fonds souverains interrogés investissant dans chaque classe d'actifs.

⁷ *Economics of Sovereign Wealth Funds : Issues for Policymakers*, IMF, 2010, p.131.

Détaillons les principales classes d'actifs dans lesquelles les fonds souverains investissent, au même titre que les autres grands investisseurs institutionnels :

Les obligations

Derrière ce terme se cachent des titres de dette, qu'elle soit émise par des États (dette souveraine) ou bien par des entreprises (obligations d'entreprise). L'investisseur prête du capital à une institution, moyennant le versement régulier d'intérêts (les coupons). Le remboursement du capital peut se faire selon différentes modalités : par tranches, ou bien en une seule fois à l'échéance (*in fine*).

Le rendement de l'obligation est lié au risque pris par l'investisseur : le taux d'intérêt augmente avec la durée de l'emprunt, et à mesure que la notation de l'emprunt par les agences de notation se dégrade.

Les titres émis par les principaux émetteurs que sont les grands États bénéficient d'un certain succès auprès des investisseurs institutionnels pour deux raisons principales :

- leur risque de défaut est (ou du moins était jusqu'à la crise des dettes européennes) considéré comme faible ;
- par leur abondance, les investisseurs peuvent facilement se séparer de leurs titres sur le marché secondaire, ou bien en gré à gré.

La contrepartie est un rendement peu élevé (entre 2% et 5%).

Au-delà du risque de défaut de l'émetteur, les investisseurs se méfient également des obligations à taux fixe, dont la valeur peut être fortement érodée par une inflation élevée. Des mécanismes d'indexation sur l'inflation existent, sans toutefois être majoritaires.

Les fonds souverains possèdent tous des obligations dans leurs portefeuilles, ne serait-ce que pour leur assurer une certaine liquidité. Leur poids sera évidemment renforcé dans les fonds de stabilisation : face à une chute rapide du cours d'une matière première qu'il exporte, un État peut se trouver dans la nécessité de vendre une grande quantité

d'actifs détenus par son fonds de stabilisation pour équilibrer son budget. En examinant la composition du portefeuille du fonds souverain chilien (qui a pour mission de protéger le budget de l'État des fluctuations des cours du cuivre), on peut remarquer dans ce cas extrême que près de 85% des avoirs du fonds sont des titres de dette souveraine. Les 15% restants sont des produits de trésorerie à court terme. Ainsi, le fonds chilien préfère-t-il investir uniquement dans des actifs très liquides, qu'il pourra rapidement écouler le jour où le gouvernement fera appel à lui pour abonder le budget de l'État. Cette disponibilité a bien un coût, appelé coût de la liquidité : c'est la renonciation à des actifs plus rémunérateurs.

À l'opposé, les fonds qui visent à mieux valoriser les réserves de change d'un État seront moins tenus par cette contrainte de liquidité. La banque centrale possède principalement dans son bilan des actifs obligataires, certes liquides mais à faible rendement. Dans ce cas, le fonds souverain est précisément créé pour investir dans d'autres classes d'actifs moins liquides mais plus rémunératrices. Si on prend l'exemple du fonds chinois CIC, qui sert à mieux valoriser des réserves de change, on observe que seuls 27% du fonds sont investis en obligations. Et parmi ces obligations, les dettes souveraines ne représentent qu'un tiers.

Les actions

Les actions sont des titres de propriété sur une entreprise, qui donnent droit de vote à l'Assemblée Générale des actionnaires et au versement d'un dividende. Un actionnaire important pourra bénéficier de sièges au sein du conseil d'administration de l'entreprise. Les titres peuvent être échangés de gré à gré et pour celles des entreprises cotées en Bourse, directement sur le marché. Les titres cotés sont plus liquides, mais leur liquidité baisse à mesure que la participation détenue par le fonds dans l'entreprise est importante : il est plus aisé d'écouler sur le marché 1% du capital que 20%.

Des études économétriques sur une longue période tendent à montrer que les actions sont certes plus volatiles que les obligations, mais procurent en contrepartie un rendement plus élevé.

TABLEAU 4 : RENDEMENT COMPARÉ D' ACTIONS ET OBLIGATIONS SUR LE MARCHE AMÉRICAIN, SUR LA PÉRIODE 1928 - 2008

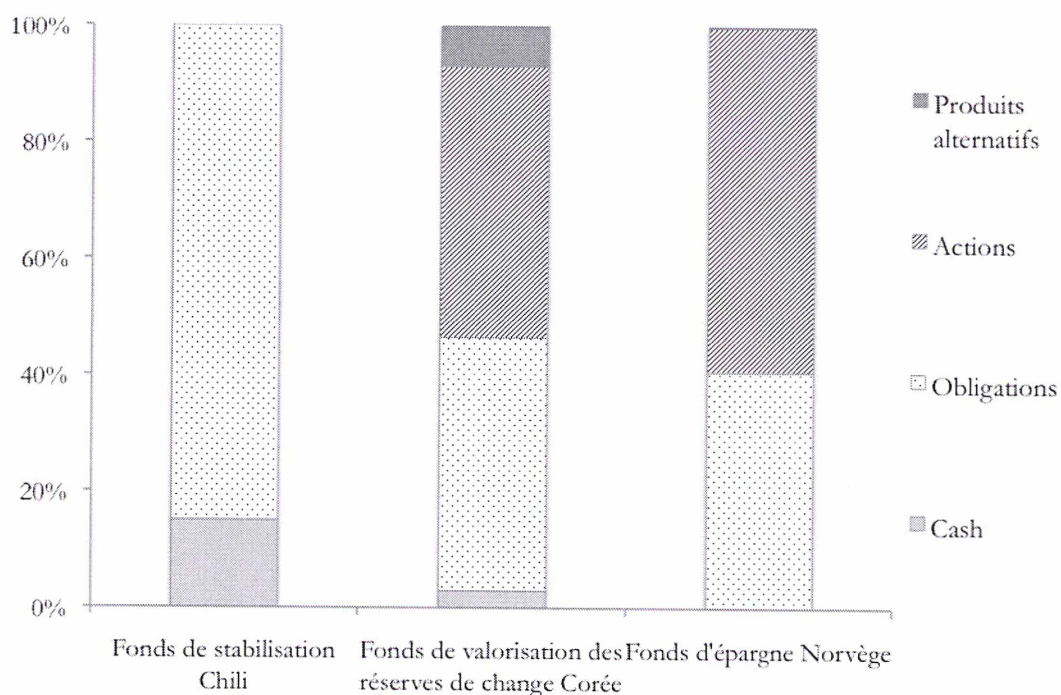
Type d'actifs	Rendement réel ⁱ	Volatilité ⁱⁱ
US Treasury bills, à 1 mois	0,7	1,8
US Treasury bonds, à 10 ans	2,1	5,9
Obligations d'entreprise, à 10 ans, AAA	2,7	5,0
Actions (indice Standard & Poor's)	5,9	19,4

i Rendements réels sur la période, annualisés, en pour cent

ii Ecart type annualisé des rendements mensuels

Source : Global Finance Date, US Federal Reserve, Shiller

FIGURE 5 : COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DE TROIS FONDS SOUVERAINS AUX OBJECTIFS DIFFÉRENTS



Source : rapports annuels 2011 des fonds souverains

Ces données illustrent bien l'intérêt de détenir des actions pour améliorer la performance de fonds qui investissent sur le long terme. Les fonds souverains d'épargne et ceux intéressés par une meilleure valorisation des réserves de change investissent donc massivement en actions, ou dans

des produits qui leur sont adossés : réplication d'indices boursiers, produits dérivés d'actions, etc. À l'opposé, les fonds de stabilisation limiteront la part de ces produits peu liquides dans leur portefeuille.

Ce sont principalement les investissements en actions des fonds souverains qui soulèvent des réticences. Ils confèrent à l'investisseur un titre de propriété sur l'entreprise, et donc une influence sur sa stratégie (R&D, localisation des investissements, etc.), en particulier lorsque le fonds détient un siège au conseil d'administration. Au-delà des actifs traditionnels que sont les actions et les obligations, les fonds souverains investissent également dans d'autres classes d'actifs : l'immobilier, les infrastructures et le capital-investissement (ou *Private Equity*). On observe une augmentation continue de la part de ces produits dits alternatifs dans les portefeuilles des grands fonds.

Private Equity

Le *Private Equity*, ou capital-investissement, consiste pour un investisseur à entrer au capital d'une entreprise, généralement non cotée, souffrant parfois d'un manque de capitaux propres. Ces opérations sont réalisées par des fonds spécialisés (les fonds de *Private Equity*) ou des investisseurs individuels (les *Business Angels*), qui ont recours à l'endettement pour financer leurs opérations. Les fonds de *Private Equity* peuvent intervenir dans différentes situations :

- financement du démarrage ou de la croissance d'une société (capital risque ou capital développement) ;
- redressement d'une entreprise en difficulté (fonds de retournement) ;
- transmission d'une société (les *Leverage Buy Out* ou LBO).

Le capital investissement est considéré comme une activité risquée, particulièrement exposée aux retournements de conjoncture. Le corollaire est bien évidemment une rémunération attrayante des capitaux investis : selon Preqin, le secteur aurait dégagé en 2011 une rentabilité de 11,5%.

Alors que les banques se désengagent du secteur pour absorber le

durcissement des normes prudentielles (Bâle 3), les fonds souverains cherchent à s'y renforcer. Morgan Stanley⁸ estime que la part du *Private Equity* dans leur portefeuille atteindra 4% d'ici 2014.

Il est nécessaire de s'intéresser au fonctionnement des fonds de capital-investissement afin de mieux comprendre comment les fonds souverains investissent dans ce secteur.

Les fonds de *Private Equity* lancent régulièrement de nouveaux « sous-fonds » qu'ils administrent. Ils apportent bien évidemment une mise de départ, mais leur objectif est de faire grossir la taille de ce « sous-fonds » en convainquant d'autres partenaires (des investisseurs) de l'abonder. Le fonds de *Private Equity* a alors le statut de *General Partner* : il gère le « sous-fonds », décide des investissements et en rend compte aux autres partenaires. Il est rémunéré par les profits du « sous-fonds » à concurrence de sa participation et perçoit également des *fees* (dont une partie dépend de la performance du sous-fonds) que paient les partenaires. Ces derniers ont eux le statut de *Limited Partner* : ils n'influent pas sur le choix des investissements faits. Leur responsabilité est limitée à leur apport initial dans le « sous-fonds ».

Les investissements des fonds souverains dans le *Private Equity* au sens large peuvent donc se faire de trois manières différentes :

- En investissant au capital d'un fonds d'investissement spécialisé. Les fonds souverains ont déjà pris des participations au capital des grands noms du secteur : Apax (GIC, CIC, Australia Future Fund)⁹, Apollo Management (ADIA)¹⁰, Ares Management (ADIA)¹¹ ainsi que Hellman & Friedman (GIC et NZ Superannuation Fund)¹².

⁸ Le capital investissement courtise les fonds souverains, *La Tribune*, 18 juin 2012.

⁹ Apax Raises €4.3bn in 10 Months, *Financial Times*, 20 mars 2012.

¹⁰ Apollo chief says sold nine percent of firm to Abu Dhabi, *Reuters*, 7 novembre 2007.

¹¹ Abu Dhabi Investor Takes Stake in Ares, *Thomson Reuters*, 11 juin 2007.

¹² Le capital investissement courtise les fonds souverains, *La Tribune*, 18 juin 2012.

- En investissant dans les « sous-fonds » gérés par les fonds de *Private Equity*. Ces investissements sont les plus nombreux. Le fonds souverain se situe alors en position de *Limited Partner*. Du point de vue des gestionnaires de fonds de capital-investissement, les fonds souverains sont des investisseurs particulièrement intéressants car ils sont capables de s'engager sur le long terme.
- En investissant directement au capital des sociétés qui les intéressent, sans passer par un intermédiaire. Les fonds souverains ont rarement une équipe en interne dédiée à de tels investissements et n'ont pas la capacité de gérer un grand nombre de participations dans de petites entreprises. Cela explique qu'ils aient recours aux fonds spécialisés, quitte à co-investir à leurs côtés dans leurs cibles. Cette pratique, en cours de généralisation, renforce l'apprentissage et la professionnalisation des fonds souverains dans ce secteur, tout en leur évitant les frais de gestion versés au *General Partner*.

L'immobilier

À l'inverse des fortes variations qui peuvent secouer les marchés d'actions et d'obligations, la permanence physique de l'immobilier en fait un actif rassurant. Immeubles de bureaux, hôtellerie de luxe, centres commerciaux, tous sont susceptibles d'intéresser les fonds souverains car ils procurent des revenus réguliers et sont source potentielle de plus-value à long terme. À la suite de la crise de 2008, les fonds souverains ont accru la part d'actifs immobiliers qu'ils détenaient dans leur portefeuille. On estime que cette proportion atteindra entre 7 et 10% à terme¹³.

Les fonds souverains ciblent de manière privilégiée les quartiers d'affaires. C'est ainsi que le quartier d'affaires londonien de Canary Wharf est détenu en majorité par la société Songbirds, au capital de laquelle on retrouve deux fonds souverains : *Qatar Holding*, filiale du fonds souverain qatari *Qatar Investment Authority*, détient 24% du capital tandis que le fonds souverain chinois, CIC, en possède 15%.

¹³ *Sovereign Wealth Funds : Real Partners in Growth ?*, Deloitte, 2009.

Ils sont également attirés, pays du Golfe en tête, par l'immobilier de prestige. Les rachats d'hôtels de luxe se sont succédés ces dernières années : *Qatari Diar*, filiale de la *Qatar Investment Authority* dédiée à l'immobilier, a ainsi acquis les hôtels *Royal Savoye* à Lausanne, le *Gallia* à Milan, le *Royal Monceau* et le *Peninsula* à Paris.

Le fonds souverain norvégien a également été très actif pour faire croître la part de l'immobilier dans son portefeuille (de 0,3% à fin 2011 à près de 5% à terme). Il a ainsi racheté 25% des actifs détenus par le *Crown Estate* – actifs détenus par la Couronne Britannique – sur Regent Street, l'une des rues les plus commerçantes de Londres, pour quelque 500 millions d'euros.

Enfin, si les fonds souverains peuvent procéder à des rachats directs, il n'est pas rare qu'ils prennent des participations dans des sociétés immobilières, afin d'avoir rapidement accès à un portefeuille d'actifs.

C'est notamment la stratégie suivie par le fonds norvégien en France. Il a créé en juillet 2011 une société commune avec la filiale de gestion immobilière d'Axa afin d'acquérir 50% d'un portefeuille d'immeubles de bureaux à Paris et dans sa proche banlieue (opération d'une valeur de 700 millions d'euros). La même démarche a été suivie en juillet 2012 avec l'assureur Generali : une co-entreprise 50-50 a été créée sur la base de 5 immeubles de bureaux parisiens apportés par Generali et représentant une valeur de 550 millions d'euros.

Infrastructures

Les infrastructures constituent une classe d'actifs à laquelle les fonds souverains s'intéressent de plus en plus. Leur part pourrait passer de 2-3% actuellement à 5-10% d'ici quelques années. Les fonds souverains les considèrent comme des actifs sûrs et générateurs de revenus réguliers protégés contre l'inflation :

- Ce sont des actifs tangibles qui, comme l'immobilier, rassurent les fonds souverains. Leurs *business models* sont généralement simples et parfaitement compris par les fonds.

- La trésorerie délivrée par l'infrastructure est régulière, et bien souvent réévaluée par des mécanismes d'indexation en fonction de l'inflation. L'idéal est bien entendu lorsque l'infrastructure est publique et que la réévaluation du tarif est prévue dans la loi.
- Les grandes infrastructures sont généralement des monopoles naturels ; il n'y a pas de risque que la rentabilité de l'actif soit remise en cause par l'arrivée d'un concurrent.
- Enfin il est nécessaire de faire la distinction entre les actifs matures, dits *brownfield*, et les nouvelles infrastructures appelées *greenfield*. Parce qu'ils veulent limiter les risques encourus, les fonds souverains se cantonnent pour l'instant à des investissements dans des actifs *brownfield*, pour lesquels ils peuvent disposer d'un historique des performances.

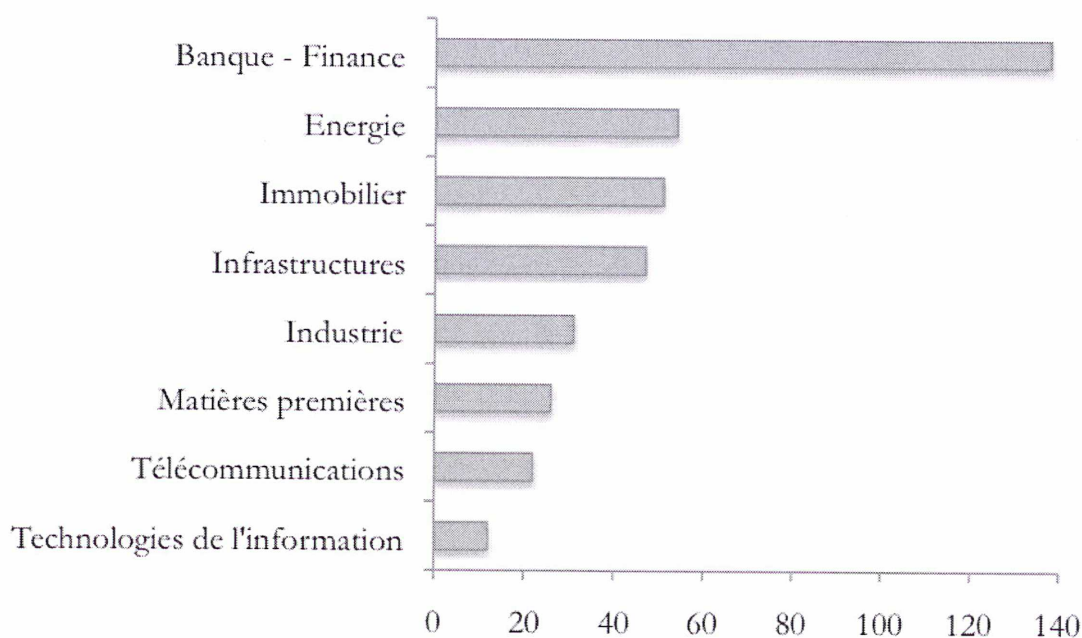
Sous quelles formes investissent les fonds souverains ? La première possibilité consiste à acheter des obligations attachées à un projet en particulier. L'emprunt sert à financer la construction de l'infrastructure tandis que son exploitation permettra de rembourser principal et intérêts. Les fonds souverains peuvent également investir directement dans le capital de sociétés exploitant des concessions. Cela a notamment été le cas de CIC et ADIA qui ont acquis respectivement 9 et 10% du capital de la société gérant le réseau de distribution d'eau potable de Londres, Thames Water. Le principal actif de ces sociétés est la concession qu'elles détiennent, c'est-à-dire la garantie d'exploiter l'infrastructure sur une longue période : à titre d'exemple la concession du viaduc de Millau court jusqu'en 2080, celle du tunnel sous la Manche jusqu'en 2086. En août 2012, le fonds souverain du Qatar a fait l'acquisition de 20% de BAA (ex British Airports Authority), qui gère entre autres l'aéroport londonien de Heathrow (le plus grand d'Europe) ainsi que ceux de Stansted, Glasgow, Aberdeen et Southampton. Enfin au lieu d'investir directement, les fonds souverains peuvent faire appel à des fonds d'infrastructures spécialisés. Les plus grands fonds mondiaux sont Macquarie Group et Goldman Sachs. Côté français, Axa, Cube Infra (ex Natixis), Antin Infra (ex BNP Paribas), CDC Infra et Meridiam Infrastructures (ex Crédit Agricole) sont les principaux acteurs.

REPARTITIONS GEOGRAPHIQUE ET SECTORIELLE DES INVESTISSEMENTS

Les fonds souverains, tout comme les autres fonds d'investissement, sont réticents à communiquer la composition exhaustive de leur portefeuille. Il est donc difficile d'estimer la destination géographique ou sectorielle de leurs investissements, si ce n'est sur la base de leurs investissements directs rendus publics ou rapportés par la presse économique.

Répartition sectorielle

FIGURE 6 : INVESTISSEMENTS DIRECTS DES FONDS SOUVERAINS PAR SECTEUR DE DESTINATION (EN MILLIARDS DE DOLLARS INVESTIS ENTRE 2005 ET 2011)



Source : SWF Institute - Sovereign Wealth Fund Transaction Database

La finance est sans conteste le secteur dans lequel les fonds souverains ont le plus massivement investi depuis 2005. Cela pour plusieurs raisons :

- Fin 2007, les grandes banques étaient déjà en difficulté et recherchaient des investisseurs pour les renflouer. Elles n'ont pas hésité à démarcher les fonds souverains en organisant de

véritables *road shows*¹⁴ dans les pays susceptibles d'investir. Les fonds souverains espéraient à l'époque faire de bonnes affaires en négociant leur entrée au capital de ces banques en difficulté ;

- Les investissements dans les grandes banques d'affaires ont permis aux fonds souverains d'entrer dans le monde des affaires pour connaître de l'intérieur la City et Wall Street, avoir accès à des personnes d'influence ou encore à un flux d'affaires (*deal flow*) ;
- Pour leurs premiers investissements en Occident, les fonds ont indéniablement été attirés par le prestige des grandes institutions financières. D'aucuns ont parlé, à l'époque, de « course à l'échalote » pour désigner la compétition à laquelle se livraient les fonds pour l'acquisition de ces « actifs trophées ».

Les investissements dans le secteur financier se sont révélés désastreux pour la plupart des fonds souverains. En investissant fin 2007 - début 2008, ces derniers sont intervenus juste avant l'effondrement de Lehman Brothers en septembre 2008 et la crise financière qui a suivi. En conséquence, ils sont nombreux à avoir réalisé d'importantes moins-values (réelles ou virtuelles lorsqu'ils n'ont pas encore revendu). Temasek a ainsi constaté une perte de 500 millions de livres lors de la revente de sa participation dans Barclays, sur un investissement initial d'environ 1 milliard de livres.

Au-delà des infrastructures et de l'immobilier déjà évoqués, les fonds souverains ont investi dans les secteurs qu'ils connaissent comme l'énergie et les matières premières. L'informatique et les télécommunications, secteurs d'avenir, ont été également prisés, notamment par les fonds d'Asie du Sud-Est, Singapour en tête.

¹⁴ Le *road show* désigne une campagne marketing animée par les dirigeants d'une société pour convaincre et séduire les investisseurs potentiels.

TABLEAU 5 : PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS DES FONDS SOUVERAINS DANS LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES

Date	Fonds souverain	Banque	Mds \$	Part
Déc 2007	GIC (Singapour)	UBS	9,8	8,6%
Déc 2007	CIC (Chine)	Morgan Stanley	5,5	9,9%
Nov 2007	ADIA (Abu Dhabi)	Citi	7,5	4,9%
Jan 2008	GIC (Singapour)	Citi	6,9	4,4%
Jan 2008	KIA (Koweït)	Citi	3,0	1,6%
Jan 2008	KIC (Corée du Sud)	Merrill Lynch	2,0	4,3%
Dec 2007	Temasek (Singapour)	Merrill Lynch	5,0	11,3%
Q1 2008	KIA (Koweït)	Merrill Lynch	3,4	7,0%
Q1 2008	Temasek (Singapour)	Barclays	2,0	1,8%
Q4 2008	QIA (Qatar)	Barclays	3,5	8,9%
Q4 2008	QIA (Qatar)	Credit Suisse	0,6	1,0%

Source : Bank of England, presse internationale

Répartition géographique

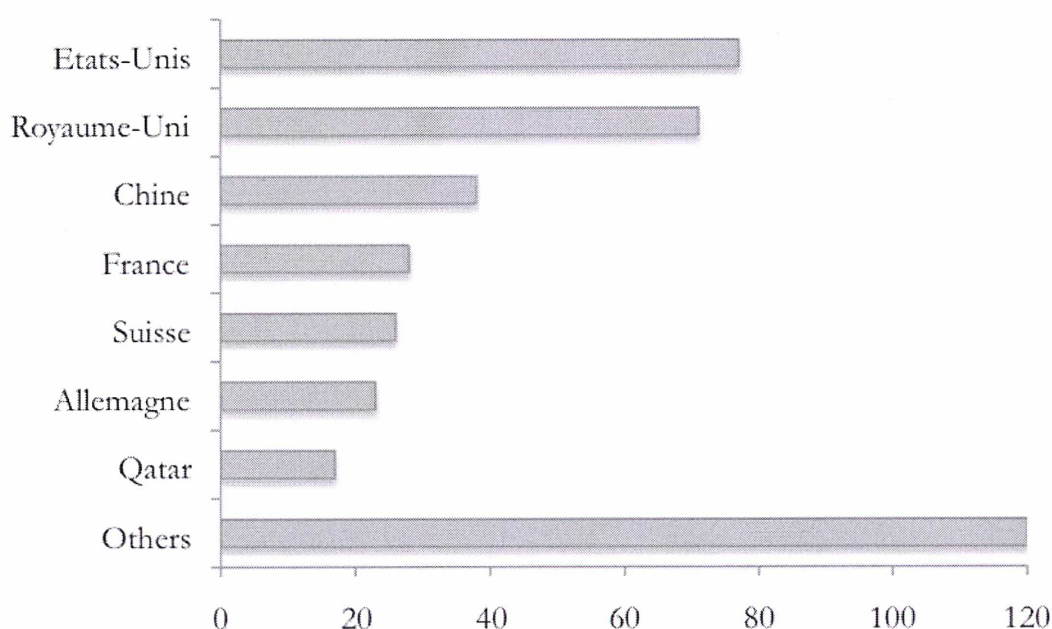
Les fonds souverains ont fortement investi dans les entreprises occidentales entre 2005 et 2009 (notamment dans le secteur financier). Ils ont été attirés par les grandes multinationales, solides et rentables, les marques prestigieuses connues dans le monde entier, mais également par la qualité des plate-formes boursières.

La France occupe une place honorable dans le palmarès des pays privilégiés par les fonds pour leurs investissements. L'attractivité des entreprises industrielles françaises est même plus élevée encore, si on exclut les investissements effectués pendant la crise financière dans le secteur bancaire, principalement aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Suisse.

On observe néanmoins, depuis le début de la crise des dettes souveraines européennes, l'apparition d'une défiance vis-à-vis des sociétés occidentales, positionnées sur des marchés saturés et attaquées par la

naissance de géants issus de pays émergents. En conséquence, les investissements des fonds souverains se réorientent actuellement vers les pays nouvellement industrialisés, bien souvent situés dans leur zone géographique d'origine. L'attrait des pays de l'OCDE n'a bien évidemment pas disparu, mais les fonds souverains adoptent une posture plus attentiste, à l'affût des bonnes affaires (c'est-à-dire des actifs dépréciés) qui pourraient se présenter.

FIGURE 7 : INVESTISSEMENTS DIRECTS DES FONDS SOUVERAINS PAR PAYS DE DESTINATION (EN MDS DE \$ INVESTIS ENTRE 2005 ET 2011)

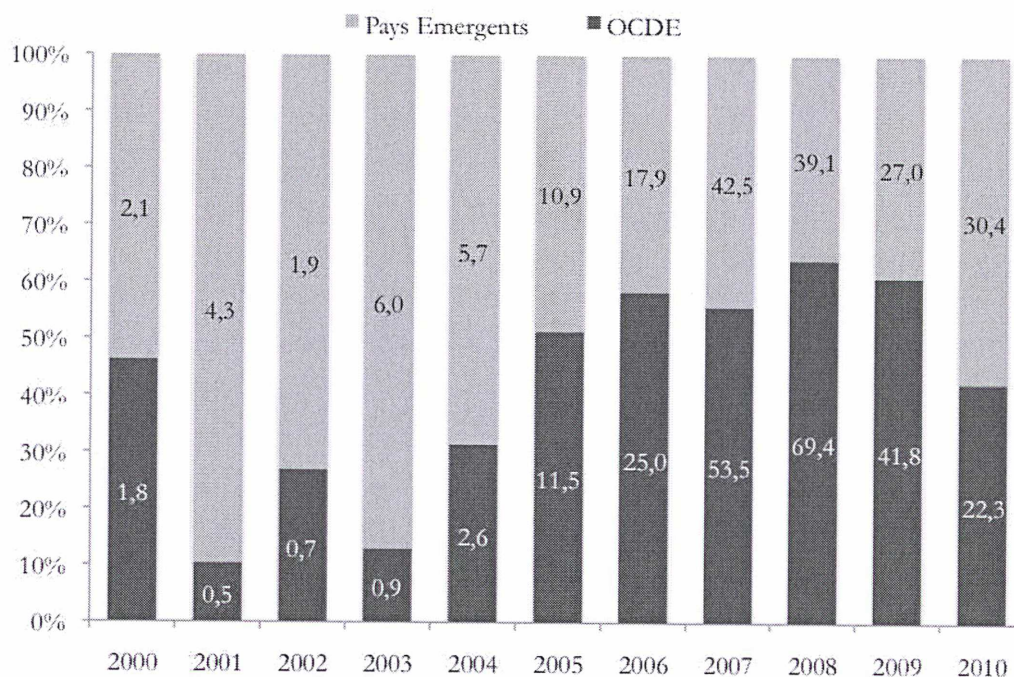


Source : SWF Institute - Sovereign Wealth Fund Transaction Database

Si, pour des raisons monétaires, les fonds souverains rechignent à investir en domestique (exception faite des fonds dont le mandat intègre un volet développement local), ils n'hésitent pas en revanche à investir dans leur zone d'influence régionale. Problèmes diplomatiques et politiques mis à part, on observe une tendance au renforcement des accords entre fonds de pays proches géographiquement. On peut ainsi mentionner l'accord signé en 2012 entre le fonds russe RDIF et le fonds chinois CIC pour la création d'un fonds de co-investissement, qui ciblera notamment la Sibérie. En 2012 également, le fonds singapourien a renforcé sa présence en Chine en prenant une participation de

2,3 milliards de dollars dans la banque chinoise ICBC, elle-même indirectement détenue par le fonds souverain chinois CIC.

FIGURE 8 : INVESTISSEMENTS DIRECTS DES FONDS SOUVERAINS SELON L'APPARTENANCE A L'OCDE DU PAYS DE DESTINATION (EN MDS DE \$)



Source : Monitor – FEEM SWF Transaction Database

DES PARTICIPATIONS DIVERSIFIEES ET PASSIVES

Si certains investissements directs des fonds souverains deviennent médiatiques, ils ne représentent qu'une faible part des capitaux totaux investis. Une grande majorité de leurs investissements sont réalisés :

- *via* les services de sociétés de gestion (*External Management*) ;
- *via* des prises de participation éclatées.

Ces deux caractéristiques corroborent la vision purement financière et non stratégique des fonds souverains, dont la majorité des ressources est ainsi injectée de manière « neutre » dans les marchés financiers mondiaux.

Le recours aux sociétés de gestion (External Management)

À l'instar des autres investisseurs institutionnels, les fonds souverains peuvent opter pour une gestion interne ou externe de leurs actifs.

Dans un mode de gestion interne (ou *internal management*), les analystes du fonds souverain étudient tous les dossiers d'investissement ou de désinvestissement qui sont ensuite présentés devant le comité d'investissement, responsable *in fine* de prendre la décision. L'ensemble du processus de décision est internalisé. Nous reviendrons sur l'organisation interne des fonds souverain par la suite.

Le recours à des gestionnaires externes (*external management*) suppose que le fonds souverain confie un montant à gérer à un tiers, contre rémunération. Le fonds fixe des objectifs (réplication d'un indice boursier, couple risque/rendement, etc.) ou des contraintes (sectorielles, géographiques, etc.) au gestionnaire. C'est à ce dernier qu'il revient de prendre les décisions opérationnelles d'investissement au jour le jour. Le gestionnaire externe se rémunère généralement en fonction des montants gérés, mais aussi sur la réalisation des objectifs fixés.

Bien évidemment l'un et l'autre des modes de gestion ont des avantages et des inconvénients.

Si elle permet un contrôle complet des investissements effectués, la gestion interne est gourmande en ressources. Il faut disposer d'équipes suffisamment étoffées pour instruire les nombreuses opportunités d'investissement. Le processus de sélection doit également permettre de décider sur un grand nombre de dossiers très rapidement.

Par ailleurs, même s'il s'évertue à recruter les meilleurs spécialistes de chaque secteur, un fonds ne peut pas faire mieux dans chaque secteur que les meilleurs fonds spécialisés. Un fonds souverain a donc intérêt à faire appel, dans certains secteurs, à des fonds spécialisés qui, moyennant rémunération, assureront un meilleur rendement. Faire appel à différents gestionnaires externes permet également de répartir le risque entre plusieurs acteurs.

Les fonds souverains font plus ou moins appel à ces deux types de gestion, suivant leur volonté de plus ou moins contrôler leurs investissements.

Ils confient ainsi une large part de leurs actifs à des gestionnaires externes. Ce premier constat permet d'ores et déjà d'affirmer qu'une grande majorité des actifs qu'ils détiennent ne sont ni stratégiques ni politiques. En faisant appel à des spécialistes de l'*asset management*, ils recherchent simplement des couples rendements/risque intéressants. Le fonds souverain chinois, CIC, pourtant reconnu comme l'un des plus actifs pour opérer des investissements stratégiques, délègue la gestion de presque 60% de ses ressources. Quant à lui, le fonds émirati ADIA en délègue presque 80%.

Des prises de participation diversifiées et minoritaires

Un second critère notable des investissements en capital des fonds souverains est leur caractère minoritaire. Ils cherchent généralement à acquérir quelques pour cent du capital seulement, ce qui parfois suffit à le situer parmi les premiers actionnaires d'une société. Le même CIC déclare que 75% de ses participations sont diversifiées (c'est-à-dire inférieures à 5%). L'exemple le plus extrême est le fonds souverain norvégien qui cherche à ne détenir guère plus de 1 à 2% du capital des entreprises dans lesquelles il investit (à fin 2011, sa participation la plus élevée en pourcentage n'était que de 9,6%, dans l'entreprise d'emballage irlandaise Smurfit Kappa Group).

Corollaire du caractère minoritaire de leurs investissements, ils ne s'impliquent généralement pas dans la gouvernance des entreprises au capital desquelles ils investissent. C'est un gage souvent donné par les fonds souverains pour favoriser l'acceptabilité de leurs investissements. À titre illustratif, ADIA a pour principe affiché de ne jamais demander de siège au conseil d'administration lorsqu'il entre au capital d'une société. Néanmoins ce refus de s'impliquer dans la gouvernance de l'entreprise fait débat parmi les économistes : certains arguent que c'est le rôle normal et souhaitable d'un actionnaire de participer à la définition de

la stratégie de l'entreprise, tandis que d'autres dénoncent les conflits d'intérêt qui pourraient découler de leur caractère souverain.

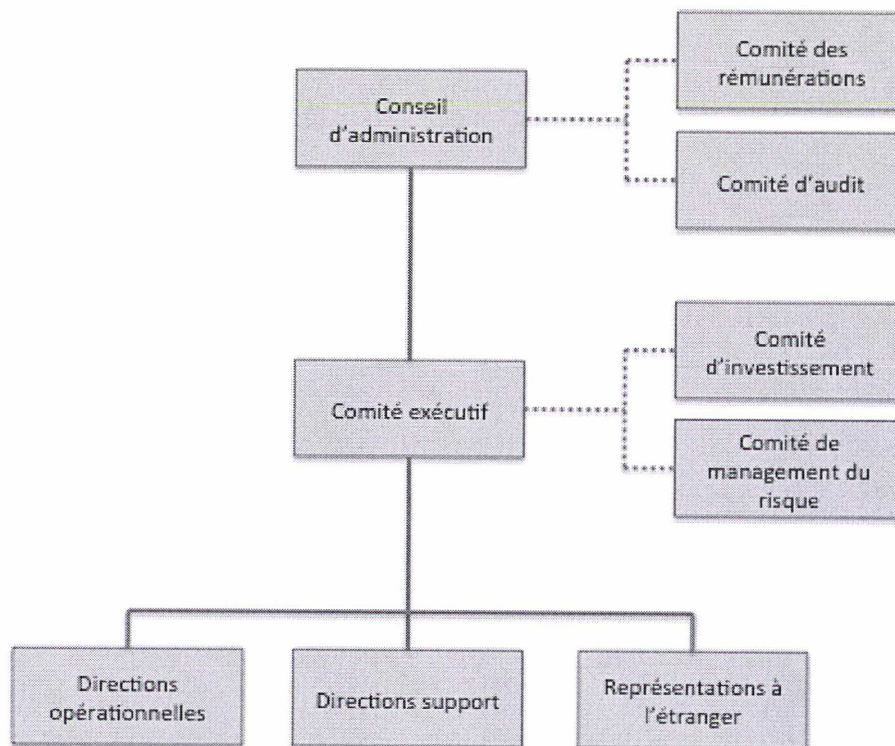
Les fonds de développement industriel, déjà évoqués comme Mubadala, Temasek ou Khazanah, peuvent souhaiter acquérir des participations plus importantes. Contrairement aux autres fonds, ils sont à la recherche de synergies industrielles et pour cela sont amenés à acquérir des participations plus importantes tout en s'impliquant dans la gestion opérationnelle. Ces fonds détiennent également des participations substantielles dans les entreprises publiques de leurs pays.

GOUVERNANCE ET PROCESSUS D'INVESTISSEMENT

Quel montant investir dans ce nouveau produit financier? Faut-il se désengager de telle entreprise ou au contraire renforcer sa participation? Ne sommes-nous pas trop exposés à une crise en Asie? Autant de questions auxquelles doivent répondre chaque jour les gérants de fonds souverains. La gestion de milliards de dollars d'actifs ne s'improvise décidemment pas, et c'est pourquoi la majorité des fonds souverains a aujourd'hui mis en place une organisation et des circuits de décisions largement inspirés des grands fonds d'investissement. Dans ces fonds qu'on décrit comme opaques et influencés politiquement, quel est le processus de décision opérationnel? Sur quels critères et selon quelle organisation les décisions d'investissement ou de désengagement sont-elles prises?

Leur organisation repose sur les organes suivants :

FIGURE 9 : ORGANISATION-TYPE D'UN FONDS SOUVERAIN



Le Conseil d'administration (ou *Board of Directors*)

Il fixe les orientations et la politique que doivent suivre les dirigeants exécutifs du fonds. Il prend également les grandes décisions stratégiques au cours de ses séances périodiques. Ses membres, dont le nombre varie entre 7-8 et une vingtaine, sont nommés par les « actionnaires » du fonds. En l'occurrence, c'est bien souvent le gouvernement (*via* le Ministère des finances ou la banque centrale) ou le président qui nomme les membres du Conseil. Il est présidé par le Président du Conseil d'administration (*Chairman*).

Suivant les fonds souverains, l'origine des membres du Conseil peut fortement varier. C'est ainsi que dans celui du fonds souverain abudhabien ADIA, on retrouve pas moins de 6 membres de la famille régnante Zayed al Nahyan, sur un total de 10 membres. Ils sont nommés par décret de l'émir. Pour le fonds chinois CIC, les membres sont pour la plupart des hauts fonctionnaires représentant leurs administrations d'origine respectives. La philosophie du fonds singapourien est bien

différente puisque la majorité des administrateurs, certes nommés par le ministère des finances, sont des personnalités qualifiées indépendantes, originaires du secteur privé.

Le conseil d'administration possède bien souvent des sous-comités dont les administrateurs sont membres : comité des rémunérations, comité d'audit sont les plus courants.

Étant nommés par le pouvoir en place, et donnant des instructions aux dirigeants opérationnels du fonds, les administrateurs sont bien situés à l'interface entre le pouvoir politique et le fonctionnement au jour le jour du fonds. C'est pourquoi la composition du conseil d'administration est bien souvent révélatrice du degré d'indépendance réelle du fonds vis-à-vis du pouvoir politique.

Le Comité Exécutif (ou *Executive Committee*)

Il regroupe les dirigeants des différentes directions opérationnelles sous l'égide du directeur général (*managing director*). C'est au sein de cette instance que sont prises les décisions concernant la mise en œuvre de la stratégie définie en conseil d'administration et le fonctionnement opérationnel du fonds. Pour cela il s'appuie sur deux comités :

- Le comité d'investissement (*Investment Committee*) : sur la base des dossiers préparés par les analystes, le comité délibère sur les opportunités d'investissement ou de désengagement.
- Le comité de gestion du risque (*Risk Management Committee*) : il s'assure que le niveau global de risque reste bien inférieur aux seuils qui ont été définis. Le portefeuille doit également être équilibré entre les zones géographiques, les secteurs d'activités et les monnaies.

Cette organisation est censée permettre un fonctionnement indépendant du fonds souverain : le conseil d'administration fixe des objectifs et des orientations tandis que le management du fonds décide des investissements permettant de les atteindre. Elle est largement inspirée du fonctionnement des grandes institutions financières de la City et de Wall Street. Il faut dire que les fonds souverains ont recruté de

nombreux financiers d'expérience ainsi que de jeunes nationaux formés dans les universités anglo-saxonnes et qui ont fait leurs armes aux États-Unis et en Europe. Ils en ramènent des méthodes de travail, une organisation et un réseau, qu'ils utilisent pour professionnaliser le fonds souverain de leur pays d'origine.

Toutefois le fonctionnement réel du fonds peut parfois être bien éloigné de ces organisations idéales, affichées dans les rapports annuels. La tentation est en effet grande pour le pouvoir politique de vouloir garder la mainmise sur les décisions d'investissement. C'est ainsi qu'au sein du fonds qatari QIA par exemple, de nombreux investissements sont en fait décidés directement au niveau du conseil d'administration, voire au plus haut niveau de l'État.

En conclusion, les fonds souverains se sont professionnalisés à marche forcée au cours des dernières années, si bien qu'ils se rapprochent aujourd'hui du niveau de professionnalisation des grands fonds d'investissement. Ils investissent désormais dans une grande variété d'actifs à travers le monde, jonglent entre la gestion interne et les mandats externes et ont adopté une gouvernance calquée sur celle des institutions financières occidentales. Les fonds souverains seraient-il donc des investisseurs financiers comme les autres ? Comme nous le verrons dans le chapitre suivant, l'analyse au cas par cas des fonds souverains fournit bien des exemples où des considérations extra financières ont pu infléchir leurs décisions d'investissement.

Chapitre 3

Panorama des fonds souverains

LE QATAR

Le fonds souverain qatari

Eléments de contexte

D'une superficie de 11 437 km², le Qatar est le plus petit État du Golfe après Bahreïn. Il compte environ 2 millions d'habitants, dont 10% seulement de nationaux. Auparavant sous protectorat britannique, l'émirat accède à l'indépendance en 1971, après son refus de faire partie de la Fédération des Émirats Arabes Unis, et devient une monarchie constitutionnelle de type héréditaire, dirigée par la famille Al Thani. L'économie qatarie a connu un développement exceptionnel ces dernières années, avec une croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) de 16,6% en 2010 et 18,8% en 2011¹⁵. En termes de PIB par habitant à parité de pouvoir d'achat, le Qatar est le pays le plus riche au monde.

Son économie repose en grande partie sur les hydrocarbures, qui représentent 60% du PIB, 95% des exportations et 75% des recettes budgétaires¹⁶. Le Qatar dispose des troisièmes réserves mondiales de gaz naturel, derrière la Russie et l'Iran, et est le premier producteur et exportateur mondial de gaz naturel liquéfié (GNL). Pour préparer la reconversion de l'émirat, le gouvernement a mis en place une politique volontariste axée sur le développement de nouvelles industries (aval

¹⁵ FMI, World Economic Outlook, April 2012, p.196.

¹⁶ Site Internet de la Direction Générale du Trésor.

pétrolier, aluminium, acier,...) et les investissements publics dans les infrastructures, l'éducation et la recherche.

Les objectifs de Qatar Investment Authority (QIA)

Comment gérer et faire fructifier les considérables excédents du pays ? Le fonds Qatar Investment Authority a été fondé en 2005 par l'État du Qatar pour « renforcer l'économie du pays en investissant dans de nouvelles classes d'actifs »¹⁷. Il se fonde sur plus de trois décennies d'investissements qataris. Le fonds réalise des « investissements stratégiques de long terme » pour soutenir l'effort de diversification de l'émirat et servir de source de revenus lorsque la manne pétrolière commencera à décliner. Créé récemment en comparaison de ses voisins du Golfe, le fonds souverain du Qatar poursuit une stratégie de visibilité de ses investissements à l'international.

Basé à Doha, QIA emploierait 110 personnes. Il est en réalité une structure holding qui réalise la quasi-totalité de ses investissements via ses filiales, le plus fréquemment Qatar Holding et Qatari Diar (ce dernier étant plus spécifiquement dédié aux investissements immobiliers).

Le montant total des actifs du fonds n'est pas bien connu. En avril 2012, un administrateur du fonds, Hussain Al Abdulla, a déclaré¹⁸ que QIA détenait « nettement plus » que 100 milliards de dollars d'actifs. Il a précisé que QIA avait 30 milliards de dollars à investir en 2012.

Gouvernance et transparence

Bien que le fonds soit détenu et investisse pour le compte de l'État du Qatar, il se veut un investisseur de référence à l'échelle mondiale, opérant avec « la discipline financière et commerciale la plus stricte qui soit ». C'est au conseil d'administration de QIA de mettre en œuvre la mission du fonds. Le Conseil fournit un cadre stratégique et contrôle la direction exécutive de QIA. Le fonds déclare que ses décisions d'investissement sont prises sous la seule responsabilité du Conseil d'administration et de l'équipe exécutive de QIA, sans intervention du gouvernement.

Néanmoins, l'observation des dirigeants du fonds montre une imbrication très forte avec le pouvoir politique. Le directeur général du

¹⁷ Site Internet de la Qatar Investment Authority.

¹⁸ Qatar Investment Authority has 30 billions to invest in 2012, *Bloomberg*, 22 avril 2012.

fonds est Sheikh Hamad bin Jassim bin Jaber Al Thani qui est aussi le Premier ministre et ministre des Affaires étrangères du Qatar. C'est le personnage le plus influent de l'émirat : il s'implique personnellement dans le traitement des dossiers diplomatiques. Parallèlement il joue un rôle déterminant dans l'orientation des investissements du fonds souverain. Le Président de QIA est Sheik Tamim bin Hamad Al Thani, le fils de l'émir du Qatar, désigné prince héritier en 2003. Il porte le titre de vice-émir et exerce la totalité du pouvoir lorsque son père est en déplacement à l'étranger.

QIA est peu transparent : le fonds ne publie pas de rapport annuel ni d'informations financières sur les investissements réalisés. Le fonds ne publie pas non plus ses critères de choix d'investissement, mais indique qu'ils sont fondés sur l'impératif d'une rentabilité financière élevée.

Investissements

QIA investit dans une gamme variée d'actifs : actions, immobilier, actifs alternatifs et *private equity*. On estime¹⁹ que l'allocation du portefeuille d'actifs du fonds souverain QIA est la suivante : 60% en actions, 20% en titres de dette et 20% en actifs alternatifs. *Via* son fonds souverain, le Qatar investit aussi bien sur son marché domestique qu'à l'international. Le fonds précise que « si une entreprise de son portefeuille d'investissement présente des synergies positives avec le Qatar, il s'agit d'un facteur positif²⁰. Il joue généralement un rôle actif dans la gouvernance de ses participations. Dès lors que son pourcentage de détention du capital le lui permet, il fait la demande d'un siège au conseil d'administration de l'entreprise.

On trouvera dans le tableau ci-après quelques-unes des participations notables du fonds souverain QIA.

¹⁹ Sovereign Wealth Fund Review, Preqin, 2011.

²⁰ Site internet de la Qatar Investment Authority.

TABLEAU 6 : PRINCIPALES PARTICIPATIONS DETENUES PAR LE FONDS
SOVERAIN QIA*

	Pays	Part	Depuis	Secteur
Banco Santander Brasil	Brésil	5%	2010	Banque
BAA	G.-B.	20%	2012	Aéroports
Barclays	G.-B.	6,7%	2008	Banque
Credit Suisse	G.-B.	9,9%	2008	Banque
Harrods	G.-B.	100%	2008	Distribution
Sainsburys	G.-B.	27,3%	2007	Distribution
London Stock Exch.	G.-B.	20%	2007	Bourse
Porsche	Allemagne	10%	2009	Automobile
Volkswagen	Allemagne	17%	2009	Automobile
Lagardère	France	12,8%	2006	Médias
Vinci	France	5,6%	2009	Construction
Xstrata	Suisse	11%	2012	Mines

Source : Preqin et recherche personnelle des auteurs

L'avènement du « soft power »

Les ambitions du Qatar

Ne disposant pas des moyens traditionnels de puissance tels que les forces armées, mais entouré de puissants voisins, le Qatar utilise les ressources financières tirées de son industrie gazière pour mettre en œuvre une stratégie d'influence diplomatique et économique, et promouvoir la marque « Qatar » dans le monde entier. Cette stratégie de *soft power* se traduit par exemple par le rôle joué par la chaîne de télévision Al-Jazeera, ou encore par la volonté du pays de devenir une vitrine du sport mondial : organisation de la Coupe du monde de football en 2022, achat des droits de diffusion de la Ligue des Champions, ou encore rachat de 100% du club de football français PSG. Le fonds souverain du Qatar est monté progressivement au capital du groupe de médias Lagardère, numéro trois mondial des droits sportifs, dont il détient désormais 13% du capital, devenant ainsi son premier actionnaire devant

la famille Lagardère (N.B. : la loi interdit à des non-européens de détenir plus de 20 % du capital d'un groupe de médias).

Les actifs « trophée »

Dans le passé, le fonds a tenté d'acquérir des participations de contrôle dans des entreprises cotées occidentales de premier plan, mais des échecs, tels que la tentative d'acquérir le distributeur britannique Sainsburys, l'ont amené à viser prioritairement l'achat de participations stratégiques minoritaires.

Le pays a réalisé de nombreux investissements de prestige, en particulier dans l'immobilier (hôtels de luxe Royal Monceau et Concorde Lafayette à Paris, Majestic et Martinez à Cannes), le luxe (Harrod's) ou encore l'automobile haut de gamme (Porsche).

En 2011, le fonds Qatari Diar, associé au développeur britannique Delancey Estates plc, a acquis pour 557 millions de livres le village olympique de Londres. Le fonds souverain qatari est également le premier actionnaire de Songbirds Estates, qui détient la majorité des immeubles de bureaux du quartier d'affaires de Canary Wharf à Londres. Le fonds a une participation de 1,6 milliards de livres dans le Shard, un nouveau gratte-ciel en construction à Londres, qui deviendra l'immeuble le plus haut d'Europe en 2012.

En décembre 2010, le fonds Qatar Holding, dans le cadre d'un consortium de rachat qui comprenait entre autres Colony Capital, a fait l'acquisition auprès de The Walt Disney Company des studios de films et de télévision Miramax pour 650 millions de dollars.

Enfin, la surpondération du portefeuille de QIA en valeurs du secteur financier, phénomène que l'on observe également pour d'autres fonds souverains, s'explique pour beaucoup par les bénéfices de réputation liés à ces investissements et l'attrait qu'exercent ces établissements sur les financiers des fonds souverains, formés dans les pays anglo-saxons.

Une stratégie de diversification de l'économie locale

L'émirat prépare activement l'après-pétrole. Certains investissements du fonds souverain servent à promouvoir le développement local de nouvelles activités créatrices de valeur et d'emplois.

Services financiers

L'objectif du Qatar est de devenir un « centre international majeur pour la finance et la gestion des investissements ». Pour accompagner la transformation de Doha en centre financier de référence, QIA a pris une participation de 15% dans la Bourse de Londres, à laquelle s'ajoutent des participations dans le secteur bancaire local (par exemple 20% de Doha Bank) et le contrôle de l'opérateur de la Bourse du Qatar.

QIA détient une participation de 7% dans la banque britannique Barclays, 10% dans la banque helvétique Credit Suisse, et 5% dans la filiale brésilienne de la banque Banco Santander.

Industrie

En 2009, QIA a effectué des entrées remarquées au capital des groupes automobiles allemands Porsche (participation de 10%) et Volkswagen (participation de 17%). Si ces investissements ont principalement un objectif de rentabilité financière, ils présentent en outre des « bénéfices additionnels pour l'État du Qatar, en matière de recherche et développement, technologie, et formation », comme l'a indiqué le Premier ministre du Qatar. À titre d'exemple, l'investissement chez Porsche s'accompagne de la création d'un centre de R&D et de test à Doha.

Infrastructures et énergie

Lorsqu'il investit à l'étranger, l'émirat cherche parfois des partenaires susceptibles de l'accompagner dans la construction du pays. L'entrée de QIA dans Vinci s'est ainsi accompagnée de la création dès 2007 d'une *Joint Venture* (JV) au Qatar entre Qatari Diar (avec 51% du capital) et Vinci Construction (49%). Cette co-entreprise a d'ores et déjà remporté de nombreux contrats dans la région.

Autre exemple : en 2010, le Qatar a investi dans l'entreprise de construction allemande Hochtief, en prenant une participation de 9,1% à son capital. À cette occasion, le directeur général de Qatar Holding a

déclaré²¹ que cet investissement allait « encore renforcer les liens du Qatar avec un de ses partenaires clés pour le développement des infrastructures du Qatar en prévision de la Coupe du monde de 2022 ». Il a été convenu que Hochtief établisse son siège régional au Qatar et « transfère au Qatar le savoir-faire de pointe au niveau international ». Plus précisément, « Hochtief formera les équipes locales aux technologies les plus récentes, comme la construction virtuelle et le *Building Information Modeling*, et établira un centre de R&D dans le *Science & Technology Park* de Doha ».

En 2011, le Qatar a pris une participation de 6,17% chez l'électricien espagnol Iberdrola, à l'occasion d'une augmentation de capital. Iberdrola est un des leaders mondiaux dans le domaine des énergies renouvelables. La coopération avec l'État du Qatar passera par le développement d'opportunités d'affaires dans les marchés émergents. En conséquence Iberdrola établira au Qatar son siège régional et des activités de recherche et développement, contribuant ainsi au développement économique de l'émirat.

Ces exemples l'illustrent, certains investissements effectués par QIA intègrent une dimension stratégique. Que ce soit le transfert de technologies ou de centres de décision, l'apport de capital frais ne se fait parfois pas sans contrepartie.

²¹ QH *Acquires Hochtief*, communiqué de presse sur le site internet de Qatar Holding.

LA NORVEGE

Fonctionnement du fonds souverain

Contexte

En 1969, Ekofisk, le premier champ pétrolier de Norvège, est découvert en mer du Nord. Trente et un ans plus tard, en 1990, le Government Petroleum Fund (rebaptisé Government Pension Fund-Global en 2006) est créé comme outil de politique budgétaire pour optimiser la gestion de long terme des revenus pétroliers de la Norvège. Il reçoit, en 1996, la première dotation du gouvernement. Le fonds a pour mission d'investir une grande part du surplus généré par le secteur pétrolier norvégien, provenant principalement d'impôts sur les sociétés pétrolières, ainsi que de la participation directe de l'État dans l'entreprise Statoil.

En réalité, deux fonds souverains composent aujourd'hui le « Government Pension Fund of Norway » :

- le Government Pension Fund-Global
- le Government Pension Fund-Norway

Le Government Pension Fund - Norway est investi exclusivement sur le marché régional (Norvège, Danemark, Suède, Finlande). À la fin de l'année 2011, ses actifs représentaient 23 milliards de dollars.

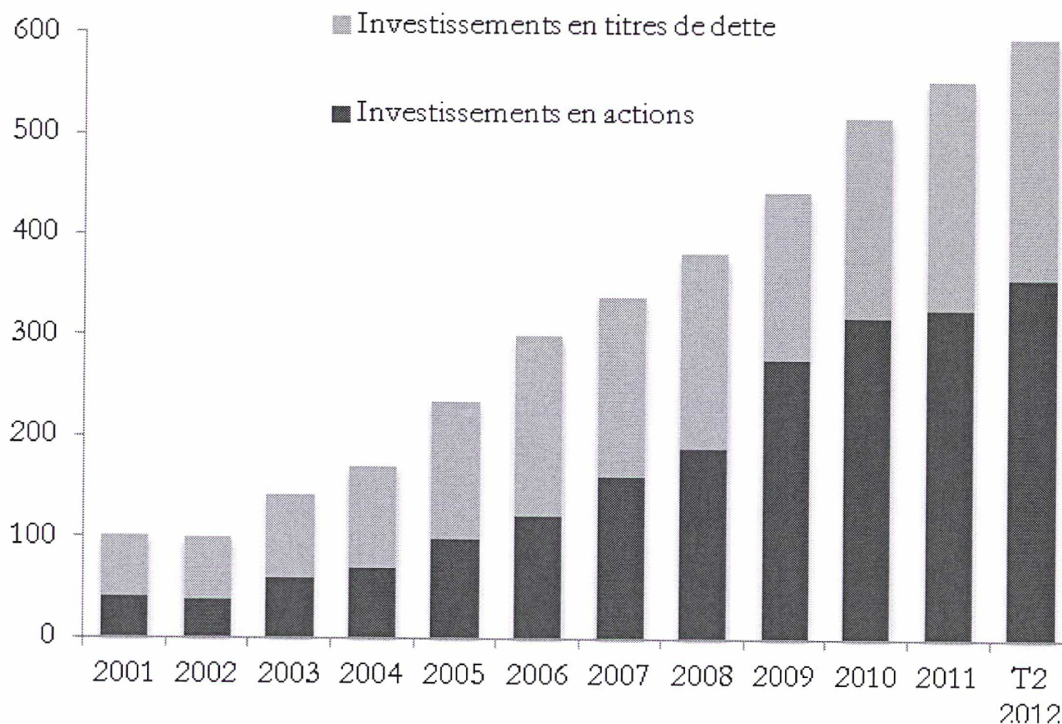
Par la suite, nous nous intéresserons uniquement au Government Pension Fund-Global. Le capital de ce fonds est investi intégralement à l'étranger afin d'éviter une surchauffe de l'économie norvégienne et la protéger des fluctuations du prix du pétrole.

À la fin de l'année 2011, la valeur²² de marché de l'ensemble de ses actifs s'établissait à 557 milliards de dollars. L'estimation officielle des actifs du fonds en 2020 est de 1057 milliards de dollars.

On observe une augmentation progressive de la part des actions dans le total des actifs du fonds souverain.

²² Avec le taux de change 1 US\$ = 5,944 Kroner.

FIGURE 10 : ACTIFS (EN MILLIARDS DE DOLLARS) DETENUS PAR LE FONDS SOUVERAIN GOVERNMENT PENSION FUND – GLOBAL ENTRE 2001 ET 2012

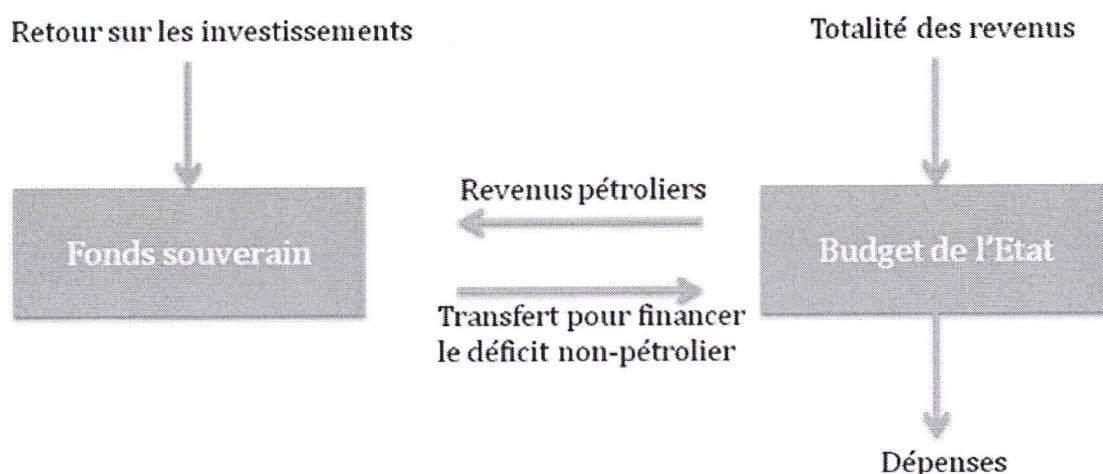


Source : NBIM ; taux de change fixe 1 US\$ = 5,944 Kroner

Mécanisme et ressources

Le fonds est intégré à la politique budgétaire du gouvernement norvégien. Le fonds reçoit chaque année la totalité des revenus pétroliers du gouvernement, auxquels sont retranchés les transactions financières liées aux activités pétrolières ainsi que ce qui est utilisé pour compenser le déficit budgétaire non-pétrolier. La politique budgétaire de l'État est construite autour du principe suivant : le déficit budgétaire non-pétrolier structurel doit correspondre au retour sur investissement réel annuel du fonds, estimé à 4%. En 2001 a été établie la règle suivante : un maximum de 4% du retour annuel du fonds doit être dépensé sur le budget national annuel. Ce principe de prudence permet à la Norvège de préserver la valeur de son capital sur le long terme en ne dépensant que les intérêts prévisionnels générés par le fonds.

FIGURE 11 : SCHEMA DE PRINCIPE DES FLUX ENTRE LE FONDS SOUVERAIN NORVEGIEN ET LE BUDGET DE L'ÉTAT



Contraintes

En dépit de son nom qui comprend le mot retraite (« *pension* »), le fonds souverain norvégien n'est pas un fonds de retraite et plus généralement n'a pas de passif. Ce n'est pas un fonds de pension puisque ses rentrées monétaires proviennent de revenus pétroliers et non pas de contributions de cotisants. En revanche, son nom souligne le rôle joué par le fonds pour faire fructifier les revenus du gouvernement, afin qu'il puisse faire face à une hausse probable du coût public de financement des retraites, causé par le vieillissement de la population.

Stratégie²³ et philosophie d'investissement

Le fonds n'a pas de contraintes de liquidité ni d'obligations de paiement (*liabilities*), et dispose d'un horizon d'investissement très long. En particulier, le fonds peut supporter des périodes de grande volatilité sur les marchés financiers et est capable de profiter d'opportunités d'investissement qui apparaissent lorsque les autres acteurs du marché sont contraints de revendre des actifs.

L'objectif du Government Pension Fund-Global est d'obtenir un rendement élevé sur le long terme, avec un risque modéré. Entre le 1^{er} janvier 1998 et le 31 décembre 2011, le rendement brut annualisé du

²³ « Stratégie 2011-2013 », Norges Bank Investment Management.

fonds souverain a été de 4,5%. Sur les trois dernières années, ce rendement s'établit à 10,3% en cumulé.

Une diversification poussée du portefeuille d'actifs

Les participations du fonds souverain norvégien sont majoritairement inférieures à 5%. Pour les participations en Europe, le pourcentage de détention moyen est de 2,1% en 2011. Dans la zone Amériques-Afrique-Moyen Orient, le pourcentage de détention moyen est de 0,7%. À la fin de l'année 2011, le fonds souverain Government Pension Fund-Global détenait 1,1% de la capitalisation boursière mondiale. Le fonds possède des participations dans 8 005 sociétés à travers le monde.

Vers une augmentation des participations significatives

Le nombre d'entreprises où le fonds détient une participation supérieure à 5% a triplé en 2011, pour atteindre 53 sociétés. Sa participation la plus élevée en pourcentage est celle détenue dans l'entreprise d'emballage irlandaise Smurfit Kappa Group, avec 9,6% du capital. Le fonds estime qu'il se situe parmi les 10 premiers actionnaires dans 500 sociétés à travers le monde. La stratégie du fonds dans les prochaines années vise à augmenter ses participations dans des grandes sociétés cotées, jusqu'à 10% du capital. Le fonds a donné des consignes à ses gérants de portefeuille pour qu'ils analysent plus en profondeur un nombre plus limité d'entreprises afin d'identifier de bons investissements de long terme dans lesquels il serait opportun de se renforcer durablement. Sa stratégie consiste donc à sélectionner des entreprises par une analyse qualifiée de « fondamentale » dans le jargon des gérants d'actifs, et qui vise à identifier la valeur « intrinsèque » de chaque action.

Gouvernance des participations

Le fonds souverain norvégien détient quasi-exclusivement des participations minoritaires qui ne lui donnent pas une influence directe sur la gestion et la stratégie des entreprises où il investit. Néanmoins, le fonds utilise activement l'ensemble des droits qui lui reviennent en tant qu'actionnaire pour protéger ses intérêts de long terme. Il s'emploie notamment à promouvoir les meilleurs standards de gouvernance. Par exemple, le fonds souverain norvégien fait régulièrement la demande d'une séparation entre les rôles de directeur général (« CEO ») et de président du conseil d'administration (« Chairman »), considérant qu'un

Chairman indépendant est une condition indispensable à la bonne supervision d'une entreprise. Il encourage les entreprises dans lesquelles il investit à améliorer les pratiques sociales et environnementales susceptibles d'avoir un impact sur leur rentabilité et par conséquent sur la performance à long terme du fonds souverain. Le fonds a identifié six domaines privilégiés d'intervention : équité entre les actionnaires, responsabilités du conseil d'administration, fonctionnement efficient des marchés financiers, changement climatique, gestion des ressources en eau et droits des enfants. C'est dans ce cadre que le fonds norvégien a engagé en 2007 une discussion avec l'entreprise américaine Monsanto, qui a abouti à une réduction du travail des enfants dans les exploitations de coton en Inde.

Le fonds norvégien utilise une palette d'instruments pour mettre en œuvre une gestion active de ses participations : voter en Assemblée générale des actionnaires, dialoguer avec le management de l'entreprise et les autres investisseurs, communiquer des documents présentant les exigences du fonds souverain en matière de gestion des risques sociaux et environnementaux, ou encore soumettre des propositions émanant des actionnaires (*shareholder proposals*). Le fonds souverain norvégien escompte augmenter ses contacts avec les conseils d'administration des entreprises et prêter davantage d'attention aux nominations des administrateurs. Il n'hésite pas à mener des actions en justice lorsqu'il estime qu'elles sont nécessaires pour protéger ses intérêts financiers. À titre d'exemple, Norges Bank a intenté des procès en tant qu'actionnaire contre les entreprises Vivendi, Merck et Citigroup, encore en attente de jugement actuellement. Norges Bank reproche à Citigroup et à ses dirigeants d'avoir sciemment manipulé les communications sur la santé financière de l'entreprise et de ne pas avoir révélé les risques financiers liés à son portefeuille de crédit immobiliers. Elle accuse ainsi Citigroup de lui avoir fait perdre 835 millions de dollars.

Investissements

Allocation d'actifs

Le fonds est investi en actions (60% des actifs) et en titres de dette (35 à 40%), ainsi que dans l'immobilier (jusqu'à 5%). Les règles du fonds interdisent tout investissement dans des actions ou obligations norvégiennes. Tous marchés confondus (actions, obligations, immobilier), le fonds souverain norvégien détient des investissements dans 68 pays du monde.

Pour les investissements en capital, l'allocation géographique du fonds est la suivante : 50% en Europe, 35% aux Amériques, Afrique et Moyen-Orient, et 15% en Asie et Océanie. Les trois principaux pays récipiendaires sont les États-Unis (30%), le Royaume-Uni (16%) et la France (7%).

Participations notables

TABLEAU 7 : PRINCIPALES PARTICIPATIONS DETENUES PAR LE FONDS SOUVERAIN NORVEGIEN GOVERNEMENT PENSION FUND-GLOBAL

	Pays	Part	Montant (US\$)	Secteur
Shell	G.-B.	2,20%	5,2 Mds	Pétrole
Nestlé	Suisse	2,23%	4,3 Mds	Agroalimentaire
HSBC	G.-B.	2,41%	3,3 Mds	Banque
Novartis	Suisse	2,05%	3,2 Mds	Pharmacie
Vodafone	G.-B.	2,27%	3,2 Mds	Telecoms
BP	G.-B.	2,13%	2,9 Mds	Pétrole

Source : Rapport annuel 2011 du Government Pension Fund-Global, Taux de change :
1 US\$ = 5,944 Kroner

Considérations extra-financières : l'approche éthique

Une des spécificités du fonds souverain norvégien est son approche éthique. Les investissements qu'il effectue doivent être conformes à des principes éthiques, établis pour la première fois en 2004. Ces principes restreignent les investissements lorsqu'il y a un risque que les entreprises soient impliquées dans des activités qui contribuent à une violation des droits de l'homme, à de la corruption, à des dommages à

l'environnement ou « à toute autre violation particulièrement importante des normes éthiques fondamentales ». Le ministère des Finances peut décider à tout moment d'exclure une entreprise de l'univers des investissements possibles ou de la placer sur une liste d'observation. Les entreprises où le fonds a investi sont ainsi contrôlées par un comité d'éthique. Parmi les sociétés exclues par le fonds, on notera BAE Systems (G.-B.), EADS (siège social aux Pays-Bas), Finmeccanica (Italie), Boeing (États-Unis), Lockheed (États-Unis), Safran (France), Thales (France), Wall-Mart (Etats-Unis), Barrick Gold (Canada) et Rio Tinto (G.-B.). Ce comportement s'inscrit dans un mouvement plus large des fonds de pension pour intégrer les critères de responsabilité sociale et environnementale dans leurs décisions d'investissement.

Gouvernance

Organisation

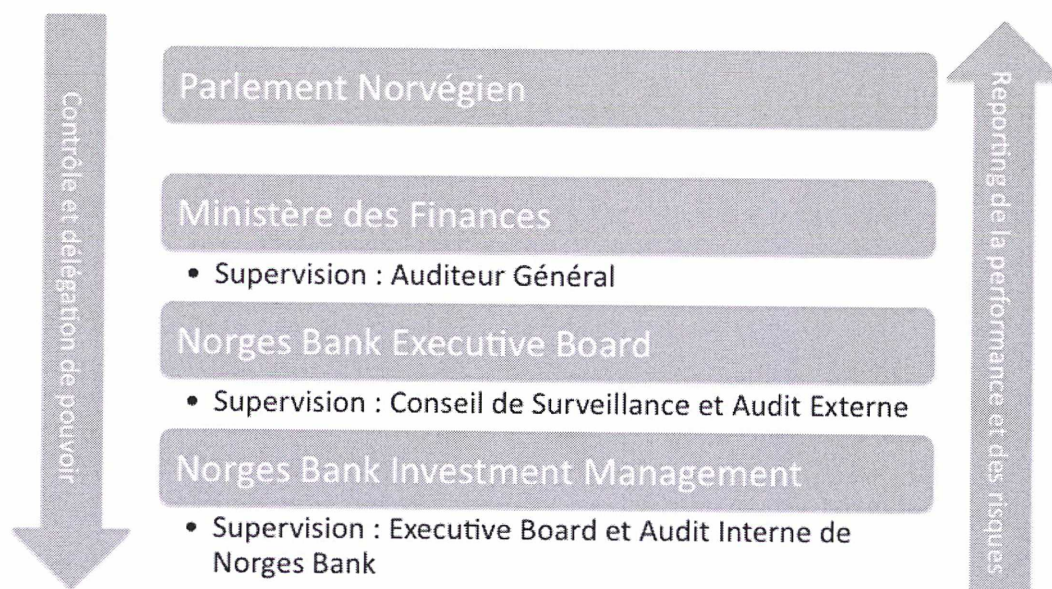
Le fonds souverain est géré par Norges Bank Investment Management (NBIM), une des trois branches de la banque centrale norvégienne (Norges Bank), pour le compte du ministère des Finances norvégien. Le ministère détermine la stratégie du fonds, en prenant en compte les débats au Parlement et de multiples conseils dont ceux de NBIM. Les décisions d'investissement sont prises par les responsables d'investissement au sein de NBIM, ainsi que par des gestionnaires d'actifs externes à qui sont confiés des mandats d'investissement spécifiques (fin 2011, ces mandats concernaient seulement 4,4⁰% des actifs sous gestion du fonds souverain norvégien).

Norges Bank Investment Management, le gérant opérationnel du fonds souverain norvégien, compte 315 employés. Son siège est à Oslo mais il possède des bureaux à Londres, New York, Singapour et Shanghai.

Les mécanismes de contrôle et de supervision du fonds sont particulièrement élaborés, comme l'illustre le schéma ci-après.

Le Conseil de Surveillance comprend 15 membres nommés par le Parlement norvégien, qui peut être décrit comme le « propriétaire ultime » du fonds, par opposition au ministère des Finances qui en est le « propriétaire formel ».

FIGURE 12 : ORGANES DE CONTRÔLE DU FONDS SOUVERAIN NORVEGIEN



Source : NBIM, Rapport annuel 2011

Transparence

Le fonds norvégien est régulièrement cité en exemple pour sa transparence exemplaire. Dans l'esprit de la nation norvégienne, un très haut degré de transparence est nécessaire pour la compréhension par le peuple du fonctionnement du fonds ainsi que pour maintenir la confiance du public dans sa gestion. Le fonds publie des rapports annuels et trimestriels bien documentés. Il y communique de très nombreuses informations, en particulier ses performances financières, le montant exact de l'intégralité de ses participations, ses principes de gestion des risques, de gouvernance des participations, et d'organisation interne du fonds.

ABU DHABI

L'émirat d'Abu Dhabi est le plus riche et le plus important des sept émirats qui composent les Émirats Arabes Unis (EAU). Ses réserves de pétrole représentent près d'un dixième des réserves mondiales et alimentent plusieurs fonds souverains. Plus richement doté en hydrocarbures que ses voisins des Émirats Arabes Unis, Abu Dhabi s'est néanmoins attelé depuis une dizaine d'années à préparer l'après-pétrole : immobilier, tourisme et aussi industrie. Les fonds souverains de l'émirat ont été au cœur de la stratégie adoptée par l'émirat : ADIA (Abu Dhabi Investment Authority), le plus gros fonds souverain au monde, place une partie des recettes de l'État en actifs financiers à l'étranger. De manière complémentaire, Mubadala procède à des prises de participation ou de contrôle dans le but d'établir à Abu Dhabi de nouvelles filières industrielles.

Parallèlement à ces deux fonds, qui sont les plus visibles, toute une myriade d'autres acteurs, plus ou moins proches de l'État, procède à des achats d'actifs étrangers pour le compte de l'émirat.

ADIA, géré avec des objectifs purement financiers

TABLEAU 8 : PRINCIPALES PARTICIPATIONS DÉTENUES PAR ADIA (ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY)

	Pays	Part	Depuis	Secteur
Citigroup	US	4,9%	2007	Banque
Apollo Management	US	9%	2007	Private Equity

The 2011 Preqin Sovereign Wealth Fund Review.

L'Abu Dhabi Investment Authority ne publie que très peu d'informations, si bien qu'il est difficile d'estimer avec précision sa taille. Une estimation raisonnable semble être de 625 milliards de dollars (certains évoquent 800 milliards de dollars). Créé en 1976 pour remplacer le *Financial Investment Board*, ses revenus sont constitués par une partie des profits de la société pétrolière nationale ADNOC (Abu Dhabi National Oil Company) et par les excédents budgétaires de l'État. En contrepartie,

ADIA peut être amené à financer l'État si un déficit budgétaire devait être constaté. Il se revendique comme investissant indépendamment du gouvernement d'Abu Dhabi. Mais Hamed bin Zayed Al Nahyan, PDG d'ADIA, est le demi-frère de l'émir d'Abu Dhabi, et les postes de direction des institutions et entreprises aboudhabiennes sont très largement occupés par des membres de la famille régnante. Ceci laisse planer un doute sur la réalité de cette indépendance affichée.

Ayant pour objectif de préserver la prospérité future d'Abu Dhabi, ADIA se positionne comme :

- un investisseur de long terme : les seules performances publiées par ADIA sont les rendements annualisés du fonds à 20 et 30 ans ;
- un investisseur purement financier : ses investissements sont guidés par des critères purement financiers et non pas stratégiques ;
- un investisseur passif : il ne cherche pas à jouer de rôle actif dans les entreprises au capital desquelles il investit. Cela passe notamment par son refus de demander des postes au conseil d'administration.

En conséquence, ADIA délègue une large partie de la gestion de ses actifs à des *external managers*, banques et grands fonds d'investissement : près de 80% sont ainsi confiés à des gérants externes. Signe du caractère non hégémonique et non stratégique de leurs investissements, 60% d'ADIA est investi pour répliquer les performances d'un indice boursier.

Mubadala, un fonds de développement industriel

TABEAU 9 : PRINCIPALES PARTICIPATIONS DÉTENUES PAR MUBADALA

	Pays	Part	Depuis	Secteur
General Electric	États-Unis	0,5%	2008	Aviation, Energie
Carlyle	États-Unis	7,5%	2007	Fonds d'investissement
AMD	États-Unis	15,3%	2007	Semi-conducteurs

Source : www.mubadala.ae

Estimé à 48 milliards de dollars (USD) à fin 2011, le fonds Mubadala peut paraître bien modeste à côté de son compatriote ADIA. Il a été créé en 2002 avec mandat explicite de jouer un rôle moteur dans la diversification de l'économie d'Abu Dhabi, dans le but de préparer l'après-pétrole. Il assume donc ouvertement (fait rare parmi les fonds souverains) le double filtre qu'il applique à la sélection de ses investissements. Il prend en compte les impacts financiers et socio-économiques pour Abu Dhabi des investissements qu'il opère, en particulier en matière d'exportations, d'emploi ou de propriété intellectuelle. Il va jusqu'à se poser en véritable chef d'orchestre de la création et du développement de filières industrielles *ex nihilo*.

Cette stratégie est généralement mise en œuvre en trois temps : prise de participations dans des leaders industriels, puis création d'une *Joint Venture* ou mise en place d'un partenariat, et enfin développement local de la filière.

Dans le cas de la filière aéronautique, Abu Dhabi a pour ambition de construire un hub pour l'aviation mondiale, en développant une offre de maintenance de qualité et la fabrication de pièces pour les avionneurs comme Airbus ou Boeing. En 2006, dans une première phase de « *learning by investing* », Mubadala a ainsi acquis 35% du capital du constructeur italien Piaggio Aero. Il a également acquis cette même année 40% (participation aujourd'hui portée à 70%) de SR Technics, ancien service technique de Swissair, et qui aujourd'hui fournit des services techniques (ingénierie et maintenance) pour l'aéronautique. Dans un second temps, en 2008, Mubadala a conclu des partenariats avec les grands constructeurs mondiaux : une *Joint Venture* (de 8 milliards de dollars) avec General Electric (un des leaders de la fabrication des réacteurs d'avion), portant notamment sur la maintenance des moteurs GE a été signée. Toujours en 2008, un partenariat a été noué avec EADS²⁴, permettant à Strata, le fabricant de matériaux composites détenu par Mubadala, de fournir des pièces composites pour les A330 et A340, grâce à une toute nouvelle usine construite à cet effet dans

²⁴ EADS resserre ses liens avec Abu Dhabi, *Le Figaro*, 13 novembre 2009.

l'émirat. Depuis, Boeing, Finmeccanica et Honeywell ont conclu des accords avec Mubadala portant sur la fabrication de pièces, la maintenance ou la formation. L'accord avec Boeing prévoit également la création d'un centre de recherche et développement. L'objectif poursuivi est donc bien l'implantation sur le territoire de l'émirat de technologies de pointe et d'un savoir-faire industriel, qui permettront à long terme la reconversion de l'émirat.

L'industrie des semi-conducteurs est un autre exemple de secteur dans lequel Mubadala, *via* sa filiale à 100% Advanced Technology Investment Company (ATIC), a entrepris le développement d'une véritable filière aboudhabienne. Créée en 2008, ATIC a racheté en deux temps le fondeur Global Foundries : 66% en 2009 puis prise de contrôle totale en 2012. Derrière Global Foundries, se cache en réalité la branche production du géant américain des processeurs et des semi-conducteurs AMD. Parallèlement, ATIC a racheté en 2009 le fabricant singapourien Chartered Semiconductor Manufacturing pour le fusionner avec Global Foundries, créant ainsi un des leaders mondiaux du secteur. Et ces grandes manœuvres se sont évidemment accompagnées de retombées industrielles pour l'émirat. La construction d'une usine à Abu Dhabi est en projet : d'une valeur de 6 milliards de dollars, les premiers « wafers » devraient sortir de l'usine en 2015. Pour faciliter le développement de cette nouvelle filière, un master en microélectronique a été lancé à Abu Dhabi grâce à une coopération avec le MIT et un partenariat noué avec l'université de Dresde.

Ces exemples le montrent, Mubadala est véritablement un instrument de l'émirat d'Abu Dhabi pour son industrialisation. Le développement de la production locale ne se fait pas *ex nihilo* mais s'accompagne d'une phase préliminaire de prises de participation, voire d'acquisitions, de leaders mondiaux. Abu Dhabi ne veut pas se cantonner à la production mais cherche bien à établir sur son sol des centres de recherche dans des secteurs technologiques. Il faut donc s'interroger sur ces pratiques qui peuvent parfois s'apparenter à un échange de liquidités contre des transferts de technologie.

Outre l'aéronautique et la microélectronique, Mubadala est actif dans d'autres secteurs :

- Aluminium : en 2006, Mubadala a commencé par acquérir 8,3% d'une raffinerie d'aluminium en Guinée, aux côtés de BHP-Billiton. Puis en 2009, Mubadala a pris 50% d'Emirates Aluminium, la *Joint Venture* qu'il a formée avec Dubaï Aluminium en 2009. Cette co-entreprise a investi près de 5,7 milliards de dollars dans une fonderie aux Émirats Arabes Unis, qui bénéficiera notamment d'un accès peu cher à l'énergie.
- Santé : via Mubadala, Abu Dhabi a l'ambition de développer sur son territoire des infrastructures de soin de niveau mondial. Cela passe par des partenariats avec les plus grandes institutions et centres de recherche internationaux. Et ce, notamment dans les spécialités qui intéressent l'émirat, comme le diabète. En 2006, Mubadala a ainsi signé un accord avec l'Imperial College London Diabetes Centre comprenant le financement de programmes de recherche et l'ouverture d'un centre spécialisé dans le traitement du diabète à Abu Dhabi ; en 2010, c'est un centre d'imagerie moléculaire opéré par la John Hopkins School of Medicine de Baltimore (États-Unis). Enfin, un hôpital généraliste de 360 lits va être ouvert en 2012, en coopération avec Cleveland Clinic.
- Énergie et environnement : Mubadala a bâti des partenariats avec des grandes entreprises de services à l'environnement, notamment françaises, afin de développer son approvisionnement en eau et en électricité. Il a ainsi co-investi aux côtés de GDF Suez pour la construction à Barka (sultanat d'Oman) d'une usine de désalinisation et d'une centrale à cycle combiné gaz de 680 mégawatts, mises en service en 2009. Mubadala a également créé une co-entreprise avec Veolia Eau pour développer des unités de traitement de l'eau et sa distribution. Il a également mis sur pied la société Masdar, spécialisée dans les énergies renouvelables et les services à l'environnement. Masdar est en charge de la construction d'une ville nouvelle éponyme, qu'Abu Dhabi souhaite promouvoir

comme un modèle de ville durable. Enfin Masdar est le principal partenaire de la centrale électrique Shams, un des plus gros projets mondiaux de solaire à concentration. La première tranche Shams 1, d'une puissance de 100 MW, devrait être mise en service en 2012. Total et l'espagnol Abengoa accompagnent Masdar dans ce projet, avec une participation de 20% chacun.

Les grandes entreprises françaises ont largement réussi à intégrer ces marchés grâce à des partenariats projet par projet.

- Éducation : Mubadala est partenaire de la construction de l'Université des Émirats Arabes Unis, de l'Université Zayed mais également du campus aboudhabien de l'université parisienne La Sorbonne.

Il est intéressant de noter que Mubadala a le statut juridique d'une société. Fait rare parmi les fonds souverains, il fait appel en partie à l'endettement pour se financer (noté AA par les agences de notation).

IPIC et Aabar Investment, le pré carré des pétroliers

Fondé en 1984, l'International Petroleum Investment Company est moins connu que les fonds que nous venons de décrire, malgré sa taille : 65 milliards de dollars à fin 2011. Il s'agit d'une entreprise publique mais ses caractéristiques font qu'on la considère généralement comme un fonds souverain. C'est un autre bras armé de l'émirat pour son développement industriel, pendant de Mubadala mais dédié aux secteurs pétrolier et pétrochimique. L'objectif de l'émirat est de remonter la chaîne de valeur des produits pétroliers. IPIC affirme ne pas s'impliquer dans la gestion quotidienne des entreprises dans lesquelles il investit, en revanche il dit être attentif aux orientations stratégiques de ces sociétés et aux synergies potentielles pour l'émirat et notamment sa société nationale ADNOC (Abu Dhabi National Oil Company). C'est ainsi que trois membres du conseil d'administration d'IPIC, dont son président, Sheikh Mansour Bin Zayed Al Nahyan (également propriétaire du club de Manchester City) sont également membres du Petroleum Supreme Council, la plus haute autorité de l'émirat en charge des affaires pétrolières et qui fait aussi office de conseil d'administration d'ADNOC.

TABLEAU 10 : PRINCIPALES PARTICIPATIONS DÉTENUES PAR IPIC ET SA FILIALE
AABAR INVESTMENT

	Pays	Part	Depuis	Secteur
<i>IPIC</i>				
OMV	Autriche	25%	1994	Pétrole
CEPSA	Espagne	100%	1988	Raffinage Distribution
Nova Chemicals	Canada	100%	2007	Chimie
<i>Aabar</i>				
UniCredit	Italie	6,5%	2010	Banque
Daimler	Allemagne	9,1%	2009	Automobile
Glencore	Suisse	1,4%	2011	Matières premières
Virgin Galactic	GB	38%	2009	Tourisme spatial

Source : www.ipic.ae et www.aabar.com

Le portefeuille d'IPIC est très diversifié géographiquement (Canada, Espagne, Autriche, Japon, Pakistan, etc.) et couvre tous les secteurs de l'industrie pétrolière :

- Exploration Production : il a progressivement acquis depuis 1994 25% du pétrolier autrichien OMV. Son souhait de monter au-delà de ce pourcentage est pour l'instant suspendu à l'autorisation du ministère autrichien de l'Économie.
- Raffinage : dès 1988, IPIC a investi dans le groupe espagnol CEPSA. En 2011 il en prend totalement le contrôle en rachetant les 48,3% détenus par Total pour 3,7 milliards d'euros. Depuis 2007 il détient également 21% du raffineur japonais Cosmo Oil Company, alors que le Japon achète près de 40% des exportations pétrolières des EAU. Des partenariats sur la fourniture de brut sont prévus.
- Transport et distribution : en plus des réseaux de distribution de OMV et CEPSA, IPIC a développé sa présence dans le transport en acquérant 15% de l'Arab Petroleum Pipeline Company (opérateur entre autres du pipeline Suez Méditerranée qui relie les

- pays du Golfe à la Méditerranée) en 1995 et 30% de l'armateur pétrolier Gulf Energy Maritime en 2004.
- Pétrochimie : IPIC et ADNOC ont pour ambition de développer un important complexe pétrochimique à Ruwais : raffinage, polymères, engrais, etc. C'est dans ce but qu'IPIC est entré en 1998 au capital de la société autrichienne Borealis, n°2 européen de la production de polyéthylène et de polypropylène. Une première usine de polymères a vu le jour aux Emirats, à Borouge, en *Joint Venture* avec... ADNOC. Depuis Borealis est passé sous contrôle total d'IPIC et d'OMV.
 - Signe de l'opportunisme dont savent faire preuve les fonds du Golfe, IPIC a racheté le chimiste canadien Nova Chemicals, alors au bord de la faillite. Cela renforcera encore la position de l'émirat sur le marché des produits dérivés du pétrole.

IPIC détient également à 95% Aabar Investment, qui a en charge les investissements d'IPIC dans les secteurs autres que pétroliers. Il étudie également les synergies possibles entre l'émirat et les entreprises dans lesquelles il investit. Aabar détient ainsi depuis 2009 9,1% du constructeur allemand Daimler, avec lequel des partenariats dans le domaine des voitures électriques ont été évoqués. C'est dans ce cadre que Daimler et Aabar ont acquis ensemble 9,09% du constructeur américain de voitures électriques, Tesla Motors. Autre exemple dans le secteur des matières premières, avec l'investissement d'un milliard de dollars opéré en mai 2011 au capital de Glencore. Le Président d'Aabar n'a pas caché son intention d'étudier les opportunités de synergies entre les deux groupes : « Nous sommes confiants dans les partenariats que nous pourrions nouer entre Glencore et Abu Dhabi, étant donné la place de premier plan qu'occupe ce dernier dans la pétrochimie et les hydrocarbures, à la fois sur le territoire national et à travers le monde »²⁵. Des investissements, notamment dans l'agriculture, ont été évoqués. Aabar détient en outre des participations dans plusieurs grands groupes

²⁵ « We are excited about the potential opportunities between Abu Dhabi and Glencore given Abu Dhabi's leadership in petrochemicals and hydrocarbons domestically and around the world ».

internationaux : UniCredit, Virgin Galactic, Falcon Private Bank (ex banque privée de l'américain AIG).

Une myriade d'autres fonds

D'autres fonds plus ou moins « modestes » ont été créés au cours des dernières années.

L'ADIC, ou Abu Dhabi Investment Council a été créé en 2007. Il a également pour but de faire fructifier les surplus pétroliers dégagés par l'émirat, mais en se concentrant sur des investissements domestiques, au contraire d'ADIA tourné vers l'international. Ses principaux investissements sont concentrés dans les secteurs de la finance, de l'assurance et de l'hôtellerie. Seul investissement significatif à l'étranger : 90% du Chrysler Building, mythique gratte-ciel new-yorkais, acheté en 2008.

Enfin, l'Emirates Investment Authority est le fonds souverain officiel de l'État Fédéral des EAU. Créé en 2007, sa taille estimée est de 6 milliards de dollars, investis principalement dans le Golfe.

LA RUSSIE

Deuxième producteur mondial de pétrole et de gaz, la Russie a largement tiré profit de l'envolée du prix des hydrocarbures au cours de la dernière décennie. Les matières premières sont devenues le poumon d'une économie qui n'a jamais vraiment redécollé depuis la chute du communisme, et donc d'importants contributeurs au budget de l'État. C'est pourquoi le Fonds de Stabilisation de la Fédération de Russie a été créé en 2004, avec pour objectif de lisser les revenus pétroliers de l'État. Sa gestion a été confiée au ministère des Finances. Avec la chute de la natalité qui frappe la population russe, la nécessité de constituer un fonds pour anticiper le financement à terme du régime de retraite s'est faite sentir. Aussi, en 2008, le Fonds de Stabilisation a-t-il été scindé en deux fonds distincts, chacun dédié à des objectifs macro-économiques différents : le *Reserve Fund* (Fonds de Réserve) et le *National Welfare Fund* (Fonds Social National).

Le mécanisme d'allocation des revenus pétroliers entre les deux fonds est théoriquement le suivant : les taxes à la production et à l'exportation d'hydrocarbures servent d'abord à alimenter le budget de l'État (pour environ 4% du PIB), puis un montant maximum de 10% du PIB est attribué au *Reserve Fund*. Enfin le *National Welfare Fund* perçoit le surplus.

Le *Reserve Fund* a pour but d'assurer l'État contre une chute brutale des cours : c'est la fonction de stabilisation, qui permet de lisser les recettes budgétaires de l'État. Les investissements de ce fonds sont circonscrits aux obligations souveraines à faible risque - faible rendement pour garantir sa liquidité. Doté initialement de 125 milliards de dollars, sa taille est aujourd'hui bien inférieure, proche de 60 milliards. Il faut dire qu'après un pic à 137 milliards de dollars en mars 2009, Vladimir Poutine a largement pioché dans le *Reserve Fund* en 2009 et 2010 pour équilibrer un budget national mis à mal par la crise²⁶.

Le *National Welfare Fund* a au contraire largement crû au cours des dernières années. Pourvu initialement de 32 milliards de dollars, son actif représente aujourd'hui près de 85 milliards. Il répond à un objectif de

²⁶ Here today, gone by 2010 – Russia reserve fund is emptying fast, *The Economist*, 24 juillet 2009

long terme. Il s'agit, entre autres, de garantir le financement du système de retraite. À l'opposé du *Reserve Fund* il a le droit d'investir dans un champ plus large d'actifs financiers, actions et obligations étrangères notamment. Pour l'instant, ses fonds semblent surtout avoir été investis dans des obligations souveraines ou directement pour renforcer le système bancaire russe.

L'opacité des fonds russes a longtemps été dénoncée par les gouvernements occidentaux. Même si des efforts ont été faits avec la communication des montants des fonds et de leurs critères d'investissement par le ministère des Finances, tous ont gardé en tête l'imbroglio provoqué par l'investissement de la banque russe VTB, qui en 2006 avait fait une entrée surprise au sein du capital de EADS (5%)²⁷. Réfutant tout caractère stratégique à cet investissement, VTB a depuis revendu sa participation.

Enfin, il est intéressant de mentionner l'initiative mise en place par le gouvernement russe pour attirer les investissements des fonds souverains étrangers sur son territoire. Sur initiative du gouvernement, la banque de développement Vnesheconombank (VEB) a créé en 2011 une filiale, le Russian Direct Investment Fund (RDIF), qui vise un rôle de catalyseur pour les investissements étrangers. Doté de 10 milliards de dollars de fonds publics, il propose des projets aux investisseurs internationaux et peut co-investir avec eux. C'est ainsi qu'au premier semestre 2012, deux accords ont été signés respectivement avec le CIC et KIA. CIC et RDIF vont contribuer chacun à hauteur de 1 milliard de dollars à un nouveau fonds sino-russe de 4 milliards de dollars, qui investira en Russie, dans des projets notamment tournés vers le commerce avec la Chine. Le fonds KIA et RDIF ont eux mis en place un dispositif de co-investissement automatique : KIA investira en cumulé 500 millions de dollars aux côtés du RDIF lors des prochains investissements de ce dernier. Cette initiative témoigne de la possibilité pour un fonds public de jouer le rôle de catalyseur des investissements souverains, dans une économie en forte croissance.

²⁷ EADS : la banque russe VTB pourrait sortir du capital, Les Echos, 1^{er} août 2007.

CHINE : LE FONDS CHINA INVESTMENT CORPORATION

Fonctionnement

Contexte et objectifs

Dans le but de mieux tirer profit de ses gigantesques réserves de change (3 200 milliards de dollars fin 2011) principalement placées en obligations souveraines, la Chine a créé en septembre 2007 son fonds souverain, la China Investment Corporation (CIC), avec une dotation initiale de 200 milliards de dollars. Hormis ses participations dans le secteur financier domestique *via* sa filiale Central Hujin, le CIC n'investit qu'à l'étranger. Fin 2011, le total des actifs du fonds était de 482 milliards de dollars, dont une large part est relative à Central Hujin.

Officiellement le CIC est destiné à ne réaliser que des investissements motivés par des intérêts financiers. Ses statuts stipulent que son objectif est de « réaliser des investissements de long terme qui maximisent le profit financier avec une prise de risque contrôlée ». Le fonds CIC affirme qu'il ne cherche pas à prendre le contrôle des sociétés dans lesquelles il investit et prend généralement des participations inférieures à 10%. Il n'exerce pas toujours ses droits de vote. On constate que parfois, si le montant de sa participation le lui permet, le fonds s'implique dans les instances de gouvernance en désignant un représentant au conseil d'administration.

Structure

En septembre 2011, CIC a mis en place une entité séparée, CIC International, qui regroupe l'ensemble des investissements internationaux de CIC. La branche internationale de CIC a fait l'objet d'une injection de capital complémentaire de 30 milliards de dollars par la SAFE (*State Administration of Foreign Exchange*, qui gère les réserves de change) en décembre 2011. CIC International dispose d'un bureau de représentation pour l'Amérique du Nord à Toronto (Canada), et d'une filiale à Hong Kong.

Central Hujin, filiale du fonds CIC, est un holding de grandes banques publiques chinoises. Ses principales participations sont China

Development Bank (47,6% du capital), Industrial and Commercial Bank of China (35,4%), Agricultural Bank of China (40,1%), Bank of China (67,6%) et China Construction Bank (57,1%).

CIC International et Central Hujin fonctionnent comment deux entités distinctes dont les activités sont gérées séparément. Chacun d'eux a des instances de gouvernance (conseil d'administration, conseil de surveillance) qui lui sont propres.

Gouvernance et transparence

Le fonds CIC est une société détenue par l'État chinois. Un conseil d'administration supervise les activités et la performance du fonds, et se prononce sur les stratégies d'investissement en fonction des orientations définies par l'État. Au jour le jour, le fonds est dirigé par un comité exécutif, dont les membres sont désignés par le conseil d'administration, et qui prend les décisions opérationnelles d'investissement. Enfin, un conseil de surveillance, rattaché directement à l'État, est responsable du contrôle du comportement éthique des administrateurs et des cadres dirigeants ; il dirige par ailleurs le département d'audit interne du fonds. Il est intéressant d'observer que le fonds dispose d'un Comité de conseil international qui comprend 15 experts issus de tous les continents.

Il existe une grande proximité entre les pouvoirs publics chinois et les dirigeants du fonds. Le conseil d'administration du CIC agit en fonction d'objectifs fixés par le Conseil des affaires de l'État chinois, organe exécutif central de ce dernier. Les lourdes pertes dues aux investissements dans les institutions financières occidentales lors de la crise financière, ont fait l'objet de critiques de la part des autorités politiques chinoises, qui ont depuis lors renforcé leur contrôle sur les choix d'investissements.

CIC tire parti d'un subtil mélange des cultures : ses dirigeants regroupent des hauts fonctionnaires et hommes politiques du régime, ainsi que des professionnels chevronnés de l'investissement. Le CIC s'est attaché à recruter de jeunes Chinois passés par les plus grandes universités américaines et qui ont fait leurs armes dans des banques anglo-saxonnes. Le *Chairman* et *Chief Executive Officer* de CIC est Lou Jiwei, homme

politique et ancien haut fonctionnaire du ministère des Finances. Le Président du comité exécutif Gao Xiqing, diplômé en droit de l'université de Duke et passé par Wall Street, est aux manettes pour la gestion opérationnelle du fonds. L'équipe d'investissement de CIC comptait 405 personnes en juin 2012, et un effectif total de 542 personnes en y incluant Central Hujin. Les équipes d'investissement sont en forte croissance puisque 80 nouvelles embauches ont été réalisées en 2011, dont plus de la moitié avait travaillé ou fait ses études à l'étranger.

En termes de transparence, le CIC n'est pas le meilleur élève, mais il fait mieux que ses homologues du Moyen-Orient. Les informations fournies dans son rapport annuel donnent une version officielle de la stratégie d'investissement qui semble quelque peu éloignée de la réalité. Il est également difficile de connaître les participations actuelles du fonds, ainsi que l'influence du gouvernement chinois dans les prises de décision.

Le CIC soigne son image à l'international. Il préside le *International Forum of Sovereign Wealth Funds*, groupe de travail international regroupant une vingtaine de fonds souverains. Il a activement participé à l'élaboration des principes de Santiago, même s'il estime que ces derniers n'ont pas de sens économique, sentiment publiquement exprimé par les dirigeants de ce fonds.

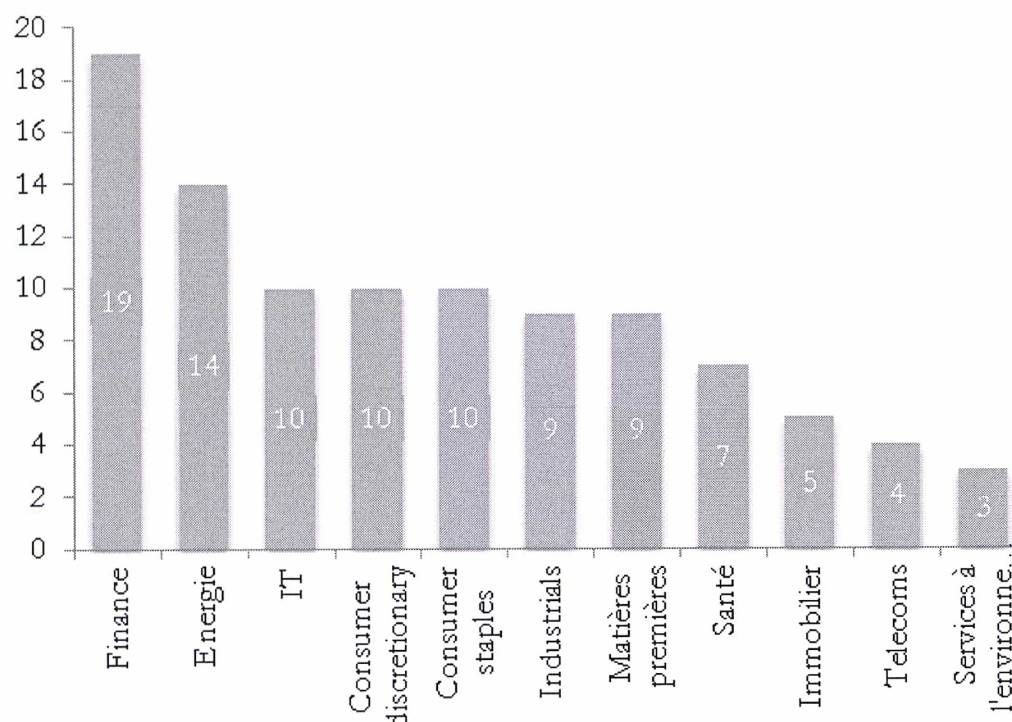
Investissements

Le portefeuille du CIC est principalement composé d'« investissements de long terme » (31%), d'actions cotées diversifiées (25%), de titres de dette (21%) et d'investissements alternatifs (12%). La répartition géographique des investissements en actions est la suivante : 44% en Amérique du Nord, 30% en Asie Pacifique, 21% en Europe, 5% en Amérique Latine et 1% en Afrique. Le directeur général adjoint de CIC Wang Jianxi a déclaré en mars 2012 que dans les cinq à dix ans à venir l'objectif de la CIC est « principalement de cibler les marchés émergents ».

L'horizon d'investissement du fonds a été étendu à 10 ans en janvier 2011.

Le graphique suivant donne la répartition des investissements du fonds CIC selon le type de secteur. Les deux secteurs les plus recherchés sont par ordre d'intérêt décroissant la finance et l'énergie.

FIGURE 13 : REPARTITION DU PORTEFEUILLE DE CIC
PAR SECTEUR D'ACTIVITÉ (EN %) EN 2011



CIC a pris d'importantes participations dans des institutions financières en 2007-2008. Il a ainsi acquis 9,9% de la firme américaine de *private equity* Blackstone pour 3,3 milliards de dollars, et a injecté 5 milliards de dollars dans Morgan Stanley *via* des obligations convertibles lui donnant accès à 9,9% du capital à terme. Le fonds a ensuite mis en œuvre une stratégie de réduction de son exposition aux institutions financières, en se focalisant principalement sur l'énergie et les ressources naturelles. Le fonds souhaite se renforcer dans les actifs réels, en particulier l'immobilier et les infrastructures.

Fin 2011, 57% des avoirs du fonds étaient confiés à des gestionnaires d'actifs externes. Le fonds retient par ailleurs des conseils externes

(banques d'affaires, conseils juridiques) pour l'assister ponctuellement dans la réalisation d'opérations d'investissement.

TABLEAU 11 : PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS RECENTS REALISES PAR CIC

	Pays	Part	Depuis	Secteur
Eutelsat	France	7%	2012	Satellites
Thames Water	G.-B.	8,7%	2012	Utilities
Sunshine Oilsands	Canada	7,4%	2012	Energie
Polyus Gold	Russie	5%	2012	Or
GDF Suez E&P	France	30%	2011	Energie
Atlantic LNG Company	Trinité Tobago	10%	2011	Energie
Shanduka Group	Afrique du Sud	25,8%	2011	Mines
BTG Factual	Brésil	3,1%	2010	Finance
AES	Etats-Unis	15%	2010	Energie
Penn West	Canada	5%	2010	Energie
Chesapeake Energy	États-Unis	N/A	2010	Energie

Source : CIC - Rapport annuel 2011

Le retour annualisé moyen depuis la création du fonds est de +3,8%. En 2011, le fonds a réalisé une performance annuelle négative de -4,3%, sous l'effet en particulier de la chute des marchés de matières premières. En 2008, 2009 et 2010 les retours annuels ont été respectivement de : -2,1%, +11,7% et +11,7%.

Stratégie du fonds souverain

Réaliser des investissements « utiles »

Pour alimenter une économie en forte expansion, la Chine importe massivement du pétrole et des matières premières. En procédant *via* son fonds souverain à de nombreux investissements dans ce domaine, elle cherche à mieux connaître ces marchés, à y exercer une influence et à récupérer une partie de l'argent qu'elle y consacre (en investissant dans des entreprises qui bénéficient de la forte demande chinoise pour leurs produits). Les investissements du fonds souverain s'inscrivent dans une

stratégie plus globale, principalement menée par les entreprises publiques, visant à sécuriser l'accès aux ressources énergétiques, aux métaux et aux matières premières agricoles, dont la Chine a besoin pour son développement. Il n'est pas exclu qu'à terme des participations du CIC puissent être transférées à des entreprises publiques.

De manière générale, le fonds CIC privilégie les investissements qui sont porteurs de synergies avec le territoire chinois. Ses dirigeants sont à la recherche d'investissements « utiles », permettant à la Chine de rattraper son retard *via* des retombées technologiques ou industrielles. Le fonds CIC co-investit également dans des *Joint Ventures* à l'étranger, avec les entreprises dans lesquelles il a pris une participation.

Le fonds souverain joue par ailleurs un rôle complémentaire sur le plan institutionnel en « ouvrant des portes » en Chine aux entreprises dans lesquelles il a investi (accès au financement bancaire, investissements locaux facilités, mise en relation avec des clients, etc.).

La Chine avance ses pions dans l'énergie et les matières premières...

La Chine est le premier consommateur d'énergie au monde et ses besoins devraient poursuivre leur progression, en raison de l'urbanisation et du développement des classes moyennes.

La prise de participation (30%) dans GDF Suez Exploration & Production *via* une augmentation de capital, sur laquelle nous reviendrons par la suite, s'est accompagnée du rachat de 10% que GDF Suez détenait dans le train 1 de l'usine de liquéfaction de gaz Atlantic LNG, à Trinité-et-Tobago.

CIC a pris 5% du capital du pétrolier canadien Penn West, et a mis en place un partenariat dans le domaine des sables bitumineux en Alberta, en prenant 45% d'une *Joint Venture* sur l'un des permis d'exploitation. En novembre 2009, 1,6 milliards de dollars ont été investis par CIC dans l'électricien américain AES Corp (15% du capital). Suite à cette opération, CIC a par exemple co-investi avec AES dans une centrale thermoélectrique au Vietnam. Soucieux de diversifier ses thématiques d'investissement, il a également investi dans KazMunai Gas (11%), l'entreprise publique kazakhe en charge de l'exploitation du pétrole et du

gaz. En août 2012, CIC a investi, aux côtés du fonds singapourien GIC dans un projet d'usine d'exportation de gaz naturel liquéfié aux États-Unis.

Dans le secteur des matières premières, son investissement de 850 millions de dollars dans le fournisseur de commodités singapourien Noble Group (15% du capital) lui permet d'accéder entre autres à un portefeuille de mines de fer, de matières premières agricoles et de ports mais également à une plate-forme de trading de matières premières. CIC a investi 1,9 milliards de dollars dans le plus important producteur de charbon indonésien, PT Bumi Resources. CIC détient une participation dans l'entreprise canadienne SouthGobi Energy Resources, qui se consacre à la prospection et l'exploitation du charbon, avec une grande partie de ses activités dans le désert de Gobi, au sud de la Mongolie.

L'investissement dans Teck Resources

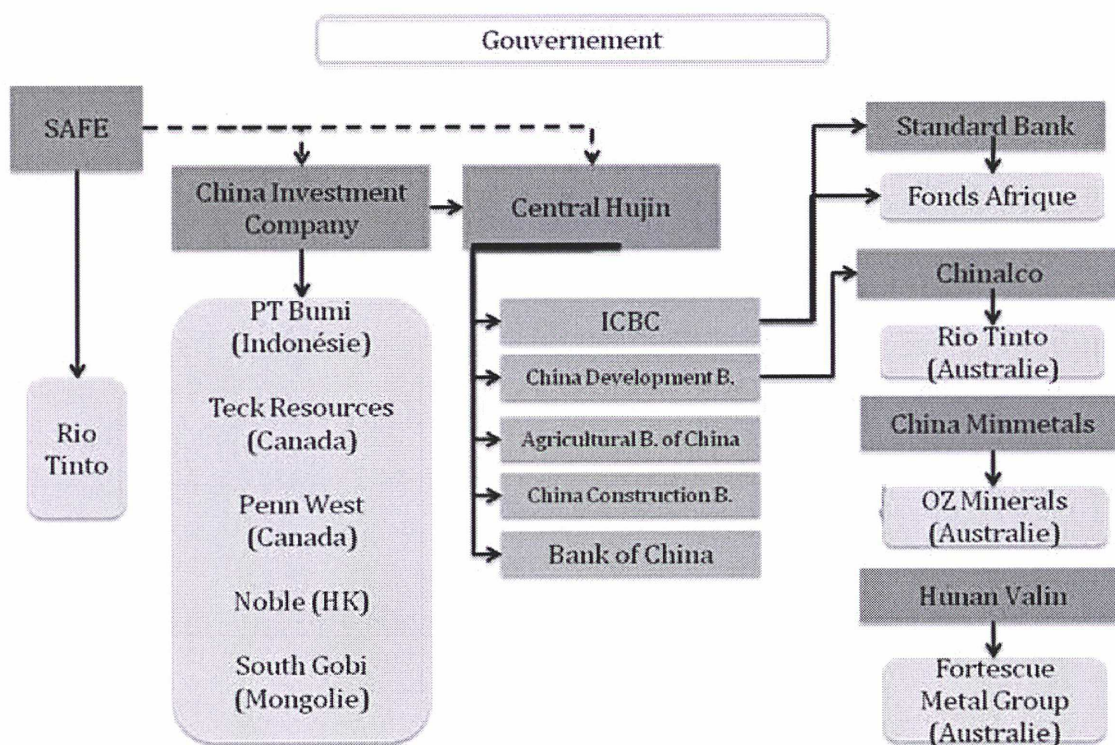
Le cas de Teck Resources, un groupe d'extraction minière canadien spécialisé dans la production de zinc, de cuivre et de charbon métallurgique, illustre bien la stratégie à l'œuvre dans les investissements du CIC. En juillet 2008, Teck a réalisé l'acquisition d'un producteur de charbon, financée par un prêt relai de 9,8 milliards de dollars. Peu après, la chute des prix des matières premières et la détérioration du marché du crédit, suite à l'éclatement de la crise financière, ont rendu le refinancement de la dette de Teck quasi impossible. CIC a profité de cette opportunité pour investir dans un actif déprécié, mais fondamentalement sain et a ainsi injecté, *via* un placement privé, 1,5 milliards de dollars dans Teck Resources en juillet 2009, lui donnant accès à environ 17% du capital (et 7% des droits de vote). L'action de Teck a ensuite bondi de 68% en 2010. Par ailleurs, on peut qualifier l'investissement de « stratégique » au sens où il répond aux besoins de la Chine : le fonds souverain assurera à l'entreprise des débouchés commerciaux et l'accompagnera dans son développement. L'arrivée de CIC à son capital a été saluée par le management de Teck, ce lien capitalistique lui ouvrant le marché du « plus grand consommateur au monde de ses produits ». L'entreprise souhaite devenir une des premières sociétés étrangères à être cotée à la bourse de Shanghai. Elle bénéficie d'un accès privilégié aux financements des banques chinoises. Le fonds envisage de co-investir avec Teck dans des mines à l'étranger.

Le fonds souverain CIC, un pion parmi d'autres

Aux côtés du CIC, la *State Administration of Foreign Exchange* (SAFE) ainsi que les grandes entreprises publiques chinoises (Chinalco, Sinopec, CNOOC, etc.) sont également des véhicules d'investissement publics à l'étranger. Cette galaxie d'investisseurs publics, largement intriqués mais tous dans les mains du pouvoir chinois, est la matérialisation de ce nouveau capitalisme d'Etat. Possédant des compétences industrielles, les entreprises publiques (*State Owned Enterprises*) peuvent plus facilement prétendre à une stratégie de contrôle de leurs participations.

Le schéma ci-après illustre les multiples visages de la souveraineté financière chinoise, dans le cas des investissements dans les matières premières :

FIGURE 14 : LA NEBULEUSE FINANCIÈRE CHINOISE



Il existe ainsi différentes modalités d'acquérir une participation dans une entreprise. Tout comme le CIC, il arrive que la SAFE prenne des participations directes dans des entreprises, par exemple dans Rio Tinto, Total ou BP. La banque ICBC, détenue partiellement par Central Huijin, a une participation de 20% dans Standard Bank, la plus grande banque

sud-africaine. ICBC et Standard Bank ont créé un fonds commun de *private equity* pour investir dans les matières premières en Afrique. Les entreprises publiques (Chinalco, China Minmetals, Hunan Valin) réalisent enfin des investissements directs dans des entreprises du secteur (Rio Tinto, OZ Minerals, Fortescue Metal Group).

SINGAPOUR : TEMASEK ET GIC

Cité-État située à l'extrême Sud de la Malaisie, Singapour a rapidement su se développer, après son indépendance en 1965, pour devenir un des pays les plus prospères de la planète. Pendant les années 1980, il a fait partie des 4 « dragons asiatiques » qui, grâce à leur forte croissance, ont rejoint le cercle des pays développés et industrialisés. En dépit d'un manque de ressources naturelles et d'un territoire exigü, mais bénéficiant d'une situation maritime exceptionnelle, Singapour est aujourd'hui devenu le deuxième port au monde. Les revenus tirés de l'essor économique lui ont permis de se situer parmi les pays les plus avancés sur le plan technologique, médical et de l'urbanisme.

Ils ont également permis la création de deux fonds souverains : Temasek en 1974 et Government of Singapore Investment Corporation (GIC) en 1981. Avec des actifs sous gestion estimés respectivement à 157 milliards de dollars (193 milliards de dollars officiellement reportés à fin 2011) et 257 milliards de dollars, ils se situent parmi les plus importants fonds souverains de la planète. Le premier est propriété du ministère des Finances, pour le compte duquel il administre les participations qu'il détient dans des entreprises nationales ou étrangères. Le second est rattaché à la *Monetary Authority of Singapore* et a pour vocation de gérer ce que nous avons précédemment appelé « les réserves de change excédentaires », soit la part des réserves de change peu liquides, placée sur le long terme.

Le fonds Temasek Holding

TABLEAU 12 : PRINCIPALES PARTICIPATIONS PUBLIQUES DÉTENUES PAR TEMASEK

	Pays	Part	Depuis	Secteur
Bank of China	Chine	1% ²⁸	2005	Banque
China Construction Bank	Chine	7% ²⁹	2005	Banque
Chesapeake	États-Unis	2%	2010	Gaz
Airtel	Inde	5%	2007	Télécommunications
Standard Chartered	G-B	18%	2006	Banque

Source : www.temasekreview.com.sg/portfolio

Un fonds souverain qui n'est pas alimenté par des rentes

Ce fonds ne se considère pas comme un fonds souverain³⁰. Il a été qualifié de tel par le FMI, alors qu'il n'est pas alimenté par une quelconque rente liée à des excédents commerciaux ou à des matières premières. Dès sa création, ce fonds a investi en actions, celles-ci générant des dividendes que le fonds réinvestit.

Disposant du statut juridique d'une société, il n'est pas alimenté par l'État singapourien. Il vit donc de ses dividendes mais également de produits issus d'opérations de désinvestissement, d'emprunts bancaires, d'émissions obligataires et d'injection au capital par son propriétaire, le ministère des Finances.

Gouvernance : une indépendance affichée

La Constitution singapourienne consacre l'indépendance du fonds vis-à-vis du gouvernement, ainsi que l'objectif strictement financier assigné au fonds. Les décisions d'investissement ou de désinvestissement s'effectuent donc en toute indépendance. Le conseil d'administration de Temasek est composé de 9 membres, certes nommés par le ministère des

²⁸ *Temasek Reduces Stake in 2 Chinese Banks*, The New York Times, 3 mai 2012.

²⁹ *Ibid.*

³⁰ *Les fonds souverains*, Jean-Michel Rocchi, Michel Ruimy, 2011.

Finances, mais 7 d'entre eux ont la qualité d'administrateurs indépendants puisqu'ils proviennent du secteur privé.

Il est intéressant de noter que la Constitution oblige Temasek à rendre des comptes au Président de Singapour quant à la gestion des « réserves passées ». Ces « réserves passées » sont définies comme étant les profits accumulés avant l'entrée en fonction du gouvernement en exercice.

L'indépendance affichée par le fonds souverain est malheureusement mise à mal par la réalité des faits. La directrice de Temasek, Ho Ching, est ainsi l'épouse du Premier Ministre de Singapour, Lee Hsien Loong. Ce dernier est également, comme nous le verrons par la suite, Président du conseil d'administration de GIC.

Temasek ne souhaite pas obtenir de siège au conseil d'administration des sociétés dans lesquelles il effectue ses investissements mais il exerce ses droits d'actionnaire de manière active. 400 personnes travaillent pour ce fonds dont 35% d'étrangers issus d'une vingtaine de pays différents.

Il est à noter que Temasek a fait l'objet de pertes de l'ordre de plusieurs milliards de dollars lors de la crise des *subprimes*, notamment lorsqu'il s'est séparé de sa participation dans Barclays, réalisant une moins-value estimée à 800 millions d'euros.

Temasek, « bon élève » en termes de transparence

Temasek figure régulièrement en tête du classement des fonds selon leur transparence. Il atteint ainsi la note maximale de 10 selon le Linaburg-Maduell Index. Un rapport des activités du fonds, comprenant notamment un compte de résultat, est publié chaque année. Cette grande transparence est liée au fait que Temasek émette de la dette sur les marchés pour se financer : les exigences en termes de transparence sont en effet nombreuses pour pouvoir accéder au marché obligataire. Temasek est noté AAA par les agences Moody's et S&P (soit mieux que l'État français).

Stratégie d'investissement

Temasek publie le rendement annualisé sur 10 ans de son portefeuille pour rendre compte de sa performance. Le choix de cet indicateur

traduit bien l'horizon d'investissement qu'il privilégie. Au 31 mars 2012, le rendement annualisé sur 10 ans était de 18% pour les investissements effectués après 2002, et de 11% pour ceux antérieurs³¹.

Principalement centré sur le développement de Singapour pendant ses premières années d'existence, Temasek concentre encore aujourd'hui 33% de son portefeuille sur le territoire national. Il est à noter que les investissements en Asie (en incluant Singapour) représentent plus généralement 72% des transactions.

Il détient des participations dans les entreprises singapouriennes suivantes :

- PSA International, groupe portuaire de Singapour (100%) ;
- Singapore Technology (100%) ;
- Singapore Telecommunications (54%) ;
- Singapore Mass Rapid Transit (54%) ;
- Singapore Airlines (56%).

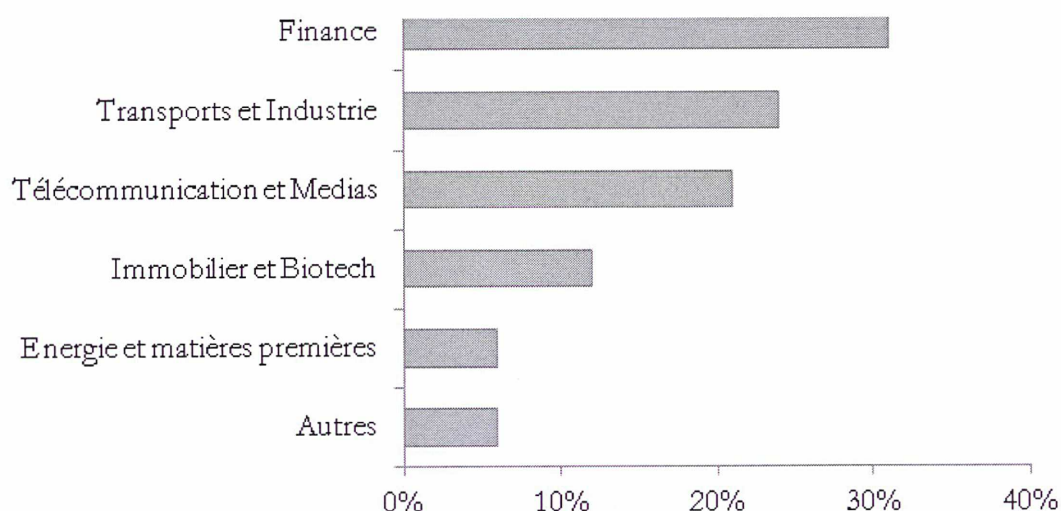
À l'étranger Temasek détient également des participations des sociétés de premier plan :

- Bank of China (2%) ;
- China Construction Bank (8%) ;
- Standard Chartered, banque britannique (18%) ;
- Chesapeake, producteur américain de gaz naturel (2%) ;
- Airtel, premier opérateur indien de téléphonie mobile (5%)
- Industrial and Commercial Bank of China (ICBC), première banque mondiale en terme de capitalisation (1,3%).

Plus généralement, les trois secteurs privilégiés par Temasek sont par ordre d'intérêt décroissant : la finance, l'industrie et le transport, et les télécommunications.

³¹ Rapport annuel 2012.

FIGURE 15 : REPARTITION DU PORTEFEUILLE DE TEMASEK PAR SECTEUR D'ACTIVITÉ AU 31 MARS 2012



Source : rapport annuel 2012

Quelques exemples d'investissements du fonds Temasek

L'intérêt de Temasek pour le secteur de l'énergie est très marqué : en 2012 près de 6% de son portefeuille est investi dans l'énergie et les matières premières. À titre d'exemple Temasek a investi en 2011 400 millions de dollars dans la société brésilienne Oderbrecht, producteur de gaz et de biocarburants. Ce type d'investissement permet à Singapour de sécuriser l'accès à l'énergie et aux matières premières pour un pays qui n'en dispose pas. Pour Oderbrecht, la présence de Temasek au capital permet de renforcer sa situation financière et d'accéder à de nouveaux marchés.

En 2011 également, Temasek a investi près de 500 millions de dollars dans la société américaine Chesapeake Energy Corp, second producteur de gaz naturel aux États-Unis.

En conclusion, Temasek est aujourd'hui un des fonds les plus professionnels et les plus transparents. Il constitue un modèle sur lequel de nombreux autres fonds souverains, encore jeunes, vont (ou devraient) s'aligner.

Le fonds Government of Singapore Investment Corporation

TABLEAU 13 : PRINCIPALES PARTICIPATIONS PUBLIQUES DÉTENUES PAR GIC

	Pays	Part	Depuis	Secteur
UBS	Suisse	6,4%	2010	Banque
Citigroup	États-Unis	3,8%	2008	Banque
AEI Energy	-	11%	2008	Energie

Source : sites internet des sociétés

Un fonds défensif

Ce fonds, d'une taille estimée à 250 milliards de dollars, est alimenté par les excédents budgétaires et les réserves de change. GIC les fait fructifier, réinvestissant 50% des bénéfices, l'autre moitié étant versée au gouvernement sous forme de dividendes. L'objectif poursuivi est double : valoriser ces actifs sur le long terme mais aussi et surtout fournir à Singapour les moyens de se défendre en cas de crise économique ou monétaire mais aussi de guerre. C'est pourquoi le fonds GIC se situe à l'opposé de la transparence revendiquée par Temasek. L'indice de transparence de Linaburg-Maduell ne lui attribue qu'une note de 6. Le gouvernement singapourien considère en effet qu'il ne doit pas révéler le montant exact des devises qu'il détient indirectement, afin de ne pas s'exposer à une attaque spéculative. GIC est donc considéré comme une arme économique dont la force de frappe doit rester secrète pour être vraiment dissuasive.

Signe de sa proximité avec le pouvoir, en dépit une fois encore de l'indépendance théorique, le président de son conseil d'administration est l'actuel Premier ministre, Lee Hsien Loong.

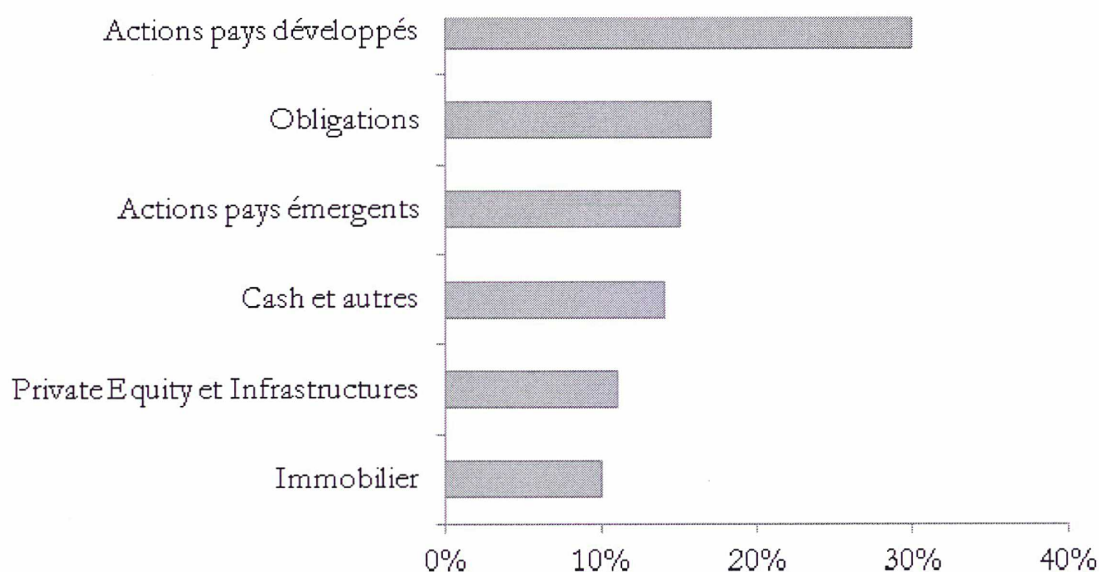
Quelle politique d'investissement ?

À l'instar de Temasek, GIC mesure sa performance sur le long terme en publiant un rendement réel annualisé sur 20 ans. Au 31 mars 2012, il était de 3,9%³².

³² Rapport Annuel 2012.

Les actifs sont massivement gérés en interne ; la part des actifs confiés à des gestionnaires externes reste cantonnée en deçà de 20%. Cela explique que plus de 1200 personnes travaillent pour GIC (dont 55% d'étrangers provenant d'une trentaine de pays différents). Le portefeuille est largement diversifié puisqu'il couvre toutes les principales classes d'actifs.

FIGURE 16 : REPARTITION DU PORTEFEUILLE DE GIC PAR CLASSE D'ACTIFS
AU 31 MARS 2012



Source : rapport annuel 2012

Ce fonds, gérant un portefeuille investi dans une quarantaine de pays, est organisé en 3 entités :

- GIC Real Estate, en charge des investissements immobiliers (plus de 200 investissements dans l'immobilier de prestige). GIC fait partie des 10 fonds d'immobilier les plus importants par leur taille ;
- GIC Special Investment, en charge du capital investissement ainsi que des investissements dans le secteur des infrastructures ;
- GIC Asset Management, en charge des autres investissements (notamment actions et obligations) et du contrôle des gérants externes.

En s'intéressant à la représentation des différents continents dans le portefeuille de GIC, on note une internationalisation bien plus importante que dans celui de Temasek. GIC s'attache en effet à disposer d'un panel d'actifs reflétant le poids relatif des différents partenaires commerciaux de Singapour. Au 31 mars 2012, GIC possédait 42% de ses avoirs en Amérique, 26% en Europe, 29% en Asie et 2% en Océanie.

Chapitre 4

Les enjeux

DES INVESTISSEURS DE LONG TERME

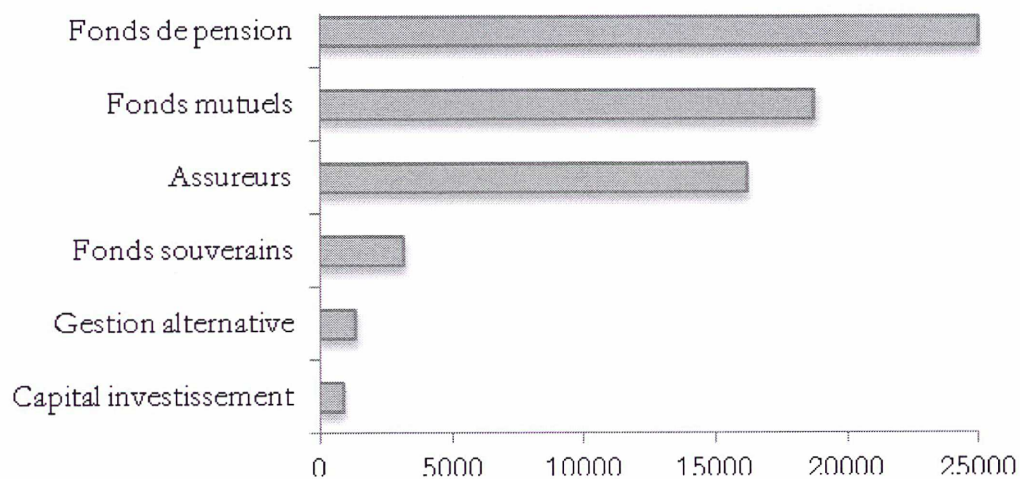
Leur montée en puissance

La place des fonds souverains dans l'univers des investisseurs à l'échelle mondiale

En dépit de leur taille, les fonds souverains demeurent des acteurs de taille moyenne parmi les grandes catégories d'investisseurs. Leurs avoirs représentent une masse totale de l'ordre de 5 000 milliards de dollars. À titre de comparaison, la richesse des fonds souverains est toute relative face à celle des fonds de pension, des fonds mutuels, et des compagnies d'assurance, qui représentaient respectivement 25 000, 18 800 et 16 200 milliards de dollars en 2008.

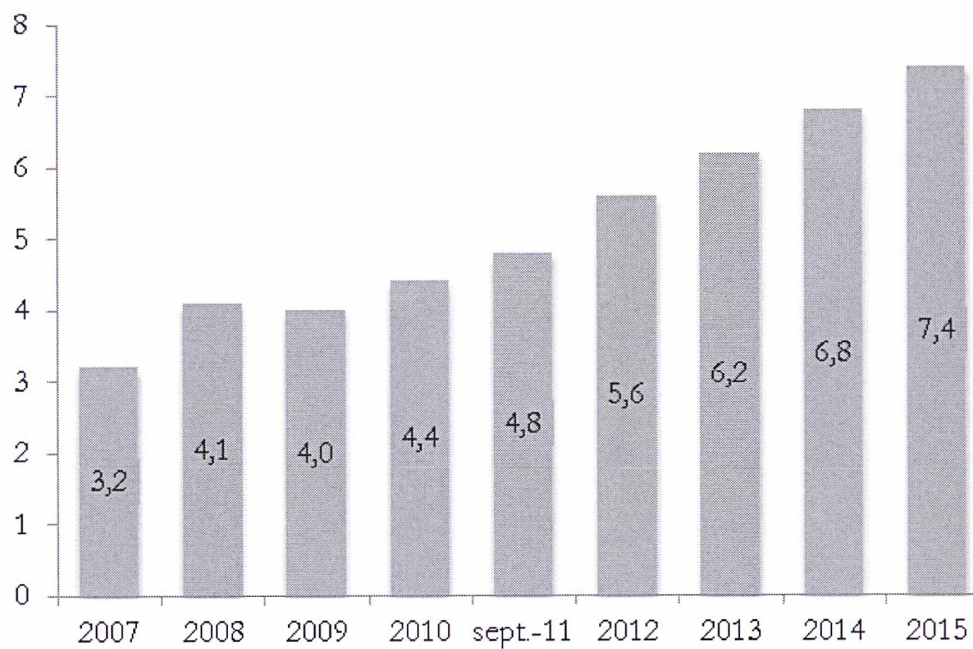
En revanche, la vision dynamique, qui consiste à observer l'évolution dans le temps des avoirs des différents investisseurs, et donc à raisonner en flux plutôt qu'en stock, donne très clairement l'avantage aux fonds souverains. Ces derniers sont en forte croissance (avec un flux entrant annuel qui représente environ 10 à 15% de leur stock d'actifs), soutenue par les prix élevés des matières premières et des déséquilibres mondiaux persistants. Le graphique ci-après montre la croissance prévisionnelle de la taille des fonds souverains dans les prochaines années.

FIGURE 17 : ACTIFS SOUS GESTION (EN MILLIARDS DE DOLLARS) DETENUS PAR LES PRINCIPALES CLASSES D'INVESTISSEURS EN 2008



Source : *Economics of Sovereign Wealth Funds*, FMI, 2011

FIGURE 18 : ACTIFS (EN TRILLIONS DE DOLLARS) DETENUS PAR LES FONDS SOUVERAINS SUR LA PERIODE 2007 – 2015



Source : *Sovereign Wealth Fund Institute*

La situation de la France

La France manque de manière critique d'investisseurs de long terme. Elle est caractérisée par une faiblesse de l'épargne en actions (l'épargne des ménages est principalement investie dans l'immobilier et en bons du Trésor). Les actifs non financiers sont très majoritaires dans l'épargne des ménages français : leur part était en 2004 de 73%, contre 65% en Allemagne et au Royaume-Uni, ou 46% aux États-Unis³³. En raison de la prépondérance des régimes de retraite par répartition, les fonds de pension y sont peu développés, ce qui au niveau de l'économie française toute entière représente un handicap pour le recyclage de l'épargne dans le financement des entreprises.

Un impact positif

Les fonds souverains se distinguent des investisseurs plus conventionnels tels que les fonds de pension ou les compagnies d'assurance. Ces derniers sont régulés et ont des obligations contractuelles vis-à-vis de leurs investisseurs qui les obligent à investir dans des actifs liquides et à parfois devoir se retirer en cas de chute des marchés. Quant à eux, les fonds souverains n'ont pas d'engagements explicites impliquant un flux de paiements futurs. N'étant par ailleurs pas endettés, on peut considérer que les fonds souverains ont un impact positif sur les marchés mondiaux de capitaux en augmentant la liquidité sur le marché et en exerçant un effet stabilisateur. Plus largement, ils remplissent un rôle de recyclage des capitaux à l'échelle planétaire, en assurant des flux d'investissement entre les pays en excédents financiers (pays asiatiques et exportateurs de pétrole) vers les pays en déficit extérieur (États-Unis et Europe).

Des investisseurs de long terme


L'horizon d'investissement typique d'un fonds souverain est de cinq à dix ans, ce qui se traduit par un taux de rotation de son portefeuille très inférieur à celui des autres investisseurs. Cet horizon d'investissement allongé a pour conséquence une aversion au risque diminuée et corrélativement une diversification vers les actions. Avec les fonds souverains, les entreprises bénéficient ainsi d'actionnaires stables qui viennent renforcer leur structure capitaliste. À titre d'exemple, le fonds Government Investment Corporation (GIC) de Singapour évalue

³³ Les entreprises face aux fonds souverains, Institut de l'Entreprise, 2011.




sa performance sur un horizon d'investissement de 20 ans. Cela lui donne un avantage compétitif par rapport aux autres acteurs financiers, puisqu'il peut se permettre d'investir dans des actifs moins liquides ou plus risqués, en particulier dans l'immobilier et le *private equity*.

Le tableau ci-après classe les principales catégories d'investisseurs de long terme en fonction de leur capacité à investir sur un horizon de temps long, déterminée principalement par trois facteurs : le profil du passif (*liability profile*), l'appétit pour le risque et la structure décisionnelle. Avec les gestionnaires de fortune familiale (*family offices*) et les fondations, les fonds souverains font partie des acteurs ayant la plus forte propension à investir à long terme.

FIGURE 19 : PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DES INVESTISSEURS DE LONG TERME



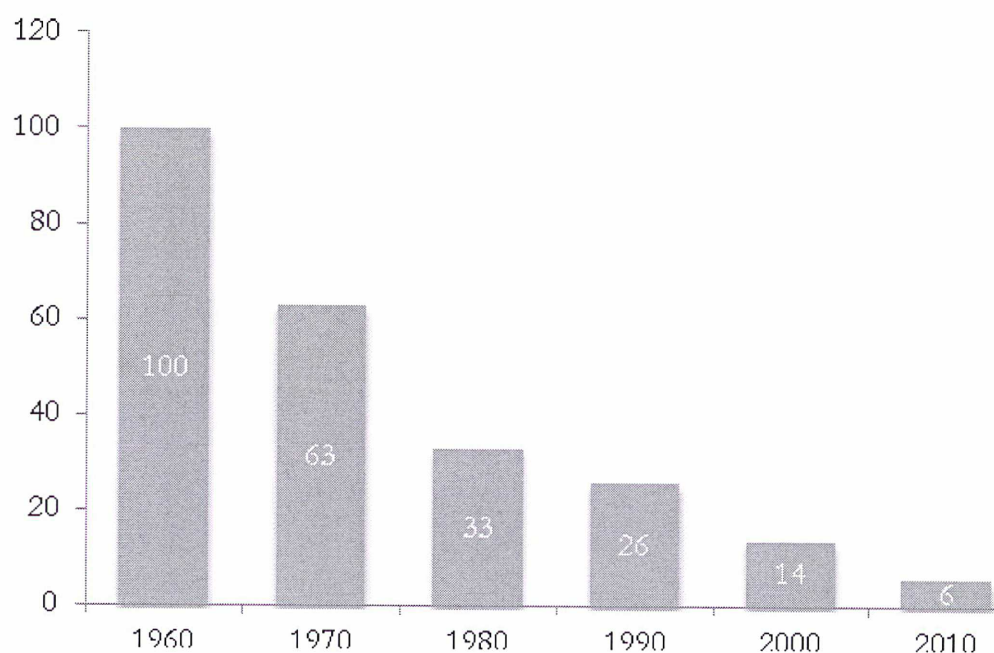
Institution	Actifs sous gestion estimés (en trillions de US\$)	Principales parties prenantes	Profil du passif	Appétit pour le risque	Problème d'agence / structure décisionnelle	Estimation de l'allocation aux investissements illiquides
Gestionnaires de fortune familiale	\$ 1,2	Famille	A perpétuité	Élevé	Faible	35%
Fondations	\$ 1,3	Bénéficiaires à but non lucratif	A perpétuité avec contrainte de reversement annuelle	Élevé	Faible	20%
Fonds souverains	\$ 3,1	Gouvernements / Nations	A perpétuité	Modéré	Modéré	10%
Fonds de pension à prestations définies	\$ 11	Membres/ Actionnaires	Durée moyenne de 12-15 ans	Faible	Haute	9%
Assureurs vie	\$ 11	Assurés/ Actionnaires	Durée moyenne de 7-15 ans	Faible	Haut	4%

 Impact positif sur l'investissement de long terme
  Impact modéré sur l'investissement de long terme
  Impact négatif sur l'investissement de long terme

Source : *The Future of Long Term Investing*, Davos World Economic Forum

Le comportement des fonds souverains s'inscrit à rebours de la montée en puissance du court-termisme qui caractérise les marchés financiers depuis plusieurs décennies. La période de détention moyenne d'une action sur le New York Stock Exchange est passée de 3 ans dans les années 1980 à 6 mois en 2010.

FIGURE 20 : DUREE DE DETENTION MOYENNE D'UNE ACTION (EN MOIS) SUR LE NEW YORK STOCK EXCHANGE



Source : NYSE Statistics

Enfin, du point de vue de la société dans son ensemble, on pourrait considérer que l'allongement de cet horizon d'investissement est positif en ce qu'il permet la prise en compte d'externalités de long terme qui ont un impact sur la pérennité de l'entreprise, telles que la bonne gouvernance, le respect de l'environnement ou l'éthique des affaires. On peut en effet estimer que certaines externalités négatives qui ne sont pas intégrées dans les prix de marché le seront à long terme. Par exemple, le coût des émissions de gaz à effet de serre dans les produits manufacturés est insuffisamment pris en compte puisque les taxes sur les activités polluantes sont trop faibles ou inexistantes aujourd'hui, tandis qu'elles seront coûteuses à l'avenir. Le fonds souverain se situe dans une position qui pourrait lui permettre de tirer profit de ce décalage.

... ce qui n'exclut pas des comportements opportunistes ou spéculateurs

Les investisseurs de long terme ont la capacité d'investir sur un horizon de temps long, mais cela n'est pas inconciliable, en réalité, avec des pratiques de court terme lorsque des bénéfices importants ont été

engrangés rapidement. Par ailleurs, le fonds souverain ne dispose pas nécessairement de la structure organisationnelle adaptée pour mettre à profit son horizon de long terme.

Un fonds souverain agit selon son intérêt financier et, idéalement, souhaiterait pouvoir se désengager à tout moment. S'il n'adopte pas *a priori* les stratégies spéculatives à court terme d'un hedge fund, cela ne l'empêche pas de revendre sa participation au bout de quelques mois s'il estime que les conditions de marché l'exigent, comme on a pu l'observer lors des investissements dans les institutions financières, où les fonds souverains, confrontés à des moins-values massives, ont parfois préféré se retirer. Après son entrée au capital de Vivendi pour 3% en 2007, le fonds Emirates International Investment Company (EIIC), détenu par la famille dirigeante d'Abu Dhabi, est passé sous le seuil de 1% du capital en 2011, alors qu'il détenait encore 2,8% fin 2010, et qu'il disposait d'un siège d'administrateur.

Si par « opportuniste » on entend une attitude qui consiste à tirer le meilleur parti des circonstances, alors c'est à n'en pas douter un qualificatif qui s'applique à de nombreux investissements des fonds souverains. La stratégie récente du Qatar en est une bonne illustration. Ces dernières années, la Qatar Investment Authority (QIA) a réalisé une série d'investissements de grande ampleur dans des entreprises stratégiques. Hussain Al Abdullah, membre du Conseil d'administration de QIA, a ainsi tenu les propos suivants³⁴ : « C'est simple : nous sommes opportunistes. S'il y a une opportunité en France, nous irons en France. S'il y a une opportunité au Rwanda, nous irons au Rwanda. Nous n'avons pas d'allocation d'actifs ou d'allocation géographique. Après la crise financière, tout cela est allé à la poubelle. Aujourd'hui, il est très difficile pour nous de faire des prévisions. Nous n'avons pas de visibilité au-delà de trois mois ». Les fonds souverains pourraient donc être tentés, plutôt que d'adopter les principes modernes de théorie du portefeuille, de sélectionner leurs acquisitions selon les intérêts stratégiques de leur

³⁴ *Qatar fund tops \$100b*, Gulf News, 23 avril 2012.

nation d'appartenance, et en adoptant un calendrier qui leur assure un achat à un prix attractif.

En 2010, le fonds souverain chinois China Investment Corporation a perçu qu'il y avait une opportunité intéressante dans l'immobilier américain. Il a ainsi pris une participation de 2,3 milliards de dollars dans le deuxième groupe de centres commerciaux américains General Growth Properties (soit 7,4% du capital), à l'occasion de la recapitalisation de cette entreprise en faillite. Ce pari s'est avéré gagnant puisque le fonds a déclaré en 2011 que son retour sur investissement sur l'immobilier américain était de 40%³⁵.

Des investisseurs contra-cycliques et stabilisateurs

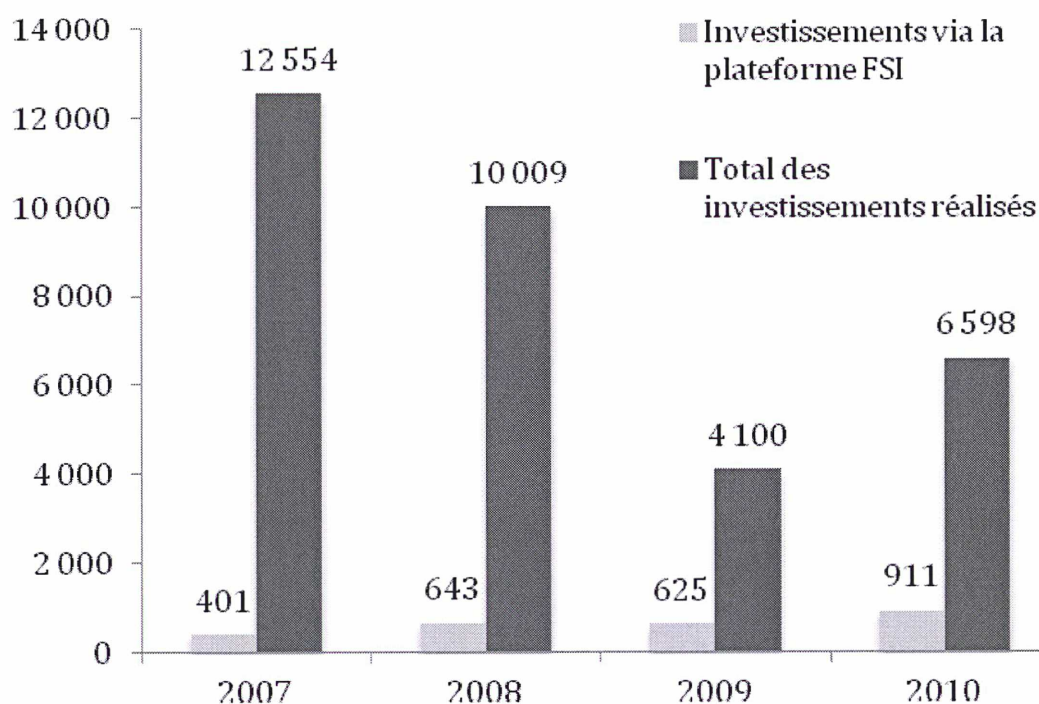
Les fonds souverains ont joué un rôle central lors de la crise financière de 2008 et lors de la reprise de l'activité économique qui a suivi. En prenant des participations au capital des grandes entreprises occidentales, et en particulier en injectant des liquidités dans les institutions financières, ces fonds ont en partie compensé le faible appétit des autres investisseurs pour le risque, voire ont été perçus comme des « investisseurs en dernier ressort ». Ils ont ainsi contribué à stabiliser le système bancaire et sont apparus comme des partenaires incontournables, courtisés par les banques internationales et les gouvernements occidentaux. Au total, les fonds souverains ont investi environ 60 milliards de dollars dans des établissements financiers tels que UBS, Citi, Morgan Stanley, Crédit Suisse ou Merrill Lynch, et ont par ailleurs soutenu leurs établissements bancaires domestiques. Les liquidités dont ils disposent leur ont permis d'investir de manière contracyclique au capital des banques en difficulté, contribuant de cette façon à accroître la liquidité des marchés financiers. Ainsi, en octobre 2008, le Trésor britannique a mis à disposition des quatre grandes banques britanniques – Barclays, Halifax-Bank of Scotland, Lloyds et Royal Bank of Scotland – 50 milliards de livres afin d'améliorer leurs ratios prudentiels. Barclays a été la seule banque à se passer d'une entrée de l'État à son capital en faisant appel à 6,75 milliards de dollars en provenance du fonds souverain du Qatar QIA et de fonds d'Abu Dhabi.

³⁵ *China's CIC has earned 40 pct on US real estate*, Reuters, 30 mars 2011.

Il s'est finalement avéré que la plupart des investissements des fonds souverains dans le secteur bancaire, réalisés au début de la crise financière et donc avant l'effondrement des cours boursiers, ont entraîné des pertes considérables.

À l'échelle française, on observe aussi que le Fonds Stratégique d'Investissement (FSI, cf. encadré ci-après) a joué un rôle contra-cyclique en aidant à soutenir le montant total de l'investissement en France. Le FSI a également pu jouer un rôle de catalyseur de l'investissement, en tant que co-investisseur aux côtés d'acteurs privés. Le graphique ci-après montre qu'entre 2007 et 2010, le montant total des investissements réalisés en France a chuté de 47%, tandis que les investissements provenant de la « plateforme FSI » sont montés en puissance, augmentant de 127% sur la même période.

FIGURE 21 : ÉVOLUTION DES INVESTISSEMENTS EN FRANCE ENTRE 2007 ET 2010
(EN MILLIONS D'EUROS)



Source : Conférence « SWF from savings gut to sustainable growth », FSI, octobre 2011

Le Fonds Stratégique d'Investissement (FSI)

Le Fonds Stratégique d'Investissement a été mis en place en 2008 par les pouvoirs publics français pour « répondre aux besoins en fonds propres d'entreprises porteuses de croissance et de compétitivité pour l'économie française ». Son actionnariat est composé de la Caisse des Dépôts et Consignations pour 51% du capital, et de l'État pour 49%. Il dispose de 20 milliards d'euros d'actifs, dont 14,5 milliards d'euros sous formes de participations dans des entreprises. Sa capacité d'investissement annuelle est de l'ordre de 1,5 milliard d'euros. Il a un double mandat : investisseur avisé et recherche de l'intérêt général (rôle que joue l'entreprise dans sa filière, impact sur les territoires et l'emploi, innovation, etc.). Ses modalités d'investissement sont les suivantes :

- prise de participations minoritaires (très souvent inférieures à 5% du capital) sans chercher à prendre le contrôle ;
- uniquement en fonds propres ou quasi fonds propres ;
- uniquement en France ;
- implication dans la gouvernance ;
- accompagnement des entreprises dans le moyen-long terme ;
- recherche des opportunités de co-investissement.

Les trois quarts de ses investissements directs correspondent à une injection d'argent frais dans les entreprises, visant à soutenir leur développement, en particulier pour des opérations de croissance externe. Les Entreprises de Taille Intermédiaire (ETI) constituent le cœur de cible du FSI. Le fonds a trois thèses d'investissement principales :

- renforcer l'actionnariat d'une entreprise cotée ;
- accompagner la mutation d'une entreprise ;
- accélérer la croissance d'une entreprise ;

Dans le choix de ses investissements, le FSI accorde de l'importance à la consolidation et au développement de filières à fort potentiel technologique.

N'investissant pas ses avoirs en actifs internationaux, et n'étant pas alimenté par des excédents, le FSI ne remplit pas les critères que nous avons retenus dans cet ouvrage pour caractériser un fonds souverain.

L'Italie a initié une démarche similaire en créant le « Fonds Stratégique Italien » en juillet 2011, avec une dotation initiale de 4 milliards d'euros.

Le rôle d'investisseur contracyclique des fonds souverains pourrait également profiter à l'Europe en crise, en particulier dans le domaine des infrastructures et du capital investissement.

LES CRAINTES SOULEVEES PAR LES FONDS SOUVERAINS

La taille, la croissance et les stratégies d'investissements des fonds souverains ont soulevé des interrogations de nature politique et économique dans les pays hôtes, en particulier en Amérique du Nord, en Europe et en Australie.

En 2007, la chancelière allemande Angela Merkel avait déclaré : « La question est de savoir si la prise de participation d'un fonds doté de capitaux publics n'est pas liée à la volonté d'exercer une influence politique ». Inquiet à l'idée de voir des fonds souverains ou des entreprises publiques étrangères s'emparer d'entreprises stratégiques, le gouvernement allemand souhaitait un renforcement des mesures protectionnistes. Quant au Président de la République française Nicolas Sarkozy, après des déclarations hostiles à leur endroit, il a assuré que la France était « ouverte aux fonds souverains », dans un discours prononcé à Ryad en janvier 2008. Il s'est dit prêt à accueillir les fonds souverains « dont les intentions sont sans ambiguïté, dont la gouvernance est transparente et dont le pays d'origine pratique la même ouverture à l'égard des capitaux étrangers ». Il a également affirmé : « Le tissu économique et industriel français a besoin d'investisseurs financiers à long terme, capables de voir plus loin que les résultats trimestriels. Il faut faire une grande différence entre de tels investisseurs, qui cherchent avant tout un rendement financier sur une longue période, qui ne cherchent pas à déstabiliser les entreprises, qui ne cherchent pas à piller leur technologie, qui ne cherchent pas un contrôle stratégique sur leurs activités, et des fonds activistes ou même d'autres fonds souverains aux intentions moins claires ».

Ce discours emblématique résume les craintes les plus fréquemment évoquées au sujet des fonds souverains : opacité, intentions cachées, mauvaise gouvernance, absence de réciprocité, motivations extra-financières.

L'opacité

Le manque de transparence des fonds souverains est régulièrement dénoncé. Il constitue une source d'inquiétude majeure pour les pays récipiendaires, suspicieux en particulier de la poursuite d'objectifs non commerciaux, et qui les incite à adopter des mesures protectionnistes.

Une grande hétérogénéité

Ressources, gouvernance, stratégies d'investissement, ventilation des participations, performance : la nature et le niveau de détail des informations communiquées varient beaucoup d'un fonds souverain à l'autre. Notons que de manière générale le niveau de transparence dépend pour beaucoup de la culture du pays d'appartenance du fonds souverain : État démocratique ou non, importance de la communication dans la vie publique, etc.

À titre d'exemple, le fonds souverain du Qatar dispose d'un site Internet où il fournit des informations assez sommaires sur son fonctionnement et quelques-uns de ses investissements phares, mais ne publie pas de rapport annuel d'activité. À l'opposé, le fonds souverain norvégien publie des rapports extrêmement détaillés comprenant en particulier les stratégies d'investissement et le fonctionnement interne du fonds. Il dévoile l'intégralité de ses participations (montant investi dans chaque entreprise) et ses performances annuelles. Le Fonds Stratégique d'Investissement publie les « Cahiers du FSI », qui détaillent pour chaque industrie clé les enjeux du secteur et les réponses apportées par le fonds *via* ses prises de participation.

Comment mesurer le niveau de transparence ?

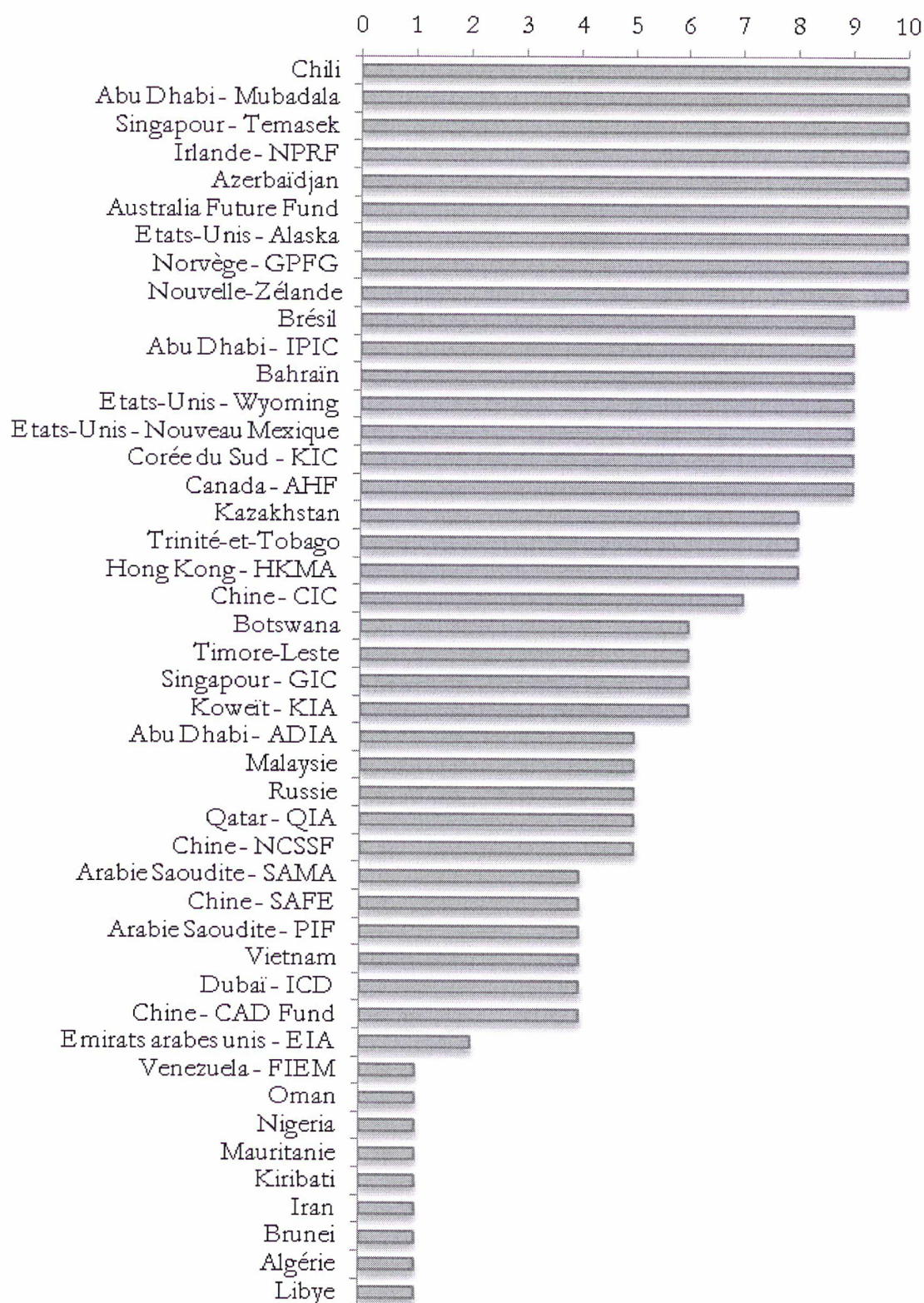
Plusieurs méthodes ont été élaborées pour tenter de mesurer le niveau de transparence des fonds souverains. La plus usitée d'entre elles est l'indice de transparence de Carl Linaburg et Michael Maduell. Le Linaburg-Maduell Transparency Index – LMTI – est un indice qualitatif qui évalue le niveau de transparence d'un fonds souverain en attribuant une note de 1 à 10 en fonction du respect des dix critères d'évaluation, 10 représentant le niveau maximal de transparence.

TABLEAU 13 : PRINCIPES DE L'INDICE DE TRANSPARENCE DE LINABURG-MADUELL

Point	Critères
+1	Le fonds fournit un historique incluant les raisons de sa création, l'origine des fonds et la structure de l'actionnariat étatique.
+1	Le fonds fournit des rapports annuels audités de manière indépendante.
+1	Le fonds fournit le pourcentage de détention de ses participations en portefeuille, ainsi que leur localisation géographique.
+1	Le fonds fournit la valeur de marché totale du portefeuille, les rendements obtenus, et la rémunération du management.
+1	Le fonds fournit des principes de référence en matière de standards éthiques, de politiques d'investissement et de mesures prises pour faire appliquer ces principes.
+1	Le fonds communique clairement ses stratégies et ses objectifs.
+1	Le cas échéant, le fonds identifie clairement ses filiales et fournit les coordonnées de contact.
+1	Le cas échéant, le fonds donne l'identité de ses gérants externes.
+1	Le fonds gère son propre site web.
+1	Le fonds fournit l'adresse et les coordonnées (telles que téléphone et fax) de son siège.

Source : www.swfinstitute.org

FIGURE 22 : INDICES LMTI DES FONDS SOUVERAINS AU PREMIER TRIMESTRE 2012



Quelles améliorations peut-on espérer ?

Leur responsabilité fiduciaire vis-à-vis de l'ensemble des citoyens de leur pays d'appartenance devrait inciter les fonds souverains, à terme, à diffuser un minimum d'informations sur leurs activités et leur performance. La transparence est un moyen pour le fonds souverain de conforter sa légitimité. Si les pertes considérables subies au cours de l'année 2008 par le fonds souverain norvégien ont entraîné des débats dans le pays sur sa stratégie d'investissement, elles n'ont pas affecté la confiance du public et des autorités politiques dans le fonds.

En outre, les fonds souverains ont un intérêt fort à aller vers plus de transparence pour améliorer l'acceptabilité de leurs investissements dans les pays récipiendaires. Les principes de Santiago, élaborés au sein d'un groupe de travail coordonné par le Fonds Monétaire International (FMI) et réunissant 26 fonds souverains, sont une initiative qui va dans ce sens. Décrits plus précisément dans le chapitre 5 de cet ouvrage, ils constituent un recueil de bonnes pratiques qui participent à une harmonisation à l'échelle internationale des standards de management et de gouvernance des fonds, un des objectifs principaux étant de garantir l'indépendance des fonds souverains vis-à-vis du pouvoir politique.

Cependant, si l'on peut s'attendre à un mouvement vers davantage de transparence, cette dernière restera limitée, notamment dans les États non démocratiques. Il existe d'excellentes raisons à ce que les fonds souverains, qui sont engagés dans des activités risquées d'investissement, conservent une certaine opacité. Comme tout acteur sur les marchés mondiaux de capitaux, un fonds souverain n'a *a priori* pas intérêt à dévoiler entièrement ses actifs sous gestion, sa stratégie et ses critères d'investissement, ainsi que les détails des transactions qu'il réalise. Le faire pourrait par exemple lui nuire sur le plan concurrentiel ou conduire à renforcer la spéculation sur certaines opérations. Ainsi, le fonds GIC de Singapour indique³⁶ qu'il ne souhaite pas dévoiler le montant de ses actifs sous gestion, ni le détail des investissements qu'il a réalisés. Révéler publiquement de telles informations reviendrait indirectement à révéler la

³⁶ Site internet du Ministère des Finances de Singapour.

totalité des réserves de change de Singapour. Or Singapour considère qu'il n'est pas dans son intérêt que le montant de ses réserves de change soit public. Ces dernières sont un actif stratégique de l'État, en particulier en temps de crise ; la connaissance de leur taille exacte pourrait faciliter des attaques spéculatives contre le dollar de Singapour.

Il est intéressant de noter que la transparence n'est pas une condition *sine qua non* pour établir la légitimité d'un fonds souverain. Le fonds KIA du Koweït et GIC de Singapour sont très opaques mais tous deux bénéficient d'un soutien large de la population et rendent compte de leurs activités et de leurs performances aux autorités politiques de leurs pays respectifs (et non pas au grand public).

Des risques pour le bon fonctionnement des marchés financiers

Des risques pour la stabilité financière

Par la taille de leurs actifs, qui les classent parmi les plus gros investisseurs institutionnels mondiaux, et la taille de leurs investissements individuels, qui peuvent atteindre plusieurs milliards de dollars, les fonds souverains ont une influence significative sur les marchés mondiaux de capitaux. À ce titre, ils pourraient engendrer des comportements grégaires des autres acteurs, et déboucher sur des mouvements de capitaux et des variations de prix des actifs excessifs. Ces effets pourraient potentiellement être renforcés par l'opacité du fonctionnement des fonds souverains, alimentant les rumeurs. Alors que le fonds souverain norvégien agit comme un gérant de fonds traditionnel au portefeuille très diversifié, d'autres comme le Qatar adoptent une stratégie d'investissement ciblée sur certains secteurs et zones géographiques. On ne peut donc pas exclure que les fonds souverains pèsent sur les prix de certains actifs.

Les États détenteurs de fonds souverains pourraient être conduits à réaliser des ventes d'actifs massives et simultanées pour des raisons politiques, par exemple pour réduire le déficit budgétaire. Le Fonds de réserve russe a ainsi été utilisé par le gouvernement pour combler le déficit budgétaire en 2010³⁷ : début 2011 les actifs du fonds souverain

³⁷ *Sovereign Wealth Fund Review*, Prequin 2011.

s'élevaient à 25,4 milliards de dollars, contre 60,5 milliards de dollars un an plus tôt. Leurs investissements étant souvent concentrés sur certaines classes d'actifs et des secteurs d'activité (énergie, finance,...) bien spécifiques, les risques pour la stabilité financière en sont accrus.

En pratique, ces risques de volatilité ne semblent pas clairement avérés. Il n'a pas été observé de réallocation brutale des actifs d'un ou de plusieurs fonds souverains, à l'exception des investissements dans le secteur bancaire lors de la crise des *subprimes*, qui ont constitué une opération collective concentrée sur un même secteur.

Faussent-ils le jeu du marché ?

Les fonds souverains investissent dans des classes d'actifs plus risquées (actions, matières premières, *private equity*) et ont des préférences sectorielles marquées (par exemple un plus fort appétit pour le secteur financier ou le secteur énergétique). Au-delà des problèmes de droit de la concurrence que pourraient entraîner des acquisitions concentrées sur un secteur donné, leur comportement pourrait influencer de manière structurelle le prix de ces actifs en modifiant la demande. Les études économétriques³⁸ sur le sujet concluent que les achats ou ventes d'actions par les fonds souverains n'ont pas d'effet significatif sur les prix. En général, on observe que l'annonce de l'investissement d'un fonds souverain induit dans les jours suivants un effet positif sur le cours de l'action de l'entreprise, qui ne persiste pas à moyen terme.

Les fonds souverains jouent-ils à armes égales avec les autres investisseurs ? Ils ont indiscutablement un avantage concurrentiel : ils sont souvent les seuls capables d'investir des sommes considérables très rapidement. Ils disposent donc d'un pouvoir de négociation supérieur qui pourrait leur permettre d'obtenir de meilleures conditions qu'un investisseur classique. C'est ainsi que le fonds qatari Precision Capital, lié à la famille royale, a acquis, pour 950 millions de dollars, 90% de la Banque Internationale de Luxembourg (BIL), filiale de la banque Dexia. Les difficultés rencontrées par la banque Dexia, qui l'obligent à céder de manière accélérée ses principales filiales, et le peu d'acheteurs potentiels

³⁸ *Les fonds souverains, ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*, Caroline Bertin Delacour, Les Echos – Eyrolles, 2008.

pour cet actif ont permis au fonds qatari d'effectuer ce rachat pour un montant significativement inférieur au consensus des analystes³⁹.

L'intervention des États occidentaux pendant la crise financière de 2008, qui ont soutenu leurs établissements financiers *via* des prises de participations, a certes contribué à banaliser l'implication des États dans l'activité économique. Cet épisode a même montré que dans un contexte de rareté du capital, l'action des États était parfois absolument nécessaire pour restaurer le fonctionnement « normal » des marchés. Néanmoins, les fonds souverains sont des véhicules d'investissement publics dont la montée en puissance remet fondamentalement en cause l'économie libérale de marché. Ils n'ont pas à se financer dans des conditions de marché standard et n'ont pas les mêmes comptes à rendre qu'un opérateur privé à ses actionnaires. *De facto*, par leur nature même, les fonds souverains peuvent être suspectés de fausser le jeu du marché. Soutenus par leurs gouvernements, ils peuvent par exemple être amenés à surpayer des actifs.

Le capitalisme d'État, et en particulier le capitalisme d'État chinois, a un impact sur les conditions d'une concurrence effective entre tous les acteurs du marché. Ian Bremmer, président du Eurasia Group, prétend qu'il s'agit de la « fin du marché libre » dans un livre à succès intitulé *The End of The Free Market. Who Wins the War Between States and Corporations ?* Aujourd'hui, en Chine, les entreprises publiques représentent 80% de la capitalisation boursière totale⁴⁰. Le gouvernement promeut ses « champions nationaux » et les soutient dans leur stratégie d'expansion internationale par des investissements à l'étranger (stratégie qui porte le nom de « Zou chu qu », ou *Going Global Strategy*). Dans le cas de la privatisation partielle par le gouvernement portugais de l'électricien Energias de Portugal (EDP), l'appui des autorités politiques chinoises n'est probablement pas indifférent au fait que le groupe public chinois *Three Gorges*, exploitant du barrage des Trois Gorges, ait remporté l'appel d'offres mis en place par le gouvernement portugais, contre l'allemand

³⁹ *Qatari Group to Acquire 90% of Dexia BIL in \$950 Million Deal*, Bloomberg Business Week, 21 décembre 2011.

⁴⁰ *Special Report on State Capitalism*, The Economist, 21 janvier 2012.

E.ON et le brésilien Electrobras. S'il semble que le groupe chinois ait fait l'offre la plus élevée, ce sont davantage les promesses de liquidité que le montant de l'offre qui auraient fait la différence. En effet, pour assurer à la Chine de mettre un pied sur plusieurs marchés stratégiques que sont le marché européen de l'électricité, le marché brésilien et l'éolien, l'offre faite à EDP inclut⁴¹ deux milliards d'euros de lignes de crédit d'une banque chinoise pour refinancer sa dette qui arrivait rapidement à échéance. Le gouvernement portugais a finalement cédé au groupe *Three Gorges* 21,4% du capital d'EDP pour un montant de 2,7 milliards d'euros. À cette occasion, la secrétaire d'État au Trésor portugais, Maria Luis Albuquerque, a déclaré que les banques chinoises qui soutenaient le groupe *Three Gorges* étaient désireuses de fournir des financements à d'autres entreprises portugaises. On voit donc se dessiner assez nettement l'imbrication entre les entreprises et les banques publiques chinoises, orchestrée par le gouvernement. C'est ce type d'alliance qui *in fine* favorise les entreprises publiques étrangères ou les fonds souverains.

La question de la réciprocité

Les pays d'appartenance des fonds souverains sont en majorité moins ouverts aux investissements étrangers que l'Europe et l'Amérique du Nord. La réglementation rend ainsi très difficile un investissement européen au capital d'une entreprise chinoise. Les flux d'investissements sont donc contrôlés de façon asymétrique à l'échelle mondiale, et la libéralisation opérée dans le domaine commercial n'a pas d'équivalent dans le domaine de l'investissement. Progressivement, la réciprocité est exigée par les pays récipiendaires comme contrepartie à l'ouverture du capital de leurs entreprises.

⁴¹ Site internet d'EDP.

Des fonds « politiques » aux motivations extra-financières

L'imbrication du politique et du commercial

Le problème principal-agent, utilisé par les théoriciens du management, stipule que les dirigeants ont tendance à gérer leur entreprise selon leurs propres intérêts, et non selon les intérêts des propriétaires (les actionnaires), en raison d'asymétries d'information. Dans le cas du fonds souverain, la supervision est assurée par l'État, tandis que les propriétaires ultimes sont les citoyens du pays. Le problème principal-agent se pose donc de manière particulièrement sérieuse : rien ne garantit que le fonds souverain est géré de façon à optimiser les intérêts financiers à long terme de la population. Les hommes politiques ne sont clairement pas les mieux placés pour exercer le contrôle de structures d'investissements financiers. Dans certains cas, les équipes d'investissement des fonds ne bénéficient pas d'incitations financières significatives. Les dirigeants ne sont pas toujours tenus responsables en cas de mauvaise performance du fonds. Ils sont souvent liés au pouvoir en place et l'indépendance de gestion des fonds n'est bien souvent que théorique.

Il y a donc proximité, voire confusion, entre le pouvoir politique et le pouvoir financier des fonds souverains. Dans les pays du Golfe, les familles princières placent généralement un membre de la famille proche à la tête du fonds souverain, lorsque ce n'est pas le souverain lui-même. Il n'est également pas rare que les fonds souverains du Moyen-Orient investissent aux côtés de fonds privés appartenant aux familles régnantes. Ainsi en 2008 Barclays a levé de l'argent auprès de Qatar Holding (fonds souverain du Qatar) et de Challenger, fonds détenu par la famille du Premier ministre du Qatar. À Singapour, le président du fonds souverain GIC (Government of Singapore Investment Corporation) n'est autre que le Premier ministre. Fort du constat que la gouvernance des fonds souverains est parfois critiquable, il est légitime de se demander si les fonds souverains sont utilisés comme des outils au service d'objectifs de souveraineté.

Objectifs stratégiques

Si la majorité des fonds souverains mettent en avant les objectifs financiers de leurs investissements, il n'en reste pas moins que le principal sujet d'inquiétude de l'opinion publique des pays occidentaux est le caractère « politique » des fonds souverains et les objectifs stratégiques qu'ils sont supposés poursuivre. Le contrôle d'entreprises dans des secteurs tels que la défense, les infrastructures ou les industries de haute technologie, est perçu comme menaçant la sécurité nationale.

La faible indépendance des fonds souverains vis-à-vis de leurs gouvernements fait redouter une nationalisation partielle des entreprises privées par l'étranger, dans le but de créer à plus longue échéance des groupes publics de dimension mondiale, et dont le développement serait facilité par ces véhicules d'investissement publics.

Les États peuvent craindre que les prises de participation des fonds souverains soient suivies d'une délocalisation des centres de décision et de R&D (activités à valeur ajoutée) ou des sites de production de l'entreprise. À de rares exceptions près, tel ne semble pas avoir été le cas jusqu'à présent. Il est sûr en revanche que certains fonds souverains, tel Mubadala (Abu Dhabi) ou QIA (Qatar) visent l'acquisition de technologies et de savoir-faire à travers leurs investissements. Cela se fait très souvent par l'intermédiaire de partenariats industriels entre des entreprises locales et les entreprises étrangères dans lesquelles ils investissent, et que l'on pourrait qualifier d'accords « savoir-faire contre liquidités ». Pour Abu Dhabi, on peut citer la création de co-entreprises avec General Electric, Veolia, EADS⁴² ou AMD.

Quant aux investissements dans le secteur bancaire, ils ont très certainement été en partie motivés par la volonté de monter en compétence en matière financière et de créer des liens entre les institutions financières anglo-saxonnes et les économies domestiques des pays possédant un fonds souverain.

Plusieurs États n'hésitent pas à recourir à la puissance financière de leur fonds souverain pour sécuriser leur approvisionnement en matières

⁴² Site Internet de la *Joint Venture* : www.emiraje.ae.

premières alimentaires, dans un contexte de hausse des prix et de restrictions à l'export imposées par certains pays. C'est en particulier le cas des États du Golfe qui importent une large part de leurs denrées alimentaires. Le fonds souverain du Qatar QIA a ainsi mis en place au Vietnam⁴³ une *Joint Venture* (dont QIA est actionnaire à 90%) de un milliard de dollars pour investir dans ce domaine. Les plantations se situent au Vietnam et les matières premières alimentaires sont exportées au Qatar. Via sa filiale spécialisée Hassad Food mise en place en 2008 dans le but explicite d'assurer la sécurité alimentaire de l'émirat, QIA a pris le contrôle de 250 000 ha de terres arables en Australie. Hassad Food a également créé une *Joint Venture* avec le gouvernement soudanais pour investir dans 100 000 ha de terres cultivées dans le Nord du Soudan.

Enfin, l'indépendance énergétique est un objectif poursuivi par plusieurs États, dont la Chine. Cette dernière a réalisé de très nombreux investissements dans l'énergie et les matières premières, notamment en Afrique, en Amérique latine ou en Australie, afin d'être plus autonome des sources extérieures d'approvisionnement (cf. chapitre 3).

Objectifs diplomatiques

Certains gouvernements peuvent être tentés d'utiliser leurs fonds souverains comme armes économiques pour satisfaire des objectifs diplomatiques. Ils sont indéniablement un moyen de projection de puissance.

Les investissements des fonds souverains singapouriens en Inde et en Chine peuvent être interprétés comme un moyen de renforcer les liens stratégiques qui unissent la cité-État avec ses puissants voisins.

En 2007, la Chine a proposé⁴⁴, via son fonds souverain SAFE, d'acheter au Costa Rica des obligations souveraines (300 millions de dollars de bons du Trésor), contre la reconnaissance par le Costa Rica de la Chine continentale et l'abandon de ses liens historiques avec Taïwan. L'accord

⁴³ *Qatar and Vietnam set up agriculture fund*, Reuters, 3 septembre 2008.

⁴⁴ *Cash Helped China Win Costa Rica's Recognition*, New York Times, 13 septembre 2008.

entre les deux pays stipulait que l'opération devait être tenue secrète, mais une décision de justice a obligé le ministère des Affaires Etrangères du Costa Rica à en dévoiler les conditions.

De même, la stratégie de la Chine en Grèce est édifiante. L'achat d'obligations d'État grecques par la Chine, qui aide la Grèce à se refinancer, s'accompagne de multiples accords commerciaux et de partenariats portant notamment sur la gestion et la construction d'infrastructures. Les entreprises publiques chinoises, soutenues par le gouvernement chinois et disposant d'une puissance financière considérable, s'apparentent à de véritables fonds souverains en multipliant les acquisitions, en particulier dans les infrastructures de transport, la logistique et la construction navale. Dès décembre 2008, la China Ocean Shipping Company (Cosco) a investi le port du Pirée, en achetant pour 3,5 milliards d'euros la concession de l'embarcadère numéro 2 du Pirée pour une durée de 35 ans. Les Chinois utilisent désormais le Pirée comme leur tête de pont pour distribuer leurs produits en Europe. Ce sont les entreprises publiques chinoises qui sont aujourd'hui à la manœuvre pour acquérir des actifs bradés aux pays de la zone euro en mauvaise santé financière.

Le Qatar use quant à lui de la formidable manne financière que lui procure son gaz pour mettre en place une stratégie de *soft power* qui lui assure un rayonnement international, et par conséquent une influence et une protection contre des voisins qui pourraient se révéler menaçants. Ce petit pays partage en effet sa frontière sud avec l'Arabie Saoudite et puise dans le même gisement gazier que l'Iran. L'émirat a également gardé le souvenir vivace de l'invasion par l'Irak du Koweït, qui, par la suite, avait utilisé les ressources de son fonds souverain pour reconstruire le pays. Les investissements de prestige lui assurent une couverture médiatique maximale dans les pays occidentaux. Le développement de la chaîne de télévision Al-Jazeera procède de la même logique. Une politique active de *sponsoring*, via la *Qatar Foundation*, permet de financer des projets sportifs et culturels à l'étranger. Cette stratégie conduit parfois à des actions controversées. En décembre 2011, l'ambassadeur du Qatar en France a annoncé le lancement d'un fonds doté de

50 millions d'euros destiné aux projets de créations d'entreprises dans les banlieues françaises. Cette proposition de créer un fonds d'investissement à destination des banlieues émanait initialement de l'Aneld (Association nationale des élus locaux pour la diversité). Face aux critiques, en particulier sur le caractère communautariste du projet, le fonds serait finalement abondé par l'État et le secteur privé français et destiné aux « territoires déshérités »⁴⁵, intégrant les zones rurales.

L'implication des fonds souverains dans la gouvernance des entreprises : des actionnaires dangereux ?

Dans le cas d'un actionnariat morcelé, le fonds souverain devient *de facto* un des premiers actionnaires de l'entreprise, et dès lors dispose d'une influence qui dépasse son pourcentage de détention du capital. On redoute parfois que les fonds souverains ne soient pas capables de mettre en place une bonne gouvernance de leurs participations, voire que leur spécificité de souveraineté entrave le processus de décision normal de l'entreprise. Il peut ainsi arriver qu'un fonds souverain se voit refuser l'entrée au conseil d'administration de l'entreprise dans laquelle il a investi. C'est le cas du fonds Qatar Investment Authority qui malgré sa participation de 15% dans la bourse de Londres (*London Stock Exchange*) n'a pas pu obtenir de siège d'administrateur.

Des fonds de plus en plus activistes ?

Habituellement, les fonds souverains sont peu enclins à jouer le rôle d'actionnaires activistes, soucieux d'éviter des remous politiques ou sociaux dans les pays où ils investissent. Certains, tels Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) ou Kuwait Investment Authority (KIA), s'abstiennent de participer à la gouvernance : ils ne votent pas en Assemblée générale des actionnaires et ne siègent pas au conseil d'administration. Le fonds chinois CIC avait refusé un siège au conseil d'administration de Blackstone en 2007. Cependant, des signes indiquent que ce comportement pourrait évoluer.

⁴⁵ Banlieues : le « fonds Qatar » sera abondé par l'État et le privé, *Le Monde*, 25 septembre 2012.

Un fonds souverain peut se montrer activiste dans le seul but de défendre son intérêt financier. Il en est ainsi du fonds qatari Qatar Holding, filiale de QIA, qui est devenu le deuxième actionnaire du minier suisse Xstrata, avec 11% du capital, derrière Glencore qui en possède 33,65%. Le Qatar pourrait faire avorter le projet de fusion géante avec la société de négoce et courtage des matières premières Glencore. En effet, en juin 2012, le fonds Qatar Holding a informé Glencore que « tout en voyant un intérêt dans le rapprochement des deux entreprises, il cherche à obtenir des conditions améliorées », et recommande une amélioration très substantielle de la parité d'échange (nombre d'actions Glencore pour une action Xstrata). Le fonds qatari s'est *de facto* allié à d'autres actionnaires comme Fidelity, Standard Life Investments et Schroder Investment Management, qui ont également estimé que les termes actuels de la fusion sous-valorisaient Xstrata. Le fonds souverain norvégien, actionnaire de Xstrata, s'opposerait également aux termes de la fusion, mais n'a pas rendu publique sa position. Les fonds souverains peuvent être ainsi en position de faire échouer un projet de fusion, au même titre que tout autre actionnaire important.

Cette capacité d'influence d'un actionnaire minoritaire est illustrée par de nombreux exemples de fonds privés qui prennent des participations minoritaires dans des groupes cotés, dans l'objectif d'améliorer la performance boursière de groupes peu performants et donc de réaliser une plus-value. La mise en œuvre de cette méthode implique de changer la stratégie de l'entreprise, de dynamiser sa gestion ou encore de remplacer son équipe dirigeante. En 2011, Apax Partners a réussi à imposer un nouveau PDG à la tête d'Altran dont il détenait 19% du capital (et 31% des droits de vote). Le fonds disposait alors de 6 sièges d'administrateurs sur 10. Il reprochait à la direction la faiblesse du cours de bourse, des résultats financiers décevants et un manque d'ambition dans la stratégie de développement à l'international, notamment par le biais d'acquisitions.

Les différentes modalités d'exercice du pouvoir actionnarial

La plupart du temps, les fonds souverains exercent leurs droits de vote en assemblée générale des actionnaires. En assemblée générale ordinaire

(AGO), ils votent sur des décisions concernant la gestion courante de la société (nomination des administrateurs, approbation des comptes, distribution des dividendes, etc.) qui sont prises à la majorité simple. En assemblée générale extraordinaire (AGE), ils s'expriment sur des décisions modifiant les statuts de l'entreprise (fusion, augmentation de capital, etc.), qui sont prises à la majorité « qualifiée » (deux tiers des voix pour les sociétés anonymes en France).

Rappelons également que lorsqu'un investisseur détient entre 0,5% et 5% du capital, il peut déposer des projets de résolution qui font l'objet d'un vote en assemblée des actionnaires. À partir de 5% du capital social, il est également possible de poser par écrit des questions à la direction de l'entreprise. Pour une société anonyme, la détention d'un tiers des voix plus une permet à l'investisseur d'avoir une « minorité de blocage », qui lui donne un droit de veto sur toute décision soumise en assemblée générale extraordinaire. Disposer d'une minorité de blocage est particulièrement utile lorsque l'entreprise rencontre des difficultés (restructuration financière) ou lorsqu'elle est en forte croissance (augmentation de capital). En revanche la minorité de blocage ne s'applique pas aux décisions d'AGO.

Un fonds souverain qui adopte une gestion active de son investissement (dite *hands on*) peut également désigner un administrateur dans les organes de gouvernance de l'entreprise, s'il y est autorisé par l'Assemblée générale des actionnaires. Tout actionnaire peut proposer à l'Assemblée générale une candidature à un poste d'administrateur. Dans une société anonyme, la nomination d'un administrateur par cooptation du conseil d'administration doit être ratifiée par l'Assemblée générale. Seul l'accès au conseil d'administration permet au fonds souverain d'exercer une influence sur les orientations stratégiques de la société, les décisions d'investissement, et d'avoir un accès privilégié à l'information (un administrateur peut demander toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission).

Conclusion

En définitive, les risques liés à l'usage par les fonds souverains de leurs droits d'actionnaires semblent la plupart du temps infondés : les fonds souverains agissent généralement comme des investisseurs professionnels très sophistiqués et exercent leurs responsabilités d'administrateurs avec la même exigence qu'un investisseur privé. Nombre d'entre eux ont une gouvernance passive de leurs participations et ne demandent pas de siège au conseil d'administration, quand bien même ils y seraient éligibles en raison de leur pourcentage de détention du capital.

Parmi l'ensemble des moyens dont dispose un État pour prendre des participations à l'étranger (fonds de pension public, banque de développement, entreprises publiques, etc.), le fonds souverain est *a priori* le moins suspect. Il représente en effet le visage officiel de son pays d'appartenance et prend des participations minoritaires.

Chapitre 5

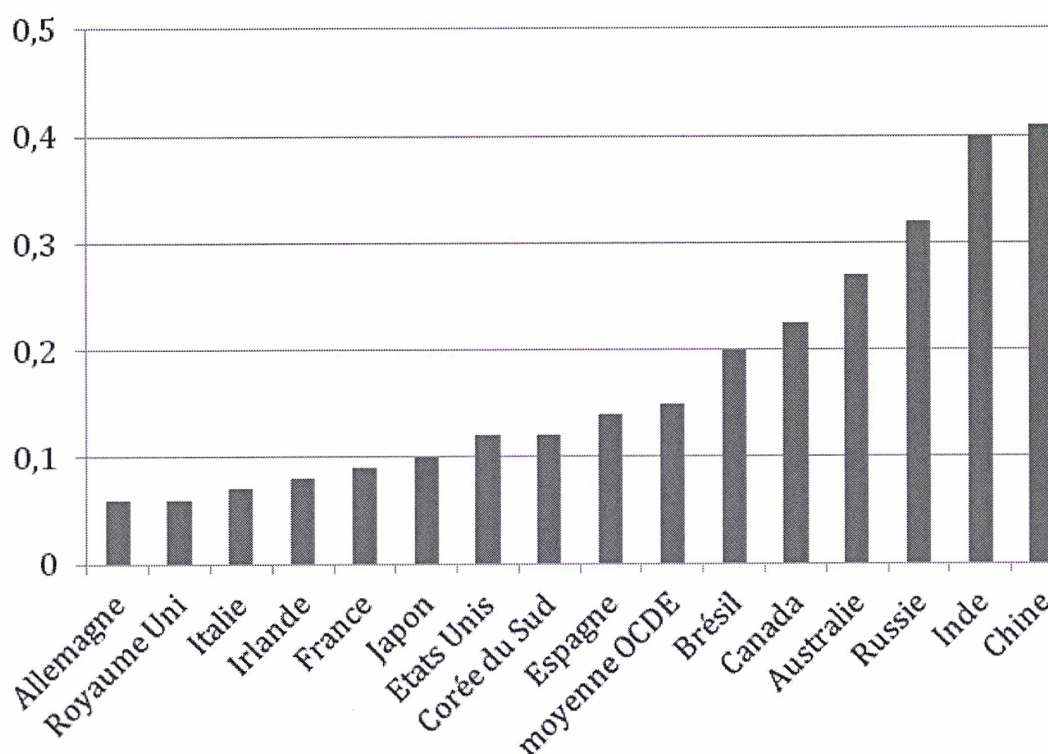
Les réponses au niveau international

Les fonds souverains disposent d'un poids dans la finance mondiale qui les oblige désormais à adopter des comportements responsables. L'amélioration de leur gouvernance et de leur transparence font l'objet d'une attention particulière des pays européens et plus largement du monde occidental. L'Union européenne et les organisations internationales (FMI, OCDE) se sont attachées à définir un cadre commun pour les pays récipiendaires, et des bonnes pratiques à destination des fonds souverains. Toute réglementation spécifique concernant les fonds souverains serait jugée discriminatoire et stigmatiserait ces investisseurs, et a par conséquent été exclue.

Les pays récipiendaires cherchent toutefois à concilier liberté de circulation des capitaux et protection des intérêts nationaux. Ils disposent généralement de « filets de sécurité » *via* une réglementation s'appliquant à l'ensemble des investisseurs étrangers. Nous décrirons quelques-uns des dispositifs de contrôle des investissements étrangers mis en place par les États. Le positionnement de la France face aux fonds souverains sera également analysé.

Les pays d'origine des fonds souverains n'étant, à l'exception de la Norvège, pas membres de l'OCDE, il y existe de fortes restrictions à l'investissement étranger. Dès lors, comment justifier l'ouverture totale des économies de l'OCDE aux fonds souverains quand la réciprocité n'est pas assurée ?

FIGURE 23 : INDICE DE RESTRICTION AUX INVESTISSEMENTS DIRECTS
ÉTRANGERS



Source : OCDE, 2007 ; l'échelle de l'indicateur varie de 0 (le moins restrictif) à 1 (le plus restrictif)

LE CADRE INTERNATIONAL

Le FMI : la soft law des Principes de Santiago

À l'échelle mondiale, un groupe de travail international sous l'égide du FMI et co-présidé par un dirigeant d'Abu Dhabi, composé de 26⁴⁶ membres du FMI dotés de fonds souverains, a abouti en octobre 2008 à la publication d'un ensemble de Principes et Pratiques Généralement Acceptés (PPGA) également connus sous le nom de « Principes de Santiago ».

⁴⁶ Les membres de l'IWG sont : Australie, Azerbaïdjan, Bahreïn, Botswana, Canada, Chili, Chine, Émirats arabes unis et États-Unis, Guinée équatoriale, Iran, Irlande, Corée, Koweït, Libye, Mexique, Nouvelle-Zélande, Norvège, Qatar, Russie, Singapour, Timor-Leste et Trinité-et-Tobago. Les observateurs admis à titre permanent de l'IWG sont l'Arabie saoudite, Oman, le Vietnam, l'OECD et la Banque mondiale.

Selon le directeur général adjoint du FMI John Lipsky⁴⁷, les PPGA visent à « préserver la libre circulation des investissements transfrontaliers ainsi que la transparence et la stabilité des systèmes financiers ». Il est dans l'intérêt des fonds souverains de les adopter, afin « d'atténuer les préoccupations, contribuant ainsi à réduire le risque de mesures protectionnistes contre leurs investissements et de restrictions sur les flux de capitaux internationaux ».

Les 24 principes abordent les thèmes suivants : (i) le cadre juridique, les objectifs et la coordination avec les politiques macroéconomiques, (ii) le cadre institutionnel et les structures de gouvernance et (iii) les dispositifs de gestion des investissements et des risques.

Les principes sont guidés par les objectifs fondamentaux suivants⁴⁸ :

- contribuer au maintien de la stabilité du système financier mondial et de la libre circulation des capitaux et des investissements ;
- se conformer à toute réglementation et obligation de communication de l'information financière en vigueur dans les pays où ils investissent ;
- réaliser leurs investissements sur la base de considérations de risque économique et financier, et de rendement ;
- se doter de structures de gouvernance transparentes et saines permettant de disposer de mécanismes appropriés de contrôle opérationnel, de gestion des risques et de responsabilisation.

La force de ces principes réside dans le consensus des pays signataires autour de la conduite à tenir vis-à-vis des fonds souverains. Ce code de conduite présente plusieurs inconvénients majeurs :

- il n'est pas opposable : les principes sont de simples recommandations et leur mise en œuvre par les fonds souverains est laissée à l'appréciation des pays, à l'inverse des directives de l'OCDE décrites ci-après ;

⁴⁷ *Bulletin du FMI*, 9 mars 2008.

⁴⁸ « *Santiago Principles* », International Working Group of Sovereign Wealth Funds.

- il laisse de côté la question de la réciprocité ;
- il ne s'applique pas aux entreprises publiques ni aux fonds privés pouvant présenter des risques pour les intérêts nationaux similaires à ceux des fonds souverains (fonds des familles régnautes au Moyen-Orient).

Suite à l'élaboration de ces principes, un groupe de travail permanent (*International Forum of Sovereign Wealth Funds*) a été mis en place en 2009 pour procéder régulièrement à une revue des Principes de Santiago et veiller à leur application, ainsi que pour favoriser les échanges avec les pays récipiendaires. Il permettra également aux fonds nouvellement établis de bénéficier de l'expérience des plus anciens.

La position de l'OCDE

La doctrine fondamentale de l'OCDE a été définie en 1961 dans le Code de libération des mouvements de capitaux, qui s'applique aux récipiendaires d'investissements directs étrangers. En complément, la Déclaration de l'OCDE sur l'investissement international et les entreprises multinationales a été publiée en 1976 et révisée en 2000.

Ces textes établissent les principes incontournables suivants :

- non-discrimination : le traitement des États vis-à-vis des investisseurs doit être le même que ceux-ci soient nationaux ou étrangers ;
- transparence : les pratiques et réglementations des États récipiendaires des investissements doivent être accessibles à tous ;
- *statu quo* : absence d'ajouts de restrictions quant à la libre circulation des capitaux ;
- libération progressive : suppression graduelle des restrictions à la libre circulation des capitaux dans chaque pays ;
- libération unilatérale (non réciprocité) : engagement des membres de l'OCDE de faire bénéficier tous les autres membres des mesures de libération qu'ils prennent et à ne pas les conditionner à celles engagées par d'autres pays.

Des dispositions particulières faisant exception au principe d'ouverture peuvent être adoptées pour des investissements ayant trait à la sécurité nationale car l'OCDE reconnaît le droit des États à assurer « la protection des intérêts essentiels de leur sécurité » et le « maintien de l'ordre public ou la protection de la santé, de la moralité et de la sécurité publiques ».

En complément des Principes de Santiago, l'OCDE a souhaité élaborer des recommandations pour les pays d'accueil des investissements des fonds souverains. Le Comité des investissements de l'OCDE a ainsi publié en avril 2008 son rapport intitulé « Fonds souverains et politiques des pays d'accueil ».

Selon cette organisation, les fonds souverains doivent être traités de manière aussi ouverte et juste que les autres investisseurs. Les restrictions à l'investissement liées à la protection de la sécurité nationale doivent être notifiées à l'OCDE. Afin de décourager les abus protectionnistes pouvant résulter de la mise en place de telles procédures, ces dernières doivent être transparentes et prévisibles, utilisées uniquement en dernier ressort, fondées sur une analyse rigoureuse des risques pour la sécurité nationale, et respecter le principe de proportionnalité. Enfin, l'OCDE promeut un principe de responsabilité : l'État récipiendaire doit rendre compte de la mise en œuvre des mesures de restriction à l'investissement, par exemple *via* un contrôle du Parlement ; les décisions de refus de l'investissement devant être prises au plus haut niveau de l'État.

Le rapport de l'OCDE reconnaît que les fonds souverains ont une influence stabilisatrice en période de volatilité des marchés de capitaux, qu'ils contribuent à recycler l'épargne au niveau mondial, qu'ils se sont comportés comme des investisseurs fiables de long terme, et qu'ils peuvent stimuler l'activité économique et la création d'emplois.

L'approche de la Commission Européenne

Depuis le Traité de Lisbonne, l'Union Européenne dispose d'une compétence exclusive sur la régulation des investissements étrangers directs. À l'heure actuelle, les accords bilatéraux et les réglementations

nationales visant les investissements transfrontaliers continuent à s'appliquer, en l'absence d'un dispositif européen commun.

La définition d'une réglementation européenne à l'égard des fonds souverains, si elle a été envisagée notamment lors de la crise financière, paraît difficile à mettre en œuvre. Non seulement cette action générerait un risque de stigmatisation des fonds souverains, mais il est à noter également la difficulté pour les 27 États membres de trouver un consensus autour de la définition même d'un investisseur étranger, du régime juridique du contrôle (autorisation préalable, déclaration *a posteriori*), et de l'étendue des secteurs à protéger. De surcroît, les approches politiques sur le sujet sont parfois divergentes en Europe.

La proposition du Commissaire européen à l'industrie Antonio Tajani de créer une autorité européenne qui encadrerait les investissements étrangers dans les secteurs stratégiques, à l'instar de ce qui se pratique aux États-Unis, a finalement été écartée par la Commission européenne, qui estime qu'une telle mesure, au-delà de sa possible non-conformité avec le droit européen, enverrait un signal protectionniste négatif en direction des fonds souverains.

La communication du 27 février 2008 de la Commission Européenne (CE) constitue les prémices d'une approche commune sur les fonds souverains⁴⁹. Elle réaffirme les principes de libre circulation des capitaux, de non-discrimination vis-à-vis des fonds étrangers et de lutte contre le protectionnisme. En outre, la CE apporte son appui aux actions multilatérales initiées par l'OCDE et le FMI.

La Commission rappelle que les fonds souverains sont soumis aux règles de contrôle propres à tout type d'investisseur, dans le respect du principe de libre circulation des capitaux entre les États membres et entre ceux-ci et les pays tiers, énoncé à l'article 63 du Traité sur le fonctionnement de

⁴⁹ *Approche européenne commune en matière de fonds souverains*, Commission Européenne, COM(2008) 115 final.

l'Union européenne (TFUE). Aucune distinction entre investisseurs publics et investisseurs privés n'existe dans le traité.

La libre circulation des capitaux est assortie d'une exception relative à la sécurité nationale : un Etat membre peut « prendre des mesures justifiées par des motifs liés à l'ordre public ou à la sécurité publique ». Ces mesures doivent respecter le principe de proportionnalité et ne pas servir de prétexte à la simple protection d'intérêts économiques. L'analyse de la jurisprudence communautaire montre que les mécanismes de contrôle des investissements étrangers doivent garantir prévisibilité et transparence pour les investisseurs. À ce jour, il n'existe pas d'harmonisation à l'échelle européenne et les États membres disposent donc d'une certaine latitude pour la mise en place de tels dispositifs.

Par ailleurs, afin de renforcer la confiance dans le fonctionnement des fonds souverains, la CE soutient la mise en place des bonnes pratiques suivantes :

- Gouvernance :
 - définition claire des responsabilités et de leur répartition ;
 - élaboration et la publication de la stratégie d'investissement et des objectifs associés ;
 - preuve d'une indépendance dans le fonctionnement du fonds ;
 - publication des principes régissant les relations entre le fonds et le gouvernement du pays d'origine ;
 - élaboration et publication de stratégie quant à la gestion des risques.
- Transparence :
 - publication annuelle des investissements détenus, notamment pour ce qui concerne les participations majoritaires ;
 - exercice des droits de vote ;
 - publication de la quantité et de l'origine des ressources ;
 - publication de l'effet de levier et de la composition en monnaies.

LA POSITION DE DIFFÉRENTS ÉTATS VIS-A-VIS DES FONDS SOUVERAINS

Les États Unis disposent d'un filet de protection très large

En matière de contrôle des investissements étrangers, les États-Unis disposent d'un arsenal juridique non négligeable, dont une partie existe depuis la guerre de Sécession⁵⁰. Suite à l'affaire de Dubaï World Ports (cf encadré ci-après), les États-Unis ont réagi par l'instauration d'une nouvelle législation : le *Foreign Investment and National Security Act* (FINSA). Ce dernier renforce le pouvoir du CFIUS (*Committee on Foreign Investments in the United States*), chargé du contrôle des investissements étrangers. Le FINSA est entré en vigueur le 23 janvier 2008, et modifie le *Defense Production Act* de 1950, lui-même amendé par le *Exon-Florio Amendment* de 1988.

Le CFIUS (Committee on Foreign Investment in the United States)

Créé en 1975, le CFIUS est un comité interministériel qui contrôle les implications pour la sécurité nationale des investissements étrangers visant à contrôler des entreprises ou des activités (« *US business* ») présentes sur le sol américain. Présidé par le Secrétaire d'État au Trésor, il est composé entre autres des chefs des départements d'État à la Défense, à la Justice, au Commerce et à la Sécurité intérieure.

Le champ de compétence du CFIUS comprend les infrastructures critiques et les actifs affectant la sécurité nationale. Les critères définissant la sécurité nationale ne sont pas définis de manière exhaustive. De nombreux secteurs sont concernés, en particulier la défense, les télécommunications, les systèmes d'information, l'énergie et les transports.

La notification par l'investisseur étranger au CFIUS, préalablement à son projet d'acquisition, se fait sur une base volontaire. Le CFIUS peut en outre examiner une transaction de sa propre initiative, sans saisine préalable par une partie. Le processus de contrôle débute par une période d'enquête initiale de 30 jours, suivie d'une période d'investigation de 45 jours si des risques pour la sécurité nationale ont été identifiés. L'investigation de 45 jours est automatique dans le cas d'un investisseur contrôlé par un gouvernement étranger.

⁵⁰ *Les fonds souverains*, Jean-Michel Rocchi et Michel Ruimy, Economica, 2011.

Enfin, le Comité a la faculté de demander à l'investisseur de prendre des mesures de réduction des risques (*mitigation measures*), telles que la cession d'actifs ou la signature d'accords avec le gouvernement américain.

C'est *in fine* au Président des États-Unis qu'il revient d'approuver la suspension ou l'interdiction d'un investissement étranger. Il n'est pas possible de faire appel des décisions du CFIUS. En septembre 2012, le président Barack Obama a suivi l'avis du CFIUS en interdisant l'acquisition, par une entreprise américaine détenue par des investisseurs chinois, de quatre projets de parcs éoliens situés près d'une installation militaire dans l'Oregon⁵¹. Le dernier cas traité par un président américain remonterait à l'approbation en 2006 par George W. Bush de la fusion entre Alcatel et Lucent.

Le rapport annuel 2010 du CFIUS indique que 93 enquêtes ont été réalisées en 2010, qui ont donné lieu à 35 investigations. Dans 12 cas, les requêtes ont été abandonnées par les parties. Il est possible de soumettre à nouveau la requête.

Le durcissement de la législation, très critiqué en particulier par les entreprises chinoises, a été motivé par des raisons de sécurité nationale et concrétisé par la méthode dite du *screening* des investissements étrangers. Ceci a fait suite à deux affaires qui ont défrayé la chronique en 2006, au cours desquelles la pression politique aux États-Unis a empêché la reprise d'entreprises considérées comme stratégiques dans les domaines de l'exploitation pétrolière et de l'infrastructure portuaire par des entités publiques de Chine et de Dubaï (cf. encadré ci-après).

CNOOC et Dubai Ports World

L'entreprise publique chinoise *China National Offshore Oil Corporation* (CNOOC) a lancé en juin 2005 une OPA de 18,5 milliards de dollars sur Unocal, entreprise pétrolière américaine ayant par ailleurs des terres rares parmi ses actifs. Le Congrès américain saisit alors le président George W. Bush en raison des menaces sur la sécurité nationale qu'entraînerait une telle transaction. Devant la bronca du Congrès et les réactions hostiles de l'opinion publique, CNOOC a préféré abandonner l'opération avant même que le CFIUS ne rende son avis,

⁵¹ Barack Obama bloque un projet chinois d'éoliennes dans l'Orégon, *Les Échos*, 29 septembre 2012.

estimant que les efforts du Congrès pour retarder ou bloquer l'opération ont été « regrettables et injustifiés ».

En mars 2006, Dubaï Ports World (DP World), troisième opérateur portuaire mondial, détenu par le fonds souverain de Dubaï, a racheté la société britannique P&O, opérateur contrôlant 6 ports américains (New York, Newark, Philadelphie, Baltimore, Miami et La Nouvelle-Orléans). Dans le contexte de la lutte contre le terrorisme qui a suivi les attentats du 11 septembre, le Congrès américain a alors exprimé son opposition à voir des ports américains gérés par des autorités des pays du Golfe, malgré l'approbation de l'opération de rachat par le CFIUS, ainsi que le soutien public de la Maison Blanche. L'affaire est devenue un sujet de polémique à l'échelle nationale. En conséquence DP World a préféré céder la gestion des activités portuaires américaines alors en sa possession.

Ces deux exemples montrent la très forte influence politique du pouvoir législatif américain, capable d'empêcher ou d'annuler une prise de participation dans des entreprises américaines en passant outre l'avis des autorités en charge du contrôle de ce type de transaction.

Lors de la crise financière, les États-Unis ont adopté une attitude plus clémentine à l'égard des fonds souverains. Le gouvernement a bien accueilli les principes de Santiago et a accepté que les banques américaines, en très grande difficulté, fassent appel aux fonds du Moyen-Orient et d'Asie afin de lever des capitaux. Ainsi, ADIA (Abu Dhabi) et GIC (Singapour) sont entrés au capital de Citigroup, Temasek (Singapour), KIA (Koweït) et KIC (Corée du Sud) sont entrés dans celui de Merrill Lynch et CIC (Chine) a pris une participation dans Morgan Stanley. Au total, les montants injectés dans les grandes institutions de Wall Street ont atteint plusieurs dizaines de milliards de dollars.

Le Royaume-Uni : une approche très libérale

Le Royaume-Uni est partisan de la liberté d'investissement et accorde une importance limitée à la nationalité des investisseurs. Plusieurs fonds souverains disposent d'implantations administratives à Londres. Le pays a adopté une réglementation d'inspiration libérale, souple et peu restrictive. Le texte régissant les investissements directs étrangers est l'*Enterprise Act* de 2002, qui permet au ministre en charge de l'Industrie

d'intervenir lors de prises de participation portant atteinte à l'« intérêt public ». Le ministre a toute latitude pour définir l'intérêt public, dans le respect des textes communautaires. Les décisions éventuelles du ministre doivent être entérinées par le Parlement.

En pratique, ce mécanisme n'est que très rarement mis en œuvre, la dissuasion s'avérant la méthode la plus efficace en cas de volonté d'empêcher un investissement. Lorsque des rumeurs concernant l'intention de l'entreprise publique russe Gazprom de lancer une OPA sur Centrica (principal distributeur britannique de gaz) sont apparues en 2006, le gouvernement anglais a déclaré qu'une telle transaction ferait l'objet d'« un examen scrupuleux »⁵² et que « la sécurité énergétique des consommateurs britanniques était primordiale », laissant entendre une possible opposition. Un peu plus tôt dans l'année, Gazprom avait terni son image en coupant l'approvisionnement en gaz de l'Ukraine, suite à un conflit sur le prix du gaz.

L'Allemagne s'est dotée d'outils dissuasifs de contrôle *a posteriori*

Dès 2004, l'Allemagne a cherché à se protéger contre les investissements hostiles dans le secteur de la défense. La loi du 6 mai 2004 instaure une possibilité de veto par le gouvernement. Toute acquisition supérieure à 25% du capital d'une entreprise travaillant pour la défense peut être déclarée au ministère en charge de l'économie. Après instruction du dossier et prise en compte des « intérêts majeurs de la République fédérale d'Allemagne », le ministère doit formuler un avis et éventuellement interdire l'investissement sous un mois. Si l'investisseur ne s'est pas déclaré auprès du ministère, ce dernier peut s'autosaisir du dossier, *a posteriori*, dans un délai de trois mois après l'acquisition effective. Après échange avec l'entreprise concernée, il doit se prononcer dans un délai de deux mois : autorisation de l'opération, autorisation soumise à conditions ou annulation.

⁵² *Gazprom warned on Centrica interest*, Financial Times, 3 février 2006.

Après une opposition entre la chancelière Angela Merkel et la Confédération Fédérale de l'Industrie (BDI), réfractaire à toute disposition protectionniste, une loi de 2009 est venue étendre la portée du texte de 2004 aux secteurs dits « sensibles » : le ministère de l'Économie peut s'opposer à toute prise de participation supérieure à 25% (en capital ou droits de vote), par un acteur non européen, dès lors que « l'ordre et la sécurité publique » seraient menacés. Aucune liste officielle des secteurs protégés n'a été établie mais il est clair que les secteurs de l'énergie, des télécommunications et des infrastructures sont visés.

Ce dernier texte, qui ne vise pas spécifiquement les fonds souverains mais tous les investisseurs extra-européens, a fait l'objet d'une attention particulièrement rigoureuse de la part de la Commission. Mais comme dans la plupart des pays occidentaux, cette loi se veut avant tout une arme de dissuasion (le contrôle étant effectué *a posteriori*) que brandit le gouvernement en cas d'approche hostile.

Il est important de mentionner également l'exemple de ce qu'on appelle la « loi Volkswagen ». Adoptée en 1960, à l'occasion de la privatisation du fabricant automobile, elle limite à 20% les droits de vote de tout actionnaire, quelle que soit sa part au capital du fabricant automobile. Ce dispositif visait à permettre au Land de Basse Saxe, autrefois premier actionnaire de Volkswagen, de conserver un droit de veto sur les décisions stratégiques de l'entreprise. Un premier arrêt de la Cour de Justice de l'Union Européenne en 2007 a déclaré cette loi non conforme au droit européen. Constatant le non respect de cet arrêt par l'Allemagne, la Commission a formé un nouveau recours (avec astreintes journalières) contre l'Allemagne en novembre 2011. Il faut dire que depuis 1960, le capital de Volkswagen, comme celui des autres constructeurs allemands, a bien évolué. Les fonds souverains ont pris des participations importantes dans Volkswagen, Daimler et Porsche, ce qui n'est sans doute pas étranger à la réticence de l'Allemagne à abroger sa « loi Volkswagen ». Qatar Investment Authority détenait ainsi au 31 décembre 2011 16,4% de Volkswagen et 10% de Porsche, lui-même actionnaire majoritaire de Volkswagen. Daimler possède lui à son capital les fonds

souverains du Koweït (KIA) pour 7,4% et d'Abu Dhabi (Aabar) pour 9,4%.

L'Espagne : une liste de secteurs protégés

Le gouvernement a la possibilité de suspendre ou d'interdire les investissements étrangers dans une liste de secteurs jugés stratégiques : médias, compagnies aériennes, défense nationale, énergie et exploitation de matières d'intérêt stratégique. Une telle décision est prise par le gouvernement après instruction par le ministère de l'Économie.

L'Italie : la peur de la prise de contrôle des joyaux industriels

Le caractère potentiellement politique des investissements réalisés par les fonds souverains a suscité des craintes au sein du gouvernement italien lors de la crise financière de 2008. C'est pourquoi la première mission du « Comité stratégique pour l'intérêt national dans l'économie » (Comitato strategico per l'interesse nazionale in economia) a rendu visite, en octobre 2008, aux Émirats Arabes Unis, afin d'affirmer que « l'Italie a confiance dans les fonds qui opèrent de façon transparente et dont le but est un investissement et non la prise de contrôle des entreprises, et donc qui se maintiennent sous les 5% »⁵³.

Échaudé par le rachat successif de plusieurs fleurons industriels italiens, le gouvernement a mis en place en 2011 un dispositif restreignant les montées au capital d'entreprises italiennes par des investisseurs étrangers. Il faut dire que suite au rachat de Bulgari par LVMH en mars 2011, celui de Parmalat par le français Lactalis en juillet 2011 et celui de l'énergéticien Edison finalisé par EDF en mai 2012, le gouvernement italien a cherché à limiter la montée des capitaux étrangers au sein des entreprises jugées stratégiques.

Le décret italien s'inspire de la réglementation française (que nous détaillerons par la suite) en définissant une liste de secteurs jugés stratégiques : défense, énergie, télécommunications, alimentaire. Tout investisseur étranger souhaitant procéder à l'acquisition d'un groupe

⁵³ *Mythes et réalités des fonds souverains*, Fondation Prometheus, février 2009.

italien de cette liste devra faire la demande d'une autorisation 60 jours à l'avance auprès de la Consob, gendarme italien des marchés. En invoquant le principe de réciprocité, les entreprises italiennes visées par des acquisitions hostiles pourront appliquer les actions défensives applicables dans le pays d'origine de l'investisseur.

QUELLE POSITION POUR LA FRANCE ?

Le bouclier « anti-OPA » étrangères du décret du 30 décembre 2005

La France a mis en place une procédure de contrôle des investissements étrangers par le décret du 30 décembre 2005. Ce décret ne visait absolument pas les fonds souverains à son origine. Il a en effet été rédigé suite aux rumeurs de rachat de Danone par PepsiCo en 2005. Ce décret fixe onze secteurs pour lesquels une autorisation du ministre en charge de l'Économie est requise, en cas d'investissement d'un acteur extra-européen. Sont notamment concernés : l'armement, la sécurité des systèmes d'information, les technologies classées Secret Défense. Pour tomber sous le coup du décret de 2005, l'opération doit aboutir à⁵⁴ :

- la prise de contrôle, au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, d'une entreprise dont le siège social se situe en France ;
- l'acquisition, directement ou indirectement, de tout ou partie d'une branche d'activité d'une entreprise dont le siège social est établi en France ;
- la détention directe ou indirecte de plus de 33,33% du capital ou des droits de vote d'une entreprise dont le siège social se situe en France.

Le ministre de l'Économie doit faire part sous deux mois de son refus ou de son acceptation, qu'il peut éventuellement conditionner à certaines

⁵⁴ Décret n° 2005-1739 du 30 décembre 2005 réglementant les relations financières avec l'étranger et portant application de l'article L. 151-3 du code monétaire et financier.

clauses permettant la sauvegarde des intérêts nationaux. À défaut de réponse, l'autorisation est réputée acquise.

Ces engagements portent principalement sur « la préservation par l'investisseur de la pérennité des activités, des capacités industrielles, des capacités de recherche et de développement ou des savoir-faire associés, la sécurité d'approvisionnement ou l'exécution des obligations contractuelles de l'entreprise, comme titulaire ou sous-traitant dans le cadre de marchés publics ou de contrats intéressant la sécurité publique, les intérêts de la défense nationale ou la recherche, la production ou le commerce en matière d'armes ».

Se montrant toujours vigilante sur les instruments de contrôle des investissements, la Commission Européenne a demandé en 2006 à la France de faire évoluer son dispositif afin qu'il respecte le principe de libre circulation des capitaux. Toutefois, n'ayant pas depuis traduit la France devant la Cour de Justice de l'Union Européenne, elle semble avoir renoncé à faire modifier le texte du décret de 2005.

Mentionnons également l'existence de dispositifs spécifiques dans certains secteurs. Ainsi, la loi du 5 mars 2007 limite à 20% la détention par un investisseur étranger du capital d'un média. Le secteur bancaire est également concerné puisque la détention d'une participation supérieure à 10% est soumise à autorisation auprès de l'Autorité de contrôle prudentiel.

Dans les instances internationales, gardiennes du principe de libre-échange, les gouvernements français successifs, de droite comme de gauche, se sont attachés à faire valoir le principe de réciprocité : un investisseur originaire d'un pays étranger doit pouvoir investir dans les entreprises françaises à la condition que l'inverse soit possible pour nos entreprises. Force est de constater que les pays dont sont originaires les fonds appliquent de nombreuses restrictions à l'investissement étranger (on pense immédiatement à la Chine mais d'autres pays asiatiques ou de la péninsule arabique sont également dans cette situation). Le débat sur la réciprocité dépasse largement le cas spécifique des fonds souverains : marchés publics, commerce international, etc.

En revanche, conformément au principe de non-discrimination des capitaux, la France n'a pas établi de réglementation propre aux fonds souverains. Ceci présente l'avantage d'éviter toute stigmatisation à leur égard et il faut rejeter toute tentative de légiférer spécifiquement à l'encontre des fonds souverains.

Une législation plutôt bien accueillie par les investisseurs étrangers

Contrairement à ce qu'on pourrait penser, les fonds souverains ne s'opposent pas nécessairement à la présence d'une réglementation définissant les limites dans lesquelles ils peuvent opérer. Cette dernière peut au contraire être de nature à rassurer les investisseurs en clarifiant les règles du jeu. Cette position est d'autant plus audible que les pays dont sont issus les fonds souverains sont généralement très dirigistes et protègent eux-mêmes des pans entiers de leurs économies. Un cadre législatif clair et transparent participe donc à la création d'un climat des affaires propice aux investissements étrangers.

Le rapport Demarolle sur les fonds souverains, remis en 2008 à la ministre de l'Économie Christine Lagarde, dressait un bilan positif du régime des investissements étrangers en place : « Au total, le bilan pourrait difficilement être plus satisfaisant puisqu'aucun investissement n'a été rejeté et que tous les engagements demandés ont été acceptés par les investisseurs. Il faut, là encore, noter qu'aucun interlocuteur n'a formulé de critique ni sur le principe même de cette réglementation, ni sur son application »⁵⁵. Les investisseurs saluent également la stabilité de ce cadre depuis 2005 alors que « la dernière période a été marquée, chez plusieurs de nos partenaires, par une orientation beaucoup plus restrictive des réglementations applicables aux investisseurs étrangers »⁵⁶.

En conclusion, plutôt qu'une refonte de l'arsenal législatif qui passerait par un élargissement de la liste des secteurs « protégés » ou la création d'une réglementation spécifique aux fonds souverains (qui viendraient

⁵⁵ *Rapport sur les fonds souverains*, Alain Demarolle, la Documentation française, 2008.

⁵⁶ *Ibidem*.

certainement en conflit avec nos engagements européens), il apparaît plus efficace d'intensifier le dialogue politique avec les fonds souverains très en amont des transactions, le gouvernement français étant habituellement approché sur les transactions d'envergure, même si ce n'est qu'officieusement.

La nécessité que l'Etat porte un message clair et cohérent vis-à-vis de l'accueil des fonds souverains

La France doit s'attacher, nous l'avons vu, à défendre une certaine stabilité pour les investisseurs étrangers. Stabilité certes réglementaire mais aussi et surtout politique. Les fonds souverains se soucient beaucoup de l'image qu'ils renvoient à l'étranger. Aussi sont-ils très sensibles aux remous politiques et sociaux que leurs investissements peuvent susciter. Jusqu'à présent leur démarche n'a pas été hostile, car ils se refusent à investir lorsqu'ils ne se sentent pas désirés. Ils cherchent à rester les plus discrets possible en s'assurant généralement en amont de l'acceptabilité de leurs investissements (lorsqu'ils atteignent une portion significative du capital de l'entreprise). Une sortie maladroite d'un ministre, suivie d'un emballage médiatique peuvent suffire à faire capoter une opération.

Mentionnons également les discours contradictoires qu'ont pu tenir les autorités françaises et qui ont contribué à brouiller la lisibilité de la position française. Après un discours du président Nicolas Sarkozy, le 8 janvier 2008, où il déclarait : « Face à la montée en puissance de fonds spéculatifs extrêmement agressifs et des fonds souverains, qui n'obéissent à aucune logique économique, il n'est pas question que la France reste sans réagir (...). », un autre discours, quelques jours plus tard, le 14 janvier 2008 à Ryad, est venu contrebalancer la teneur des propos de l'ancien président. Nicolas Sarkozy s'est attaché à réaffirmer l'ouverture de la France aux fonds souverains si les intentions de ces derniers étaient « sans ambiguïté » et si leur gouvernance était « transparente ».

Force est de constater que nous avons parfois été maladroits dans nos réactions et que nos réflexes protectionnistes ont pu heurter les fonds

souverains. La crédibilité de la France, ainsi que son attractivité, se joueront sur sa capacité à définir et porter, au plus haut niveau de l'État, une position claire et cohérente.

Il est également important de mesurer le déficit d'image dont souffre la France au niveau international, même si dans les faits elle reste attractive pour les investisseurs étrangers. Les autorités françaises ont notamment brillé par leur absence à plusieurs conférences de haut niveau organisées par les fonds souverains, et auxquels étaient présents des ministres britannique et américain par exemple. Un véritable effort doit être entrepris afin d'améliorer l'image d'ouverture de l'économie française.

Quelle est l'attractivité réelle de la France ?

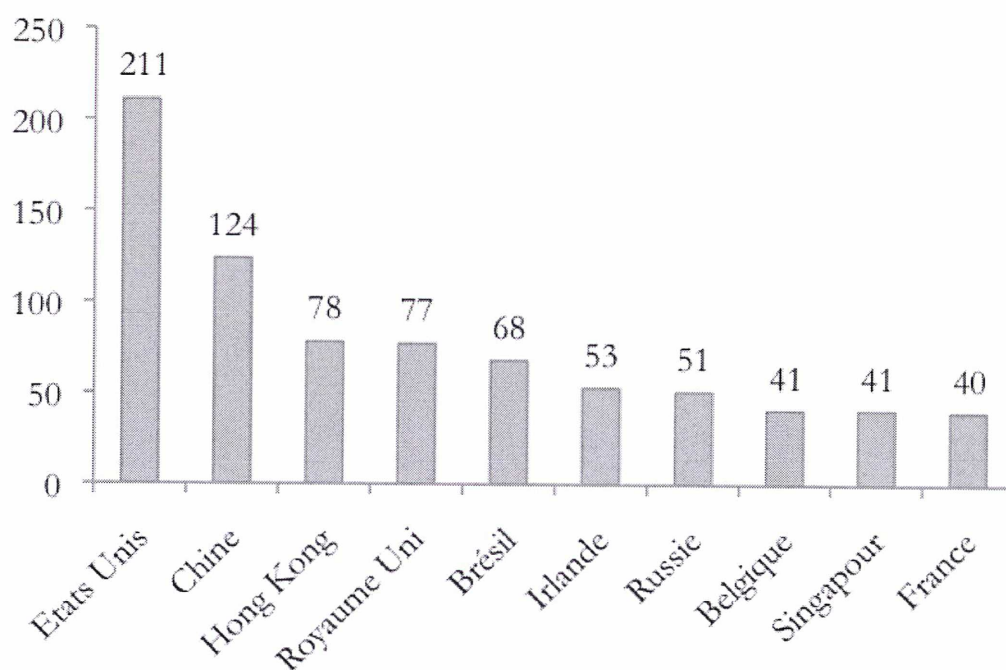
Après avoir décrit le cadre réglementaire et politique dans lequel évoluent les investisseurs étrangers, il est intéressant de situer l'attractivité de la France par rapport aux autres pays récipiendaires.

Le graphique ci-après (figure 24) fournit un classement des pays en fonction du montant total des investissements directs étrangers entrants.

Alors qu'elle se situait en 4^e position pour l'accueil des investissements étrangers en 2010, la France a rétrogradé à la 10^e position en 2011.

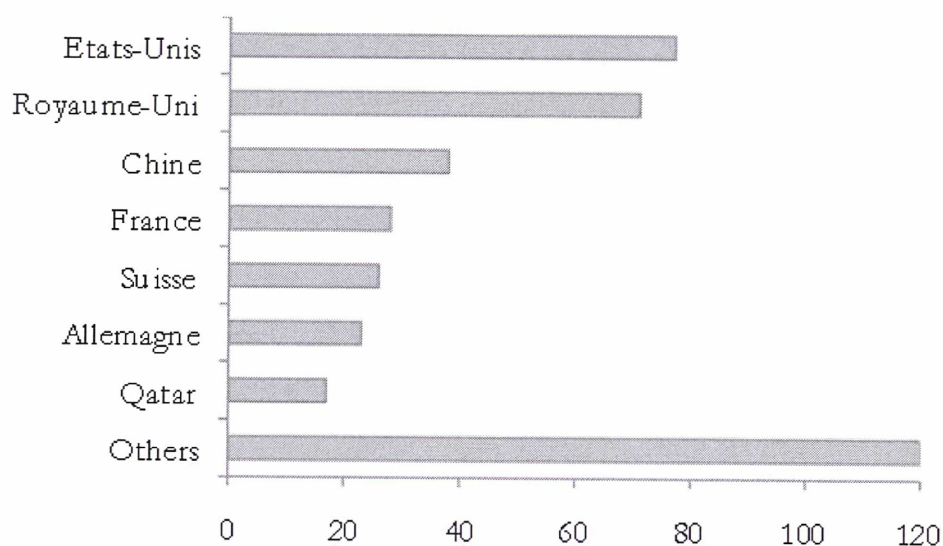
Si l'on considère seulement les investissements effectués par les fonds souverains (du moins ceux connus), le graphique après (figure 25) permet de constater que la France se classe en meilleure position. À l'échelle de l'Union Européenne, le Royaume-Uni se classe en tête, suivi de la France et de l'Allemagne.

FIGURE 24 : CLASSEMENT DES PAYS RECIPIENDAIRES DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ENTRANGERS ENTRANTS SUR L'ANNÉE 2011 (EN MDS DE DOLLARS)



Source : CNUCED, 2012

FIGURE 25 : INVESTISSEMENTS DIRECTS DES FONDS SOUVERAINS PAR PAYS DE DESTINATION (EN MDS DE \$ INVESTIS ENTRE 2005 ET 2011)



Source : SWF Institute - Sovereign Wealth Fund Transaction Database

À l'avenir, la compétition mondiale pour l'accès au capital sera renforcée par un recentrage progressif des investissements des fonds souverains sur leur zone régionale d'origine, afin de bénéficier d'un meilleur rendement et de participer au développement local. Le risque de désintérêt des fonds pour les pays développés est donc réel. La France doit s'attacher à renforcer ses relations diplomatiques avec les pays d'origine des fonds, de manière à créer un cadre propice aux investissements des fonds souverains les plus vertueux. Nous le verrons par la suite, les possibilités de partenariats avec nos entreprises sont nombreuses et souhaitables. Dans ce cadre, un rôle particulier pourrait être attribué à l'Agence Française pour les Investissements Internationaux (AFII), chargée de la promotion, de la prospection et de l'accueil des investisseurs étrangers. Sa mission pourrait être élargie à l'accueil de ces investisseurs pas comme les autres que sont les fonds souverains.

Dans le domaine des infrastructures, le recours à des financements privés est amorcé depuis quelques années et sera de plus en plus privilégié, à mesure que les marges d'intervention de l'État se réduiront. La France se devra donc d'accueillir et d'attirer des investisseurs étrangers, comme elle le fait déjà. Par leur force de frappe et leur horizon de long terme, les fonds souverains se situeront inévitablement au premier rang.

Le montant important investi par les fonds souverains au Royaume-Uni est surtout le résultat des prises de participation massives qu'ils ont effectuées dans les banques au moment de la crise financière. La bonne place de la France dans ce classement montre qu'elle n'a pas un problème spécifique d'attractivité vis-à-vis des fonds souverains.

Conclusion

Les investissements des fonds souverains illustrent l'apparition d'une nouvelle phase dans la mondialisation, au cours de laquelle les flux d'investissement, traditionnellement orientés des économies industrialisées vers les économies émergentes, tendent à s'inverser. Leur importance croissante va de pair avec la place essentielle prise par les pays en développement dans l'économie mondiale. À l'exception de la protection légitime des activités ayant un impact direct sur la sécurité nationale, limiter le pouvoir de ces nouveaux acteurs émergents est à terme voué à l'échec, et ne va pas dans l'intérêt des économies développées. Seule une intensification du dialogue avec les fonds souverains, y compris avec ceux dont les pays d'origine ont des ambitions stratégiques clairement affichées, permettra de bénéficier pleinement des avantages mutuels significatifs que des partenariats de confiance sont susceptibles de nous apporter.

Chapitre 6

Entreprises françaises : les conditions d'un partenariat avec les fonds souverains

LE CONTEXTE DES PRISES DE PARTICIPATION DANS LES ENTREPRISES FRANÇAISES

Un état des lieux

Les fonds souverains investissent en France de manière directe (prises de participation dans des entreprises, immobilier, etc.) et indirecte (fonds de *private equity*, fonds de type OPCVM).

Le tableau ci-après résume les principales prises de participation des fonds souverains dans les grandes entreprises françaises.

TABLEAU 14 : PRINCIPALES PARTICIPATIONS DETENUES PAR LES FONDS SOUVERAINS DANS LES GRANDES ENTREPRISES FRANCAISES*

	Participation	Fonds souverain	Gouvernance
Lagardère	12,8%	Qatari Diar (Qatar)	Demande d' 1 siège au CS
Eutelsat	7%	CIC (Chine)	
Veolia	4,75%	Qatari Diar (Qatar)	1 siège au CA
	1,5%	CIC (Chine)	
Vinci	5,6%	Qatari Diar (Qatar)	1 siège au CA
Areva	4,8%	KIA (Koweït)	
Total	2%	Qatar Holdings (Qatar)	
	2%	SAFE (Chine)	
Vivendi	2%	Qatar Holding (Qatar)	
GDF Suez E&P	30%	CIC (Chine)	NC

CA = Conseil d'administration et CS = Conseil de Surveillance ; NC = Non communiqué

* hors participations du fonds souverain norvégien

Source : sites internet des sociétés, articles de presse

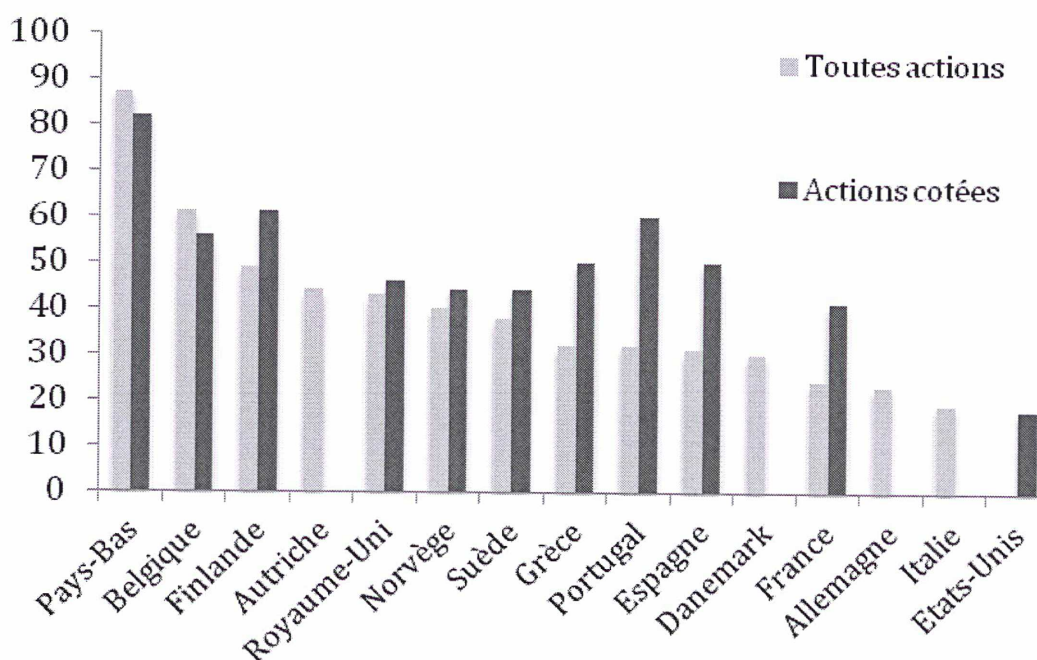
Le fonds souverain norvégien détiendrait 17,3 milliards de dollars dans le CAC 40 et serait le premier fonds actionnaire de presque deux valeurs sur trois de l'indice parisien⁵⁷.

Le fonds souverain qatari est de loin le plus actif, avec notamment une présence au capital de Lagardère, Veolia, Vinci, Total et Vivendi. Il a également réalisé de nombreux investissements immobiliers de prestige (immeubles et hôtels) et a acquis des actifs dans le domaine du sport (club de football PSG, club de handball de la Ville de Paris, Prix de l'Arc de Triomphe). Les relations diplomatiques étroites entre la France et le

⁵⁷ Le fonds souverain norvégien, premier fonds actionnaire des grands indices européens, *Les Echos*, 10 octobre 2012.

Qatar, et la volonté d'accroître ses liens avec un partenaire jugé privilégié en Occident expliquent pour une bonne part les investissements massifs du fonds souverain qatari dans l'Hexagone. En octobre 2012, le ministre des Affaires étrangères Laurent Fabius a souhaité la « bienvenue à tous les investisseurs » en évoquant les investissements qataris en France, soulignant que le Qatar n'avait « aucune pesée sur la politique étrangère » de Paris⁵⁸.

FIGURE 26 : PART DE LA DÉTENTION DES ACTIONS DES ENTREPRISES NATIONALES PAR DES NON-RÉSIDENTS EN 2008
(EN % DU PASSIF DES SOCIÉTÉS DOMESTIQUES)



Source : *épargner à long terme et maîtriser les risques financiers, rapport au Conseil d'Analyse Economique, mai 2009*

On trouve parmi les grandes entreprises françaises des leaders mondiaux dans plusieurs secteurs et des marques reconnues qui constituent des investissements sûrs dans des acteurs de référence, dont les fonds

⁵⁸ Dépêche AFP du 7 octobre 2012. M. Fabius a également déclaré : « On a beaucoup parlé du Qatar, c'est vrai que son action est souvent spectaculaire. Mais dès lors que ces investissements sont positifs pour la balance française, pour l'emploi, je ne vois pas pourquoi on serait réticents. (...) Nous avons de très bons contacts avec les autorités du Qatar que nous voyons régulièrement et nous sommes parfaitement au clair. Le Qatar a fait le choix d'un partenariat profond avec la France, la France en est heureuse ».

souverains sont friands. Les préférences sectorielles des fonds souverains sont illustrées par le tableau précédent : médias, énergie, services aux collectivités, construction, haute technologie. Le secteur du luxe est également attractif : le Qatar a franchi le seuil de 1% du capital de LVMH en mars 2012.

À titre de comparaison, on notera qu'au 31 décembre 2010, les non-résidents détenaient 42% de la capitalisation boursière du CAC 40 (cf. Figure 26)⁵⁹.

Des investisseurs choisis ou subis ?

Entre méfiance et proactivité

L'étude sur les fonds souverains menée par l'Institut de l'Entreprise a révélé que « les grandes entreprises françaises cotées perçoivent (...) aujourd'hui dans leur immense majorité les fonds souverains comme des investisseurs de long terme leur permettant de disposer d'un actionnariat plus stable et donc de mener une politique de développement industriel ». Les dirigeants d'entreprise tentés d'ouvrir le capital à des fonds souverains prennent des initiatives afin de les attirer, par exemple lors de *road shows* au Moyen-Orient.

D'autres dirigeants d'entreprise se montrent plus réticents. C'est le cas des dirigeants des Petites et Moyennes Entreprises (PME) et des Entreprises de Taille Intermédiaire (ETI). En particulier lorsqu'elles sont à capital familial, l'ouverture de leur capital à un fonds souverain fait parfois peur, car vécu comme une perte de contrôle, voire comme une « nationalisation par l'étranger ».

Une entrée au capital qui n'est pas toujours négociée...

Les dirigeants ne sont généralement pas les propriétaires des entreprises qu'ils dirigent. Dans le cas des sociétés cotées dont les titres sont librement négociables, ils sont donc en principe contraints d'accepter tous les investisseurs qui viendraient dans le respect de la réglementation, qui ne distingue pas un investisseur étatique d'un autre.

⁵⁹ Bulletin de la Banque de France, 2^e trimestre 2011.

De manière générale, l'entrée au capital d'un fonds souverain peut prendre les trois formes suivantes :

- achat direct des actions (sur le marché ou par bloc) ;
- augmentation de capital ;
- offre publique d'achat (OPA) ou offre publique d'échange (OPE).

Lorsque le fonds souverain achète des actions directement sur le marché ou un bloc d'actions à un actionnaire existant qui souhaite se désengager, les dirigeants de l'entreprise n'ont souvent pas leur mot à dire. On peut par exemple citer la vente de 7% du capital d'Eutelsat par Albertis au fonds chinois CIC en juin 2012 : la direction d'Eutelsat n'aurait été prévenue de cette cession par Albertis que tard le jour précédent⁶⁰ l'opération. L'augmentation de capital nécessite des négociations entre le fonds souverain et les instances dirigeantes de la société, et implique *in fine* une décision des actionnaires en assemblée générale. Même lors d'un achat direct des actions, les fonds souverains entament souvent une discussion avec le management de l'entreprise. L'offre publique d'achat est une forme rarement utilisée par les fonds souverains. De manière générale, la plupart des observateurs s'accordent à dire que les fonds souverains ne monteront pas significativement au capital d'une entreprise s'ils ne se sentent pas les bienvenus : ils évitent les situations conflictuelles et privilégient le dialogue.

Notons également que les fonds souverains acquièrent parfois des obligations convertibles en actions. Une obligation convertible (*convertible bond*) est un titre de créance qui donne à son détenteur, pendant la période de conversion, la possibilité de l'échanger contre une ou plusieurs actions de la société émettrice. Lorsque les fonds souverains sont venus au secours des banques occidentales en difficulté lors de la crise des *subprimes* de 2008, les mises de fonds ont souvent été réalisées sous la forme d'obligations convertibles en actions.

⁶⁰ Le fonds chinois CIC paie une prime pour se faufiler au capital d'Eutelsat, L'Agefi, 25 juin 2012.

CONCILIER LES BENEFICES DES DEUX PARTIES

Les bénéfices attendus par les entreprises

La présence d'un actionnaire de long terme, qui consolide l'actionnariat de la société

Les entreprises voient d'un bon œil l'arrivée d'un actionnaire significatif, voire de référence, garant du « temps long », et dont l'horizon d'investissement est davantage en phase avec le cycle économique de l'entreprise que celui d'un investisseur ayant pour seul souci la rentabilité à court terme. Par ailleurs, la présence d'un fonds souverain permet de diversifier géographiquement l'actionnariat, ce que recherchent certaines entreprises, telles Total⁶¹.

La présence d'un actionnaire de référence permet de consolider un actionnariat morcelé, et donc de dissuader des tentatives de rachat hostiles. Certaines entreprises ne bénéficient pas d'actionnaires importants et sont donc facilement « opérables », c'est-à-dire susceptibles de faire l'objet d'une offre publique d'achat de la part d'une autre société. Par exemple, l'entrée du Fonds Stratégique d'Investissement (FSI) au capital de Vallourec pour 7% du capital, a fait de lui le premier actionnaire de la société et a permis de réduire le flottant à 80%.

Il convient néanmoins de préciser que la présence d'un actionnaire de long terme au capital d'une société cotée n'implique pas une réduction de la volatilité du cours de bourse. En effet, le prix d'une action sur les marchés financiers reflète le niveau de l'offre et de la demande sur le capital « flottant », ce dernier désignant pour une société cotée la partie des actions effectivement susceptible d'être échangée en bourse, c'est-à-dire qui n'est pas détenue par des actionnaires stables dont on présume qu'ils ne céderont pas à court terme leurs actions. Toutes choses égales par ailleurs, plus le flottant d'une société est important, plus faibles seront les amplitudes de cours de son action.

Un investisseur au profil d'industriel

Un fonds souverain, dans le cas de la Chine, du Qatar ou encore du fonds Mubadala d'Abu Dhabi, est à mi-chemin entre un investisseur financier et un investisseur au profil d'industriel, par les liens étroits qu'il

⁶¹ Interview du directeur financement et trésorerie du Groupe Total, Site internet de Débat&Co.

entretient avec le gouvernement et les entreprises locales, dans la perspective de développer les infrastructures du pays, de renforcer le tissu économique national et d'aider les entreprises à s'internationaliser. Un rapprochement capitalistique avec un fonds souverain pourra s'accompagner d'un partenariat large qui comprendra la réalisation de projets industriels. Un tel choix d'actionnaire a donc une valeur stratégique importante car il peut accélérer le développement de la société.

L'ouverture à de nouveaux marchés, la création de partenariats industriels et le financement facilité d'opportunités de croissance

Un partenariat avec un fonds souverain peut permettre de créer des opportunités commerciales en facilitant la conquête de marchés d'exportation dans le pays d'appartenance du fonds. Ces coopérations bénéficient en retour au fonds souverain puisqu'il prend des participations dans des entreprises dont il assure les débouchés commerciaux, et donc la croissance du chiffre d'affaires. De même, un tel partenariat peut favoriser les investissements locaux, *via* la création de co-entreprises (*Joint Ventures*). L'entrée du Qatar dans le capital de Veolia Environnement, dans le cadre d'un partenariat stratégique signé en 2010, permettra à l'entreprise d'élargir l'éventail de ses contrats, en particulier dans le secteur de l'assainissement au Moyen-Orient, région prioritaire pour son développement. Le directeur général de Qatari Diar a ainsi déclaré à cette occasion : « Nous sommes ravis de devenir un partenaire industriel de long terme ainsi qu'un actionnaire de Veolia Environnement que nous comptons associer pleinement au développement de nos projets au Moyen-Orient, en Europe et en Afrique, où Qatari Diar est déjà fortement implantée, en s'appuyant sur l'expertise avérée de Veolia Environnement dans les services publics et le développement durable ». ⁶²

⁶² Communiqué de presse de Veolia Environnement, 16 mars 2010.

L'investissement du fonds souverain chinois dans GDF Suez Exploration & Production

En août 2011, GDF Suez et le fonds chinois CIC ont signé un accord en vue d'une coopération sur l'ensemble des métiers et positions géographiques de GDF Suez, notamment en Asie-Pacifique. Première étape de cette collaboration, CIC a réalisé un investissement minoritaire de 2,3 milliards d'euros dans la filiale Exploration & Production de GDF Suez afin d'accélérer son développement. Après une augmentation de capital et une restructuration financière réduisant la dette de GDF Suez E&P, cette transaction permet au CIC d'en détenir 30 %. CIC a également acquis une participation de 10% dans l'usine de liquéfaction Atlantic LNG, à Trinité-et-Tobago, pour 0,6 milliard d'euros ainsi que des contrats financiers (*production payments*) pour un montant de 0,6 milliard d'euros. L'accord signé entre GDF Suez et CIC nous semble un partenariat très prometteur, et créateur de valeur pour les deux parties en présence. Par cet investissement dans le secteur énergétique, jugé stratégique par l'État chinois, le CIC investit dans une société à forte croissance et qui pourra accompagner l'État chinois dans ses projets de développement locaux. Du côté de GDF Suez, la coopération avec le CIC prévoit la réalisation d'investissements en partenariat dans des projets énergétiques (existants ou à venir en Asie-Pacifique) ainsi qu'un parrainage commercial pour le développement des activités de GDF Suez en Asie-Pacifique, dont la Chine (c'est-à-dire accès à de nouveaux marchés, et mise en relation avec des entreprises chinoises). Cette coopération s'est d'ores et déjà concrétisée par deux partenariats. GDF Suez a signé avec China National Offshore Oil Corporation (CNOOC) un accord de collaboration dans le gaz naturel liquéfié. Par ailleurs, GDF Suez et Industrial and Commercial Bank of China (ICBC, affilié au CIC) ont signé un accord de coopération financière qui permettra à GDF Suez de bénéficier du soutien d'ICBC dans le cadre du financement de ses projets, notamment en Asie- Pacifique et en Chine.

De nombreuses multinationales françaises qui cherchent à accélérer leur développement dans les pays émergents pourraient ainsi bénéficier d'un appui des fonds souverains pour conquérir de nouveaux marchés. C'est le cas de Total, qui a signé le 19 mars 2012 un accord avec le groupe pétrolier public chinois Sinopec en vue de créer une *Joint Venture* d'exploration et de production des gaz de schiste en Chine. À cette occasion, le P-DG du groupe français a déclaré qu'il ne voyait « aucun problème » à ce que le fonds d'État chinois CIC prenne une participation

supplémentaire dans son capital (la SAFE détient déjà 2% du capital). Indiscutablement, ces investissements souverains accroissent la visibilité de l'entreprise à l'étranger.

La plupart des pays d'origine des fonds souverains sont des pays émergents qui développent leurs infrastructures. Or, la France compte un certain nombre de leaders mondiaux dans l'énergie, les services à l'environnement ou la construction, qui ont là une chance à saisir en mettant leur savoir-faire à disposition des pays qui possèdent un fonds souverain. Au Qatar par exemple, l'organisation de la Coupe du Monde de football en 2022 nécessite la réalisation d'importants projets d'infrastructures offrant des opportunités aux entreprises françaises.

Plus généralement, la présence d'un fonds souverain au capital d'une entreprise pourra faciliter le financement de futurs projets de croissance : les fonds souverains ont une capacité financière qui leur permet d'accompagner l'entreprise dans ses projets de développement. C'est pourquoi l'entrée d'un fonds souverain au capital d'une société rassure les observateurs sur la stabilité financière et la pérennité de cette dernière.

Enfin, avoir un fonds souverain dans son capital peut permettre d'accéder à des marchés dans le pays d'appartenance du fonds. Les dirigeants du fonds disposent d'un réseau très étendu dans le pays, à la fois dans le monde des affaires et dans la sphère politique, dont ils peuvent faire bénéficier l'entreprise.

Les bénéfices attendus par les fonds souverains

La bonne compréhension par l'entreprise française des bénéfices attendus par les fonds souverains est un préalable indispensable à la recherche d'un partenariat avec un fonds. En effet, seule une analyse fine des motivations du fonds permettra de les attirer et de trouver un accord créateur de valeur pour les deux parties.

La recherche d'un investissement financier performant

L'objectif primordial d'un fonds souverain est de réaliser un placement financier performant. Le fonds fait donc un arbitrage classique entre rentabilité et risque. Par leur nature même, ils sont à la recherche d'une plus-value à long terme. Ils sont donc souvent en quête de « bonnes

affaires », intéressés par des acquisitions opportunistes de valeurs sous-cotées. Quant à eux, les fonds du Golfe plébiscitent les « valeurs sûres ».

Des perspectives de croissance

Progressivement, les fonds souverains réorientent leurs investissements dans les régions du monde où la croissance est la plus dynamique, d'où un désintérêt pour l'Europe (publiquement affiché par les fonds de la Norvège et de Chine par exemple), et plus globalement pour les marchés matures. C'est pourquoi la proposition de GDF Suez d'investir dans sa filiale d'Exploration & Production, qui se développe sur les marchés émergents, a séduit le fonds CIC.

Accompagnement du développement du pays

- Partenariats industriels : les pays d'appartenance des fonds souverains sont souvent des pays émergents qui bâtissent de nouvelles infrastructures et encouragent le développement de nouvelles industries. Par exemple, la réalisation dans le Golfe de villes nouvelles *green city* neutres en émissions de carbone nécessite l'intervention de nombreuses entreprises occidentales. Les fonds souverains souhaitent souvent compléter leurs investissements avec des partenariats qui revêtent des formes variées : attribution de marchés aux entreprises occidentales, accords de *Joint Venture*, transfert de compétence, établissement de centres de R&D ou de production locaux, etc.
- Connaissance du secteur et « réseau relationnel » : les fonds souverains cherchent parfois à accéder à la connaissance du secteur industriel dans lequel ils investissent, ainsi qu'à un réseau de personnes et de compétences auxquelles ils pourront faire appel. Dans le cas du partenariat entre GDF Suez et le fonds souverain chinois CIC, l'opération permet au fonds chinois de bénéficier d'informations sur le secteur de l'énergie, *via* la participation au Conseil d'administration de la filiale Exploration & Production de GDF Suez, et lui donne accès aux compétences d'un leader mondial de l'énergie.

PROMOUVOIR UNE BONNE GOUVERNANCE

Les fonds souverains sont très hétérogènes. Certains, tels le fonds ADIA d'Abu Dhabi ou les fonds singapouriens Temasek et GIC, sont des investisseurs aux meilleurs standards internationaux ; ils ont une politique d'investissement indépendante et ne demandent pas l'avis du gouvernement pour prendre leurs décisions.

D'où l'importance pour les entreprises françaises de bien choisir les fonds souverains avec qui elles souhaitent travailler. En première approche, on fera la distinction entre les fonds souverains qui adoptent une gestion active de leur participation (gestion dite *hands on*) et les fonds souverains souhaitant rester en retrait (gestion dite *hands off*).

Un travail avec les fonds souverains en amont de l'investissement permettra la mise en place d'une gouvernance efficace et transparente de la participation du fonds. Les phases de pré-sélection des fonds puis de négociation se déroulent habituellement avec l'aide de banquiers-conseils et d'avocats d'affaires.

Les risques pour l'entreprise et ses actionnaires

Les fonds souverains sont encore méconnus et leur évocation est souvent anxiogène. L'arrivée d'un fonds souverain en tant qu'actionnaire important d'une entreprise nécessitera de convaincre et de rassurer les salariés, les actionnaires existants, et parfois la puissance publique. Le fonds souverain n'est pas un investisseur comme les autres : il n'a pas d'actionnaires si ce n'est l'État d'appartenance du fonds souverain, qui peut dans certains cas poursuivre des objectifs qui lui sont propres, et qui peuvent aller à l'encontre de l'intérêt social de l'entreprise.

On peut notamment craindre une entrave au processus normal de décision en matière de stratégie ou de gestion de l'entreprise, causée par la spécificité de souveraineté du fonds. Des contraintes peuvent par exemple être exercées sur la localisation des investissements ou encore sur les circuits de distribution des produits et services de l'entreprise. Dans la gestion courante de l'entreprise, ce risque ne se matérialise que si ces décisions relèvent du conseil d'administration et que le fonds souverain y dispose d'une influence, par la présence d'un ou plusieurs représentants. Il arrive que le fonds souverain exige des contreparties

avant d'investir, comme nous l'illustre par exemple la description du fonds souverain qatari au chapitre 3 de cet ouvrage.

Quant au transfert de technologies et de savoir-faire, et *a fortiori* à leur évocation, ce n'est pas un risque directement lié à la détention d'une participation minoritaire au capital de l'entreprise. En effet, les fonds souverains n'ont généralement pas le contrôle des entreprises, et les informations auxquelles ils accèdent en siégeant au conseil d'administration de l'entreprise ne sont pas de nature à menacer le patrimoine intellectuel et technologique de l'entreprise. En revanche, certains fonds n'hésitent pas à inclure dans l'accord de coopération des partenariats technologiques qui passent par des transferts de technologie et de savoir-faire, en particulier lorsque la coopération prévoit la création de *Joint Venture*.

Là encore, il nous semble que ce type de menace provient davantage d'autres acteurs que les fonds étatiques : dans le cas de la Chine par exemple, le fonds souverain constitue en quelque sorte la façon « amicale » d'entrer en contact avec la puissance financière chinoise (par opposition aux entreprises publiques).

La gestion de la phase d'approche et de négociation

Un travail en amont avec le fonds souverain donne l'occasion aux dirigeants de l'entreprise de comprendre dans le détail ses motivations, les possibilités de partenariats et le mode de fonctionnement interne du fonds. Développer un *affectio societatis* avec les fonds susceptibles d'investir à son capital favorisera une coopération profitable sur le long terme.

Le fonds souverain devra clairement formuler ses intentions à l'entreprise : Quelle est sa philosophie d'investissement ? Quel est son objectif en termes de détention du capital ? Compte-t-il demander un ou plusieurs postes d'administrateur ? Quelle stratégie entend-il mettre en œuvre à l'égard de la société ? Le cas échéant, l'entreprise doit chercher à comprendre le projet industriel du fonds souverain. Au-delà du seuil de 10% du capital de l'entreprise, une disposition réglementaire prévoit déjà que l'investisseur communique une déclaration d'intention adressée à l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et à la société cible.

Idéalement, le fonds souverain précise sa conception de son rôle d'actionnaire, c'est-à-dire la manière dont il envisage de gouverner sa participation. L'entreprise doit obtenir des informations suffisantes pour rendre la gouvernance du fonds souverain transparente. Le processus de décision du fonds souverain et le rôle des autorités politiques dans la gestion de l'investissement devront être abordés.

Cette phase est importante car l'absence d'accord clair entre l'entreprise et ses actionnaires historiques d'une part, et le fonds souverain d'autre part, peut conduire à un retrait rapide du capital par ce dernier. Dans le cas de Suez Environnement, la participation de plusieurs fonds du Qatar a été ramenée de 3% à 1%⁶³, alors que leur projet initiale, lors de leur entrée au capital en 2008, était de renforcer cette participation et d'obtenir un siège au conseil d'administration, qu'ils se seraient vus refuser.

Des co-investissements sur des grands projets

Les co-investissements réalisés avec les fonds souverains, et plus particulièrement des projets à l'étranger, sont une voie intéressante pour mieux se connaître. La co-entreprise Vinci Construction – Qatari Diar s'est vue attribuer les contrats pour les projets de construction des infrastructures (train, parkings) de la ville nouvelle de Lusail qui devrait à terme accueillir 250 000 habitants, la station de pompage de Doha ou encore la liaison Qatar-Bahreïn. La plupart des pays d'origine des fonds souverains sont des pays émergents qui développent leurs infrastructures : les grandes *utilities* (services à l'environnement, énergie) françaises ont là une chance à saisir en mettant leur savoir-faire à disposition des pays disposant d'un fonds souverain. Cette démarche pourrait s'étendre à d'autres types de projets (mines, centrales nucléaires, usines de dessalement d'eau de mer). Nous pensons ainsi que le développement de ces grands projets permettrait aux parties en présence d'apprendre à se connaître, sans les risques en termes de gouvernance que suppose une entrée au capital. Ces coopérations permettent également de partager les risques et l'effort d'investissement.

⁶³ Les ambitions de Suez Environnement après l'échec du contrat francilien, *La Tribune*, 25 mai 2008.

DES GARDE-FOUS JURIDIQUES

Il est impératif que la prise de participation même très minoritaire d'un fonds souverain ne se fasse pas sans garde-fous. Ces garde-fous sont de plusieurs ordres : (i) dispositions adéquates dans le pacte d'actionnaires⁶⁴, le protocole d'investissement⁶⁵ ou les statuts⁶⁶ de l'entreprise, permettant de contrôler l'influence du fonds souverain et de stabiliser le capital, (ii) investissement dans des entités juridiques moins risquées et (iii) utilisation de mécanismes de défense anti-OPA.

Contrôler le pourcentage du capital détenu par le fonds souverain

Les entreprises souhaitent être alertées de l'arrivée inopinée d'un fonds souverain à leur capital. La société cotée peut modifier ses statuts pour abaisser de 5% (seuil réglementaire) à 0,5% le seuil au-delà duquel un investisseur devra notifier son pourcentage de détention du capital de la société. C'est grâce à ce type de disposition qu'en 2011 LVMH a appris que le fonds souverain du Qatar avait dépassé le seuil de 1% de détention de son capital. Il est possible d'imposer que cette déclaration soit renouvelée chaque fois qu'un nouveau seuil de 0,5% est franchi, à la hausse comme à la baisse, et ce y compris au-delà du seuil de 5%. Le Code de commerce prévoit sous peine de privation des droits de vote des actions excédant les seuils, des déclarations à l'AMF en cas de franchissement des seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30% et un tiers du capital ou des droits de vote.

⁶⁴ Le pacte d'actionnaires est une convention conclue par tout ou partie des actionnaires de la société, et qui régit les relations entre eux. Il prévoit notamment la gestion des modifications ultérieures de l'équilibre actionnarial de la société, la gouvernance de la société et les conditions de cession de tout ou partie de la participation par un actionnaire (droit de préemption, obligation de cession conjointe). Le pacte d'actionnaires est un document extra-statutaire et confidentiel, sauf dans le cas des sociétés cotées où toute clause établissant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'action doit être rendue publique.

⁶⁵ Le protocole d'investissement est une convention conclue entre la société, ses principaux actionnaires et les nouveaux investisseurs définissant les engagements de chacun en vue de réaliser l'investissement.

⁶⁶ Les statuts engagent l'ensemble des actionnaires et sont obligatoirement publics.

Par ailleurs, les entreprises peuvent désirer contrôler la participation du fonds souverain, pour éviter une montée en puissance non concertée ou encore une revente trop importante des actions. Des clauses de stabilité de l'actionnariat, dans le pacte d'actionnaires ou les statuts de l'entreprise, peuvent prévoir un encadrement de la participation du fonds entre une valeur basse et une valeur haute, sur une durée typique de 3 à 5 ans, ce qui constitue une durée allongée par rapport à un investisseur classique et se justifie par l'horizon de long terme des fonds souverains. Dans le cas de Vinci, l'accord avec le Qatar prévoit un encadrement de la participation entre 5 et 8% pour une durée de 3 ans minimum. Autre exemple : en 2011, Areva a réalisé une augmentation de capital réservée de 900 millions d'euros souscrite par Kuwait Investment Authority (KIA) pour 600 millions d'euros (lui donnant ainsi accès à 4,8% du capital) et par l'État français pour 300 millions d'euros. À cette occasion, l'Etat français et KIA ont signé un pacte d'actionnaires qui prévoit une stabilité de la participation de KIA au capital d'Areva pendant 18 mois, KIA bénéficiant par ailleurs de protections contre une éventuelle dilution.⁶⁷

Une clause d'inaliénabilité (*lock up*) vise ainsi à interdire aux actionnaires de céder tout ou partie de leurs actions. Sa durée doit être raisonnable et justifiée par un intérêt social légitime, afin de ne porter atteinte au principe de libre cessibilité des actions que de manière temporaire. Une clause de plafonnement (*standstill*) de la participation d'un actionnaire dans le capital, à son niveau initial ou à un certain seuil, prévoit un engagement de non acquisition de titres. Cette clause vise à la préservation de l'équilibre actionnarial en empêchant une modification de la répartition des titres entre les actionnaires.

Un droit de préemption au profit des autres actionnaires de référence pourra aussi être envisagé : il donnera la priorité à son bénéficiaire pour se porter acquéreur d'actions mises en vente par un actionnaire. Il vise entre autres à éviter l'entrée au capital d'une tierce partie indésirable. Une variante, possible uniquement dans le cas des sociétés non cotées, consiste à inclure dans les statuts de la société une clause d'agrément qui

⁶⁷ Communiqué de presse d'Areva, 11 décembre 2010.

subordonne la cession des titres d'une société à l'assentiment d'un organe social, permettant aux actionnaires de stabiliser le capital en contrôlant l'accès des tiers à la société.

Limiter l'influence du fonds souverain

Quand ils ne sont pas des *sleeping partners*, les fonds souverains constituent des actionnaires de la société qui à ce titre devraient pouvoir s'exprimer. En tant qu'actionnaires de long terme, les fonds souverains devraient même logiquement voir leur fidélité récompensée, par exemple par l'attribution de droits de vote double ou de dividendes majorés. Dans une entreprise mal gérée, il paraîtrait logique que le fonds souverain qui dispose d'un poids suffisant au capital puisse infléchir la stratégie poursuivie par le management. On notera que les fonds souverains peuvent se voir reprochés une faible implication dans la gouvernance de leurs participations, qui nuit à la performance des entreprises en portefeuille et donc à la rentabilité du fonds. Assumer ses obligations dans les organes de gouvernance de l'entreprise fait en effet partie intégrante de l'exercice du métier d'actionnaire. Un fonds souverain aux intentions bienveillantes, au-delà d'un certain pourcentage de détention du capital, est donc légitime pour s'impliquer dans les organes de gouvernance afin de garantir la mise en œuvre d'une stratégie de long terme pour l'entreprise.

Il existe malgré tout des moyens pour les entreprises et leurs actionnaires de limiter l'influence du fonds souverain.

Limitation des droits et des postes d'administrateurs

L'entreprise peut émettre des actions sans droits de vote. Les statuts d'une société par actions peuvent également prévoir la limitation, à un pourcentage donné du capital, des droits de vote exprimés par un actionnaire en assemblée générale. Cette disposition devient caduque au-delà d'un certain seuil de détention. C'est le cas de Danone, dont une Assemblée générale extraordinaire en 1992 a décidé qu'aucun actionnaire ne pourrait exprimer plus de 6% du total des droits de vote (ou 12% s'il dispose de droits de vote double).

Les actionnaires existants veilleront, dans le pacte d'actionnaires, à ne pas accorder des droits de veto excessifs au profit d'un fonds souverain.

Certains fonds souverains exigent en effet de telles contreparties à leurs investissements. Ainsi, le Fonds Stratégique d'Investissement (FSI) français, bien que prenant des participations très minoritaires (souvent de l'ordre de 5% du capital), souhaite peser sur la gouvernance de l'entreprise en cherchant à obtenir des droits particuliers associés à sa participation :

- droits de veto, notamment sur la délocalisation du siège social ou d'une filiale importante, fermeture des principaux sites de production ou de R&D, modification majeure des activités, modification des statuts ou de la taille du conseil d'administration, procédures de mise en faillite, etc. ;
- droits de consultation renforcés sur des opérations de fusions-acquisitions structurantes pour l'entreprise ;
- droit de regard sur la nomination du PDG, etc.

L'assemblée générale des actionnaires peut également refuser l'accès du fonds souverain au conseil d'administration de la société. Les administrateurs disposent en effet d'un droit à l'information important et participent à la définition de la stratégie de l'entreprise et à sa mise en œuvre. On peut également envisager la présence de censeurs, présents aux conseils d'administration mais qui ne votent pas.

Une entrée au capital avec des co-investisseurs

L'investissement conjoint d'un fonds souverain avec d'autres actionnaires de référence, qui peuvent être d'autres fonds souverains, rassure l'entreprise quant à la stratégie poursuivie par le fonds. Ces co-investissements correspondent à une tendance qui se dessine nettement : les fonds souverains aiment de plus en plus « chasser en meute ». Un fonds souverain pourrait en particulier co-investir avec le Fonds Stratégique d'Investissement (FSI). Une telle approche constituerait un moyen pour le fonds souverain de s'assurer de l'acceptabilité de son investissement, et lui donnerait accès au tissu industriel français. Ce montage doit toutefois être considéré avec précaution, car les tours de table ultérieurs doivent être anticipés : le FSI pourrait par exemple se

trouver dans l'incapacité financière de suivre une seconde montée au capital du fonds souverain, surtout lorsqu'il s'agit de grands groupes.

Favoriser les investissements des fonds souverains dans des entités juridiques moins risquées

Les entreprises ont intérêt à privilégier l'investissement des fonds souverains dans des *Joint Ventures* ou dans les filiales plutôt que dans la société-mère. Ceci permet de limiter les risques de prise de contrôle de la société entière, ou de sacrifier certains actifs dans des filiales protégées. Les montages envisagés doivent permettre de contourner les difficultés d'ordre politique. La démarche suivie lors de l'investissement du fonds chinois CIC dans la filiale Exploration & Production de GDF en est une illustration.

Pour rendre la gouvernance de la participation du fonds souverain plus transparente, et limiter le pouvoir et l'influence directe du fonds sur les décisions de l'entreprise, on pourrait envisager de mettre en place une holding de reprise qui regroupe les co-investisseurs, par exemple plusieurs fonds souverains entre eux. Ce dispositif serait similaire à celui mis en place par Lagardère et l'État français pour leurs participations dans EADS. La SOGEADE (Société de Gestion de l'Aéronautique, de la Défense et de l'Espace) est une société holding commune qui porte les intérêts du groupe Lagardère et de l'État français dans la société EADS (deux administrateurs représentent la SOGEADE au conseil d'administration d'EADS).

Empêcher une prise de contrôle de l'entreprise

La prise de contrôle n'est pas la forme privilégiée par les fonds souverains

Le risque de la prise de contrôle par un fonds souverain est aujourd'hui relativement éloigné, car un fonds souverain n'a pas vocation à diriger des entreprises. L'épisode de l'acquisition de Cegelec, groupe français de construction électrique de 25 000 salariés, en fournit une illustration probante. En 2008, le fonds souverain du Qatar procède à son rachat avec l'intention de l'utiliser pour les projets de développement de l'émirat. Cependant, un an plus tard, le Qatar cède Cegelec à Vinci en

échange d'une participation de 6% au capital du leader mondial du BTP. Aujourd'hui, un fonds souverain n'a pas la capacité de gérer une entreprise industrielle : il ne dispose ni d'équipes suffisamment étoffées, ni de l'expertise nécessaire, ni de la connaissance de l'environnement sectoriel, ni d'un potentiel de synergies. À court terme, les prises de contrôle hostiles par les grandes entreprises publiques nous semblent plus à craindre.

Principe de réciprocité en droit boursier

Il serait envisageable de s'appuyer sur le principe de réciprocité en droit boursier pour empêcher un fonds souverain ou une entreprise publique étrangère d'acquérir une entreprise française. Cette disposition a été retenue par la France lors de la transposition en droit français de la directive communautaire sur les Offres Publiques d'Achat (directive 2004/25/CE du Parlement européen et du conseil du 21 avril 2004). La clause de réciprocité prévue à l'article L. 233-33 du Code de commerce prévoit qu'en cas de tentative de prise de contrôle, l'entreprise cible puisse prendre des mesures de protection équivalentes à celles de la société initiatrice, si cette dernière ne présente pas les mêmes garanties en termes de gouvernance, c'est-à-dire qu'elle est davantage protégée contre les OPA. Ce principe d'équité permet aux entreprises qui font l'objet d'une offre de reprise de se battre à armes égales.

Mécanismes anti-OPA

D'autres mécanismes anti-OPA peuvent être utilisés. Le principal d'entre eux est la « pilule empoisonnée ». Inspirée du droit américain, ce mécanisme prévu par le Code du commerce prévoit la faculté pour la société cible d'émettre des bons de souscription d'actions (surnommés « bons Breton ») à tous les actionnaires, qui permettent la souscription d'actions nouvelles à des conditions préférentielles. Cette mesure confronte l'offre au risque d'une forte dilution pour l'initiateur de l'offre, et rend ainsi la prise de contrôle plus onéreuse.

Les *Golden Shares* constituent un autre dispositif défensif, utilisé par les États. Une *Golden Share*, ou « action spécifique », permet à celui qui la détient de conserver un droit de veto sur les décisions concernant le capital d'une société, afin d'empêcher les investissements émanant

d'entités non désirées. Les *Golden Shares* ont souvent été introduites par les États dans le cadre de privatisation d'entreprises publiques. Elles ont été utilisées dans plusieurs États européens, notamment aux Pays-Bas (TNT), en Espagne (Endesa), en France (Thalès) ou en Allemagne (par le Land de Basse-Saxe dans Volkswagen). On notera que la légalité des *Golden Shares* est soumise par les institutions européennes (Commission Européenne, Cour de justice) à un certain nombre de conditions de validité (notamment la notion d'intérêts nationaux essentiels à défendre et le respect du principe de proportionnalité).

LE CAS DES PME ET ETI

Les PME et ETI sont parfois réticentes à s'ouvrir à un fonds souverain étranger. Elles sont moins bien armées que des grands groupes pour se protéger contre des délocalisations. Un co-investissement du fonds souverain avec le FSI, qui rassure à la fois les parties prenantes françaises et l'investisseur étranger, et qui permet au fonds souverain de pénétrer le tissu industriel français, semble une voie intéressante.

De manière générale, les investissements des fonds souverains dans les PME et ETI se feront rarement sans intermédiaire. Si les grandes entreprises françaises sont visibles et ont les moyens d'aller démarcher les fonds souverains, ce n'est pas le cas des entreprises de taille plus modeste, pour lesquelles les marchés de capitaux sont par ailleurs peu développés. Les investissements dans les Petites et Moyennes Entreprises (PME) et les Entreprises de Taille Intermédiaire (ETI) constituent des tickets trop faibles pour les fonds souverains, qui en outre ne disposent pas d'une bonne connaissance du tissu industriel français et préfèrent investir dans des leaders internationaux de référence. L'investissement des fonds souverains dans les PME et ETI passe déjà, et passera à l'avenir très majoritairement par les fonds de *private equity*. Dans certains de ces fonds, près de la moitié des sommes levées proviennent déjà de fonds souverains.

Deux mécanismes peuvent être envisagés pour les plates-formes de co-investissement :

- fonds où les engagements sont fermes : les fonds souverains sont *Limited Partners* (LPs) et le fonds est géré par un *General Partner* (GP) ;
- fonds où les LPs auront des droits de co-investissement : ils pourront investir au cas par cas, ce qui répond au souhait des fonds souverains d'investir davantage « en direct » et de ne pas se faire forcer la main.

En septembre 2012, la Caisse des Dépôts et Consignations a signé un accord avec la China Development Bank pour investir dans des PME françaises et chinoises en croissance. Les deux partenaires investissent à parts égales dans un fonds de capital développement de 150 millions d'euros, dont la gestion est confiée à Cathay Capital Private Equity. D'autres initiatives ont vu le jour. En mai 2009, le FSI a conclu un accord avec le fonds souverain d'Abu Dhabi Mubadala, en vue d'investissements conjoints dans des entreprises françaises, en particulier dans les technologies de l'information, les applications médicales, les biotechnologies ou les énergies renouvelables. En octobre 2010, la Caisse des Dépôts et le fonds souverain du Kazakhstan ont signé un accord-cadre de coopération pour le développement mutuel de leurs activités.

Dans certains secteurs d'intérêt stratégique, les fonds souverains investissent directement dans des PME françaises. Par exemple, les Emirats cherchent à investir dans des sociétés technologiquement innovantes dans le domaine de la santé. Ainsi, en mai 2011, Kuwait Life Science Company (KLSC, filiale du fonds souverain du Koweït KIA) a pris une participation dans Median Technologies, éditeur de logiciels et fournisseur de services dans le domaine de l'imagerie médicale en oncologie. Cette entrée au capital lors de l'introduction en bourse de la société se fait dans le cadre d'un partenariat stratégique qui a pour objectif d'implanter Median Technologies au Moyen-Orient et en Afrique du Nord.

CONCLUSION

Les investissements des fonds souverains touchent à la propriété des entreprises et ne sont donc pas sans poser des questions quant à leur contrôle, et aux risques de délocalisation et de transferts technologiques associés. Une attention particulière doit donc être portée à la gouvernance de leurs participations. Les entreprises françaises désireuses d'augmenter leurs fonds propres, de stabiliser leur actionnariat par un investisseur de long terme, ou de bénéficier des opportunités de nouveaux marchés et de partenariats industriels, sont de plus en plus tentées par l'ouverture de leur capital aux fonds souverains. Une relation constructive avec ces fonds nous semble à même de concilier les intérêts des deux parties.

Chapitre 7

Les financeurs des infrastructures de demain ?

Le boom économique et l'augmentation du niveau de vie des pays émergents vont susciter une forte demande pour la création de nouvelles infrastructures de transport, de production d'énergie, d'assainissement... Les pays occidentaux, eux, devront financer le renouvellement d'infrastructures vieillissantes et se donner les moyens d'atteindre les objectifs environnementaux qu'ils se sont fixés. La question de leur financement sera d'autant plus cruciale que les marges de manœuvre des États ont été réduites à néant par la crise des dettes publiques.

Du côté de l'offre de financement, les infrastructures représenteront une part croissante du portefeuille des fonds souverains, jusqu'à atteindre entre 5 et 10%. Cette augmentation de leur poids relatif, combinée à une augmentation globale des ressources des fonds souverains va générer un afflux croissant de financements pour les infrastructures.

Est-il souhaitable d'attirer les fonds souverains dans le financement de nos infrastructures ? Et si oui, par quels moyens ?

POURQUOI ATTIRER LES FONDS SOUVERAINS DANS LE FINANCEMENT DE NOS INFRASTRUCTURES ?

Des besoins de financement importants à venir

Grand Paris, renouvellement progressif de notre parc de production électronucléaire, développement de réseaux hauts débits... les besoins de financement s'annoncent nombreux dans les prochaines années. L'État ne pourra certainement pas jouer le rôle qu'il a autrefois tenu dans le financement de nos réseaux de transport routier ou ferré, ou dans le programme nucléaire français. C'est aujourd'hui sous la forme de partenariats public-privé, les fameux PPP, que s'organise la construction de nouvelles infrastructures. Le financement de ces PPP est assuré à presque 80% par des emprunts bancaires de longue durée⁶⁸, le reliquat étant assuré par des titres de capital (*equity*) et par des emprunts obligataires auprès d'institutionnels.

Or, les règles prudentielles de Bâle 3 obligent aujourd'hui les banques, qui assurent 80% du financement, à réduire la part des prêts à long terme dans leur bilan. La directive Solvency 2 dissuade, elle, les compagnies d'assurance d'investir dans des actifs « illiquides ». Le financement de nouvelles infrastructures requiert ainsi des investisseurs de long terme qui font désormais défaut sur les marchés.

Les fonds souverains apparaissent donc comme des investisseurs potentiels indiqués de par le montant de liquidités qu'ils détiennent et leur horizon de long terme.

Surtout, contrairement aux investissements dans les entreprises industrielles, les infrastructures présentent l'avantage d'être non délocalisables. Cette caractéristique écarte la crainte principale qu'on peut avoir vis-à-vis des fonds souverains.

Enfin, même si les fonds souverains investissent aujourd'hui principalement dans des actifs matures, cela ne signifie pas qu'ils ne pourront pas participer aux financements des infrastructures de demain.

⁶⁸ *L'Agefi Hebdo*, du 26 janvier au 1^{er} février 2012.

D'une part, leurs investissements dans des actifs déjà en fonctionnement libèrent des marges financières pour que d'autres investissent dans de nouveaux projets. D'autre part, leurs premiers investissements dans des actifs matures traduisent leur volonté d'apprendre à connaître progressivement les pays dans lesquels ils investissent ; il n'est donc pas à exclure qu'ils s'aventurent sur de nouveaux actifs, plus risqués, une fois l'expérience acquise.

La concurrence des pays émergents

De plus en plus, les fonds souverains (mais aussi les investisseurs privés) réorientent leurs investissements vers les pays émergents, où ils sont susceptibles d'obtenir des rendements plus élevés. Le secteur des infrastructures n'échappe pas à la règle. Les besoins en Chine, Inde, Afrique ou Brésil sont énormes et les opportunités nombreuses. Les fonds souverains s'allient à des acteurs publics locaux pour investir.

La perception du risque a également évolué. Suite à la crise des dettes européennes, l'Europe est perçue comme davantage risquée alors que les rendements n'ont pas augmenté. À l'opposé, les rendements proposés par les pays émergents restent très attractifs et sortent presque indemnes de la crise financière. À plusieurs reprises au cours du premier semestre 2012, les médias se sont faits l'écho des propos cinglants du président du CIC, Lou Jiwei, qui a affirmé vouloir diminuer son exposition à l'Europe, où les risques d'éclatement sont élevés, pour se réorienter vers les pays à forte croissance. On observe donc un attentisme grandissant à mesure que les interrogations sur le devenir de l'euro croissent.

Le risque de désintérêt est donc réel. Face à cela, des pays occidentaux ont lancé des programmes volontaristes qui témoignent qu'une action de l'État est possible.

ÉTATS-UNIS ET ROYAUME-UNI : EXEMPLES D'EFFORTS MARKETING POUR ATTIRER LES FONDS SOUVERAINS

Les États-Unis et le Royaume-Uni ont parfaitement intégré la nécessité de promouvoir les investissements étrangers dans leurs infrastructures. Chacun a lancé des programmes qui ont pour but de les favoriser, mais

par des moyens différents. Si les États-Unis ont créé un mécanisme d'investissement adapté aux contraintes des fonds souverains, les Britanniques sont parvenus à créer une « marque » et à la vendre aux fonds souverains. Dans les deux cas, le portage politique de ces programmes a été un facteur important de leur succès.

Les Build America Bonds

Les collectivités locales américaines (États, villes) procèdent à la plus grande part des investissements d'infrastructures aux États-Unis. Afin de maintenir leurs capacités d'investissement au cœur de la crise de 2009 et ainsi de les faire participer au plan de relance, l'administration Obama a lancé en avril 2009 le programme *Build America Bonds* (BAB). Le but était de faire participer l'État fédéral au financement des infrastructures, tout en laissant les collectivités locales maîtresses du choix des investissements et en gardant une gestion décentralisée des projets. Les BAB sont donc des obligations particulières que peuvent émettre les collectivités locales sur 5 à 30 ans pour le financement de projets d'infrastructures : ces obligations voient leur rendement abondé par l'État fédéral. C'est ainsi qu'une obligation à 4,8% émise par l'État de Californie voit en fait son rendement porté à 7,4% par l'État fédéral qui finance la différence. Ce surcroît de rendement est versé sous forme de crédit d'impôts pour les investisseurs américains et de surplus de rendement pour les investisseurs étrangers. C'est cette dernière disposition qui a assuré le succès des émissions de BAB auprès des grands investisseurs étrangers. Ce dispositif permet ainsi d'abaisser le coût du financement pour la collectivité locale mais aussi d'élargir la base d'investisseurs potentiels. D'avril 2009 à fin 2010, 181 milliards de dollars ont ainsi pu être levés sur les marchés. Ils l'ont été dans une large proportion par les compagnies d'assurance et les fonds souverains.

Un tel succès n'aurait cependant pas pu être possible sans le soutien politique dont a bénéficié ce programme. Le président Obama a ainsi assuré la promotion de ce concept lors de ses entrevues avec les dirigeants chinois ou des pays du Golfe.

L'importance du marketing : l'exemple de la marque Infrastructure UK

En 2010, le Royaume-Uni s'est engagé dans une réflexion sur la planification et le financement de ses infrastructures, dans un contexte de finances publiques dégradées. Près de 200 milliards de livres doivent être investis entre 2011 et 2015 dans les transports, l'énergie, les réseaux de télécommunication, l'eau ou les déchets. Le programme *Infrastructure UK* a été lancé avec un triple objectif :

- recensement, coordination et planning des différents projets publics, semi-publics ou privés ;
- généralisation de bonnes pratiques en termes de maîtrise des coûts, des délais et de respect de l'environnement ;
- facilitation du financement.

Ce dernier aspect doit renforcer la stabilité du cadre juridique applicable, imaginer des modes de financement novateurs et démarcher de nouveaux investisseurs. Si, sur le plan de la planification des projets, *Infrastructure UK* se veut centralisateur, le financement est différent pour chaque projet, tout à l'inverse du parti pris américain. *Infrastructure UK* vise surtout à créer une marque à forte notoriété, qui favorisera les investissements dans les projets porteurs du label.

Le projet a été promu par le Premier ministre britannique David Cameron et le chancelier de l'Echiquier George Osborne lors de leurs rencontres avec les dirigeants étrangers. C'est ainsi que l'acquisition de 9% de Thames Water par le fonds chinois CIC s'est concrétisée après la visite de MM. Cameron et Osborne à Pékin en janvier 2012. L'existence d'une marque unique et très visible a également poussé les fonds souverains à demander à leurs banques d'affaires d'inclure des infrastructures britanniques estampillées « Infrastructure UK » dans leur portefeuille.

QUELLE STRATEGIE POUR LA FRANCE ET L'UNION EUROPEENNE ?

Les fonds souverains représentent des investisseurs potentiels que la France, et l'Europe en général, se doivent d'attirer dans le financement de leurs infrastructures. Pour compenser le déficit d'image dont la France peut souffrir sur le plan international, elle devra imaginer des produits susceptibles de répondre à leurs attentes mais elle devra aussi savoir leur vendre ces produits, comme l'ont si bien fait Américains et Anglais.

Les atouts de la France

La qualité des infrastructures françaises est reconnue au niveau international. En 2011, la France figurait ainsi au quatrième rang du classement établi par le Forum Economique Mondial, pour la qualité de ses infrastructures : un réseau autoroutier développé, des lignes à grande vitesse parmi les plus rapides, des infrastructures d'énergie et de communication de qualité, etc. Autant d'atouts susceptibles d'attirer des investisseurs étrangers.

Par sa position centrale en Europe, la France bénéficie également d'un trafic intra-européen important, garant d'un taux élevé d'utilisation de ses infrastructures.

La France devra capitaliser sur ses atouts mais elle doit surtout se mettre en capacité de proposer des produits financiers ou des plates-formes de financement adaptés aux fonds souverains, à savoir : des actifs matures de taille significative au regard des moyens financiers des plus grands fonds. Notre capacité à promouvoir ces produits auprès des fonds souverains sera un élément-clé de leur succès.

L'initiative de la Caisse des Dépôts et Consignations

Il est intéressant de mentionner l'initiative lancée par la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC). Acteur de référence du financement d'infrastructures en France, la CDC cherche à valoriser cette position unique pour attirer des fonds souverains. Elle travaille sur un projet,

baptisé FROG (pour *French Opportunity for Growth*)⁶⁹, de créer un fonds spécialisé dans le domaine des infrastructures, ouvert uniquement aux fonds souverains. La particularité de ce fonds réside en ce que sur chaque projet, chacun des membres aurait le droit de co-investir en plus de la contribution du fonds FROG. Par ce mécanisme, près de 5 milliards d'euros pourraient être mobilisés.

Dans un premier temps, les actifs considérés proviendraient des actifs matures déjà détenus par la branche financement d'infrastructures de la CDC. Pour les fonds souverains cherchant à investir sur le marché français, le positionnement de la Caisse en fait un intermédiaire idéal pour accéder à un flux de projets et garantir l'acceptabilité de leurs investissements.

Les fonds souverains sont particulièrement intéressés par ce type de montage qui leur donne à la fois accès à un flux de propositions (*dealflow*), tout en leur ménageant la possibilité de co-investir sur celles qu'ils estiment les plus prometteuses.

Cette initiative donne à voir ce qui pourrait être mis en place pour attirer davantage les fonds souverains. Cependant, face au poids que représentent les fonds souverains, il semble indispensable de réfléchir à ce qui pourrait être développé à l'échelle européenne.

Des initiatives européennes limitées

Les initiatives européennes restent pour l'instant timorées. La Banque Européenne d'Investissement (BEI) est l'organe qui pilote les deux seuls fonds européens d'infrastructures existants à l'heure actuelle. Les fonds Inframed (1 milliard d'euros) et Marguerite (1,5 milliard d'euros) se veulent être des fonds catalyseurs respectivement dans le domaine des infrastructures urbaines et énergétiques du pourtour de la Méditerranée et dans les domaines du changement climatique et de la sécurité

⁶⁹ Dossier : Année record pour la dette infrastructures, *L'Agefi Hebdo*, du 26 janvier au 1^{er} février 2012.

énergétique⁷⁰. Malheureusement, leur taille reste modeste à l'échelle des besoins de l'Union Européenne : entre 1 500 et 2 000 milliards d'euros d'ici 2020⁷¹.

Au premier semestre 2012, l'idée de créer des obligations de projet (*Projects Bonds*) au niveau européen a été relancée. Ces obligations, souscrites par des investisseurs, sont adossées à un projet d'infrastructure ou à un groupe de projets, de manière à partager les risques. L'expérimentation lancée en juin 2012 se fonde sur un renforcement de 230 millions d'euros des fonds propres de la Banque Européenne d'Investissement. Elle pourra ainsi garantir les *Project Bonds* émis par des projets d'infrastructures, diminuant ainsi le risque de défaut. L'attractivité des *Project Bonds* s'en trouverait ainsi renforcée. L'expérimentation permettra de juger l'efficacité d'un tel mécanisme.

Cette expérimentation se situe dans le cadre plus large de la stratégie Europe 2020. Le 19 septembre 2011, la Commission a présenté un plan de 50 milliards d'euros portant sur la période 2014-2020 pour des investissements destinés à améliorer l'interconnexion des « réseaux européens dans les domaines des transports, de l'énergie et de la technologie numérique »⁷². Ces investissements doivent permettre l'atteinte des objectifs fixés par Europe 2020, à savoir : faire de l'économie européenne une économie plus verte, réduire la dépendance énergétique et améliorer la sécurité d'approvisionnement. Afin de profiter pleinement de l'effet multiplicateur des 50 milliards investis, l'Union Européenne souhaite s'appuyer sur les *Project Bonds* aujourd'hui à l'essai. La Commission espère ainsi, en réduisant le risque, relancer l'investissement privé dans les emprunts obligataires de long terme.

Avant une éventuelle généralisation à grande échelle, il sera néanmoins primordial d'établir une véritable stratégie marketing et un portage

⁷⁰ Le fonds Marguerite a par exemple acquis 36 MW des 115 MW que l'on prévoit d'installer dans la centrale solaire de Toul-Rosières (Meurthe et Moselle).

⁷¹ Dossier : Année record pour la dette infrastructures, *L'Agefi Hebdo*, du 26 janvier au 1er février 2012.

⁷² Communiqué de presse de la Commission Européenne du 19 septembre 2011.

politique, à l'instar des programmes Build America Bonds ou Infrastructure UK, de sorte qu'ils soient connus et reconnus par les grands investisseurs internationaux, dont les fonds souverains.

En conclusion, les fonds souverains sont aujourd'hui prêts à augmenter la part de leurs investissements dans les infrastructures. Pays développés et émergents sont en concurrence pour accueillir cet afflux de financements. Les premiers sont confrontés au remplacement d'infrastructures vieillissantes ou peu respectueuses de l'environnement tandis que les seconds développent des infrastructures de masse nécessaires à leur croissance. La France et l'Union Européenne doivent donc se montrer actives afin de proposer des produits attractifs sur le fond (i.e. financièrement) mais aussi sur la forme (politiquement).

Conclusion

Signes remarquables d'un nouvel équilibre mondial, les fonds souverains ont de beaux jours devant eux. Leurs motivations sont avant tout financières, et ils gèrent leurs participations généralement minoritaires sans activisme. Il n'en demeure pas moins qu'ils procèdent parfois à des prises de participations dites « stratégiques » qui prennent en compte les retombées potentielles de leurs investissements pour leur pays d'origine.

Face aux levées de boucliers que peut susciter leur arrivée au capital d'une entreprise, les fonds souverains se montrent soucieux d'éviter toute situation conflictuelle. Mettons en balance les inquiétudes parfois légitimes que soulèvent certains de ces fonds avec les bénéfices importants qu'ils peuvent apporter à nos entreprises, et donc à la croissance de notre pays.

Attirés par d'autres régions du monde plus dynamiques, ils pourraient en effet très bien s'éloigner de nos entreprises, qui expriment aujourd'hui une forte attente vis-à-vis d'investisseurs de long terme, insuffisamment présents sur le territoire national.

Dès lors, la question n'est pas de savoir s'il nous faut accepter ou refuser la présence croissante des fonds souverains en France. Il s'agit de savoir comment attirer intelligemment ces investisseurs désormais courtisés à travers le monde. Nos entreprises ont des atouts à faire valoir. Considérons les fonds souverains comme des professionnels de l'investissement et proposons-leur une offre attractive, sans tomber dans l'angélisme, avec une communication adaptée. Etablissons avec les plus sérieux d'entre eux des relations de confiance pour bâtir des coopérations créatrices de valeur pour les deux parties. L'État a aussi son rôle à jouer en garantissant l'attractivité de la France pour les investisseurs étrangers et en tenant un discours d'ouverture aux dirigeants politiques des pays d'origine des fonds.

Bibliographie

EN FRANÇAIS

Articles

Blancheton, Bertrand et Yves Jégourel, Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ?, *Revue de la régulation*, 2009

Bolton, Patrick et Frédéric Samama, *Les fonds souverains : de menace à opportunité*, Terra Nova, 2011

Morrisson, Gilles, Les fonds souverains : problématiques et enjeux, perspectives pour l'Afrique subsaharienne, Banque de France, 2008

Livres

Bertin-Delacour, Caroline, *Les fonds souverains*, Organisation Eds D', 2009

Le Cercle des Economistes, *Fonds souverains : à nouvelle crise, nouvelle solution ?*, sous la direction de Jean-Paul Betbèze, PUF, 2008

Rocchi, J.M et Michel Ruimy, *Les fonds souverains*, Economica, 2011

Rapp, Lucien, *Ces fonds que l'on dit souverains*, Vuibert, 2011

Rapports institutionnels

Arthuis, Jean, Rapport d'information de la Commission des Finances du Sénat, Sénat, 2008

Dassault, Olivier et Jean-Michel Fourgous, Sorties de crise, capitalisme, et fonds souverains, Mission parlementaire de l'Assemblée Nationale, 2009

Demarolle, Alain, Rapport sur les fonds souverains, La Documentation française, 2008.

Garrigue, Daniel, Les fonds souverains, révélateurs de nos propres faiblesses, Rapport d'information N° 963 Assemblée Nationale, 2008

Sartre, Thibault, Les entreprises face aux fonds souverains, L'Institut de l'Entreprise, 2011

EN ANGLAIS

Articles

Ang, Andrew, *The Four Benchmark of Sovereign Wealth Funds*, Columbia Business School and NBER, 2010

Avendano, Roland and Javier Santiso, *Are Sovereign Wealth Funds' Investment Politically Biased ?*, OECD Working Paper No. 283, 2009

Beck, Roland and Michael Fidora, *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*, European Central Bank, Occasional Paper Series No. 91, July 2008

Bernstein, Shai, Josh Lerner and Antoinette Schoar, *The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds*, Harvard Business School Working Paper, 2009

Clark, Gordon and Ashby Monk, *Sovereign Wealth Funds : Form and Functions in the 21st Century*, The Capco Institute Journal of Financial Transformation, 2011

Jaeger, Markus, *BRIC Sovereign Wealth Funds*, Deutsch Bank Research, 2010

Kern, Steffen, *SWFs and Foreign Investment Policies – an Update*, Deutsche Bank Research, 2008

Kunzel Peter, Yinqiu Lu, Iva Petrova and Jukka Pihlman, *Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds – A shifting Paradigm*, IMF Working Paper, 2011

Monitor, *Braving the New World : Sovereign Wealth Fund in the Uncertain Times of 2010*, The Monitor Group, 2011

The Economist, *New Masters of the Universe : How State Enterprise is Spreading*, The Economist, January 21st 2012

Livres

Das, Ubaidir, Adnan Mazarei and Han van der Hoorn, *Economics of Sovereign Wealth Funds : Issues for Policymakers*, International Monetary Fund, 2010

Bremmer, Ian, *The End of The Free Market*, Penguin, 2010

Rapports institutionnels

Blundell-Wignall, A., Yu-Wei Hu and Juan Yermo, *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 14, OECD Publishing, 2008

Kyle, Cole and Andrew Szamosszegi, *An Analysis of State-Owned Enterprises and State Capitalism in China*, US-China Economic and Security Review Commission, October 26th 2011

International Monetary Fund, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, IMF, February 29th 2008

Mezzacapo, Simone, *The so-called « Sovereign Wealth Funds » : Regulatory Issues, Financial Stability and Prudential Supervision*, EU – Economic and Financial Affairs, Economic Paper 378, 2009

Preqin, *The Preqin 2011 Sovereign Wealth Fund Review*, 2012

PWC, *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Economic Success*, PWC, 2011

The City UK, *Sovereign Wealth Funds*, February 2012

World Economic Forum, *The Future of Long-Term Investing*, World Economic Forum 2011

Glossaire

Action : titre de propriété qui correspond à une part du capital d'une entreprise. Lorsqu'elle est cotée, elle peut s'échanger en Bourse.

Bons du Trésor : titre de dette à court terme émis par un État.

Bâle 3 : Réforme de la réglementation bancaire adoptée en 2010 pour renforcer la stabilité du secteur financier. Pour cela, elle prévoit notamment un renforcement des fonds propres des banques.

FSI : le Fonds Stratégique d'Investissement est un fonds créé en 2008 par l'Etat français (49%) et la Caisse des Dépôts et Consignations (51%). Son but est de répondre « aux besoins en fonds propres d'entreprises porteuses de croissance et de compétitivité pour l'économie française ».

Obligation : titre de dette négociable émis par une entreprise, un Etat ou encore un organisme public. Sont fixées à l'avance la durée du prêt et les modalités de rémunération.

OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Economique. Créée en 1960, elle regroupe les pays développés, ayant en commun un système de gouvernement démocratique et une économie de marché.

Principes de Santiago : ensemble de bonnes pratiques adoptées par une vingtaine de fonds souverains en 2008, sous l'égide du FMI.

Private Equity (ou capital-investissement): activité des institutions financières qui investissent en capital dans des sociétés non cotées en Bourse.

SOE (State-Owned Enterprise) : Entreprise publique. Ce terme sert notamment à désigner les grands groupes publics originaires des pays émergents et qui ont profité de la croissance rapide des pays d'où ils sont originaires.

Solvency 2 : Directive européenne adoptée en 2009. Elle vise à assurer une plus grande résilience des assureurs européens, en renforçant les exigences de fonds propres qu'ils doivent détenir.

Remerciements

Nous tenons à remercier pour leur aide précieuse :

- M. Gilles Bellec
- M. Claude Trink
- Mines ParisTech

Ainsi que toutes les personnes qui ont accepté de nous recevoir pour préparer cet ouvrage.

Table des matières

Introduction	7
Chapitre 1 Qui sont les fonds souverains ?	9
Un terme unique pour désigner des réalités distinctes	9
Une existence récente	9
Des tentatives de définition non satisfaisantes	11
Panorama historique	12
Les fonds de matières premières	13
Épargner pour les générations futures	15
Se protéger de la variabilité des cours des matières premières	17
Se prémunir contre la « Dutch Disease »	18
Les fonds de surplus	19
L'accumulation de réserves de change	20
L'accumulation de réserves de change : une assurance vis-à-vis des créanciers extérieurs	22
Le fonds souverain – un outil pour mieux valoriser les réserves de change	22
Des fonds d'investissement aux entreprises publiques	24
Conclusion	25
Chapitre 2 Quels investisseurs sont les fonds souverains ?	27
Dans quelles classes d'actifs investissent-ils ?	27
Les obligations	29
Les actions	30
Private Equity	32

L'immobilier	34
Infrastructures	35
Répartitions géographique et sectorielle des investissements	37
Répartition sectorielle	37
Répartition géographique	39
Des participations diversifiées et passives.....	41
Le recours aux sociétés de gestion (External Management)	42
Des prises de participation diversifiées et minoritaires	43
Gouvernance et processus d'investissement.....	44
Le Conseil d'administration (ou <i>Board of Directors</i>).....	45
Le Comité Exécutif (ou <i>Executive Committee</i>)	46
Chapitre 3 Panorama des fonds souverains	49
Le Qatar.....	49
Le fonds souverain qatari.....	49
L'avènement du « soft power ».....	52
Une stratégie de diversification de l'économie locale	54
La Norvège	56
Fonctionnement du fonds souverain	56
Stratégie et philosophie d'investissement	58
Investissements.....	61
Gouvernance.....	62
Abu Dhabi	64
ADIA, géré avec des objectifs purement financiers	64
Mubadala, un fonds de développement industriel	65
IPIC et Aabar Investment, le pré carré des pétroliers	69
La Russie	73
Chine : le fonds China Investment Corporation	75

Fonctionnement	75
Stratégie du fonds souverain.....	79
Singapour : Temasek et GIC.....	84
Le fonds Temasek Holding	85
Le fonds Government of Singapore Investment Corporation	89
Chapitre 4 Les enjeux.....	93
Des investisseurs de long terme.....	93
Leur montée en puissance.....	93
Un impact positif.....	95
Les craintes soulevées par les fonds souverains	102
L'opacité.....	103
Des risques pour le bon fonctionnement des marchés financiers	107
L'implication des fonds souverains dans la gouvernance des entreprises : des actionnaires dangereux ?	115
Chapitre 5 Les réponses au niveau international.....	119
Le cadre international	120
Le FMI : la soft law des Principes de Santiago	120
La position de l'OCDE	122
L'approche de la Commission Européenne	123
La position de différents États vis-à-vis des fonds souverains	126
Les États Unis disposent d'un filet de protection très large	126
Le Royaume-Uni : une approche très libérale.....	128
L'Allemagne s'est dotée d'outils dissuasifs de contrôle a posteriori...129	
L'Espagne : une liste de secteurs protégés	131
L'Italie : la peur de la prise de contrôle des joyaux industriels	131
Quelle position pour la France ?	132
Le bouclier « anti-OPA » étrangères du décret du 30 décembre 2005	132

Une législation plutôt bien accueillie par les investisseurs étrangers..	134
La nécessité que l'Etat porte un message clair et cohérent vis-à-vis de l'accueil des fonds souverains.....	135
Quelle est l'attractivité réelle de la France ?	136
Chapitre 6 Entreprises françaises : les conditions d'un partenariat avec les fonds souverains	141
Le contexte des prises de participation dans les entreprises françaises	141
Un état des lieux	141
Des investisseurs choisis ou subis ?.....	144
Concilier les bénéfices des deux parties	146
Les bénéfices attendus par les entreprises	146
Les bénéfices attendus par les fonds souverains	149
Promouvoir une bonne gouvernance	151
Les risques pour l'entreprise et ses actionnaires	151
La gestion de la phase d'approche et de négociation.....	152
Des co-investissements sur des grands projets.....	153
Des garde-fous juridiques	154
Contrôler le pourcentage du capital détenu par le fonds souverain ...	154
Limiter l'influence du fonds souverain	156
Empêcher une prise de contrôle de l'entreprise	158
Le cas des PME et ETI.....	160
Conclusion.....	162
Chapitre 7 Les financeurs des infrastructures de demain ?	163
Pourquoi attirer les fonds souverains dans le financement de nos infrastructures ?	164
Des besoins de financement importants à venir	164
La concurrence des pays émergents	165

États-Unis et Royaume-Uni : exemples d'efforts marketing pour attirer les fonds souverains.....	165
Les Build America Bonds.....	166
L'importance du marketing : l'exemple de la marque Infrastructure UK	167
Quelle stratégie pour la France et l'Union Européenne ?	168
Des initiatives européennes limitées.....	169
Conclusion.....	173
Bibliographie.....	175
Glossaire	179
Remerciements.....	181
Table des matières	183

