

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

L'ÉMERGENCE DES FONDS SOUVERAINS ET LEUR IMPACT SUR LES
INVESTISSEMENTS TRANSFRONTALIERS

MÉMOIRE
PRÉSENTÉ
COMME EXIGENCE PARTIELLE
DE LA MAÎTRISE EN DROIT

PAR
PIERRE CHRISTIAN ATANGANA

FÉVRIER 2013

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de ce mémoire se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.01-2006). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

REMERCIEMENTS

Je tiens à remercier les professeurs Philippe Fortin et Anne Saris pour leur disponibilité et leurs conseils qui m'ont permis de réaliser ce mémoire dans les meilleures conditions.

Je tiens également à remercier Me Michel Gélinas qui m'a proposé le titre de ce sujet et dont les conseils m'ont été judicieux dans la rédaction de mémoire.

Enfin, merci à mes petites sœurs et à mes petits frères, à mes neveux et nièces Maëlys, Alexis et Morgane, à ma famille, avec une pensée spéciale pour mes parents et mes grands parents ainsi que tous mes proches et à mon épouse Sabine pour votre implication dans ce travail.

TABLE DES MATIÈRES

LISTE DES FIGURES.....	v
LISTE DES ACRONYMES ET SIGLES.....	vi
RÉSUMÉ	vii
INTRODUCTION	1
PREMIÈRE PARTIE.....	8
LA DESCRIPTION GÉNÉRALE DES FONDS SOUVERAINS ET LEUR INTRODUCTION DANS L'ÉCONOMIE MONDIALE	8
CHAPITRE I LES FONDS SOUVERAINS, UNE NOTION UNIQUE POUR DES RÉALITÉS DIVERSES.....	9
1.1 Les fonds souverains, tentative d'identification.	10
1.1.1 Définition du Fonds monétaire international.....	10
1.1.2 Historique et sources de financement.....	14
1.1.3 Répartition géographique	20
1.1.4 Les fonds souverains, des investisseurs parmi d'autres.....	21
1.2 Cadre institutionnel et politique d'investissement.....	27
1.2.1 Structure de gouvernance et caractéristiques.....	27
1.2.2 Profil d'investissement	33
CHAPITRE II L'INTRODUCTION DES FONDS SOUVERAINS DANS L'ÉCONOMIE MONDIALE	42
2.1 Les fonds souverains au cœur des mutations économiques mondiales	42
2.1.1 Les facteurs inhérents à la multiplication des fonds souverains.....	42
2.1.2 Les motivations stratégiques	46
2.2 Les critiques croissantes avant la crise financière et les réactions protectionnistes.	49
2.2.1 Les craintes soulignées au sujet des fonds souverains.....	50

2.2.2 Les réponses politiques et réglementaires	62
DEUXIÈME PARTIE.....	76
LES VÉRITABLES ENJEUX LIÉS À L'ÉMERGENCE DES FONDS SOVERAINS ET LES PERSPECTIVES POUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE INTERNATIONALE.....	76
CHAPITRE I LES ENJEUX ÉCONOMIQUES ET STRATÉGIQUES DES FONDS SOVERAINS	77
1.1 Apports des fonds souverains à la stabilité financière internationale	77
1.1.1 Investisseurs précieux durant la crise financière	78
1.1.2 L'impact des fonds souverains sur les marchés financiers.....	84
1.1.3 Le rôle des fonds souverains dans le développement des pays d'origine.....	87
1.1.4 La taille des fonds souverains.....	89
1.2 Les implications géoéconomiques	90
1.2.1 Fonds souverains et nouvelles orientations des flux financiers mondiaux.....	90
1.2.2 Le rôle croissant des pays émergents dans l'économie mondiale	93
1.2.3 L'accroissement du capitalisme d'État.....	95
CHAPITRE II L'ADOPTION D'UNE RÉGLEMENTATION INTERNATIONALE DESTINÉE À RASSURER LES DIFFÉRENTS PROTAGONISTES.....	98
2.1 Les mécanismes de contrôle des investissements transfrontaliers.....	98
2.1.1 Les dispositions prévues par l'OCDE	99
2.1.2 Les autres instruments juridiques applicables	102
2.2 Approche commune en matière d'activités des fonds souverains	105
2.2.1 Le cadre de discussion des fonds souverains.....	105
2.2.2 Le code de conduite du FMI et les bonnes pratiques.....	107
CONCLUSION.....	113
APPENDICE A PRINCIPES ET PRATIQUES GÉNÉRALEMENT ACCEPTÉS (PPGA) OU PRINCIPES DE SANTIAGO	117
APPENDICE B GLOSSAIRE.....	122
BIBLIOGRAPHIE	125

LISTE DES FIGURES

Figure	Page
Figure 1.1 Date de création et volume d'actifs des fonds souverains (en Md\$)	16
Figure 1.2 Les ressources des fonds souverains	20
Figure 1.3 La répartition géographique des actifs sous gestion des fonds souverains	21
Figure 2.1 Le degré de transparence des fonds souverains - Linaburg-Maduell Transparency Index quatrième trimestre 2011	53

LISTE DES ACRONYMES ET SIGLES

ADIA	Abu Dhabi Investment Authority
AGCS	<i>Accord Général sur le Commerce des Services</i>
BRIC	Brésil, Russie, Inde, Chine
CIC	China Investment Corporation
CFIUS	Committee on Foreign Investment in the United States
FMI	Fonds Monétaire International
GAPP	<i>Generally Accepted Principles and Practices</i>
GIC	Government of Singapore Investment Corporation
GPF	Government Pension Fund – Global (Norvège)
IWG	International Working Group of Sovereign Wealth Funds
KIA	Kuwait Investment Authority
LIC	<i>Loi sur Investissement Canada</i>
LMTI	Linaburg Maduell Transparency Index
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Économiques
OMC	Organisation Mondiale du Commerce
QIA	Qatar Investment Authority
SAMA	Saudi Arabian Monetary Agency
SWF	Sovereign Wealth Fund

RÉSUMÉ

L'objectif de ce mémoire sera d'explorer et d'analyser l'institutionnalisation des fonds souverains. S'il faut considérer avant tout les fonds souverains comme des investisseurs qui, grâce à une utilisation rationnelle de leurs « avantages comparatifs », cherchent une meilleure rentabilité pour les générations futures en diversifiant leurs placements, ce document cherche à expliquer pourquoi les États occidentaux ont réagi avec inquiétude face à la montée en puissance de ces investisseurs d'un type particulier.

Notre recherche traitera de la gouvernance des fonds souverains des pays émergents et asiatiques, des enjeux de leur émergence, de l'impact significatif que leurs investissements ont sur la stabilité financière internationale et sur les investissements transfrontaliers et les défis que ces fonds posent pour les institutions financières internationales.

Les fonds d'investissements souverains ne sont pas récents. Le premier en date a été créé en 1953. Toutefois, ces investisseurs d'un type nouveau n'ont fait l'objet d'une attention internationale considérable que très récemment. Cette attention particulière est en partie due à la croissance récente des fonds souverains, et à une série de préoccupations spécifiques qui ont été soulevées à leur sujet, notamment sur les dangers qu'ils peuvent représenter pour les pays dans lesquels ils investissent. Des réponses préventives aux accents protectionnistes ont été mises en place dans de nombreux pays occidentaux pour éviter la prise de contrôle d'entreprises stratégiques par des fonds étrangers. Toutes ces mesures jusque là ont été inutiles car les fonds souverains ont eu un comportement vertueux jusqu'ici. La crise financière de 2008 en a donné une image nouvelle, de prédateurs qu'ils étaient qualifiés par certains, ils sont devenus sauveteurs du système financier international. Des règles internationales de gouvernance encadrent dorénavant leur fonctionnement pour rassurer les pays hôtes, il s'agit des Principes de Santiago.

Mots clés : Fonds souverains, Finance, Principes de Santiago, Investissement, Crise, Gouvernance.

INTRODUCTION

Il existe un fossé grandissant entre les pays à forte épargne, qui cherchent à l'investir dans des placements divers et variés à l'étranger, et les pays bénéficiaires de ces investissements qui n'épargnent pas, mais qui sont plutôt des consommateurs. Les premiers tirent leurs réserves d'une hausse rapide du prix des matières premières (Moyen-Orient, pays du golfe, pays émergents...) et d'importantes réserves de change accumulées grâce à une balance des paiements excédentaires (Chine, Japon)¹. Les deuxièmes sont les pays occidentaux, moins bien dotés en matières premières. Les réserves accumulées par les pays à forte épargne étant nettement supérieures aux exigences liées à la consommation, certains orientent ce surplus vers un portefeuille d'investissements plus diversifiés qui acceptent un niveau de risque plus élevé en échange de retours supérieurs.

Les pays à forte épargne font face à une double réalité économique, d'abord en ce qui concerne le régime des ressources, ensuite sur l'utilisation des revenus qui en est faite. Les matières premières sont épuisables et non renouvelables, leurs prix sont appelés à varier avec le temps, et les excédents commerciaux à diminuer par la même occasion. Pour palier à un épuisement futur de ces ressources et des ruptures de stock, une utilisation rationnelle de ces revenus et biens est prescrite pour qu'ils puissent profiter également aux générations à venir. Dans le cas des exportateurs de pétrole par exemple, des recherches sur des produits de substitution sont faites par ces pays afin de sortir de la dépendance du pétrole. Pour ce qui est de l'usage qui est fait des

revenus de l'exportation, il ne s'agira plus de continuer à épargner définitivement, car comme le dit une communication de la Commission européenne, l'accumulation de réserves destinées à être placées ne devrait pas devenir une fin en soi², mais il faudra fabriquer des ressources financières nouvelles pour générer d'autres investissements et ressources dans le pays d'origine et à l'étranger, qui permettront à leur tour d'investir pour les générations à venir. Les fonds souverains résultent naturellement de cette double problématique, la gestion des déséquilibres d'épargne au niveau mondial d'une part, l'utilisation de ces ressources pour la diversification des portefeuilles d'investissement d'autre part.

Si le débat autour des fonds souverains est relativement récent, on ne peut pas dire autant de leur existence qui remonte à plus d'un demi-siècle. En effet, le terme fonds souverain n'a été utilisé que la première fois en 2005 par Andrew Rozanov³, cependant, l'institution de ces fonds d'investissement souverains jadis appelés fonds de stabilisation remonte aux années 50, avec la création des « fonds pétroliers » Kuwait Investment Authority (KIA) et Abu Dhabi Investment Authority (ADIA). Mais la majorité des fonds souverains est apparue à la suite des premières crises pétrolières au milieu des années 70 afin de diversifier les gains provenant du surplus de richesses générées par l'exploration des matières premières.

Les principaux facteurs ayant favorisé leur essor d'après le FMI sont la flambée du prix du pétrole, la mondialisation financière et les déséquilibres du système financier mondial qui ont donné lieu à la rapide accumulation d'avoir extérieurs par

¹ Kazim Memmedhüseyn, *Fonds souverains Aperçu, justification et impact sur les marchés financiers*, Mémoire de fin d'études, UNSA Nice, Septembre 2008 à la p. 3 [non publié]

² CE, Commission, *Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, approche européenne commune en matière des fonds souverains*, Bruxelles, COM(2008) 115 final.

³ Andrew Rozanov, « Who Holds the Wealth of Nations? » (2005) 15:4 *Central Banking Journal* 52 à la p. 57.

certains pays⁴. Les fonds souverains entendent non seulement préparer l'avenir en investissant une partie de la richesse accumulée au profit des générations futures, mais également se protéger contre les éventuelles fluctuations du prix des matières premières⁵. Cependant, malgré leur existence depuis plus d'un demi-siècle, les fonds souverains n'ont véritablement attiré l'attention du grand public que depuis le mois de septembre 2007 lors de l'injection de capitaux dans les grandes banques américaines troublées par la crise du crédit ou crise des *subprimes*⁶. Durant la crise financière, leurs prises de participation dans les banques occidentales ont été salutaires et ont permis d'atténuer les effets de la crise.

L'émergence des fonds souverains dans ces circonstances est à la fois prometteuse et inquiétante. Grâce à leur horizon d'investissement plus long, ils constituent une source importante de liquidités et de stabilité pour les marchés financiers. Ils peuvent également jouer un rôle primordial dans le développement économique et financier des pays d'origine. En même temps, de nombreuses interrogations persistent sur la neutralité politique de leurs investissements, car la plupart de ces véhicules financiers ne sont pas assez transparents. En effet, le côté souverain de ces avoirs signifie que ceux-ci sont directement ou indirectement sous l'influence des pouvoirs publics et répondent aux objectifs nationaux⁷. Les médias et les politiques n'hésitent pas à penser que les fonds souverains pourraient servir d'instruments d'acquisition d'un contrôle stratégique dans certains secteurs sensibles.

⁴ Fonds Monétaire International, *Fonds souverains: le FMI intensifie ses travaux*, Bulletin du FMI, (2008) en ligne : <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/fre/2008/022808f.pdf>>

⁵ Adrian Blundell-Wignall, Yu-Wei Hu et Juan Yermo, *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions* OECD Publishing n° 14, Paris, OCDE, 2008.

⁶ Benoît Cœuré, « Vivre avec les fonds souverains » dans Jean-Paul Betbèze, dir., *Fonds souverains à nouvelle crise nouvelle solution ?*, Le cercle des économistes, Paris, Presses Universitaires de France, 2008, 25 à la p. 25.

⁷ Blundell-Wignall, Hu et Yermo, *supra* note 5 à la p. 2.

D'autres aspects de leur développement préoccupent davantage parce qu'ils reflètent les profondes transformations de l'économie mondiale.

Si au départ seul un nombre limité de pays en disposaient, actuellement, plus d'une trentaine de pays sont propriétaires d'un tel fonds. On dénombre aussi la création d'une vingtaine de nouveaux depuis l'an 2000. Ainsi, leur nombre, le montant des actifs qu'ils détiennent et l'élargissement de leur champ d'investissement en font dorénavant des acteurs financiers significatifs à l'échelle internationale. Les actifs gérés par ces fonds sont estimés à plus de 4 959 Md\$ selon les chiffres du Sovereign Wealth Funds Institute⁸, d'après les estimations réalisées par Morgan Stanley en mai 2007, ces actifs pourraient s'élever à 12 000 Md\$ en 2015⁹.

Les gouvernements sont assez réticents à leur entrée dans le capital de certains secteurs d'activités. Ils vont donc essayer de bloquer les opérations d'investissement de ces entités étrangères. Leurs agissements ont incité les institutions financières internationales à réfléchir à des actions concertées pour améliorer le cadre juridique des investissements étrangers, car la réglementation y afférent n'était pas spécifiquement adaptée aux fonds souverains. Comme résultat significatif des réflexions menées au niveau international sous l'impulsion du FMI, le Groupe de travail international sur les fonds souverains, *International Working Group of Sovereign Wealth Funds* en anglais (IWG) a adopté un code de bonne conduite des fonds souverains appelé *Principes de Santiago*. Il s'agit d'une formulation prudente des principes destinés à guider les actions des pays d'origine tout comme les destinataires des fonds souverains.

⁸ Sovereign Wealth Funds Institute, *Largest Sovereign Wealth Funds by Assets under management*, en ligne : (2012) <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>>.

⁹ Stephen Jen, « How big could Sovereign Wealth Funds be by 2015? » en ligne : (2007) Morgan Stanley Research Global <<http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2007/20070504-Fri.html>>.

Outre les craintes suscitées par leur manque de transparence, et parce que ces fonds peuvent signer de gros chèques sans être soumis à des procédures d'instruction de dossiers d'investissement et sans qu'il faille réunir nombre de comités et d'experts selon l'expression consacrée par Elie Cohen¹⁰, l'activité des fonds souverains provoque de nombreuses interrogations. Notre question de recherche s'articule autour de l'intérêt récent des médias et de la sphère politico-économique sur la gouvernance des fonds souverains issus des pays émergents et asiatiques et sur les enjeux de l'émergence de ces investisseurs étatiques dans l'économie mondiale.

La question se pose de savoir de quelle marge d'autonomie les fonds souverains jouissent-ils par rapport au pouvoir politique et aux politiques publiques. Autrement dit, si l'influence réelle ou supposée que ces investisseurs étatiques pourraient avoir sur la stabilité financière internationale est avérée, comment concilier les règles de marché avec une ingérence publique dans les affaires économiques et commerciales ?

Au-delà de l'horizon d'investissement de long terme de ces pourvoyeurs de fonds ainsi que des craintes suscitées par leur gestion opaque, puisque les fonds souverains font simplement le jeu de la mondialisation¹¹, le problème changerait-il de nature avec l'extension de ce modèle d'investissement à certains pays émergents et asiatiques?

Cependant, bien au-delà la problématique qu'ils peuvent soulever en termes de transparence, de gouvernance et de velléités politiques, les enjeux en ce qui concerne les fonds souverains vont au-delà des simples injections de liquidités et des prises de participations dans les entreprises occidentales. Ces investisseurs venus du Moyen-

¹⁰Elie Cohen, « Fonds souverains: restons calmes » (25 janvier 2008), en ligne : Telos <http://www.telos-eu.com/fr/article/fonds_souverains_restons_calmes>.

¹¹Olivier Pastré, « Vive les fonds souverains » dans Jean-Paul Bethèze, dir., *Fonds souverains à nouvelle crise nouvelle solution ?*, Les cahiers du cercle des économistes, Paris, PUF, 2008, 77 à la p. 79.

Orient, d'Asie et des pays émergents sont révélateurs des modifications du paysage économique et financier mondial ainsi que de la nouvelle donne financière mondiale.

Dans la mesure où nous émettons l'hypothèse que les pays émergents et asiatiques font une course effrénée à la création des fonds souverains, cette réalité pose la question de savoir, si les instruments juridiques existants qui sont supposés contrôler tout dérapage, peuvent fournir une meilleure réponse aux problèmes posés par l'émergence des fonds souverains. L'existence de ce cadre juridique donne droit à l'examen d'une éventuelle réglementation supplémentaire.

Afin de répondre à cette problématique posée par des investissements étatiques dans les affaires économiques et commerciales, nous nous attèlerons d'abord à tracer dans une perspective historique l'évolution des fonds souverains dans une première partie. Cette démarche nous permettra d'en donner une définition et ainsi, pouvoir les distinguer des investisseurs institutionnels traditionnels. De plus, dans la mesure où nous estimons que les fonds souverains ont vu le jour depuis une cinquantaine d'années, nous essayerons d'étudier les facteurs qui ont concouru à l'augmentation de leur nombre dans les pays asiatiques et émergents cette dernière décennie. L'analyse de ces facteurs permettra de dégager les critiques qui sont souvent avancées à leur sujet, tout comme les réactions protectionnistes de certains pays destinataires de ces fonds.

Le second volet de notre réflexion traitera des enjeux et des motivations qui sous-tendent l'émergence de ces investisseurs étatiques. Cette analyse nous aidera à comprendre les raisons de leur implication récente dans l'économie mondiale et les mécanismes de contrôles des investissements transfrontaliers prévus pour rassurer les États hôtes. Pour ce faire, nous donnerons un aperçu du rôle qu'ils ont joué pour la stabilité financière internationale durant la récente crise financière. Cette démarche nous permettra néanmoins de voir que les fonds souverains ne peuvent pas prétendre au statut de sauveurs du système financier international car, les montants alloués par

eux sont assez modestes comparés à d'autres institutions financières. En extrapolant à partir des craintes justifiées au sujet de ces investisseurs étrangers et leurs implications géoéconomiques, nous pourrions dire que l'adoption d'une réglementation internationale des activités des fonds souverains, permettra d'anticiper la trajectoire que devraient prendre ces investisseurs étatiques. Les Principes de Santiago pourront ainsi contribuer à poser les piliers fondamentaux d'un cadre de discussion utile et effectif des investissements transfrontaliers par les fonds souverains.

PREMIÈRE PARTIE

LA DESCRIPTION GÉNÉRALE DES FONDS SOUVERAINS ET LEUR INTRODUCTION DANS L'ÉCONOMIE MONDIALE

Poussés par les prix élevés du pétrole et du gaz et pour éviter que les revenus provenant de la vente de ces matières premières ne soient consacrés à la consommation courante uniquement, les pays du golfe (Émirats Arabes Unis, Koweït, Qatar) ont décidé dans les années 50 de transformer les recettes issues de l'exportation des matières premières en actifs financiers à rendement plus élevé. Plus tard, d'autres fonds souverains ont été créés par des pays d'Asie pour gérer les excédents budgétaires liés aux exportations. Cependant, l'activité de ces investisseurs d'un nouveau genre est restée méconnue sur le plan international, et c'est à la faveur de la crise financière de 2008 que la nature des fonds souverains s'est à la fois révélée et modifiée.

CHAPITRE I

LES FONDS SOUVERAINS, UNE NOTION UNIQUE POUR DES RÉALITÉS DIVERSES

Plusieurs facteurs justifient la création et le développement des fonds souverains. La polémique qui entoure leur émergence est née de la confusion qui a été alimentée par les médias et les politiciens entre les fonds souverains et les autres types d'investisseurs traditionnels. Cette polémique fait ressurgir une réalité nouvelle, les fonds souverains seraient révélateurs des mutations qui s'opèrent au sein de la finance mondiale.

Il n'existe pas un modèle unique de fonds souverains, toutefois plusieurs critères établis par le FMI nous permettent d'en donner une définition communément acceptée, ce qui nous permet de les différencier des autres investisseurs institutionnels, par exemple, des entreprises publiques¹². Ils tirent leurs richesses principalement, des ressources naturelles et des excédents de la balance des paiements.

¹² Voir France, Ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi, *Rapport sur les fonds souverains*, par Alain Demarolle et Henri Johannet (mai 2008) en ligne : [ladocumentationfrancaise.fr <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/rapports-publics/084000299/index.shtml>](http://www.ladocumentationfrancaise.fr/rapports-publics/084000299/index.shtml)

1.1 Les fonds souverains, tentative d'identification.

Le terme fonds souverains étant une notion relativement récente, il est nécessaire pour mieux l'appréhender, de se pencher sur sa définition et d'explorer ses sources de revenus afin de ne pas les confondre avec les traditionnels investisseurs étatiques.

1.1.1 Définition du Fonds monétaire international

Lors d'une visite à Moscou pendant l'été 2008, le secrétaire d'État américain au Trésor Henry Paulson vient demander à la Russie d'investir dans l'économie américaine. Pour ce faire, il promet de créer des conditions favorables à ces investissements. Le responsable des finances déclare à Vladimir Poutine qu'il avait eu une discussion productive avec le ministre des Finances russe Alexei Koudrine au sujet de leur fonds souverain, allusion sans doute faite au Fonds de stabilisation russe¹³. L'ancien chef du gouvernement russe lui a donné comme réponse :

[P]uisque nous n'avons pas encore un fonds souverain [russe], vous devez nous confondre avec un autre pays. Mais nous sommes prêts à en constituer un, surtout si vous y tenez. Nous sommes disposés à examiner la possibilité d'instituer un fonds souverain destiné à investir, mais, pour l'instant, tous les investissements réalisés l'ont été dans un cadre privé [notre traduction].

Ce à quoi Henry Paulson a répondu: « Nous pouvons discuter de ce que vous entendez par ces différents fonds, mais nous sommes très heureux de votre investissement » [notre traduction]¹⁴. Ce bref échange est une illustration de la confusion et de la complexité qui entourent la perception et la définition des fonds souverains.

¹³ Le fonds de stabilisation russe s'est scindé en deux fonds, et est devenu, d'une part le Fonds de réserve de Russie et d'autre part le Fonds de bien-être national de Russie

¹⁴ Voir Gleb Bryanski, « No sovereign wealth fund in Russia yet » (30 juin 2008) en ligne : Reuters <<http://www.reuters.com/article/2008/06/30/russia-us-fund-idUSL3028241920080630>>.

Cette complexité de la question des fonds souverains en général et de sa définition en particulier, réside certainement dans le fait que ce phénomène reste et demeure un sujet relativement nouveau, ce, malgré l'existence des premiers fonds depuis plus d'un demi-siècle. En tant que phénomène quasi récent, il faut bien se pencher sur ses tenants et ses aboutissants. C'est ainsi que, pour évoquer la problématique des fonds souverains, la pratique courante préfère souvent donner une « définition de travail » pour justifier le choix des fonds d'investissements considérés comme souverains rappelle Kazim Memmedhüseyn¹⁵. Ce qui n'est pas sans rappeler le débat dans la communauté d'affaires nord-américaine au sujet de savoir si la Caisse de dépôt et placement du Québec est un fonds souverain, de par sa singularité (soutien des instances publiques) par rapport aux autres types de gestionnaires de fonds en Amérique du Nord¹⁶.

Cependant, il est nécessaire de trouver une définition claire et précise qui reflète mieux la réalité des fonds souverains, et qui est admise par la communauté internationale pour mieux comprendre le phénomène. D'abord, afin d'éviter la confusion parmi les décideurs et les analystes de ce qui constitue véritablement un fonds d'investissement souverain et de ce qui ne l'est pas. Ensuite, si ces fonds constituent une menace pour la stabilité financière internationale, il faut être en mesure d'identifier spécifiquement les facteurs qui sous-tendent cette menace¹⁷ et les

¹⁵ Memmedhüseyn, *supra* note 1 à la p. 6. Voir aussi Demarolle, *supra* note 12. La polémique qui est née de la tentative d'acquisition de Dubai Ports World résulte de la confusion qui existe entre les entreprises publiques directement contrôlées par les gouvernements étrangers et les fonds souverains.

¹⁶ Éric Pineault et François l'Italien, « Se sortir la tête du sable, la contribution de la caisse de dépôt et placement du Québec au développement des énergies fossiles au Canada » *Notes de recherche de l'IRÉC* (février 2012) à la p. 11.

¹⁷ Ashby Monk, « Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate: Trust, Legitimacy, and Governance » (2009) 14:4 *New Political Economy* 451 à la p. 454.

remèdes y afférents. Enfin, les définir aidera le régulateur public à mettre en place ou à modifier les règles concernant les investissements directs étrangers dans le pays¹⁸.

Sans doute les divergences sur les caractéristiques fondamentales des fonds ont été la source de toutes les confusions. En tant que tel, parvenir à une définition acceptable sera difficile car la frontière est infime entre une définition trop générale (qui comprend tous les fonds d'investissements publics) et une définition trop succincte (qui va éliminer certains fonds qui méritent le label de fonds souverains¹⁹). Ainsi par exemple, écarter de la définition des fonds souverains ceux qui reçoivent leur capital des réserves de change ferait éliminer un fonds bien établi comme le fonds souverain singapourien Temasek²⁰.

En réalité, il n'existe pas un modèle unique de fonds souverain, mais des fonds souverains qui portent en eux les particularismes de l'État dont ils proviennent. Ceci explique qu'à ce jour, il n'existe pas de définition unique à proprement parler, car ce que l'on qualifie de fonds souverain recouvre des réalités économiques et géostratégiques très disparates²¹. Pour mieux appréhender cette notion, la question logique est donc de savoir s'il y a des points communs entre ces véhicules d'investissements publics qui pourraient servir de base à une définition des fonds souverains. Le FMI nous donne un élément de réponse. Il considère qu'il s'agit des fonds d'investissements publics qui répondent au moins aux 3 critères suivants²²:

- Ils sont possédés ou contrôlés par un État, ce qui les distingue par exemple des fonds d'investissements privés ou des fonds de couverture;

¹⁸ Memmedhüseyn, *supra* note 1 à la p. 6.

¹⁹ Monk, *supra* note 17 à la p. 454.

²⁰ *Ibid.* à la p. 456.

²¹ Jean-Marc Puel, *Les fonds souverains, instruments financiers ou armes politiques ?* Paris, Éditions Autrement, 2009 à la p.17.

- Ils gèrent des actifs financiers dans une logique de long terme;
- Leur politique d'investissement vise à atteindre des objectifs macroéconomiques précis, comme l'épargne intergénérationnelle, la diversification du produit intérieur brut (PIB) national ou le lissage de l'activité.

À ces critères communément admis, d'autres critères peuvent être rajoutés²³.

- Ils investissent dans des actifs étrangers, ce qui exclut les fonds qui n'investissent que dans des actifs nationaux.
- Ils n'ont pas d'engagements explicites ou alors ce sont des engagements à maturité très longue.

Si les critères posés par le FMI ne suffisent pas à eux seuls pour décrire les fonds souverains, ils contribuent cependant à éclairer sur la raison d'être de ces entités économiques. Ils servent ainsi de base à la définition formulée par le Groupe de travail international sur les fonds souverains (IWG) institué sous les auspices du FMI le 11 octobre 2008. C'est cette définition majoritairement admise et reconnue par le FMI que nous retenons dans ce travail, car elle tient compte des 3 critères ci haut mentionnés :

Les fonds d'investissements souverains sont des fonds ou des mécanismes d'investissement à but déterminé, appartenant à des administrations publiques. Créés par une administration publique à des fins de gestion macroéconomique, les fonds souverains détiennent, gèrent ou administrent des actifs pour atteindre des objectifs financiers et ont

²² International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices*, IWG Secretariat (2008) en ligne : <<http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/swfsurvey.pdf>>.

²³ Caroline Bertin Delacour, *Les fonds souverains ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*, Paris, Eyrolles, 2009 à la p. 22.

recours à une série de stratégies d'investissement qui comprend des placements sur actifs financiers étrangers. Les fonds souverains sont généralement créés à partir des excédents de balance de paiements, des opérations sur devises, du produit de privatisations, d'excédents budgétaires et/ou de recettes tirées des exportations de produits de bases²⁴ [notre traduction].

1.1.2 Historique et sources de financement

La première vague de fonds souverains est apparue dans la région du golfe. En créant lesdits fonds comme instrument d'investissement, ces pays voulaient anticiper les conséquences de la volatilité des revenus liés à l'exportation des matières premières²⁵. Ils ont par la suite été suivis par les pays disposant d'un excédent d'épargne nationale.

1.1.2.1 Bref rappel historique

Bien qu'ils aient attiré l'attention des médias et des politiciens seulement ces dernières années, les fonds d'investissements souverains ne sont pas nouveaux dans la finance internationale. En effet, ces fonds existent et sont répandus dans le monde depuis une cinquantaine d'années. Le premier fonds créé en date et communément cité est le fonds koweïtien, le Kuwait Investment Authority (KIA). Il est venu remplacer le Kuwait Investment Board créé en 1953 pour diversifier les sources de

²⁴ La définition retenue par le groupe de travail des fonds souverains précise que :

SWFs are defined as special purpose investment funds or arrangements, owned by the general government. Created by the general government for macroeconomic purposes, SWFs hold, manage, or administer assets to achieve financial objectives [...]. The SWFs are commonly established out of balance of payments surpluses, official foreign currency operations, the proceeds of privatizations, fiscal surpluses, and/or receipts resulting from commodity exports

International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Generally Accepted Principles and Practices « Santiago Principles »*, October 2008, Appendix I (Defining Sovereign Wealth Funds), n°2.

²⁵ Demarolle, *supra* note 12 à la p. 4.

revenus du Koweït²⁶. Les îles Gilbert (aujourd'hui Kiribati) ont suivi et créé en 1956 un fonds de réserve pour gérer les profits découlant de leurs mines de phosphate (Revenue Equalization Reserve Fund)²⁷.

Avec la mise en place des fonds du Koweït et de Kiribati, d'autres ont été créés au moment du choc pétrolier dans les années 1970. Un premier groupe de fonds souverains: l'Abu Dhabi Investment Authority (ADIA, Émirats Arabes Unis en 1976) ensuite l'Alaska Permanent Fund Corporation (APFC appartenant aux États-Unis la même année). La deuxième vague de fonds date du début des années 1990 avec le Fonds Norvégien (Government Pension Fund-Global), créé en 1990²⁸. C'est véritablement au début des années 2000 que l'activité des fonds souverains a connu un essor particulier avec notamment la création de la Qatar Investment Authority (QIA) en 2003, la China Investment Corporation (CIC) en 2007 et la Reserve Fund par la Russie en 2008²⁹.

Il existe aujourd'hui une cinquantaine de fonds souverains dans le monde selon la Sovereign Wealth Fund Institute, dont plus d'une vingtaine ont été créés depuis 2005³⁰. Leurs actifs sont estimés par le Sovereign Wealth Fund Institute à plus de 4 959Md\$³¹. Anouar Achouar³² reprend les chiffres de Morgan Stanley qui estime que cette somme devrait atteindre 12 000 Md\$ en 2015. En revanche malgré leur création depuis plusieurs décennies et en dépit de l'augmentation de leur nombre et des

²⁶Fondation Prometheus « Mythes et réalités des fonds souverains » (février 2009), en ligne : <<http://www.fondation-prometheus.org/Ressources/mythesetrealiteFS.pdf>> [Fondation Prometheus]

²⁷ UNI syndicat mondial, « Fonds souverains, Questions pour les syndicats » (2007).

²⁸ Fondation Prometheus, *supra* note 26.

²⁹ *Ibid.*

³⁰SWFI, *What is a Sovereign Wealth Fund?* en ligne : [swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org) <<http://www.swfinstitute.org/what-is-a-swfi/>>

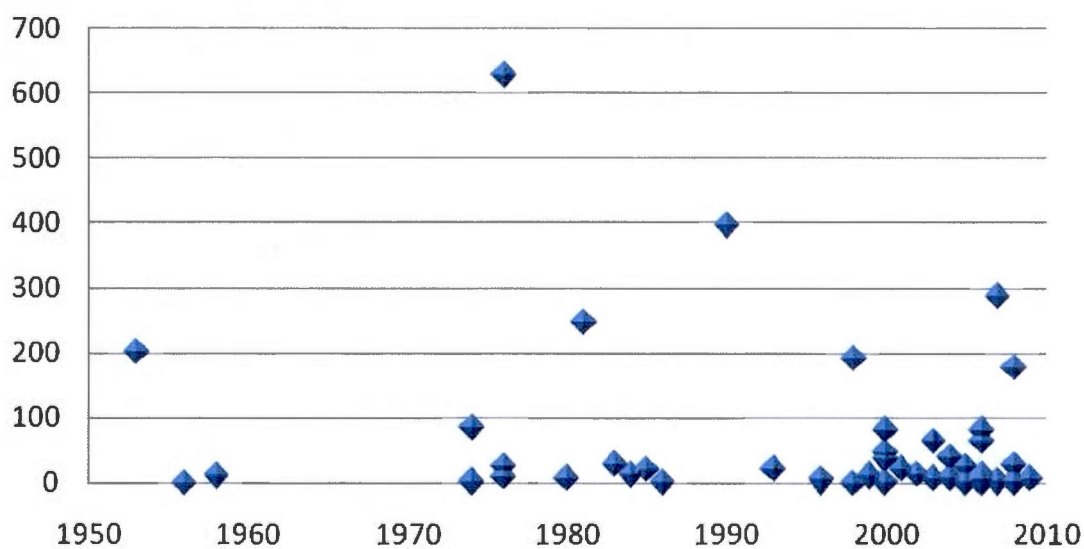
³¹Chiffres de la Sovereign Wealth Fund Institute au mois de mars 2012. En ligne <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>> (consulté le 05 avril 2012).

³² Anouar Achouar, *Les failles des fonds souverains et les réactions contradictoires de l'occident*, travail de recherche pour le Master en stratégie d'intelligence économique, École de guerre économique 2008 à la p. 8 [non publié]

montants considérables mis à leur disposition par leurs gouvernements, ce n'est qu'à l'occasion de la crise financière de 2008 que les fonds souverains sont véritablement passés de l'ombre à la lumière.

Le diagramme ci-dessous montre la progression du nombre de fonds souverains ainsi que la valeur des transactions effectuées par ceux-ci qui a été multipliée par plus de trente fois.

Figure 1.1 Date de création et volume d'actifs des fonds souverains (en Md\$)



Source : Deutsche Bank

1.1.2.2 Les sources de financement

Les fonds souverains tirent leurs ressources, soit de l'exploitation des ressources naturelles (hydrocarbures), soit des réserves de change provenant des excédents commerciaux et budgétaires. Les premiers sont appelés « fonds de matières

premières » ou « fonds de rentes minières »³³ (*Commodity funds*). Il s'agit de ceux du Moyen-Orient, de la Norvège et de la Russie. La seconde source de revenus des fonds découle des excédents commerciaux et budgétaires. Il s'agit des fonds autres que ceux « de matières premières » (*Non commodity funds*). Ce sont les fonds de l'Asie du Sud-est³⁴.

- Les fonds dits de matières premières (*ou Commodity funds*)

Les fonds souverains issus des matières premières existent grâce à des revenus provenant de la vente de ces dernières. La forte demande en hydrocarbures des pays occidentaux pousse leurs prix continuellement à la hausse. Les ressources naturelles (pétrole, gaz, métaux précieux...) sont d'une part épuisables et non renouvelables. D'autre part, elles font face à l'instabilité de leur prix sur le marché mondial. Dans ce contexte, les pays dotés d'un sous-sol riche sont devant un dilemme. Choisir entre exploiter et préserver une ressource épuisable; dépenser ou investir une fois prise la décision d'exploiter la ressource; investir sur le sol national ou à l'étranger; et choisir entre investir à l'étranger ou soulager la dette publique³⁵.

La création de fonds souverains par certains pays grâce aux bénéfices de l'exploitation des matières premières fournit un élément de réponse à cette question. Ils répondent au souci de convertir les revenus des ressources minières en d'autres formes d'investissements telles que l'industrie, l'immobilier. La règle de Hartwick³⁶ préconise d'investir judicieusement les recettes tirées de l'exploitation du pétrole

³³ Bertin Delacour, *supra* note 23 à la p. 28.

³⁴ *Ibid.* à la p. 31.

³⁵ Helmut Reisen, « Comment reconverter ressources et revenus: du bon usage des fonds souverains » (2008) 38 Cahiers de politique économique du Centre de Développement de l'OCDE 11 à la p.11.

³⁶ La règle de Hartwick stipule que les rentes procurées par l'exploitation des ressources naturelles épuisables doivent être réinvesties en capital technique, via un système de taxation ou un fonds d'investissement spécifique.

plutôt que de les consommer³⁷. Cet investissement permet d'une part, de sortir de la dépendance économique du pétrole et, d'autre part, de se prémunir contre l'incertitude et la volatilité des revenus des ressources naturelles. Cette politique d'investissement rappelle Anne Duquerroy, correspond, à la transformation de la valeur d'un actif physique en richesse de précaution³⁸ dans des pays souvent confrontés à la perspective d'un épuisement à terme des ressources de leur sous-sol. Tous ces éléments justifient que les grands pays exportateurs de l'or noir aient leurs propres fonds souverains.

La plupart des revenus du pétrole sont générés directement par des entreprises d'exploitation publiques ou par la taxation des bénéfices liés à l'exploitation pétrolière. Par exemple, les revenus tirés de l'exploitation des mines de phosphate par Kiribati, petite île du Pacifique, sont évalués à 520 millions de dollars, ce qui représente près d'un sixième du PIB de l'île³⁹.

- Les autres sources de financement (ou *non Commodity funds*)

Ces fonds sont rencontrés dans les pays dont le développement s'appuie sur les exportations des biens et des services (Chine, Singapour, Corée...). Ils sont traditionnellement constitués de réserves de change détenues sous forme d'instruments peu risqués, principalement des titres du Trésor américain⁴⁰.

Les États propriétaires de ces fonds ont accumulé d'énormes réserves liquides en dollars américains pour éviter l'appréciation de leur monnaie (puisque la monnaie

³⁷ Pierre Jacquet, « Les fonds souverains, acteurs du développement ? » dans Jean-Paul Betbèze, dir., *Fonds souverains à nouvelle crise, nouvelle solution ?*, Les cahiers du Cercle des économistes, Paris, PUF, 2008, 59 à la p. 65.

³⁸ Anne Duquerroy, « Bilan et perspectives des fonds souverains » (2008) Focus Banque de France 1 à la p. 2.

³⁹ *Uni syndicat mondial*, supra note 27.

⁴⁰ Ivan Odonnat, « Les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale » (2008) 28 Trésor-éco 1 à la p.1.

de référence sur le marché). En créant des fonds souverains, ils cherchent ainsi des rendements supérieurs au taux de rendement habituel en investissant dans les bons et les obligations du Trésor américain. La décision de rechercher des rendements plus élevés peut se justifier car la baisse du dollar attise l'inflation chez eux et déprécie les créances qu'ils détiennent aux États-Unis⁴¹. Cette volonté de changement est née de la crise économique et financière qui a frappé les pays asiatiques entre 1997 et 1998. Les leçons tirées de cette crise ont conduit à un renforcement de leur politique budgétaire et financière et à un développement fondé sur les exportations⁴².

Les gouvernements prélèvent des taxes spéciales sur les revenus tirés de l'exploitation de ces richesses, des exportations ou du chiffre d'affaires généré par leur travail ou leurs ressources. Anne Duquerroy lie leur création à la volonté des pays détenteurs de ces fortes réserves de liquidités de placer leurs devises à long terme dans un objectif de rendement plus élevé⁴³. Cette diversification des investissements a comme conséquence de freiner l'appréciation de la monnaie nationale et de favoriser les exportations, lesquelles engendrent à leur tour des liquidités qui alimentent les fonds souverains⁴⁴. C'est la politique qui est adoptée notamment par les fonds chinois CIC de « reprendre la gestion des réserves « excédentaires » en la diversifiant (vers d'autres types d'obligations et vers des investissements en actions et prises de participations) »⁴⁵.

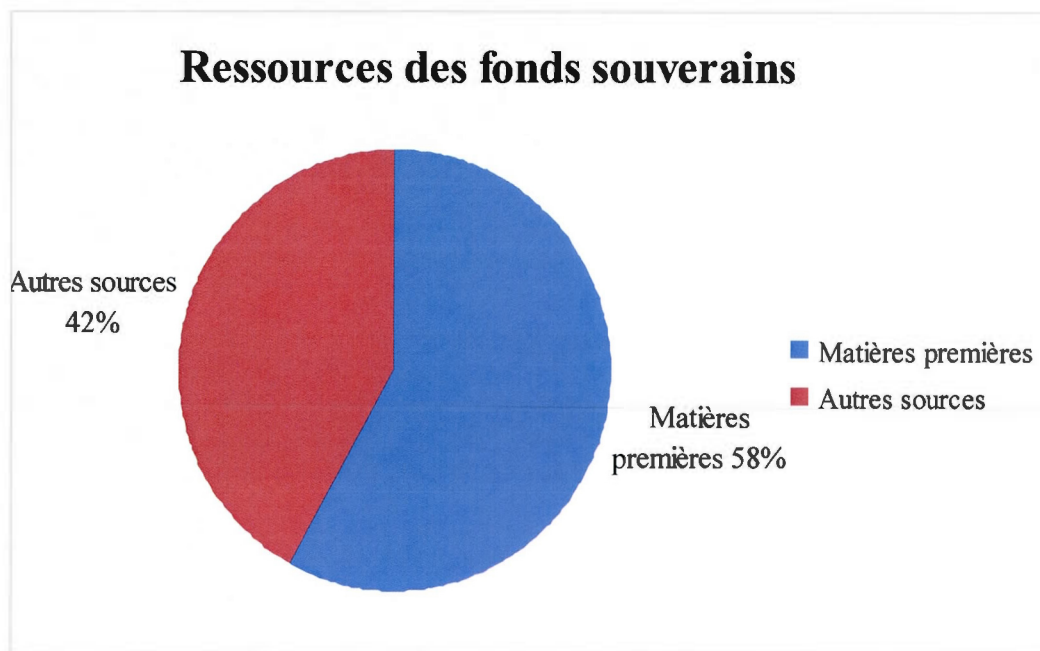
⁴¹ Christopher Balding, *A Portfolio Analysis Of Sovereign Wealth Funds*, working paper, 2008 à la p. 14.

⁴² Bertin Delacour, *supra* note 23 à la p. 32. Voir aussi Jacquet, *supra* note 37 à la p. 62.

⁴³ Duquerroy, *supra* note 38 à la p. 2.

⁴⁴ Jacquet, *supra* note 37 à la p. 64.

⁴⁵ *Ibid.* à la p. 63.

Figure 1.2 Les ressources des fonds souverains

Source: Sovereign Wealth Fund Institute, Novembre 2010

1.1.3 Répartition géographique

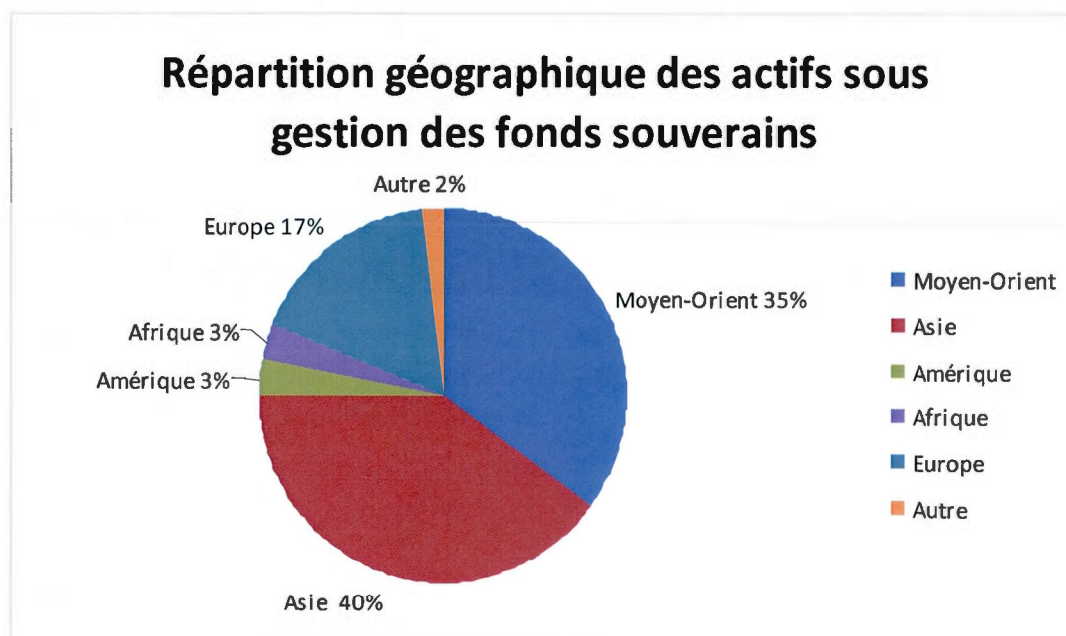
D'un point de vue géographique, l'Asie se taille la plus grosse part du gâteau soit 40% du total des actifs gérés par les fonds souverains. L'Asie profite de la balance de paiement excédentaire de la Chine et de Singapour, et occupe la première place avec plus du quart des actifs⁴⁶. On estime à 35% du total, le montant des avoirs en provenance du Moyen-Orient. Les pays du golfe ont profité de la forte demande en hydrocarbures pour accumuler, au cours des dernières décennies, de quantités importantes de capitaux⁴⁷. Les pays européens à l'extérieur de l'Union Européenne

⁴⁶ SWFI, *supra* note 30.

⁴⁷ *Ibid.*

principalement la Norvège et la Russie, représentent 17%⁴⁸. L'Afrique suit avec 3%. L'Amérique du Nord et l'Amérique latine sont représentées à hauteur de 3%⁴⁹.

Figure 1.3 La répartition géographique des actifs sous gestion des fonds souverains



Source: Sovereign Wealth Fund Institute, Novembre 2010

Si les fonds souverains sont passés de l'ombre à la lumière durant la crise financière, ceux-ci restent, avant tout, une catégorie d'investisseurs parmi plusieurs autres.

1.1.4 Les fonds souverains, des investisseurs parmi d'autres

Bien qu'il y ait souvent des points de convergence avec les autres types d'investisseurs institutionnels⁵⁰, les fonds souverains sont toutefois distincts des

⁴⁸ *Ibid.*

⁴⁹ *Ibid.*

institutions financières que sont les banques centrales, les fonds de pension, les fonds alternatifs et les fonds de capital investissement.

1.1.4.1 Les Banques centrales

Les banques centrales sont des institutions financières qui détiennent des réserves de change, tout comme les fonds souverains. Elles se distinguent des fonds souverains sur deux points selon Demarolle⁵¹. D'une part, les banques centrales contrairement aux fonds souverains sont chargées par leurs États de conduire la politique monétaire d'un pays et de favoriser la stabilité financière. D'autre part, elles sont tenues de conserver des liquidités pour pouvoir faire face aux variations de change ou injecter des liquidités sur le marché bancaire. Elles recherchent avant tout la sécurité et la stabilité dans leurs investissements. Par conséquent, ceux-ci portent sur des obligations, les bons du trésor et les métaux précieux⁵².

Les fonds souverains quant à eux ont un horizon d'investissement à long terme, ce qui les rend moins sensibles que les banques centrales aux fluctuations des prix à court terme. Ils investissent, par ailleurs, dans des actifs moins liquides et plus risqués. La ligne de démarcation entre les deux n'est pas toujours claire souligne Delacour. Il n'y a pas toujours de séparation stricte entre les actifs propres au fonds et les réserves officielles car tous les fonds souverains n'ont pas une personnalité juridique distincte de la banque centrale de leur gouvernement, qui est dès lors

⁵⁰ Le terme investisseur institutionnel désigne d'après le lexique de finance de Vernimmen, les banques, compagnies d'assurance, caisses de retraite, fonds communs de placement ou SICAV, et les fonds de pension d'organisme de placement en valeurs mobilières (OPCVM). Généralement ces actionnaires ne détiennent que des participations très minoritaires (moins de 10%) dans des entreprises cotées.

⁵¹ Demarolle, *supra* note 12 à la p. 4.

⁵² Bertin Delacour, *supra*, note 23 à la p. 62.

chargée de leur gestion. C'est le cas notamment de Norges Bank en Norvège ou de SAMA Foreign Holdings en Arabie Saoudite⁵³.

1.1.4.2 Les fonds de pension

Le fonds de pension (ou fonds de retraite) tire ses revenus des cotisations versées par les travailleurs pour s'assurer une rente viagère après le départ à la retraite⁵⁴. Son objectif principal est donc de verser des prestations de retraite futures à des bénéficiaires qui ont contribué à son fonctionnement par le biais de charges sociales et cotisations salariales pendant les années de service.

Les fonds de pension sont différents des fonds souverains sur plusieurs points. Ils tirent leurs ressources des cotisations salariales alors que celles des fonds souverains proviennent des matières premières ou des réserves de change. Ils sont créés dans un but bien déterminé (le paiement des retraites) alors que la création des fonds souverains, précède souvent les objectifs d'investissement. Enfin, ils rendent des comptes aux bénéficiaires des pensions, alors que les fonds souverains sont directement sous le contrôle du gouvernement⁵⁵.

1.1.4.3 Les entreprises publiques

Les entreprises publiques (ou entreprises d'États) sont des « entreprises dans lesquelles l'État ou d'autres collectivités territoriales peuvent exercer directement ou indirectement une influence du fait de la propriété, de la participation financière ou des règles qui la régissent »⁵⁶. Ils ont pour objectif de produire des biens et de fournir des services aux citoyens, alors que les fonds souverains se comportent seulement

⁵³ *Ibid.* à la p. 63.

⁵⁴ *Ibid.* à la p. 63.

⁵⁵ Demarolle, *supra*, note 105 à la p. 4.

⁵⁶ CE, *Directive 80/723/CEE de la Commission du 25 juin 1980 relative à la transparence des relations financières entre les États membres et les entreprises publiques*, [1980] J.O. L 195 à la p. 37, art. 2. CJCE, *France contre Commission*, C-482/99 [2002] E.C.R. I-04397.

comme des véhicules financiers. Les entreprises publiques sont associées à la gestion de la communauté. Elles prennent juridiquement la forme de sociétés et non de fonds d'investissement. Leur fonction première est la production de biens et services et non l'investissement⁵⁷.

On les rencontre dans les services publics et les infrastructures, notamment dans les secteurs de l'énergie, des transports et des télécommunications. C'est pour cette raison que les politiques et les médias ont tendance à les assimiler aux fonds souverains parce que ces derniers sont aussi contrôlés par leurs gouvernements⁵⁸. Ibrahim Warde rappelle le rôle qui a suivi en 2005-2006 les tentatives d'entrée de la banque russe VTB qui est une entreprise publique dans le capital d'EADS⁵⁹. La polémique qui est née de ces opérations a entraîné des réactions protectionnistes à l'encontre de l'ensemble des investisseurs publics étrangers alors que la banque russe est considérée par ses propriétaires comme une entreprise d'État.

1.1.4.4 Les fonds alternatifs

Il existe deux types de fonds alternatifs : Les fonds de couverture et les fonds d'investissement privés.

- Les fonds de couverture (*hedge funds*)

Les *hedge funds*, ou fonds spéculatifs, sont des investisseurs financiers appartenant à des entreprises privées⁶⁰ contrairement aux fonds souverains qui sont des investisseurs publics. Ils recherchent le profit absolu en employant différentes

⁵⁷ Demarolle, *supra* note 12 à la p. 4.

⁵⁸ Bertin Delacour, *supra* note 23 à la p. 65.

⁵⁹ Ibrahim Warde, « Prédateurs, sauveurs ou dupes ? Des fonds souverains au chevet des multinationales », *Le Monde Diplomatique* (mai 2008), en ligne : monde-diplomatique.fr <<http://www.monde-diplomatique.fr/2008/05/WARDE/15858>> .

⁶⁰ Jean-Hervé Lorenzi et Philippe Trainar, « Les nouveaux acteurs de la finance » (2008) 3 Regards croisés sur l'économie 20 la p. 21.

stratégies d'investissement et en prenant des risques énormes. Ils sont peu réglementés et ne font pas appel à l'épargne publique⁶¹. Ils sont gérés par des personnes privées qui sont rémunérées en fonction de leur performance et de leur rendement. Ces fonds peuvent recourir à l'endettement bancaire ou utiliser une large palette d'instruments financiers (produits dérivés, obligations, actions)⁶².

Contrairement aux fonds souverains qui sont des investisseurs passifs⁶³, ceux-ci agissent activement dans des entreprises et poursuivent des stratégies opportunistes⁶⁴. Ils investissent très souvent dans des actifs financiers et ne possèdent que peu de bien réels. Toutefois, les montants qu'ils gèrent, environ 1 700 Md\$ d'actifs dans le monde⁶⁵ sont modestes comparés aux actifs gérés par les banques et les fonds d'investissement classiques (90 000 Md\$). Ils représentent moins de 2% du total des actifs des pays industrialisés⁶⁶. Dans leur gestion, il peut arriver quelques fois que les fonds souverains prennent des participation dans les *hedge funds*, Och Ziff Capital Management LLC (NYSE : OZM) un des principaux gestionnaires de *hedge funds* dans le monde est contrôlé à plus de 50% par Dubai International Capital⁶⁷.

- Les fonds d'investissement privés (ou *private equity funds*)

Le *private equity investment* constitue un nouveau mode de gestion qui a connu une très forte croissance au cours des dernières années. Ses investissements ont un

⁶¹ *Ibid.* à la p. 21.

⁶² *Ibid.*

⁶³ Tamara Gomes, *The Impact of Sovereign Wealth Funds on International Financial Stability*, Bank of Canada Discussion Paper n°14 (Septembre 2008) à la p.4.

⁶⁴ Bertin Delacour précise que les *hedge funds* recherchent davantage une performance relative à un indice de référence et cherchent à tirer profit au maximum des fluctuations du marché alors que les fonds souverains quant à eux ont un horizon d'investissement tourné sur le long terme.

⁶⁵ Lorenzi et Trainar, *supra* note 60 à la p. 21.

⁶⁶ *Ibid.* à la p. 21.

⁶⁷ Bertrand Blancheton et Yves Jégourel, « Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ? » en ligne : (2009) 5:5 Revue de la régulation à la p. 8.

horizon de l'ordre de 10 ans⁶⁸. C'est une méthode d'investissement qui procède par des prises de participation dans le capital des petites et moyennes entreprises (PME) non cotées en bourse⁶⁹. Le *private equity funds* se substitue au crédit bancaire dans ce sens qu'il fournit aux PME des capitaux à un coût réduit et leur permet de bénéficier de l'expérience ainsi que du réseau professionnel des associées des fonds⁷⁰.

Les capitaux de *private equity funds* proviennent généralement de particuliers fortunés (d'où le terme « *private* » par opposition à « *public* ») ou d'investisseurs institutionnels⁷¹. Ils visent un rendement élevé et un retour sur investissement de 15 à 20%, contrairement aux fonds souverains qui sont davantage tournés vers la préservation et la diversification de leur patrimoine avec des rendements qui oscillent entre 5 et 15%⁷². Les gestionnaires de ces fonds sont des actionnaires actifs, responsables et identifiables contrairement aux fonds souverains. Ceux-ci participent activement à la définition de la stratégie des entreprises dans lesquelles ils investissent, siègent aux conseils d'administration et votent aux assemblées générales⁷³. Très souvent, les fonds souverains détiennent parfois des participations dans des *private equity funds*, c'est le cas des Émirats arabes unis chez Apollo ou Carlyle⁷⁴. Ces différences avec les autres investisseurs requièrent qu'on s'interroge réellement sur la structure et les règles qui régissent le fonctionnement des fonds souverains.

⁶⁸ Lorenzi et Trainar, *supra* note 60 à la p. 22.

⁶⁹ *Ibid.* à la p. 22.

⁷⁰ *Ibid.*

⁷¹ *Ibid.*

⁷² Bertin Delacour, *supra*, note 23 à la p. 67.

⁷³ Jérémie Delecourt, « Investisseurs institutionnels et private equity » (2008) 93 *Revue d'économie financière* 33 à la p. 34.

⁷⁴ Bertin Delacour, *supra* note 23 à la p. 68.

1.2 Cadre institutionnel et politique d'investissement

L'analyse du cadre institutionnel et des caractéristiques des fonds souverains semble un exercice délicat puisque les fonds souverains sont un ensemble très hétérogène. L'objectif commun à tous les fonds est de transférer la richesse actuelle aux générations futures. Pour cela, les fonds utilisent diverses stratégies d'investissements.

1.2.1 Structure de gouvernance et caractéristiques

Dans les pays qui en possèdent, les fonds souverains sont régis par une loi spéciale (une loi de finances) ou alors par la constitution qui en établit les grandes lignes⁷⁵. Ils peuvent aussi être détenus directement par un État. Dans un tel cas, ils n'ont pas de personnalité juridique propre. Autrement, ils peuvent être gérés en tant que personne morale distincte du gouvernement⁷⁶. Le caractère stable et passif de leurs investissements a permis de rassurer les marchés financiers et de ralentir la récession pendant la crise financière, ce qui tient à leur vision à long terme vers laquelle sont tournés leurs investissements.

1.2.1.1 La structure des fonds

Certains fonds souverains disposent d'une personnalité juridique qui leur est propre.

- La personnalité juridique

Le propre des fonds d'investissement souverains est d'être sous la tutelle d'un État. Beaucoup sont soit simplement administrés, soit alors supervisés par un gouvernement national dont ils sont l'émanation de la politique d'investissement à l'étranger.

⁷⁵ *Ibid.* à la p. 56. Voir SWFI *supra* note 30.

⁷⁶ Bertin Delacour, *supra* note 23 à la p. 56.

Plus de la moitié des fonds souverains n'ont pas de personnalité juridique distincte du gouvernement de leur État d'origine ou de leur banque centrale⁷⁷. C'est le cas notamment des fonds de Norvège, d'Arabie Saoudite, de l'Alberta et de la Russie. Ceux-ci sont directement contrôlés par l'État et gérés sous l'autorité du Ministère des Finances. L'organe de direction est constitué par les membres du gouvernement tandis que la gestion opérationnelle est confiée à la banque centrale ou une agence du gouvernement⁷⁸.

Les fonds souverains dotés d'une personnalité juridique distincte de leur gouvernement quant à eux sont, soit des entités de droit public. C'est le cas de QIA au Qatar ou ADIA pour Abu Dhabi, soit des sociétés de droit privé. Ils sont, dans ce cas, régis par le droit commun des sociétés⁷⁹. Ces fonds sont généralement dirigés par un conseil d'administration avec, à leur tête, un président choisi au sein dudit conseil ou désigné par son ministre de tutelle. Les administrateurs, quant à eux, sont nommés et révoqués par le Ministre des finances. Dans sa mission, le Conseil est parfois secondé par des comités d'études qui l'aident dans l'adoption des stratégies d'investissement, de contrôle de gestion et de risques⁸⁰.

- La gestion des actifs à leur disposition

La gestion des actifs varie d'un fonds souverain à un autre. Celle-ci est fonction des objectifs des propriétaires des fonds, de leur taille et des moyens financiers et humains mis à leur disposition. Ils peuvent adopter une gestion à l'interne ou une

⁷⁷ *Ibid.*

⁷⁸ *Ibid.*

⁷⁹ *Ibid.* à la p. 57.

⁸⁰ *Ibid.*

gestion par des prestataires externes. C'est cette seconde méthode que semblent privilégier plusieurs fonds⁸¹.

Le fonds de pension norvégien, par exemple, procède par gestion interne uniquement alors que la majorité des fonds du Moyen-Orient confient la gestion de leurs avoirs à des prestataires étrangers, et occidentaux notamment⁸². Ceci renforce l'opinion répandue selon laquelle certains d'entre eux, en particulier les plus récents, ne disposeraient pas des compétences requises pour gérer des montants d'une telle importance. Cela suscite l'inquiétude de certains pays de l'Occident.

1.2.1.2 La gouvernance des fonds

Les normes de gouvernance sont une nécessité pour toute institution, celles-ci doivent être encore plus accentuées lorsqu'il s'agit des institutions appartenant à des États. Si les fonds souverains sont stigmatisés aujourd'hui, c'est parce que leur gouvernance et leurs finalités, souvent opaques, font penser qu'ils seraient tentés de s'intéresser uniquement à certains secteurs d'activités jugés sensibles politiquement. C'est ainsi que la gestion par des États réputés peu démocratiques et le manque de réciprocité des fonds souverains n'est pas du goût de tous. Beaucoup de fonds sont largement perçus comme ne respectant pas les critères d'administration et de gestion des établissements financiers des pays industrialisés, qui sont guidés par les règles de gouvernance d'entreprise (ou *corporate governance*)⁸³.

⁸¹ Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review departments of the IMF, « Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda », Washington, FMI, 2008 à la p.8 (Rapporteurs Marc Allen et Jaime Cuarana).

⁸² *Ibid.*

⁸³ Le terme gouvernance d'entreprise ou *corporate governance* d'après le lexique de finance Vernimmen représente dans une acception large, l'organisation du contrôle et de la gestion de l'entreprise. De façon plus étroite, le terme de gouvernance d'entreprise est utilisé pour désigner l'articulation entre l'actionnaire et la direction de la société, et donc principalement le fonctionnement du conseil d'administration ou du directoire et du conseil de surveillance.

Les domaines dans lesquels la gouvernance des fonds doit être améliorée pour Edward Greene concernent : la répartition claire des responsabilités entre les fonds et les autres entités gouvernementales, l'autonomie de gestion, la divulgation des politiques et des procédures visant à garantir l'intégrité opérationnelle et la gestion des risques politiques.

Areas in which governance guidelines should be considered include: clear allocation and separation of responsibility within the fund and between the fund and other government entities, promulgation of an overall statement of investment policy (which would presumably specify economic goals) and a means of enforcing compliance with that investment policy, operational autonomy as an investing institution, disclosure of policies and procedures to ensure operational integrity, and risk management policies⁸⁴.

Il faut rappeler néanmoins que certains fonds, exemple du fonds de pension de Norvège appliquent déjà les principes d'éthique et de responsabilité sociale dans leur gestion. Ainsi, il s'est retiré du groupe minier canadien Barrick Gold Corporation et de l'industriel américain Textron. Dans le premier cas, pour dégâts causés par le groupe sur l'environnement en Papouasie Nouvelle-Guinée. Quant au second cas, il est accusé de produire des armes à sous-munitions interdites par la Convention d'Ottawa de 1997⁸⁵.

1.2.1.3 Les caractéristiques des fonds

La nature des fonds révèle qu'il s'agit des investisseurs passifs, stables avec un horizon d'investissement tourné vers le long terme.

⁸⁴ Edward Greene et Brian Yeager, « Sovereign wealth funds, a measured assessment » (2008) 3:3 Capital Markets Law Journal 247 à la p. 268.

⁸⁵ AFP, « Éthique: Le fonds souverain norvégien exclut deux nouveaux groupes » (3 février 2009), en ligne : <<http://www.legrandsoir.info/Ethique-le-fonds-souverain-norvegien-exclut-deux-groupes-israeliens.html>>.

- Investisseurs passifs

Les fonds souverains, de part leur constitution, sont généralement considérés comme des investisseurs passifs. Certains fonds n'investissent pas plus de 10% dans les entreprises dans lesquelles ils ont des participations, ce qui les fait ne pas entrer dans la catégorie des investissements directs étrangers⁸⁶. Très souvent ils n'exercent pas le droit de vote et ne souhaitent pas être représentés au conseil d'administration des entreprises dans lesquelles ils investissent. Par exemple, le fonds chinois CIC a refusé de siéger au conseil d'administration du groupe Blackstone en 2007 après y avoir investi 3 Md\$⁸⁷. De même, le fonds singapourien GIC a aussi refusé un siège chez UBS. Labidi et Mazigh-Jaidane relient cette acquisition d'actions sans droit de vote, à leurs faibles prises de participations dans le capital des entreprises cibles⁸⁸. Néanmoins, certains fonds se comportent comme des investisseurs actifs, soit par des prises de participation supérieures à 10% du capital de l'entreprise cible, soit en tant qu'actionnaire, par l'exercice actif de son droit de vote. Même s'il est minoritaire, c'est la politique adoptée par le fonds de pension norvégien⁸⁹.

- Investisseurs de long terme

En tant qu'investisseurs de long terme, les fonds souverains apportent aux entreprises dans lesquelles ils prennent une participation, un financement sur une longue période. Par exemple, les fonds de pension ont un horizon de long terme et préfèrent des classes d'actifs plus risqués offrant un rendement supérieur⁹⁰. Les fonds d'épargne par

⁸⁶ Duquerroy, *supra* note 38 à la p. 4.

⁸⁷ Moez Labidi et Lamia Mazigh-Jaidane, *Fonds souverains et stabilité financière internationale, nouveaux acteurs, nouveaux enjeux et nouvelle gouvernance*, Document de travail, 2009 à la p. 8, en ligne : <<http://sceco.univ-poitiers.fr>>

⁸⁸ *Ibid.*

⁸⁹ Duquerroy *supra* note 38 à la p. 4.

⁹⁰ *Ibid.*

exemple facilitent les transferts intergénérationnels, et permettent aux générations futures de profiter des conditions économiques favorables actuelles.

L'horizon de placement des investissements à long terme leur permet de résister aux fluctuations du marché sur le court terme. Le caractère durable et prévisible de leurs ressources leur procure ainsi une certaine garantie et une sérénité en termes de financement d'infrastructures, ce qui a l'avantage de stimuler l'activité de l'entreprise et de créer des emplois.

Les fonds souverains sont généralement considérés comme des investisseurs de long terme car ils adoptent souvent la stratégie dite de *buy-and-hold*. Cette stratégie consiste à acheter un actif, *a priori* sous-évalué, et à le conserver en portefeuille pendant une période plus ou moins longue, indépendamment des fluctuations du marché, pour enfin le revendre lorsqu'une plus-value est possible⁹¹.

- Investisseurs stables

Le rôle stabilisant des fonds souverains sur les marchés financiers ne tient pas uniquement à leur horizon de long terme. Il tient aussi à la nature raisonnable de leurs objectifs financiers qui est proche de la rentabilité économique du capital⁹².

La stabilité des fonds souverains se mesure sur la durée. En effet, leurs investissements se font sur vingt voire trente ans. Avec un taux modéré de rotation de portefeuille trois fois plus faible que celui des fonds de pension, ils financent leurs investissements par leurs fonds propres et sont peu exigeants en termes de liquidités. Ils apparaissent comme une solution permettant d'assurer la stabilité du système financier⁹³. Par conséquent, les fonds souverains offrent des opportunités de

⁹¹ Blancheton et Jégourel, *supra* note 67 à la p. 4.

⁹² *Ibid.* à la p. 6.

⁹³ *Ibid.*

financement accrues aux entreprises occidentales auxquelles ils apportent un financement quasi permanent, garantissant ainsi la stabilité du capital et la sécurité. Les liquidités qu'ils injectent dans les entreprises permettent à celles-ci d'accroître leurs investissements et leur production en réduisant leurs coûts de financement.

De par leur caractère passif et leurs investissements avec un horizon de long terme, l'injection de capitaux par les fonds souverains dans plusieurs institutions financières de l'OCDE durant la crise a donné une certaine stabilité au système financier international. Beaucoup d'universitaires reconnaissent que le risque de contagion systémique de la crise financière aurait été plus élevé si les fonds souverains n'avaient pas engagé leurs capitaux⁹⁴.

1.2.2 Profil d'investissement

L'objectif commun à tous les fonds est de transférer la richesse actuelle aux générations futures. Pour cela, les fonds utilisent diverses stratégies d'investissements.

1.2.2.1 Les objectifs d'investissement

Le FMI précise que les fonds souverains ont été créés, en partie, pour répondre aux objectifs suivants : la stabilisation des revenus, la constitution d'une épargne pour les générations futures, le financement des retraites, l'optimisation des rendements et la diversification de l'économie⁹⁵. Ces objectifs ne sont pas figés et peuvent changer dans le temps.

⁹⁴ Veljko Fotak, Bernardo Bortolotti et William Megginson, *The financial impact of sovereign wealth fund investments in listed companies*, Working paper, Septembre 2008, en ligne : <<http://www.gresicetai.hec.ca/cref/sem/documents/081107.pdf>>.

⁹⁵ Allen et Caruana, *supra* note 81 à la p. 5.

- La stabilisation des revenus (*Stabilization funds*)

Les fonds de stabilisation sont créés par les États pour financer les dépenses publiques grâce aux recettes excédentaires cumulées de l'exportation du pétrole. Ces fonds sont destinés à procurer de la liquidité à court terme lorsque les prix des matières premières notamment du pétrole diminueront de façon considérable⁹⁶. Avec les fluctuations des cours sur le marché et la volatilité des prix, ces fonds joueraient un rôle crucial dans la période de transition vers une économie qui ne serait plus basée uniquement sur l'exploitation des ressources naturelles⁹⁷.

Le financement des fonds de stabilisation provient généralement d'excédents de revenus des matières premières. L'exemple le plus connu est celui de l'ancien Fonds de stabilisation russe⁹⁸ (Reserve Fund), qui a été établi comme un compte géré par le ministère des Finances avec pour but principal, la stabilisation des prix, l'absorption de l'excès de liquidités en vue de réduire les pressions inflationnistes qui peuvent être causées par l'instabilité des prix des matières premières⁹⁹.

[C]es fonds sont créés par des États exportateurs de ressources naturelles, afin d'isoler le budget et l'économie nationale des effets de la volatilité des cours des matières premières. Le plus souvent alimentés par les revenus tirés de l'exportation des produits du pétrole, ces fonds accumulent les actifs lorsque le cours est élevé, en prévision des années moins prospères. (Exemple: Libyan Investment Authority (Libye))¹⁰⁰.

⁹⁶ Memmedhüseyn, *supra* note 1 à la p. 27.

⁹⁷ Gomes, *supra* note 63 à la p. 9.

⁹⁸ Greene et Yeager, *supra* note 84 à la p. 250.

⁹⁹ *Ibid.* à la p. 250.

¹⁰⁰ Joëlle Paquet, *Analyse des impacts de la mondialisation sur l'économie au Québec. Rapport 6 — L'émergence des fonds souverains*, Montréal, Laboratoire d'étude sur les politiques publiques et la mondialisation – ENAP, 2009 à la p. 3.

- L'épargne intergénérationnelle (*saving funds*)

Les fonds d'épargne au profit des générations futures cherchent à convertir des actifs non renouvelables en un portefeuille plus diversifié¹⁰¹. L'épargne intergénérationnelle est financée par une partie des revenus accumulés de la manne pétrolière. L'idée qui justifie la création de ce type de fonds est que les revenus provenant des matières premières ne sont pas intarissables et ne doivent pas servir uniquement à la consommation présente, mais profiter aux générations futures également. Tel était l'objectif du tout premier fonds créé en 1953, le fonds du Koweïtien. Paquet justifie leur création comme suit :

[D]ans les pays riches en ressources naturelles, ces fonds d'épargne transfèrent les revenus tirés de l'exploitation de ressources non renouvelables dans des portefeuilles d'actifs financiers internationaux diversifiés, afin de répondre aux besoins des générations futures¹⁰².

Ces fonds permettent de lutter contre les effets pervers d'une trop grande exploitation des ressources naturelles connue sous le nom de « maladie hollandaise »¹⁰³. La règle de Hartwick justifie alors leur création, diminuer le capital global aujourd'hui en consommant les produits des ventes des matières premières équivaut à laisser moins de possibilités de consommation aux générations suivantes, d'où l'utilité des fonds souverains qui servent d'outils de diversification de portefeuille et d'épargne pour ces générations futures.

¹⁰¹ FMI, *supra* note 4 à la p. 2.

¹⁰² Paquet, *supra* note 100.

¹⁰³ La maladie hollandaise (mal hollandais ou syndrome hollandais) est un phénomène économique qui relie exploitation de ressources naturelles et déclin de l'industrie manufacturière locale. Inspiré du cas des Pays-Bas des années 1960, le terme maladie hollandaise est utilisé par extension pour désigner les conséquences nuisibles provoquées par une augmentation significative des exportations de ressources naturelles par un pays.

- Le financement des retraites (fonds de pension)

Les gouvernements créent des fonds de pension pour qu'ils viennent compléter le financement des retraites, car les seules cotisations salariales des particuliers ne suffisent plus et, celles-ci deviennent insuffisantes du fait de l'augmentation rapide et du vieillissement des populations non actives. Ils ont pour objectif de faire face aux déficits futurs des systèmes de retraite par répartition, liés au vieillissement des populations¹⁰⁴. Reprenant une définition du FMI, Bismuth rappelle que « les fonds de réserve de retraites (*pension reserve funds*) sont mis en place par les États afin de compenser le passif des régimes de retraite par répartition qui sont susceptibles d'être générés dans le futur compte tenu du vieillissement de la population »¹⁰⁵.

Ce fonds de dotation est destiné à verser des prestations de retraites futures à des bénéficiaires qui y ont contribué par le biais de charges sociales et cotisations des employeurs durant leurs années de service. On cite très souvent en exemple le *Gouvernement Pension Fund* de Norvège comme un modèle de clarté et de transparence en matière de gestion et de gouvernance.

- La diversification de l'économie

L'instauration des fonds souverains a pour principales motivations économiques une diversification de l'économie et des gains de rentabilité. Les fonds de développement (*Development Funds*) ont des objectifs de politique économique au-delà du rendement des placements. Ils aident à la promotion des projets socio-économiques et à la mise en place des politiques industrielles qui pourraient avoir un impact potentiel

¹⁰⁴ Bertin Delacour, *supra* note 23 à la p. 36.

¹⁰⁵ Régis Bismuth, « Les fonds souverains face au droit international. Panorama des problèmes juridiques posés par des investisseurs ordinaires » (2010) *Annuaire français de droit international* 568 à la p. 576.

dans la croissance et la rentabilité d'un pays¹⁰⁶. Ils peuvent revêtir la forme de holdings.

Ainsi, en prenant des risques plus élevés, la diversification permet aux fonds souverains de répartir les risques dans leurs portefeuilles à travers une variété d'actifs et de devises plus rentables que les titres de dettes publiques¹⁰⁷. L'extension du portefeuille de placements vers des instruments comme des titres de propriété et de dette privée, peut s'accompagner d'un risque plus élevé à court et à moyen terme. À long terme, ces risques sont moindres par rapport au rendement initial attendu¹⁰⁸. Ceci leur permet de réduire leur dépendance par rapport à la volatilité des prix des actifs tels que les prix du pétrole et autres matières premières. Par exemple, Pékin a décidé, en s'inspirant de Temasek, d'amplifier les profits et la productivité dans la gestion de ses réserves en acquérant des parts chez Blackstone par l'entremise de la Société d'investissement d'État (SIE)¹⁰⁹. Pour que ces objectifs se réalisent, les gestionnaires de ces fonds mettent en place diverses stratégies pour atteindre leurs buts.

1.2.2.2 Les stratégies d'investissement

L'analyse des agissements des fonds souverains est souvent délicate compte tenu du peu d'informations disponibles sur leur fonctionnement. Néanmoins, on remarque que les fonds ont une politique d'allocation d'actifs diversifiée, c'est-à-dire que certains ciblent des secteurs d'activités donnés, d'autres choisissent des régions

¹⁰⁶ FMI, *supra* 4 à la p. 2.

¹⁰⁷ Bertin Delacour *supra* note 23 à la p. 39.

¹⁰⁸ Memmedhüseyn, *supra* note 1 à la p. 27.

¹⁰⁹ René Naba, *Géo-économie mondiale: un basculement stratégique*, octobre 2008, en ligne : <<http://www.renenaba.com/geo-economie-mondiale-un-basculement-strategique/>>.

géographiques bien déterminées. Beaucoup, cependant, investissent de plus en plus en tenant compte des indices et de l'évolution de marché et selon leurs objectifs¹¹⁰.

- Les stratégies sectorielles

Cette stratégie de gestion correspond à une spécialisation par secteurs d'activité. Demarolle les appelle « fonds d'investissement » (*Investment funds*) car ceux-ci font plus appel à des critères d'investissement faisant place à une spécialisation sectorielle¹¹¹. Cette spécialisation résulte très souvent des choix stratégiques des autorités publiques. Par exemple rappelle-t-il, les fonds Temasek de Singapour, Mubadala d'Abu Dhabi ou QIA du Qatar, tout en appliquant une méthodologie d'investissement rigoureuse, investissent avant tout dans des secteurs considérés comme stratégiques pour le développement de leurs pays respectifs¹¹².

En termes de répartition par secteurs, ce sont les établissements financiers qui sont les principaux bénéficiaires des investissements des fonds souverains. Viennent ensuite d'autres secteurs favorables pour les investissements à long terme. L'immobilier et le BTP avec 17 Md\$ d'investissement, les matières premières et l'énergie avec 13 Md\$, les services et la distribution avec 11 Md\$, la technologie avec 9 Md\$, les équipements et les transports avec 9 Md\$, et l'industrie avec 6 Md\$ sont autant de cibles de l'activité des fonds souverains selon Steffen Kern¹¹³

¹¹⁰ Demarolle, *supra* note 12 à la p. 6.

¹¹¹ *Ibid.*

¹¹² *Ibid.*

¹¹³ Steffen Kern, « Fonds souverains: Nouvelles réalités économiques et réponses politiques » (2009) HS Revue d'économie financière 275 à la p. 279.

- Les stratégies de placement

Les fonds souverains utilisent, soit une stratégie industrielle, soit une stratégie purement financière¹¹⁴. C'est cette deuxième technique qui est décriée et qui justifie en partie les inquiétudes des pays de l'Ouest.

La stratégie industrielle consiste à acquérir de façon ciblée, des participations dans des sociétés industrielles ou financières, avec l'ambition de devenir un actionnaire majoritaire et ainsi pouvoir influencer la stratégie de l'entreprise. La stratégie financière consiste à gérer un portefeuille de placement, en actions, obligations, ou tout autre type de produit dérivé et financier pour maximiser le rendement de portefeuille¹¹⁵. Alain Demarolle dit qu'ils se comportent comme des « gestionnaires de portefeuille »¹¹⁶ (*portfolio managers*). Selon lui, cette stratégie permet d'obtenir des rendements supérieurs à la rémunération offerte par les bons du Trésor américain par exemple.

Certains fonds souverains se sont essayés à une gestion spéculative de leurs réserves de change. Pour ce faire, ils ont adopté des comportements d'investissements que Blancheton et Jégourel ont qualifiés d'opportunistes¹¹⁷. Ces fonds investissent par rapport aux indices du marché. Ainsi, ils peuvent changer entre les différentes classes d'actifs et acquérir une plus grande participation dans des sociétés considérées comme beaucoup plus rentables¹¹⁸. Si au début de la crise financière, les nombreuses prises de participation des fonds souverains dans les banques, ont laissé croire qu'il s'agissait d'une volonté de contribuer à la stabilisation financière mondiale au nom

¹¹⁴ Jean-Marie Chevalier, « Les fonds pétroliers souverains » dans Jean-Paul Betbèze, dir., *Fonds souverains à nouvelle crise, nouvelle solution ?*, Paris, Les cahiers du cercle des économistes, PUF, 2008, 71 à la p. 74.

¹¹⁵ *Ibid.*

¹¹⁶ Demarolle, *supra* note 12 à la p. 6.

¹¹⁷ Blancheton et Jégourel, *supra* note 67 à la p. 8.

¹¹⁸ *Ibid.* à la p. 3.

d'une nécessaire coopération internationale, celles-ci sont apparues comme étant une stratégie de « chasse aux bonnes affaires » soulignent Blancheton et Jégourel¹¹⁹. Citant le FMI, Labidi et Mazigh-Jaidane rappellent les statistiques suivantes en termes de stratégies de placement pour l'année 2008 à titre d'illustration : 100% des fonds interrogés investissent dans les obligations, 67% dans les actifs des entreprises publiques et 40% dans les *private equity funds* ou dans l'immobilier¹²⁰.

- Les stratégies géographiques

Les fonds souverains visent avant tout la diversification de leur portefeuille sur le plan géographique. Contrairement à l'idée généralement répandue dans les médias, tous ne choisissent pas d'investir exclusivement hors de leurs frontières. Khazanah par exemple, un fonds malaisien ne procède qu'à des investissements domestiques¹²¹. D'après les chiffres des investissements effectués par les fonds souverains entre 1995 et la mi-2008, les sociétés nord-américaines et européennes ont été les principales cibles de ces financements, 37% du volume total des transactions concernaient des entreprises d'Amérique du Nord et 32% des sociétés basées en Europe¹²².

Les investissements en Asie sont essentiellement intra-régionaux, c'est-à-dire qu'ils sont effectués pour une large part (83% en volume) par des fonds souverains asiatiques, notamment en Inde, en Chine et en Malaisie, comme c'est le cas de Temasek. Des transactions intra-régionales sont, en revanche, beaucoup moins fréquentes au Moyen-Orient. Leurs fonds à la recherche de placements importants et liquides préfèrent investir principalement aux États-Unis et en Europe¹²³.

¹¹⁹ *Ibid.* à la p. 13.

¹²⁰ Labidi et Mazigh-Jaidane, *supra* note 87 à la p. 7.

¹²¹ Demarolle, *supra* note 12 à la p. 6.

¹²² Kern, *supra* 113 à la p. 278.

¹²³ *Ibid.*

Les fonds en provenance des pays émergents privilégient aussi les placements sur les marchés américains en raison de l'inadéquation entre l'abondance de leurs ressources et le sous-développement de leurs marchés financiers internes¹²⁴. Labidi et Mazigh-Jaidane révèlent que :

61% des investissements des fonds émergents concernent les entreprises de l'OCDE [...] Cette tendance est plus valable pour les fonds du Moyen Orient que pour ceux des pays asiatiques car les investissements de ces derniers sont majoritairement orientés vers leur marché domestique ou leur zone géographique proche¹²⁵.

D'autres considérations peuvent justifier les choix d'investissements dans des régions géographiques bien déterminées : les retours sur investissement espérés, la garantie des marchés, une diversification des investissements et la recherche de l'expertise des grandes institutions occidentales.

¹²⁴ Labidi et Mazigh-Jaidane, *supra* note 87 à la p. 5.

¹²⁵ *Ibid.* à la p. 6.

CHAPITRE II

L'INTRODUCTION DES FONDS SOUVERAINS DANS L'ÉCONOMIE MONDIALE

À l'origine de la création de ces fonds, il s'agissait à court terme, de se prémunir contre la volatilité des prix des ressources naturelles (du pétrole en particulier) et de tenter de régulariser les recettes. À long terme, il fallait constituer une épargne pour les générations futures¹²⁶. Aujourd'hui, la place des fonds souverains a changé de nature. De simples pourvoyeurs de fonds à la recherche de rendements supérieurs, ils sont dorénavant partie prenante des mutations qui s'opèrent au sein de la finance mondiale.

2.1 Les fonds souverains au cœur des mutations économiques mondiales

Plusieurs facteurs ont favorisé la création et l'augmentation du nombre de fonds d'investissement souverains notamment, l'augmentation du prix du pétrole et l'accumulation des excédents commerciaux.

2.1.1 Les facteurs inhérents à la multiplication des fonds souverains

Les fonds souverains sont le résultat de nombreux ajustements effectués par des États qui détiennent des ressources naturelles abondantes ainsi que de fortes réserves de change.

¹²⁶Chevalier, *supra* note 114 à la p. 72.

2.1.1.1 L'augmentation du prix des matières premières

L'accroissement de la demande d'importation d'hydrocarbures et des ressources pour soutenir la croissance des pays développés a poussé à la hausse le prix des matières premières. Des facteurs d'ordre conjoncturels sont aussi à l'origine de cette hausse de la demande des matières premières, souligne Inès Trépant¹²⁷. Il peut s'agir soit des mauvaises récoltes, soit des conflits d'ordre géopolitique ou alors simplement des catastrophes naturelles. Dans ce contexte, la hausse des cours mondiaux des matières premières se fait globalement au bénéfice des pays producteurs de ces matières premières. Le prix du pétrole est appelé à augmenter à terme pour deux raisons majeures¹²⁸:

- Du côté de la demande, la croissance accélérée des économies émergentes explique l'essentiel de la progression de la consommation mondiale du brut en 2003¹²⁹. Cette croissance de la demande en hydrocarbures devrait perdurer car les alternatives aux énergies renouvelables restent très insuffisantes pour le moment¹³⁰. Malgré le ralentissement économique, les pays émergents qui restent et demeurent les principaux moteurs de la demande mondiale en énergie continuent à augmenter leur consommation.

- Du côté de l'offre, les coûts d'extraction du pétrole sont de plus en plus onéreux car les gisements les plus faciles à trouver ont été exploités. Les réserves étant non renouvelables, ceci pousse au développement des projets complexes, comme l'exploitation des énergies de substitution telles que les énergies fossiles au Canada par exemple¹³¹. Cependant, les délais nécessaires à la découverte et à la mise

¹²⁷Inès Trépant, « Pays émergents et nouvel équilibre des forces » (2008) 1991-1992 *Courrier hebdomadaire* 1 à la p.16.

¹²⁸*Ibid.*

¹²⁹*Ibid.*

¹³⁰*Ibid.*

¹³¹ Pineault et l'Italien, *supra* note 16 à la p.1. Voir aussi Delacour *supra* note 23 à la p. 29.

en valeur des gisements pétrolifères ou pour le développement des énergies renouvelables sont longs¹³². Par ailleurs, l'intervention des matières premières dans la chaîne de production de produits variés, la hausse des prix de l'énergie qui en découle ainsi que des matières premières se diffuse considérablement dans toute la chaîne industrielle¹³³. Cette hausse de la demande en énergie devrait faire pression durablement sur les prix d'autant plus que les alternatives aux énergies fossiles¹³⁴ restent largement insuffisantes. Inès Trépant relie cette hausse des prix des produits agricoles tout comme des produits pétroliers à un mouvement plus vaste lié au changement de l'ordre économique mondial¹³⁵.

2.1.1.2 L'accumulation des excédents commerciaux et budgétaires dans les pays d'Asie.

Contrairement aux pays riches en pétrole, les pays d'Asie du Sud-est financent leurs fonds souverains grâce à des excédents des paiements courants¹³⁶. Plusieurs raisons expliquent cette tendance à l'augmentation des réserves de change par ces pays. L'accumulation des réserves répond, notamment dans le cas des pays ayant eu à faire face à des problèmes d'endettement, à un besoin d'assurance contre les chocs ou à l'instabilité financière internationale¹³⁷. Ainsi la croissance des économies du Sud-est asiatique s'était en partie réalisée grâce aux emprunts internationaux. Compte tenu des niveaux très élevés de la dette extérieure et de la fuite des capitaux étrangers, le crédit s'est tari et leur activité économique a connu une récession¹³⁸. La grave crise financière de 1997 a dès lors poussé les pays d'Asie à modifier significativement leur

¹³²Trépant, *supra* note 127 à la p. 17.

¹³³*Ibid.* à la p. 17.

¹³⁴Selon la définition de l'encyclopédie scientifique, l'énergie fossile désigne l'énergie que l'on produit à partir de roches issues de la fossilisation des êtres vivants : pétrole, gaz naturel et houille. Elles sont présentes en quantité limitée et non renouvelable. en ligne : techno-science.net <<http://www.techno-science.net/?onglet=glossaire&definition=3382>>

¹³⁵Trépant *supra* note 127 à la p. 18.

¹³⁶Jacquet, *supra* note 37 à la p. 62.

¹³⁷*Ibid.*

¹³⁸Paquet, *supra* note 100 à la p.4.

stratégie de développement et à réorienter celle-ci, pour dégager des excédents commerciaux vis-à-vis du reste du monde et à accumuler des réserves de change. Ainsi, les réserves de change accumulées doivent être investies en actifs sûrs et liquides, essentiellement sous forme de bons du Trésor américain¹³⁹. L'un des rôles des fonds souverains est de reprendre la gestion des réserves en la diversifiant.

Cette accumulation d'excédents n'a été possible entre autre que parce que d'autres pays étaient en déficit¹⁴⁰. En effet, beaucoup de pays développés présentent des déficits de leur balance courante de paiement, en raison notamment du ralentissement de la croissance économique. C'est l'exemple de l'économie américaine qui est financée essentiellement par l'endettement extérieur¹⁴¹. En outre, la flambée du cours des produits de base, en 2007 et 2008, a creusé encore davantage les déficits dans les pays importateurs de pétrole¹⁴². Cette forte progression des réserves de change apparaît comme la contrepartie des déséquilibres des paiements mondiaux.

La sous-évaluation du Yuan¹⁴³ serait un autre facteur à l'origine de l'augmentation de la forte épargne des pays asiatiques, notamment la Chine. Selon Helmut Reisen, entre 2000 et 2005, l'équivalence de l'épargne brute des entreprises par rapport au PIB est passée de 16 à 23%, celle de l'État de 5 à 10% pour la même

¹³⁹ Jacquet *supra* note 37 à la p. 62.

¹⁴⁰ *Ibid.* à la p. 62.

¹⁴¹ Paquet, *supra* note 100 à la p. 5.

¹⁴² *Ibid.*

¹⁴³ Depuis le 1^{er} janvier 1994, le yuan est ancré au dollar américain sur la base d'une parité fixée à 8,277 yuan pour un dollar avec une marge de fluctuation très étroite (+/- 0,3%). Le fait que le yuan soit ancré au dollar à une valeur de parité fixe implique que la monnaie chinoise s'apprécie et se déprécie en fonction de l'appréciation ou de la dépréciation du dollar lui-même par rapport à l'euro, au yen, à la livre sterling notamment à pour conséquence, de créer des conditions qui rendent plus attractifs les produits manufacturés chinois exportés massivement vers les pays occidentaux, et d'augmenter la compétitivité de la main d'œuvre chinoise, toute chose qui a tendance à encourager le mouvement d'implantation des entreprises étrangères en Chine.

période et l'épargne des ménages à 16%¹⁴⁴. Cette sous-évaluation du Yuan est une stratégie délibérée pour maintenir la compétitivité des exportations par sous-évaluation du taux de change¹⁴⁵. Le résultat est que cette politique maintient les termes de l'échange défavorables, ce qui réduit les importations des produits occidentaux et favorise les exportations chinoises, notamment dans deux secteurs : l'industrie manufacturière et l'extraction minière¹⁴⁶.

2.1.2 Les motivations stratégiques

L'État investisseur *off-shore* (hors de ses frontières) a refait surface avec la crise des *subprimes* aux États-Unis, et s'est accentué avec la crise financière qui a touché les pays occidentaux¹⁴⁷. Plusieurs fonds sont venus à la rescousse des pays de l'OCDE en investissant massivement dans les institutions financières. Cependant, ces investissements ont été faits non sans interrogations sur les réelles motivations qui se cachaient derrière ces prises de participation. En effet, les gouvernements à travers les fonds souverains sont soupçonnés de voiler leurs véritables motivations qui ne seraient pas uniquement financières ou commerciales. Ces investissements viseraient des secteurs stratégiques tels que, l'énergie, les hautes technologies, la défense, les transports. Pour d'autres, les fonds tireraient leur motivation de la volonté d'exercer une plus grande influence au niveau de la sphère politique internationale. Selon Chalamish:

[S]WFs have experienced severe criticism in developed economies as their investments in strategic industries, such as financial institutions and technology, have been perceived as attempts of their respective

¹⁴⁴ Reisen, *supra* note 35 à la p. 15.

¹⁴⁵ Jacquet, *supra* note 37 à la p. 63.

¹⁴⁶ *Ibid.* à la p. 15.

¹⁴⁷ Efi Chalamish, « Rethinking global investment regulation in the Sovereign Wealth Funds era », février 2009 à la p. 4 [non publié].

*governments to increase their political influence on the developed world through strategic investments, fueled by political or military motives*¹⁴⁸.

2.1.2.1 Indépendance énergétique et approvisionnement en ressources naturelles

L'acquisition des entreprises d'exploitation ou de transformation de matières premières par certains fonds est un moyen de sécuriser les approvisionnements de leurs économies en ressources énergétiques. En effet, les ressources naturelles chinoises à elles seules ne suffisent plus à alimenter son marché intérieur¹⁴⁹. Donc l'essentiel des importations chinoises est composé de pétrole, de minerais, de coton et de bois. Ses investissements en Afrique, par exemple, en sont la parfaite illustration¹⁵⁰. L'installation chinoise en Afrique s'explique principalement par son taux de croissance effréné et la nécessité de sécuriser son approvisionnement en matières premières¹⁵¹. Par ailleurs, ces investissements lui servent plus tard à trouver des débouchés pour ses produits qui sont nettement meilleurs prix que les produits venus d'Occident. Pour appuyer ces investissements considérés comme stratégiques, la Chine s'est dotée d'instruments financiers, de technologies ainsi que d'un discours diplomatique pour mener sa stratégie d'influence sur le continent.

L'alternative que propose la Chine consiste à substituer aux politiques de développement néolibérales une relation commerciale "gagnant-gagnant" entre égaux; à mener une coopération sans arrière-pensées politiques; à réformer les systèmes de régulation économiques internationaux (FMI, OMC, etc.); et à faire partager la voie chinoise du développement, ce "consensus de Beijing" est particulièrement attractif pour les pays africains, fatigués de la faillite inavouée de l'aide au développement et de la bonne conscience humanitaire de l'Occident¹⁵².

¹⁴⁸ *Ibid.* à la p. 8.

¹⁴⁹ Thierry Vircoulon, « La nouvelle question sino-africaine » (2007) 407:4075 *Études* 451 à la p. 452.

¹⁵⁰ *Ibid.*

¹⁵¹ *Ibid.*

¹⁵² *Ibid.* à la p. 453.

Pour s'approvisionner en matières premières, la Chine réalise des investissements stratégiques sur le continent africain dans le domaine des transports (routes, aéroports, voies ferrées)¹⁵³. Par exemple, au Soudan, les investissements chinois se font dans la construction des pipelines et des infrastructures de transport pour relier les zones pétrolières de l'Hinterland à la mer rouge. Trépant explique ces investissements stratégiques dans l'approvisionnement des matières premières par cette formule :

[C]es investissements sont stratégiques dans la mesure où les autorités chinoises créent une voie d'approvisionnement dont ils contrôlent toutes les étapes : le site minier, la concession ferroviaire, les installations de stockage, le port et parfois le transport maritime. Cette politique a porté des fruits puisque l'Afrique fournit d'ores et déjà 28% des importations chinoises d'hydrocarbures¹⁵⁴.

La Russie n'est pas des restes dans cette conquête des ressources minières, mais contrairement à la Chine qui est présente presque dans tous les continents, la Russie investit beaucoup plus en Europe. Ses investissements lui permettent ainsi d'augmenter ses ressources énergétiques. Par exemple en investissant en Allemagne dans les chantiers navals de la mer Baltique, la Russie cherche à construire des navires capables d'aller explorer les gisements de pétrole et de gaz de l'Arctique¹⁵⁵.

2.1.2.2 Acquisition des technologies et du savoir-faire

En investissant les bénéfices des ventes des matières premières dans les secteurs industriels à l'échelle internationale, les dirigeants des fonds souverains apprennent

¹⁵³ Trépant, *supra* note 127 à la p. 41.

¹⁵⁴ *Ibid.*

¹⁵⁵ Bertin Delacour, *supra* note 23 à la p.108. Voir notamment Naba, *supra* note 109 sur le conflit du Caucase de 2008.

au contact des gestionnaires étrangers et notamment occidentaux les techniques de gestion et de production occidentales. La Chine, par exemple, recherche une expertise financière en matière de gestion des instruments financiers de plus en plus complexes au contact des grands gestionnaires occidentaux souligne Naba¹⁵⁶. C'est ce que sont en train d'accomplir le fonds souverain Mubadala d'Abu Dhabi en s'offrant des parts importantes dans des projets liés aux secteurs financiers, de l'aéronautique et du tourisme¹⁵⁷.

Cette politique d'acquisition des technologies paraît d'autant plus logique pour les pays riches en matières premières, car une exploitation durable de ces ressources entraîne leur érosion avec le temps. Investir les recettes dans les secteurs non pétroliers porteurs de croissance dans le futur permet la diversification de l'économie, mais aussi et avant tout de sortir de la dépendance du pétrole, dépendance énergétique dont sont victimes les pays développés¹⁵⁸.

2.2 Les critiques croissantes avant la crise financière et les réactions protectionnistes.

Les fonds souverains sont devenus des acteurs importants en termes de nombre et de volume de leurs actions. Ils ne sont pas, toutefois, les investisseurs dominants du marché mondial¹⁵⁹. Néanmoins, leur expansion récente et leurs investissements ont suscité plusieurs préoccupations dans les pays récipiendaires, notamment aux États-Unis et en Europe où on leur a prêté des finalités politiques¹⁶⁰.

¹⁵⁶ Naba, *supra* note 109.

¹⁵⁷ Bertin Delacour, *supra* note 23 à la p.108.

¹⁵⁸ Naba, *supra* note 109. Voir aussi Reisen, *supra* note 35 à la p. 8.

¹⁵⁹ Duquerroy, *supra* note 38 à la p.3.

¹⁶⁰ Chalamish, *supra* note 147 à la p. 8.

2.2.1 Les craintes soulignées au sujet des fonds souverains.

Si jusqu'à présent, il n'y a eu aucun cas véritable dans lequel la puissance financière des fonds souverains a été utilisée dans un but politique, et s'ils ne sont en rien responsables de la dernière crise financière¹⁶¹, la tentation d'utiliser cette manne financière à d'autres fins a toujours été présente dans l'esprit de certains pays industrialisés¹⁶².

Ces inquiétudes sont amplifiées par le supposé caractère non démocratique de certains gouvernements propriétaires de ces fonds, et par le fait que certains parmi eux résident dans des pays qui sont souvent beaucoup moins ouverts aux investissements étrangers que les pays où ils investissent¹⁶³. Il n'y a pas encore eu d'écart de conduite par un quelconque fonds. Toutefois le manque de transparence de certains d'entre eux et quelques précédents historiques¹⁶⁴ pourraient laisser penser que les fonds souverains poursuivent des objectifs pas uniquement économiques et financiers. Il est important de rappeler quelques arguments qui ont été avancés pour justifier les craintes à leurs égards.

2.2.1.1 Le faible degré de transparence des fonds souverains

Plusieurs critiques des fonds souverains ont mentionné leur manque de transparence. Or, la transparence est une considération importante parce que les fonds souverains constituent en quelque sorte une immixtion des gouvernements dans des institutions

¹⁶¹ Demarolle, *supra* note 12 à la p. 11. Voir également Reisen, *supra* note 35 à la p. 16.

¹⁶² Jacques de Larosière, « Les nouvelles dynamiques de la finance mondiale, un rééquilibrage par les pays émergents? » (2008) 2 Politique étrangère 415 à la p. 428.

¹⁶³ Odonnat, *supra* note 40 à la p. 7.

¹⁶⁴ Les coupures d'approvisionnement en gaz imposées à l'Ukraine par Gazprom relèveraient plus des divergences d'ordre politique et non de nature commerciale. Et l'échec des projets d'investissement de Dubaï dans la compagnie américaine P&O et UNOCAL par la China National Offshore Oil Corporation devrait être relativisé. Dans les deux cas, il s'agit des entreprises publiques et non des fonds souverains.

financières et les marchés des capitaux¹⁶⁵. Cette préoccupation est accentuée car plusieurs fonds parmi ceux considérés comme les plus opaques viennent du Moyen-Orient, de la Chine et de la Russie¹⁶⁶. Les investissements contrôlés par les États étrangers peuvent inquiéter car leur statut étatique leur permet de se soustraire aux exigences légales de transparence financière¹⁶⁷. Cela rend difficile voire impossible d'obtenir des informations officielles concernant leurs investissements dans la mesure où les véritables intentions des investisseurs sont mal connues.

Les domaines de transparence des fonds souverains concernent principalement le cadre institutionnel, les objectifs, l'utilisation des ressources des fonds et les rapports financiers périodiques¹⁶⁸. En effet, il existe souvent une confusion totale entre leurs actifs propres et les réserves de change officielles. De plus, il est souvent difficile de déterminer au bilan de quelle institution (fonds souverain ou banque centrale) sont enregistrés les avoirs de réserve provenant de l'exportation des matières premières¹⁶⁹. Ainsi, par exemple, l'ADIA qui est le fonds souverain le plus important en termes d'actifs sous gestion n'a pas révélé le montant exact de ses actifs. Même son site Internet n'est constitué que de quelques pages qui ne donnent pas de véritables informations sur la structure de son portefeuille.

Deux indices permettent de quantifier le degré de transparence des fonds souverains. Il s'agit du Truman Index, élaboré à partir de 25 questions posées aux fonds souverains et du *Linaburg-Maduell Transparency Index* qui comprend 10

¹⁶⁵ Gerard Lyons, « The State Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds » (2007) 7:3 *Journal of Management Research* 119 à la p. 119. Voir Odonnat, *supra* note 40 à la p. 6.

¹⁶⁶ Pour le degré de transparence des fonds souverains, voir *Linaburg-Maduell Transparency Index*, *infra* note 171.

¹⁶⁷ Ulysse Bergeron, « Les nouveaux maîtres du monde arrivent au Canada » (1^{er} février 2009), en ligne : Les affaires.com <<http://www.lesaffaires.com/strategie-d-entreprise/developpement-des-affaires/les-nouveaux-maitres-du-monde-arrivent-au-canada/499044>>.

¹⁶⁸ Odonnat, *supra* note 40 à la p.6.

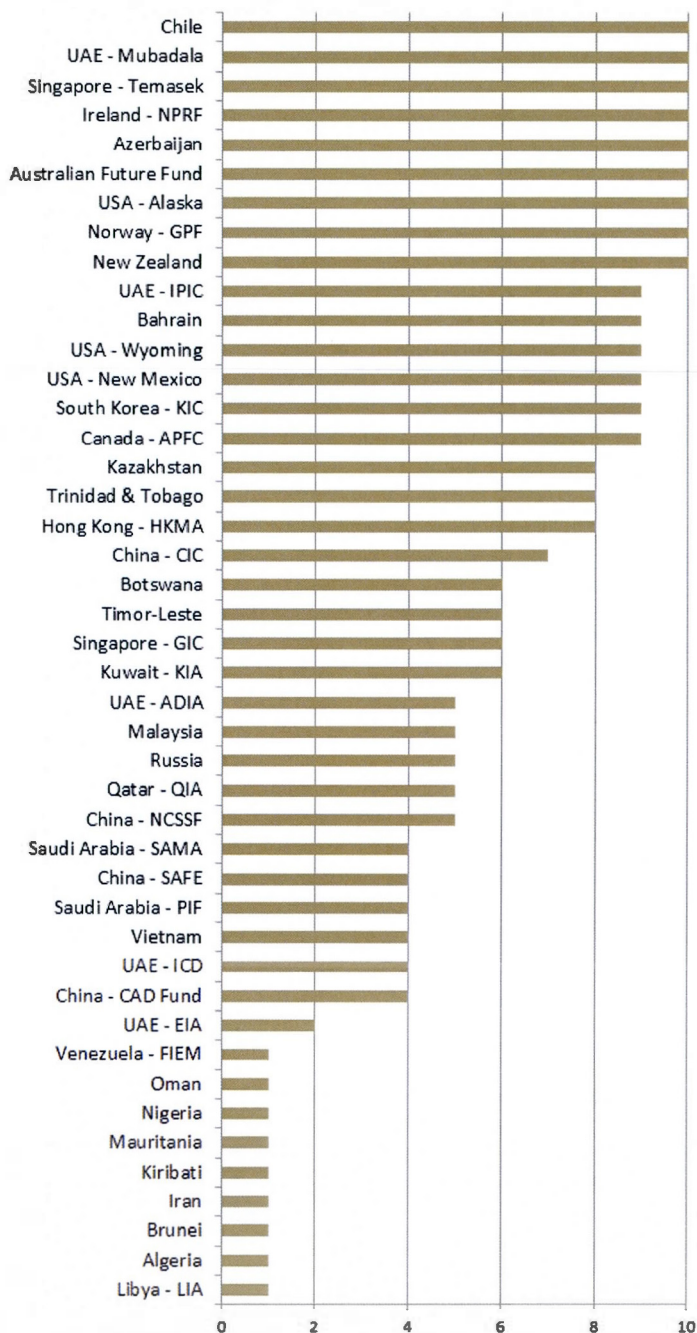
¹⁶⁹ *Ibid.*

critères d'évaluations¹⁷⁰. Le tableau ci-après donné par le Sovereign Wealth Institute au 22 mars 2012 nous indique le degré de transparence de différents fonds souverains¹⁷¹.

¹⁷⁰ Bertin Delacour *supra* note 23 aux pp. 100-101.

¹⁷¹ SWFI, *4th Quarter 2011 LMTI ratings*, Linaburg-Maduell Transparency Index, (2012) en ligne : <<http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>>.

**Figure 2.1 Le degré de transparence des fonds souverains - Linaburg-
Maduell Transparency Index quatrième trimestre 2011**



Source: Sovereign Wealth Funds Institute (mars 2012).

L'analyse du *Linaburg-Maduell Transparency Index* au 4^{ème} trimestre 2011 montre que, ce ne sont plus seulement les fonds des pays développés qui sont les plus transparents même s'ils le sont en majorité (Norvège, Irlande, États-Unis, Australie, Nouvelle-Zélande...), mais également des fonds provenant des pays du golfe (Mubadala pour les Émirats Arabes Unis) ou d'Amérique Latine, comme c'est notamment le cas du Chili. Ce tableau nous permet également de remarquer qu'à l'intérieur d'un seul et même pays détenant plusieurs fonds souverains, le degré de transparence peut varier d'un fonds à un autre. C'est l'exemple de Mubadala et ADIA pour les Émirats Arabes Unis. Les plus mauvaises notes reviennent aux fonds du Moyen-Orient dans leur grande majorité, aux fonds africains et aux fonds asiatiques. La Russie et la Chine traînent toujours leur réputation de fonds souverains très opaques.

2.2.1.2 Le caractère public des fonds souverains

Les fonds souverains posent un problème complexe. D'un côté, ils représentent des investisseurs de long terme, qui sont un atout précieux pour la stabilité financière. De l'autre côté, ce sont des opérateurs à la solde de la politique de leurs gouvernements, ce qui pourrait entraîner l'inefficacité des marchés financiers.

As shareholders, governments may have different interests than merely maximizing the value of the shares of issuer. These other interests could include technology transfer, access to raw materials, access to buyers or even larger political or social purposes. If SWF assets, currently equal to approximately 6 per cent of the amount of global equity market capitalization, grow as expected and were invested principally in equity, these issues could have a significant impact on public capital markets¹⁷².

La proximité entre les fonds souverains et les pouvoirs publics suscite la crainte que les fonds ne suivent des stratégies d'investissement au service de l'agenda

¹⁷² Greene et Yeager, *supra* note 84 à la p. 259.

politique du gouvernement de leur pays d'origine. L'État, plus ou moins actionnaire direct d'un fonds souverain, peut avoir par l'intermédiaire de ses services de renseignements ou par le biais des contacts officiels et réglementaires, accès à des informations sur les sociétés que n'auraient pas les simples acteurs du marché¹⁷³. Jouissant de tous ces renseignements, l'État actionnaire pourrait avoir des motivations qui ne seraient plus exclusivement financières. Il peut utiliser des moyens de pression au-delà de ce que ferait un investisseur particulier et ainsi exploiter ces informations ou les orienter dans un sens qui lui serait plus favorable.

La Russie chercherait à retrouver son statut de superpuissance d'antan. Pour cela, elle se sert de ses fonds souverains pour se redonner une assise sur l'échiquier international. Elle le fait par la nationalisation des entreprises liées au domaine énergétique¹⁷⁴.

À titre d'illustration du caractère public des investissements russes à l'international, la prise de participation, à hauteur de 5%, de la banque publique russe Vnechtorgbank dans EADS¹⁷⁵. Également, la gestion par le ministre des finances du National Wealth Fund¹⁷⁶ créé en 2008 pour le financement des projets pétroliers et des secteurs stratégiques, tels que la défense, les technologies de l'information, l'aérospatial, l'aéronautique et les matières premières¹⁷⁷. Les investissements russes à l'étranger s'inscrivent de ce fait dans la stratégie économique et politique du Kremlin. Dès lors, l'idée que la Russie augmente ses ressources énergétiques fait craindre aux

¹⁷³ *Ibid.*

¹⁷⁴ Anouar Achour et *al.*, « Les Fonds souverains : Conquête de la politique par la finance » École de guerre économique (décembre 2007) à la p. 3 en ligne : [infoguerre.fr <http://www.infoguerre.fr/documents/fonds_souverains.pdf>](http://www.infoguerre.fr/documents/fonds_souverains.pdf)

¹⁷⁵ Il faut cependant garder à l'esprit que la banque russe est plutôt une entreprise publique et non un fonds souverain.

¹⁷⁶ Le 30 janvier 2008, le gouvernement russe a divisé l'ancien fonds de stabilisation de la fédération de Russie en deux fonds : Le Reserve Fund et le National Wealth Fund. Le National Wealth Fund est placé sous l'autorité du Ministre des finances.

¹⁷⁷ Achour et *al.*, *supra* note 174 à la p. 3.

pays de l'Ouest qu'elle s'en serve comme arme de dissuasion comme ce fut le cas du veto auquel elle a soumis l'Ukraine en matière d'approvisionnement en énergie.

Forte de ses réserves de change estimées à 1 500 Md\$, la Chine est toujours sous le régime d'un parti unique, la CIC dotée de 200 Md\$¹⁷⁸ est placée sous l'autorité d'un membre du comité central du parti communiste chinois¹⁷⁹.

Les inquiétudes la concernant se justifient par un précédent historique. En effet, la Chine a, par le passé, brandi « l'arme nucléaire financière » que représentent ses réserves de change contre les États-Unis¹⁸⁰. Il s'agit d'un ancien contentieux de 2006 qui les opposait au sujet des questions des exportations, des droits humains, de la contrefaçon¹⁸¹. Consciente de la méfiance des pays occidentaux à son égard, le gouvernement chinois passe dorénavant par des structures plus conventionnelles, telles que les fonds souverains, pour effectuer ses investissements¹⁸².

2.2.1.3 L'utilisation des fonds dans un environnement politique instable

La question sous-jacente à l'environnement géopolitique concerne le poids politique que pourrait avoir un État ou une coalition d'États dans les décisions politiques du pays bénéficiaire des investissements. Les fonds souverains sont, par définition, une extension de l'État. Certains pays occidentaux craignent, par conséquent, que les moyens financiers considérables dont ils disposent ne puissent être instrumentalisés à

¹⁷⁸Pierre Dockès, « Impérialisme d'émergence ou bienveillance souveraine ? » dans Jean-Paul Betbèze, dir., *Fonds souverains à nouvelle crise nouvelle solution ?*, Paris, Les cahiers du cercle des économistes, PUF, 2008, 35 à la p. 36.

¹⁷⁹Fondation Prometheus, *supra* note 26 à la p. 9.

¹⁸⁰Warde, *supra* note 59 aux pp 5-6.

¹⁸¹Les USA ont demandé à l'OMC de trancher le différend les opposant à la Chine au sujet de la violation de la propriété intellectuelle. Les USA reprochent aux chinois leur laxisme pour la contrefaçon et ils s'inquiètent de voir certains biens saisis retourner dans le commerce une fois les signes de contrefaçon détruits.

¹⁸²Achour et al., *supra* note 174 aux pp. 6-7.

des fins d'ambition géopolitique¹⁸³. Il existe plusieurs moyens par lesquels les fonds souverains pourraient en théorie influencer sur les politiques et les capacités des pays bénéficiaires.

Le moyen le plus direct d'influencer pourrait s'exercer par l'acquisition et le contrôle direct des secteurs stratégiques. Les fonds souverains pourraient alors saboter les entreprises qu'ils achètent, paralysant le pays bénéficiaire de ses capacités de production.

Également, un fonds peut faire pression directement ou indirectement sur le pays destinataire des investissements en menaçant de retirer ses capitaux des entreprises d'un pays, ou encore en influençant les entreprises dans lesquelles il aurait investi, pour les faire agir dans l'intérêt de son gouvernement¹⁸⁴.

Le printemps arabe¹⁸⁵ a renversé plusieurs régimes en place en Afrique du Nord, en Lybie et dans le monde arabe au profit des dirigeants islamiques. Les fonds du Moyen-Orient évoluent dans un environnement géopolitique instable caractérisé par le développement du projet nucléaire iranien, les représailles menées contre l'insurrection en Syrie, les attentats terroristes en Irak, au Pakistan, le conflit israélo-palestinien qui perdure. Par ailleurs, les monarchies des pays du golfe persique disposent d'un pouvoir absolu où les parlements n'ont qu'un rôle très limité et les droits humains ne sont pas toujours respectés¹⁸⁶.

Tout cet environnement dans lequel évoluent les fonds souverain peut laisser croire que ceux-ci pourraient passer du statut d'investisseurs passifs à celui de

¹⁸³ Pierre-Ignace Bernard et Jean-Christophe Mieszala, « Le rôle des fonds souverains » (2009) H-S Revue d'économie financière 237 à la p. 240.

¹⁸⁴ *Ibid.*

¹⁸⁵ Le printemps arabe désigne la vague de contestations populaires qui se sont déroulées dans les pays du Maghreb et dans certains pays arabes à partir de décembre 2010. Ces manifestations ont vu la chute des régimes en place et le départ et la condamnation des anciens dirigeants de ces pays.

preneurs de décisions au profit de certains pays soupçonnés de connivence avec l'islam radical. Naba précise que les parlementaires américains se sont opposés à la tentative d'acquisition des ports américains par la société Dubaï Port Authority ainsi qu'au rachat de la compagnie américaine UNOCAL par la société chinoise CNOOC, pour les impératifs de sécurité liés à la guerre contre le terrorisme et au motif que ces opérations compromettraient la sécurité de l'approvisionnement en énergie des États-Unis¹⁸⁷.

2.2.1.4 Accès à des informations et intérêts stratégiques

Une autre crainte souvent avancée au sujet des fonds souverains est cette possibilité qu'ils auraient d'obtenir, grâce à leurs participations ou contrôles des entreprises, un accès privilégié à des informations considérées comme sensibles, relevant du secteur de la défense, des transports, des technologies de pointe et brevets scientifiques des pays destinataires¹⁸⁸.

D'après Bertin Delacour, la sécurité nationale d'un pays pourrait être compromise si une entreprise de défense ou de technologies était gérée par une entité qui à son tour serait elle-même directement ou indirectement contrôlée par un gouvernement étranger¹⁸⁹.

D'autres préoccupations sont également soulevées, par exemple l'espionnage industriel. Un gouvernement pourrait utiliser ces fonds pour apprendre comment les entreprises fonctionnent dans d'autres pays, puis utiliser cette information pour renforcer des entreprises publiques rivales ou exercer de la contrefaçon.

¹⁸⁶ Bertin Delacour *supra* note 23 à la p. 104.

¹⁸⁷ Naba, *supra* note 109 à la p. 4.

¹⁸⁸ Bernard et Mieszala, *supra* note 183 aux pp. 240-41.

¹⁸⁹ Bertin Delacour, *supra* note 23 à la p. 109.

Cependant, tous ces risques de nature politique ne sont pas l'apanage des seuls fonds souverains. Ils peuvent concerner aussi bien d'autres catégories d'actifs détenus par un État, comme les entreprises publiques, ou encore les avoirs des banques centrales. Si un tel phénomène survenait, celui-ci relèverait plutôt des relations diplomatiques entre gouvernements, et non de réglementations financières ou boursières par nature insuffisantes pour maîtriser ce risque¹⁹⁰.

2.2.1.5 La déstabilisation économique

Puisque les fonds souverains disposent des volumes importants de capitaux et divulguent peu d'informations, leurs détracteurs craignent que des mouvements massifs et imprévus de leurs liquidités puissent fausser involontairement l'efficacité des mécanismes de fixation des prix par les marchés¹⁹¹. Ces justifications de nature économique ne reposent sur aucun fait réel. Aucun mauvais comportement des fonds souverains n'a été décrié jusqu'à présent¹⁹².

Pour Gomes par exemple, les fonds souverains auraient le potentiel de déstabiliser les petits marchés en incitant les autres opérateurs à imiter leurs stratégies politiques. Ils pourraient introduire une incertitude sur le marché s'il y a la conviction que ceux-ci suivront certaines stratégies¹⁹³. Ces inquiétudes se nourrissent de l'opacité entourant les objectifs de tels investisseurs. Elles sont en plus renforcées par l'opinion selon laquelle certains d'entre eux ne disposeraient pas des compétences requises pour gérer des montants d'une telle importance, et c'est pour cette raison que beaucoup parmi eux feraient appel à des gestionnaires occidentaux.

¹⁹⁰ Bernard et Mieszala, *supra* note 183 à la p. 240.

¹⁹¹ *Ibid.* à la p. 239.

¹⁹² Les arguments présentés ici sont essentiellement de nature spéculative. Ils sont tirés de nombreuses analyses qui ont tenté d'anticiper les manœuvres des fonds souverains sur la base des stratégies des investisseurs institutionnels traditionnels.

¹⁹³ Gomes, *supra* note 63 à la p. 9.

2.2.1.6 Subvention déguisée d'entreprises publiques et concurrence déloyale

Les fonds souverains peuvent être utilisés pour fausser les mécanismes du marché. Ils peuvent le faire en procurant aux entreprises publiques dans lesquelles ils investissent un avantage concurrentiel déguisé en subvention ou aide par rapport aux entreprises privées. L'octroi de prêts ou de capitaux propres à des conditions avantageuses, le co-investissement ou la subvention d'acquisitions et d'investissements pourraient constituer d'autres formes que prendraient ces aides¹⁹⁴. Cependant, cette question ne concerne pas seulement les fonds souverains, mais relève du domaine de la promotion des intérêts économiques nationaux¹⁹⁵. Aussi, la marge de manœuvre des fonds souverains est faible car leurs participations restent substantielles, les fonds souverains, en général, ont une participation inférieure à 10% dans les entreprises dans lesquelles ils investissent pour prétendre à une subvention déguisée.

Cependant, ces inquiétudes soulevées au sujet du comportement des fonds souverains ne sont pas partagées de tous. Certains des dirigeants des fonds émergents et du Moyen-Orient ont été formés dans les mêmes écoles que leurs homologues occidentaux.

Les gestionnaires étrangers (occidentaux) dans certains cas sont choisis par des fonds souverains orientaux ou émergents pour avoir une assise et une légitimité dans les pays d'accueil desdits fonds. Monk estime qu'il existe un manque de confiance des pays bénéficiaires à l'égard des fonds souverains. Dans de nombreux cas, cette méfiance provient d'une contradiction dans les normes entre les pays commanditaires des fonds souverains et les pays bénéficiaires des investissements¹⁹⁶. Il conclut qu'il faudrait voir le problème des fonds souverains sous le prisme de la légitimité d'abord

¹⁹⁴ Bernard et Mieszala, *supra* note 183 à la p. 242. Sur les distorsions du fonctionnement des marchés financiers dus aux activités des fonds souverains, voir Bismuth, *supra* note 105 à la p. 598.

¹⁹⁵ *Ibid.*

¹⁹⁶ Monk, *supra* note 17 à la p. 457.

avant celui de la confiance, car la légitimité, plus que la confiance est un tremplin important pour l'intégration des fonds souverains dans le système financier mondial¹⁹⁷.

Sur le plan économique, ces risques de distorsion des marchés sont largement hypothétiques car les fonds souverains ne prennent souvent qu'un faible pourcentage dans le contrôle des entreprises. N'étant pas actionnaires majoritaires, toute tentative d'influence ou d'orientation politique dans un sens quelconque serait moindre. Leur risque n'est pas plus élevé que n'importe quel autre acteur du marché, et ils ne sont pas la cause de la crise des *subprimes* et de la crise financière qui a suivi. Bien au contraire, ces fonds constituent un facteur de stabilisation des marchés en raison de leur horizon d'investissement de long terme et de la diversification de leurs placements¹⁹⁸.

Au regard des travaux faits sur l'impact des fonds souverains sur les investissements transfrontaliers, la conclusion qui s'impose est que ces investisseurs ne sont pas susceptibles de perturber le fonctionnement des marchés financiers encore moins de compromettre la sécurité des pays récipiendaires. Toutefois, ils sont le symptôme d'autres facteurs liés aux déséquilibres économiques mondiaux, et leur émergence a permis de mettre en évidence les faiblesses macroéconomiques des pays occidentaux. Betbèze dit à ce sujet que les fonds souverains sont en grande partie, le miroir des ajustements que les grands pays n'ont pas accomplis, des réformes qu'ils n'ont pas menées, des excès qu'ils ont commis¹⁹⁹.

¹⁹⁷ *Ibid.* à la p. 459.

¹⁹⁸ Gomes, *supra* note 63 à la p. 14.

¹⁹⁹ Jean-Paul Betbèze, dir., *Fonds souverains à nouvelle crise nouvelle solution ?*, Paris, Les cahiers du cercle des économistes, Presses Universitaires de France, 2008 à la p.11.

2.2.2 Les réponses politiques et réglementaires

Les politiques et les médias occidentaux considèrent les investissements des fonds souverains comme une émanation de la politique et de l'interventionnisme des États dans le milieu de la finance internationale. Balding l'explique en ces termes:

Governments struggle to deal with sovereign wealth funds for two reasons. First, SWF are government linked entities making large investments. Critics fear that governments may make politically motivated investments designed to pursue policy objectives of the state rather than economically driven decisions. Second, SWF disclose little information about their activities. [...] Consequently, critics and friends alike wonder about their purpose and activities. Critics go so far as to charge SWF with threatening the stability of the international financial system under scenarios of unsupervised derivatives traders or destroying companies for political purposes²⁰⁰.

Il s'agirait d'un moyen utilisé par leurs gouvernements pour obtenir la technologie et l'expertise au profit des intérêts nationaux. Par conséquent, toutes leurs prises de participation dans les entreprises seraient stratégiques²⁰¹. Ces inquiétudes sont alimentées par l'environnement géopolitique dans lequel certains évoluent ainsi que le manque de transparence qui caractérise nombreux d'entre eux.

Plusieurs opérations menées par des entreprises publiques provenant des pays émergents ont conduit de nombreux États, notamment ceux de l'OCDE à renforcer leur dispositif de contrôle des investissements étrangers. Cependant, leurs approches en matière de réglementation des investissements étrangers diffèrent d'un pays à un autre.

Certains pays se sont appuyés sur le mobile de sécurité nationale. C'est le cas du décret *Exon-Florio* aux États-Unis qui a servi pour bloquer toute acquisition par

²⁰⁰ Balding, *supra* note 41 à la p. 4.

une entreprise étrangère. D'autres, comme le Canada, ont établi des paramètres déclencheurs comme la taille de l'investissement nécessitant un certain seuil de contrôle. Toutes ces initiatives qui sont apparues avec l'émergence des fonds souverains, semblerait-il, visent avant tout à bloquer les investissements étrangers en général et les prises de participation des fonds souverains dans les entreprises occidentales en particulier.

2.2.2.1 Les réactions protectionnistes

Les fonds souverains inspirent l'inquiétude et, dans certains cas des soupçons. Leur entrée en lice bien que souhaitée et appréciée pendant la crise financière a néanmoins suscité des réactions protectionnistes. Naba explique cette attitude en ces termes :

Le comportement frileux tant des Américains que des Européens a révélé, par contrecoup, l'inanité des grands principes que les Occidentaux ont forgés pour assurer leur domination économique mondiale. Le principe de la liberté du commerce et de l'industrie, le principe de la liberté de navigation, à l'origine de l'expansion occidentale, sont désormais brandis par les pays du Sud pour conquérir les marchés des grands pays industrialisés, lesquels sont condamnés à livrer, à coups d'arguments protectionnistes (la protection de l'emploi, la stabilité du tissu social), un combat d'arrière-garde pour contenir cette poussée²⁰².

Cet instinct défensif des États surgit face à ce qui est ressenti comme un phénomène de nationalisation transfrontière. De simples investisseurs qu'ils étaient au départ, ces étrangers sont passés de prêteurs à propriétaires²⁰³. Ce renversement du rapport de force n'est pas apprécié par les États occidentaux qui pointent du doigt la

²⁰¹ Monk, *supra* note 17 à la p. 3.

²⁰² Naba *supra* note 109 à la p. 12.

²⁰³ Achour et *al.*, *supra* note 174 à la p. 1.

nature peu démocratique des gouvernements qui les détiennent ainsi que leurs appétits pour les entreprises occidentales stratégiques²⁰⁴.

Dès lors, certains gouvernements, sous prétexte de se protéger contre une éventuelle menace contre la sécurité et la stabilité de leurs pays ont pris des mesures qui s'apparentent plus à des opérations politico-stratégiques qu'à des réponses économiques, ceci pour tenter d'anticiper les réactions des fonds souverains sur la base des stratégies des investisseurs institutionnels. Ils se sont penchés sur les éventuelles déstabilisations que pourraient soulever les agissements de ces investisseurs venus des pays émergents, des pays asiatiques et du Moyen-Orient. Ces préoccupations ont fait place à un retour vers un protectionnisme déguisé.

En Europe, à l'issue d'une rencontre entre les dirigeants allemand et français en septembre 2007, Nicolas Sarkozy a promis de protéger les entreprises françaises contre l'intervention agressive des fonds²⁰⁵. Plus tard, en janvier 2008, c'est l'ancien chef d'État français qui lors d'un voyage en Arabie Saoudite, est revenu courtiser les fonds, rappelant que la France restait ouverte aux fonds souverains soucieux de transparence et ouverts à la réciprocité²⁰⁶. Là réside tout le paradoxe parce que jusqu'à cette date-là, les fonds souverains ne s'étaient réellement jamais intéressés aux entreprises françaises.

Du côté allemand, le gouvernement d'Angela Merkel a tablé sur la mise en place d'une nouvelle législation permettant au régulateur de bloquer tout

²⁰⁴ Patrick Bolton et al., *Les fonds souverains : De menace à opportunité*, (30 juin 2011) à la p. 11 [non publié]

²⁰⁵ Aurore Lalucq, « Les fonds souverains et le nouvel ordre mondial des finances » dans Wojtek Kalinowski, dir., *Chroniques de la gouvernance 2008*, Paris, C.L.Mayer, 2008, 199 à la p. 200. Voir notamment Warde, *supra* note 59 à la p. 4.

²⁰⁶ Warde, *supra* note 59 à la p. 4.

investissement étatique étranger. Les États-Unis ont aussi renforcé leur réglementation sur les investissements étrangers²⁰⁷.

Toutes ces restrictions concernent les placements étrangers en général et les fonds souverains en particulier, ce qui crée un climat d'investissement qui n'est pas intéressant pour tous les investisseurs, même ceux qui n'étaient pas spécialement visés par les interdictions. Pour De Larosière, dresser des barrières contre des investisseurs à la taille relative, et dont les avoirs ne représentent pas plus de 2% des actifs financiers mondiaux pourrait restreindre la fluidité du capital financier²⁰⁸. La diversification des portefeuilles qui justifie les investissements des fonds souverains n'est qu'un processus normal des principes d'économie ouverte qui sous-tendent le système financier international²⁰⁹.

Il n'y a pas d'exemple indiquant clairement un abus de confiance causé par des investissements politiquement motivés. Les préoccupations exprimées par les décideurs politiques s'avèrent largement injustifiées si les fonds souverains sont évalués en fonction de leurs antécédents²¹⁰. Ainsi les craintes qui ont pu justifier toutes ces réactions protectionnistes à l'encontre des fonds souverains ne sont pas fondées et relèvent plus de l'imagination que de la réalité.

Les fonds n'agiraient pas à des fins politiques car beaucoup ont investi en réponse aux appels de détresse lancés par les dirigeants des banques occidentales en quasi faillite. Ils ne présenteraient pas plus de risques pour la stabilité du système financier international que les autres types d'investisseurs traditionnels. Bien au contraire, par leurs implications opérationnelles durant la crise financière, ils ont

²⁰⁷ Lalucq, *supra* note 205 à la p. 200.

²⁰⁸ De Larosière, *supra* note 162 à la p. 423.

²⁰⁹ *Ibid.*

²¹⁰ Patrick Bolton et *al.*, *supra* note 204 à la p. 12.

montré qu'ils étaient un allié important sur qui les pays occidentaux pouvaient compter²¹¹.

Comme preuve de leur neutralité politique, certains pays comme les Émirats arabes unis n'ont pas attendu l'adoption d'une réglementation internationale pour se conformer aux règles de déontologie des institutions financières internationales en matière d'investissements. C'est ainsi que l'ADIA (Abu Dhabi Investment Authority) a publié son code d'éthique dans lequel deux principes sont assurés, la transparence et la responsabilité. Dans ce code, il s'engage à communiquer les montants de ses investissements, ses destinataires, ainsi que les objectifs visés²¹².

Le constat général qui se dégage autour des craintes suscitées par les fonds souverains concerne surtout les risques potentiels encourus par les destinataires d'investissements et les bonnes pratiques à adopter, alors que les fonds souverains posent aussi des problèmes difficiles à leurs gestionnaires²¹³. Beaucoup de fonds souverains ont, par exemple, subi d'énormes pertes financières durant la crise financière. Ces réactions négatives traduisent mal une prise de conscience brutale de l'arrivée en force sur la scène financière et politique de certains pays asiatiques comme la Chine. Il s'agit d'un vrai basculement dans la globalisation financière explique Trépant: « [l]'inquiétude générée par l'affirmation de ces géants mondiaux grandit, à mesure que les centres de décision de l'entreprise se regroupent dans le pays de l'entreprise acquéreuse »²¹⁴.

2.2.2.2 La mise en place des filets protecteurs par les pays hôtes

Les processus d'examen des investissements étrangers sont différents d'un pays à l'autre. Ils sont généralement déclenchés lorsque l'investissement est supposé poser

²¹¹ *Ibid.* à la p. 13.

²¹² Warde, *supra* note 59 aux pp. 4-5.

²¹³ Jacquet, *supra* note 37 à la p. 69.

des préoccupations en matière de sécurité nationale, ou lorsque celui-ci dépasse un certain seuil de propriété.

2.2.2.3 Les dispositifs de contrôle étatique : l'exemple du CFIUS aux États-Unis

Il existe aux États-Unis un cadre juridique ancien visant à réglementer les investissements des étrangers sur leur territoire. Celui-ci c'est le dispositif *Exon-Florio*, de 1988. Il a été introduit dans la loi *Omnibus Trade and Competitiveness Act* et fut amendé en 2007. Il était, à l'origine, destiné à protéger les entreprises américaines dans le cadre de projets d'acquisition par des sociétés japonaises²¹⁵.

La compagnie pétrolière Unocal de Chevron Texaco a fait l'objet d'une tentative d'offre publique d'achat (OPA) de 18,5 Md\$ de la part de l'entreprise publique chinoise China National Offshore Oil Corporation (CNOOC) en août 2005. Les autorités américaines ont tenté d'empêcher la transaction, au motif qu'elle était un risque pour la sécurité nationale. La CNOOC a alors abandonné le rapprochement²¹⁶. En mai 2006, c'est l'entreprise publique Dubaï Ports World qui a dû se rétracter, après le rachat au groupe maritime anglais P&O de six ports de la côte Est des États-Unis. Là encore, les pressions du Congrès américain ont poussé l'entreprise publique à annuler le rachat²¹⁷. Ce refus d'acquisition par une compagnie appartenant à un pays du golfe était motivé pour des raisons de sécurité après les attentats du World Trade Center.

Cet appétit grandissant des pays étrangers pour l'industrie américaine a incité le Congrès américain à revoir son dispositif législatif sur les investissements étrangers. La réforme de juillet 2007 a été adoptée pour faire face à l'intensification des

²¹⁴ Trépant, *supra* note 127 à la p. 20.

²¹⁵ France, Assemblée nationale, Délégation pour l'Union européenne, *Les fonds souverains, révélateurs de nos propres faiblesses*, par Daniel Garrigue, Rapport n° 963 (17 juin 2008) à la p. 39. [Garigue]

²¹⁶ Bertin Delacour, *supra* note 23 à la p. 136.

activités des investisseurs publics étrangers aux États-Unis. L'amendement par le Congrès américain de l'*Omnibus Trade And Competitiveness Act*, élargit la notion d'atteinte à la sécurité nationale en y ajoutant : « les effets potentiels d'une transaction sur une infrastructure critique ou sur une technologie critique, et, pour les transactions impliquant des gouvernements étrangers, l'adhésion de ces pays à des accords, entre autres, de non prolifération »²¹⁸.

La loi sur les investissements étrangers (*Foreign Investment and National Security Act* [*FINSA*]), issue de l'*Omnibus Trade And Competitiveness Act*, vient modifier les dispositions du Comité chargé d'examiner les investissements étrangers aux États-Unis (Committee on Foreign Investment in the United States, [CFIUS]) créé en 1975 dans le cadre des investissements provenant d'entreprises contrôlées par les gouvernements étrangers. La *FINSA* vient conforter le *CFIUS* dans son rôle d'instrument politique. Cette modification d'Exon-Florio autorise le président à modifier ou à bloquer toute acquisition étrangère de personnes engagées dans le commerce aux États-Unis qui menace la sécurité nationale y compris la technologie²¹⁹.

Le CFIUS, dont les premières réglementations après modification par la *FINSA* ont été publiées le 14 novembre 2008 est présidé par le secrétaire d'État au Trésor. Il examine tous les projets qui lui sont notifiés en matière d'investissements étrangers. Il a un délai de trente jours pour décider ou non de procéder à une enquête approfondie. Une telle enquête est obligatoire lorsque l'investisseur est un gouvernement étranger ou une société d'État²²⁰.

²¹⁷ *Ibid.* aux pp. 136-37. Voir Bismuth, *supra* note 105 aux pp. 589-90.

²¹⁸ Garrigue, *supra* note 215 à la p. 40.

²¹⁹ La notion de sécurité nationale n'est pas définie avec précision, la loi donne une liste de critères pour déterminer s'il y a ou non menace pour la sécurité nationale. Elle englobe la défense, l'énergie, les technologies, les opérations des investisseurs contrôlés par les gouvernements étrangers.

²²⁰ Garrigue, *supra* note 215 à la p.40.

Lorsqu'une enquête est nécessaire, le CFIUS dispose de 45 jours pour formuler des recommandations, qu'il adresse au président, qui a son tour a un délai de 15 jours pour prendre une décision et informer le Congrès²²¹. Si les transactions doivent être notifiées au CFIUS sur une base volontaire, il a la possibilité de s'autosaisir des dossiers qui lui semblent relever de son ressort. Dans la pratique, les entreprises étrangères testent souvent à travers leurs avocats la nécessité de présenter leur dossier au CFIUS ou pas. Malgré le petit nombre de décisions finales négatives rendues par le CFIUS, l'examen des investissements peut avoir un effet dissuasif.

2.2.2.4 La réglementation des investissements étrangers au Canada

Le Canada est à la fois, pays d'origine et pays d'accueil d'investissements de fonds souverains. En tant que tel, il est membre du Forum international des fonds souverains. Dans le cadre des investissements étrangers effectués au Canada, il existe des restrictions réglementaires qui s'appliquent uniquement aux sociétés d'États étrangers et non aux Canadiens. On a d'une part, une réglementation spécifique sur les banques²²² et, d'autre part, un dispositif d'application générale à tous types d'investissements qui figure dans la *Loi sur Investissement Canada*²²³ (*LIC*). Ce texte soumet les étrangers qui prennent le contrôle d'une entreprise canadienne existante ou qui souhaitent lancer une nouvelle activité commerciale à la *LIC*. Pour cela, ils doivent présenter un avis ou une demande d'examen²²⁴. Nous laisserons de côté la *Loi sur les banques* pour nous intéresser uniquement à la *LIC* qui s'adresse aux investissements étrangers et par extension aux fonds souverains.

²²¹ *Ibid.*

²²² *Loi sur les banques*, L.C. 1991, c. C-46, art. 2.

²²³ *Loi sur Investissement Canada*, L.R.C. 1985, (1^{er} suppl.), c. C-28, art. 10. [*LIC*]

²²⁴ *LIC*, art. 11.

- L'objet de la *LIC*

L'objet de la loi figure à l'article 2 de La *LIC*. Il a pour objet d'instituer un mécanisme d'examen des investissements effectués au Canada par des non-Canadiens²²⁵. La *LIC* a été établie en vue d'encourager les investissements au Canada par des canadiens et des non-canadiens pour contribuer à la croissance de l'économie et favoriser la création d'emplois en plus d'instaurer un climat de confiance pour les investissements importants effectués par des non-Canadiens.

La *LIC* prévoit un règlement concernant l'investissement au Canada dont les lignes directrices ont été mises à jour en 2007 par le gouvernement fédéral²²⁶. Il s'agit du *Règlement sur les investissements susceptibles de porter atteinte à la sécurité nationale*²²⁷. Ces lignes directrices sur les investissements au Canada par des entreprises d'État étrangères sont publiées par le ministre chargé de l'application de la *LIC*, en vertu de l'article 38 de la Loi²²⁸, afin d'informer les investisseurs de certaines procédures à suivre dans l'application des dispositions de la *LIC* en matière d'examen et de surveillance lorsque les investisseurs seront des sociétés d'États.

Ainsi, le *Règlement sur les investissements susceptibles de porter atteinte à la sécurité nationale* est donc applicable aux fonds souverains, il a été modifié le 17 septembre 2009. Ce *Règlement* fixe plusieurs délais à l'intérieur desquels le ministre de l'Industrie et ou le gouverneur en conseil doit agir pour déclencher un examen portant sur la sécurité nationale. Le *Règlement* contient aussi une liste d'organismes chargés des enquêtes, qui peuvent recevoir de l'information confidentielle et se servir de cette information pour les besoins de leurs propres enquêtes.

²²⁵ *LIC*, art. 2.

²²⁶ Marc Le Blanc, *Fonds souverains: Réactions canadiennes et internationales sur le plan politique*, Bibliothèque du Parlement, service d'information et de recherche parlementaires, division de l'industrie, de l'infrastructure et des ressources, (9 février 2010) à la p.6.

- Le champ d'application de la *LIC*

Sauf exception, la *LIC* s'applique à tous les investissements étrangers au Canada, incluant ceux en provenance des fonds souverains. La loi s'applique au moment de l'acquisition par un non canadien d'une « entreprise canadienne »²²⁹. Elle s'applique tant aux achats d'actifs que d'actions, et fait une distinction entre les investissements provenant des pays membres de l'OMC de ceux des non membres. En effet, l'article 14 prévoit que sont sujets à examen, les investissements faits par un non canadien lorsque la valeur de leurs actifs est égale ou supérieure à 5 millions de dollars²³⁰. Cependant l'investissement effectué dans une entreprise canadienne par un membre de l'OMC n'est sujette à examen qu'à certaines conditions 14 (1)²³¹.

La *LIC* fait une distinction pour les investissements concernant l'acquisition directe du contrôle d'une entreprise canadienne ou l'acquisition indirecte du contrôle d'une entreprise canadienne.

Dans le cadre de l'acquisition directe lorsqu'un non canadien, membre de l'OMC prend le contrôle d'une entreprise canadienne et dont la valeur totale des actifs de l'entreprise est inférieure à 5 millions de dollars, le non canadien doit déposer des avis auprès d'Industrie Canada et de Patrimoine Canadien. Si le montant est égal ou supérieur à 5 millions de dollars, le non canadien doit déposer un avis

²²⁷ *LIC*, art. 25.1. Voir Bismuth, *supra* note 105 aux pp. 590-91.

²²⁸ *LIC*, art. 38.

²²⁹ Est considérée comme une entreprise canadienne au sens de l'article 3 de la *LIC*, toute entreprise ou activité capable de générer un revenu, exploitée dans le but de réaliser un profit et qui répond aux critères suivants : possède un établissement au Canada, emploie au moins un individu travaillant à son compte ou contre rémunération dans le cadre de son exploitation enfin dispose d'actifs au Canada pour son exploitation.

²³⁰ *LIC*, art. 14.

²³¹ Selon l'article 14(1) de la *LIC*, le montant de l'investissement pour chaque année en ce qui concerne l'investissement d'un membre OMC est le résultat, calculé par le ministre au mois de janvier de l'année en cours et arrondi au million le plus proche, suivant la formule suivante : PIB nominal de l'année précédente au prix du marché / PIB nominal de l'année × le montant de l'année précédente.

auprès d'Industrie Canada et une demande d'examen auprès de Patrimoine Canadien²³².

En ce qui concerne une acquisition indirecte, lorsque le non canadien acquiert le contrôle d'une entreprise canadienne et que la valeur totale des actifs de l'entreprise canadienne équivaut à plus de 50% de la valeur des actifs globaux dès lors que la valeur totale des actifs de l'entreprise canadienne est égale ou supérieure à 50 millions de dollars, le non canadien doit déposer une demande d'examen auprès de Patrimoine canadien et un avis auprès d'Industrie Canada²³³.

- Le processus d'examen de la LIC

Pour plus de transparence, les investisseurs non canadiens, notamment les sociétés d'État, sont tenus, lors du dépôt de la demande d'examen d'indiquer par qui ils seront contrôlés. Ils doivent aussi mentionner si l'État les possède ou les contrôle directement ou indirectement.

Le délai d'examen d'une demande est de 45 jours (21) à compter de la date du dépôt de la demande, une prolongation de 30 jours supplémentaires peut être possible, ceci à la discrétion du gouvernement (22).

En vertu des paragraphes 14 (3) et 14 (4) de la LIC, les seuils pour les transactions assujetties à l'examen sont de 5 millions de dollars pour les investissements directs et 50 millions de dollars pour les transactions indirectes, par contre, les investisseurs des pays membres de l'OMC bénéficient des seuils plus

²³² Lignes directrices de la LIC, *Exigences en matière de dépôt pour les investissements concernant des entreprises qui exercent des activités commerciales culturelles et non culturelles*, Principes directeurs du Ministère de l'Industrie et du Ministère du Patrimoine canadien, (1^{er} juin 2002) en ligne : <<http://www.ic.gc.ca/eic/site/ica-lic.nsf/fra/lk00053.html>>.

²³³ *Ibid.*

élevés. Ces nouveaux seuils entrent en vigueur le 1^{er} janvier de chaque année. Le montant pour 2012 est de 330 millions de dollars²³⁴.

Deux cas de figure peuvent se présenter dans le cadre du processus d'examen de la *LIC*. D'une part si la transaction est assujettie à la *LIC*, elle doit être examinée par le gouvernement canadien, dans ce cas précis, il faudra obtenir l'aval préalable du Ministre de l'Industrie et celui du Patrimoine Canada (cas des investissements dans des activités culturelles et non culturelles). D'autre part, si la transaction est à l'avantage net²³⁵ du Canada, le Ministre de l'industrie donne son aval. Il appliquera les principes de la *LIC* afin de déterminer si une acquisition de contrôle, par un non-Canadien peut ou non faire l'objet d'un examen. Au moment de déterminer si de telles acquisitions de contrôle procurent un avantage net au Canada, le Ministre examinera la gouvernance et la structure redevable du non canadien (20).

- Approbation de l'investissement et suivi selon la *LIC*

L'article 28 (4) mentionne que le ministre peut, après examen des renseignements et des éléments de preuve qui soit lui sont fournis par ou pour une unité exerçant ou projetant d'exercer un type d'activité, décider que l'unité est contrôlée ou non par une autre ou que son contrôle a été acquis ou non, s'il estime qu'elle est contrôlée ou non en fait par celle-ci ou qu'il y a ou non acquisition dans les faits.

L'article 28 (5) dispose que le ministre peut aussi déclarer que l'unité est contrôlée ou non par une autre, ou que son contrôle a été acquis ou non, dans le cas

²³⁴ Avis (Ministère de l'industrie), Gaz. C. 2012.I.354.

²³⁵ Lignes directrices de la *LIC*, *Investissements au Canada par des entreprises d'État étrangères - évaluation des avantages nets*, Principes directeurs du Ministère de l'Industrie en ligne : <<http://www.ic.gc.ca/eic/site/ica-lic.nsf/fra/lk00064.html>>.

où elle omet de fournir, dans un délai raisonnable, les renseignements que lui-même ou le directeur demande et qu'il juge nécessaires à la prise de décision.

Enfin, l'article 28 (7) prévoit que le ministre notifiera sans délai à l'unité intéressée sa décision ou sa déclaration ainsi que, le cas échéant la date fixée²³⁶.

Depuis l'introduction de la *LIC* un seul refus a été formulé²³⁷, il s'agit de Macdonald Dettwiler and Associates Ltd. Les procédures de poursuite s'avèrent très longues quelques fois. La toute première poursuite intentée contre une société étrangère l'a été contre U.S. Steel²³⁸. Cette procédure vient de connaître son épilogue avec l'engagement d'U.S. Steel à faire des dons à des œuvres de bienfaisance²³⁹.

Nous avons dans la première partie du sujet examiné les raisons qui ont poussé à la création des fonds souverains par des États. Cet examen a été utile pour comprendre que les fonds souverains sont différents des autres investisseurs institutionnels de par leurs objectifs, leur gouvernance, les raisons qui en justifient la création. Ces particularités nous ont permis de mieux comprendre leur émergence plus ou moins récente et la place qui leur est accordée en tant qu'acteurs du système financier international. Il semble maintenant nécessaire de s'intéresser aux réels enjeux que sous-tendent leurs investissements pour la stabilité financière internationale, de même que les mesures juridiques qui ont été prises pour éviter toute

²³⁶ *LIC*, art. 28.

²³⁷ Oliver j. Borgers, « Loi sur Investissement Canada : Le ministre de l'Industrie annonce que l'acquisition de Potash Corp. par BHP n'est pas à l'avantage net du Canada », en ligne : (2010) McCarthy Tétraut - Le trimestriel en droit des affaires <http://www.mccarthy.ca/fr/news_template.asp?pub_code=5179&news_code=1465&single_page=1>

²³⁸ Le Ministre de l'Industrie Tony Clement a intenté un recours contre U.S Steel en juillet 2009. Il reproche à l'entreprise de ne pas avoir respecté les promesses faites en matière d'emploi et de production lors de l'acquisition de la société Ontarienne Stelco en 2007. Publié le 15 novembre 2010 sur <http://lapresseaffaires.cyberpresse.ca/economie/canada>.

²³⁹ Kevin Ackhurst, « Le gouvernement du Canada règle une affaire importante reliée à la Loi sur Investissement Canada », en ligne (2012) Norton Rose <<http://www.nortonrose.com/knowledge/publications/60896/legouvernement-du-canada-regle-une-affaire-importante-reliee-a-la-loi-sur-investissement-canada>>.

réaction protectionniste et pour que les fonds souverains ne se détournent de leurs objectifs premiers.

DEUXIÈME PARTIE

LES VÉRITABLES ENJEUX LIÉS À L'ÉMERGENCE DES FONDS SOUVERAINS ET LES PERSPECTIVES POUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE INTERNATIONALE

En dépit des discours de l'occident sur la libre entreprise rappelle Warde, certains fleurons ne peuvent être cédés à n'importe quel investisseur²⁴⁰. En 2005 par exemple, l'acquisition par le groupe China National Offshore Oil Corporation (CNOOC) de la société pétrolière américaine Unocal a été controversée. L'année suivante, la tentative d'acquisition par la société britannique P&O, propriété de Dubaï Ports World du contrôle de six ports américains souleva un tollé²⁴¹, ce malgré le feu vert accordé à l'opération par le CFIUS.

²⁴⁰ Warde, *supra* note 59 à la p. 3.

²⁴¹ *Ibid.*

CHAPITRE I

LES ENJEUX ÉCONOMIQUES ET STRATÉGIQUES DES FONDS SOUVERAINS

L'attitude des occidentaux à l'égard de ces investisseurs étrangers a évolué au gré de l'aggravation de la crise financière de 2008²⁴². Les fonds souverains quasi mal aimés à l'époque ont su profiter de la tempête qui secouait les grandes entreprises en détresse pour procéder à des prises de participations massives dans les banques occidentales. Si l'apport des fonds durant la crise a été bénéfique pour les institutions financières internationales, néanmoins, plusieurs travaux montrent que l'impact des fonds souverains sur les marchés financiers reste surestimé pour pouvoir prétendre maintenir la stabilité financière internationale. Puisque derrière cette image de sauveurs, ce sont des investisseurs publics qui cherchent avant tout des revenus plus rentables et plus sûrs²⁴³.

1.1 Apports des fonds souverains à la stabilité financière internationale

La crise financière a permis aux fonds souverains de souligner leur utilité. Leur rôle a été primordial dans la recapitalisation des entreprises occidentales et ils ont en partie aidé au sauvetage de l'économie mondiale. Il n'en demeure pas moins qu'il s'agit

²⁴² *Ibid.*

²⁴³ Blancheton et Jégourel, *supra* note 67 à la p. 8.

d'investisseurs dont les avoirs restent relativement modestes et dont l'influence sur les marchés financiers a été surestimée²⁴⁴.

1.1.1 Investisseurs précieux durant la crise financière

Sans vouloir établir les responsabilités des uns et des autres, il est toutefois, nécessaire de retenir quelques éléments fondamentaux relatifs à cette situation qui ont conduit à l'intervention des fonds souverains.

1.1.1.1 Origines et causes de la crise de 2008

La crise bancaire et financière de l'automne 2008 est le résultat de *l'exubérance des prêts* selon l'expression consacrée par Tayyeb Shabbir²⁴⁵. Celle-ci a mis à jour les lacunes de la gestion efficace des risques dans le marché des capitaux, et a entraîné une crise de confiance dans l'intégrité des institutions financières. La recherche des rendements plus élevés a été remplacée par un besoin urgent de capitalisation.

La crise des *subprimes* (qui marque la première étape de la crise financière) a débuté avec les difficultés rencontrées par les ménages américains à faible revenu, à rembourser les crédits qui leur avaient été consentis pour l'achat de leurs logements. Ces crédits étaient destinés à des emprunteurs qui ne présentaient pas les garanties suffisantes pour bénéficier des taux d'intérêt préférentiels ou *prime rate* en anglais, mais seulement des taux moins préférentiels ou *subprimes*²⁴⁶.

L'endettement des ménages américains a commencé dès les années 2000 avec les taux d'intérêts extrêmement bas pratiqués par la Réserve Fédérale Américaine

²⁴⁴ *Ibid.* à la p. 11.

²⁴⁵ Tayyeb shabbir, « Role of the Middle Eastern Sovereign Wealth Funds in the current global financial crisis », 29ème Réunion annuelle de la Middle East Economic Association/ASSA, San Francisco, Janvier 2009 à la p. 8 [non publiée]. Transcription disponible en ligne : <www.luc.edu/orgs/meea/volume11/PDFS/Paper-by-Shabbir.pdf>.

²⁴⁶ *Ibid.* à la p. 7.

(FED), et ce pendant plusieurs années²⁴⁷ jusqu'à l'éclatement de la bulle des « nouvelles technologies »²⁴⁸. En plus de prêter à un taux bas, les crédits étaient rechargeables, autrement dit, on prenait régulièrement en compte la hausse de la valeur du bien, et on autorisait l'emprunteur à se ré-endetter du montant de la progression de la valeur de son patrimoine²⁴⁹. Cette politique économique a soutenu la forte croissance des États-Unis, mais a fortement endetté les ménages moyens. Les établissements spécialisés dans le crédit *subprimes* ont été directement et logiquement touchés par l'incapacité des familles à revenu modeste de payer leurs hypothèques²⁵⁰. Mais cependant, c'est la mutation opérée depuis une quinzaine d'années avec ce que l'on appelle la titrisation qui explique pourquoi et comment la contagion s'est opérée²⁵¹.

La titrisation est une opération financière qui permet de transformer des crédits distribués par une banque en titres de créances encore appelés obligations. Cette technique financière consiste selon Lorenzi et Trainar à vendre des actifs pour lesquels il n'existe aucun marché efficace, à une société intermédiaire ad hoc, qui se finance en émettant des titres négociables garantis par les actifs peu liquides qui ont été cédés²⁵². Les banques émettrices des crédits ont utilisé la technique de titrisation pour vendre leurs créances à d'autres intermédiaires financiers en dehors de toute régulation.

Après plusieurs années favorables encouragées par des liquidités abondantes, les investisseurs se sont montrés de moins en moins vigilants eu égard aux risques croissants de ces nouveaux produits financiers toujours plus complexes que sont les

²⁴⁷ *Ibid.* à la p. 8.

²⁴⁸ Il s'agit d'une bulle spéculative réalisée sur les marchés financiers qui ont surévalué les actions des produits liés aux nouvelles technologies telles que les télécommunications, l'informatique.

²⁴⁹ Shabir, *supra* note 245 à la p. 7.

²⁵⁰ *Ibid.*

²⁵¹ Lorenzi et Trainar *supra* note 60 à la p. 25.

²⁵² *Ibid.*

crédits hypothécaires tels que le *Mortgage Backed Securities (MBS)* ou le *Collateralized Debt Obligations (CDO)*²⁵³. Ceux-ci étaient néanmoins très bien cotés au niveau des agences de notation, ce qui sous-entendait un faible risque pour les investisseurs et les institutions financières, souligne le rapport de René Ricol²⁵⁴. L'augmentation du nombre d'emprunteurs en défaut de paiement des prêts hypothécaires a entraîné de ce fait un manque de liquidités sur les marchés favorisant ainsi la chute rapide de la valeur des actifs sur ceux-ci²⁵⁵. Les relations interbancaires ont été largement affectées par une crise de confiance. Les banques ont par conséquent eu à subir de lourdes pertes, ce qui a finalement déclenché une crise financière. Pour maintenir une certaine confiance au sein des marchés financiers, les banques centrales ont par conséquent dû procéder à des injections des fonds répétées²⁵⁶.

La seconde phase de la crise bancaire est caractérisée par la nationalisation de plusieurs institutions financières européennes et nord-américaines dès le mois de février 2008. Le gouvernement britannique nationalise la Banque Northern Rock, spécialisée dans le prêt hypothécaire pour éviter sa mise en faillite, suivis par Freddie Mac et Fannie Mae, le 6 septembre 2008 aux États-Unis. S'en suit dès lors, une crise bancaire qui commence durant la semaine du 14 septembre 2008 lorsque plusieurs établissements financiers américains entrent en cessation de paiement²⁵⁷. Certains sont soit sauvés de justesse par la Réserve fédérale américaine, c'est le cas de la compagnie d'assurance American International Group (AIG), soit rachetés par des

²⁵³ France, Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, *Rapport sur la crise financière*, dans le cadre de la Présidence française de l'Union européenne 2008, à la p. 9 (septembre 2008 : Rapport présenté par René Ricol). [René Ricol].

²⁵⁴ *Ibid.* à la p. 9.

²⁵⁵ *Ibid.*

²⁵⁶ *Ibid.*

²⁵⁷ Jean-Jacques Chavigné, « Chronologie de la crise financière 2007-2008 », en ligne : (2008) en Démocratie et Socialisme à la p. 3 <http://www.democratie-socialisme.org/spip.php?page=article_pdf&id_article=1643>

concurrents en meilleure posture. D'autres comme Lehman Brothers sont tout simplement mis en liquidation²⁵⁸.

En Europe, plusieurs institutions financières seront sauvées grâce à l'intervention des États et de la Banque centrale européenne pour la zone euro. L'assureur Internationale Nederlanden Groep (ING) est ainsi recapitalisé par l'État à hauteur de 10 Md€. Le Benelux nationalise partiellement Fortis. Les gouvernements belge, français et luxembourgeois injectent 6,4 Md€ pour sauver la banque franco-belge Dexia. L'Allemagne fournit 26,5 Md€ pour sauver Hypo Real Estate, établissement spécialisé dans le financement immobilier et très engagé auprès de Lehman Brothers. En tout, les banques centrales (la Réserve Fédérale américaine, la Banque Centrale Européenne, la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre) interviennent massivement et mettent à la disposition des établissements bancaires sous forme de prêt plus de 400 Md€ de liquidités au début de la crise bancaire²⁵⁹.

1.1.1.2 L'apport des fonds durant cette débâcle économique

L'entrée des fonds souverains dans le capital des entreprises financières a été salutaire. En répondant à l'appel des dirigeants des banques en détresse, ils sont apparus à leurs yeux comme des investisseurs de confiance sur qui on pouvait compter pour aider à la recapitalisation des banques occidentales. Dans leur ensemble, Steffen Kern estime les investissements annoncés et réalisés par les fonds souverains dans le monde entier entre 1995 et la mi-2008 à 178 Md\$²⁶⁰. Leurs apports en liquidités ont été particulièrement déterminants pendant la crise. Les fonds souverains d'Asie et du Moyen-Orient se sont notamment révélés bénéfiques pour plusieurs grandes entreprises américaines et européennes qui avaient un besoin urgent

²⁵⁸ *Ibid.*

²⁵⁹ Jean-Jacques Chavigné, *supra* note 258.

²⁶⁰ Kern, *supra* note 113 à la p. 279.

de recapitalisation²⁶¹. Certains d'entre eux sont venus en aide aux banques occidentales en difficulté, ce qui a permis de consolider les bilans fragiles de quelques grandes institutions financières telles que (UBS, Citibank, Merrill Lynch, Bear Stearns, Morgan Stanley, Fortis etc.). Entre novembre 2007 et fin 2008 environ 41 Md\$ (soit près de 40%) du total de 105 Md\$ du capital injecté dans le capital des grandes institutions financières ont été faits par les fonds souverains²⁶². Ces investissements étaient généralement faits par l'achat de convertibles sans droit de vote²⁶³. Les fonds souverains ont acheté des participations dans ces banques à une période très critique de la crise²⁶⁴.

*These infusions of capital came at a time of pessimism and extreme risk avoidance in these markets. [...] The SWFs purchased these stakes in these global banks when their credit default swap spread were at historically high levels and their stock prices at particularly low levels. Thus evidently this capital infusion allowed the banks to continue their operation*²⁶⁵.

Si ces fonds n'ont pas permis de juguler la crise, ils ont le mérite néanmoins d'avoir ralenti son évolution rapide. Toutefois, cette crise n'a pas non plus épargné les fonds souverains qui ont connu des pertes colossales.

1.1.1.3 Les pertes subies par ces investisseurs providentiels

La crise financière européenne et américaine a affecté les fonds souverains autant que les autres institutions financières. La baisse des prix des actifs, en particulier les prix des actions et investissements alternatifs a entraîné des pertes importantes pour beaucoup d'entre eux. Ces pertes ne représentent pas seulement le résultat de la

²⁶¹ Shabir *supra* note 246 à la p. 10.

²⁶² *Ibid.* à la p. 10.

²⁶³ *Ibid.*

²⁶⁴ *Ibid.*

²⁶⁵ *Ibid.*

baisse, en valeur, des actifs risqués, mais également l'effet d'investissements relativement imprudents et consacrés uniquement au système financier occidental²⁶⁶.

Les pertes subies par de nombreux fonds souverains lors de cette crise, et les critiques qui en ont découlé ont incité beaucoup d'entre eux à revoir leurs stratégies d'investissements²⁶⁷. Le président du fonds chinois CIC déplorait l'incertitude qui régnait dans le mode de sauvetage des banques occidentales et semblait regretter d'avoir investi dans ces organismes. Pour manifester sa politique de changement d'investissement, la Chine a par conséquent réorienté l'action de ses fonds vers le financement des projets nationaux²⁶⁸. C'est ainsi que la CIC a acquis des actions de l'Industrial and Commercial Bank of China, l'une des plus grandes banques d'affaires chinoise, ainsi que Bank of China et China Construction Bank Corp.²⁶⁹. Les pays du golfe ne sont pas en reste, ayant eux aussi subi des pertes pendant cette crise, Les fonds souverains en provenance de cette région entendent dorénavant recentrer leurs investissements sur le Proche Orient. Chalamish déclare au sujet des pertes subies par les fonds :

*SWFs have been criticized by their own states for being over-diversified and investing extensively in the West, especially in Western financial institutions. Most of these financial investments have generated significant losses to many SWFs and, indirectly, to the governments of their home countries. Many of these investments are perceived as outside of the core investment strategy of most SWFs and many local conservative voices have called for investing conservatively and mainly in the geographical region of the respective fund*²⁷⁰.

²⁶⁶ Blancheton et Jégourel, *supra* note 67 à la p. 11.

²⁶⁷ *Ibid.* à la p. 13.

²⁶⁸ *Ibid.* Voir Fondation Prometheus *supra* note 26 à la p. 17 sur les pertes subies par la KIA et sa décision de recentrer ses investissements sur son marché domestique.

²⁶⁹ *Ibid.*

²⁷⁰ Chalamish *supra* note 147 à la p. 8.

1.1.2 L'impact des fonds souverains sur les marchés financiers

L'annonce de l'arrivée des fonds souverains dans une entreprise a un impact sur le prix des actifs et sur le taux de change. Cet impact reste néanmoins très relatif, eu égard au montant de leurs avoirs, les fonds souverains sont considérés comme des investisseurs modestes comparés aux traditionnels investisseurs institutionnels.

1.1.2.1 Impact sur le prix des actifs

Dans une étude portant sur l'impact des fonds souverains sur les prix des actifs suite à des annonces d'investissements entre 1980 et avril 2008 menée sur 28 pays, Kotter et LeI relèvent la réaction positive du marché à l'annonce de l'entrée d'un fond souverain dans le capital d'une entreprise²⁷¹. Ce phénomène s'explique parce que pour rentrer dans le capital d'une entreprise, l'investisseur achète des parts dans celle-ci, ce qui entraîne automatiquement à la hausse le prix de l'actif expliquent-ils²⁷².

*Examining the initial stock price impact of 163 announcements of SWF investments in 28 countries, we document a risk-adjusted positive abnormal return of 2.1 percent on two days surrounding the announcement date. The announcement effect is economically and statistically significant. Moreover, the effect is not short-lived, as target firms continue to experience a positive cumulative abnormal return (CAR) on average in the 20-day period following the announcement date*²⁷³.

Ainsi, plus les achats de titres sont rapprochés, et plus l'offre est faible, créant un appel à la hausse. Les résultats de cette étude indiquent en moyenne qu'une entreprise augmente sa valeur de marché dans les deux premiers jours de l'annonce

²⁷¹ Jason Kotter et Ugur LeI « Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of keeping Secrets », *International Finance Discussion Papers*, n° 940 (août 2008) à la p. 3.

²⁷² *Ibid.* à la p. 4.

²⁷³ *Ibid.* à la p. 3.

d'investissement par un fonds souverain et ceci pour une période de 20 jours approximativement²⁷⁴.

Par ailleurs une étude de Raymond portant sur l'impact de l'annonce des investissements par des fonds souverains sur les marchés boursiers, établit une corrélation entre l'impact à très court terme de l'annonce de cet investissement et une variation anormale du prix d'achat des actions²⁷⁵. Elle en déduit qu'une telle annonce a forcément un impact positif sur le prix de l'actif à court terme. Cette réaction positive du marché est plus sensible dans des entreprises qui font face à des difficultés financières²⁷⁶. Les investissements des fonds souverains dans des entreprises cibles sont particulièrement précieux pour celles qui ont davantage besoin de liquidités en période de forte instabilité financière.

En outre, les résultats de recherche effectués par Kotter et Lel montrent le lien qui existe entre le degré de transparence d'un fonds souverain et la réaction positive du marché suite à l'annonce d'investissement de celui-ci. Ce constat révèle que si les fonds souverains utilisent volontairement la divulgation des informations sur leurs objectifs et leurs stratégies, cette publication serait un gage de solidité et de performance future de l'entreprise cible²⁷⁷.

Cependant, l'impact des fonds sur le prix des actifs reste surestimé. En effet l'émoi que suscite l'annonce de l'entrée d'un fonds souverain dans une entreprise et la réaction positive du marché s'estompent dans les trois années qui suivent l'investissement du fonds. Ainsi, ni la croissance, ni la rentabilité des entreprises cibles ne sont pas modifiées de manière significative²⁷⁸. Kotter et Lel expliquent que

²⁷⁴ *Ibid.* à la p. 11.

²⁷⁵ Hélène Raymond, « The effect of Sovereign Wealth Funds' investments on stock markets », Université Paris-Ouest, Nanterre, *EconomiX Working Papers*, n°38 (2009) à la p. 6.

²⁷⁶ Kotter et Lel, *supra* note 271 à la p. 26.

²⁷⁷ *Ibid.* à la p. 4.

²⁷⁸ *Ibid.* à la p. 4.

la présence d'un fonds souverain au capital d'une entreprise n'a pas d'incidence considérable sur la valorisation à long terme de ladite entreprise. Ceci s'explique par le manque d'activisme et la qualité d'investisseurs passifs qu'ils adoptent généralement.

1.1.2.2 Impact sur le taux de change

Une étude menée par Beck et Fidora pour la Banque Centrale Européenne a montré que la diversification par les fonds souverains du placement des réserves de change, traditionnellement investies en majorité en dollars américains, pourrait entraîner une baisse du taux de change du dollar, et par conséquent une baisse des flux de capitaux vers les États-Unis²⁷⁹.

En effet, la diversification à travers les fonds souverains du placement des réserves de change, traditionnellement investies en bons du Trésor, pourrait entraîner une baisse des flux de capitaux vers les États-Unis de plus d'un quart. Si les fonds investissaient moins en dollar, il en résulterait une dépréciation du dollar et une augmentation des taux aux États-Unis, et c'est le pouvoir d'achats des ménages américains qui serait impacté selon les auteurs. Cette baisse du dollar pourrait se faire au profit de la zone Euro, des pays émergents et du Japon²⁸⁰.

À l'inverse, les pays qui vont bénéficier de ces investissements vont voir leur monnaie monter et les taux baisser. Cette baisse proviendrait surtout des placements dans des actions des pays émergents. Les fonds souverains chinois en vendant leurs liquidités sur le marché favorisent la baisse du yuan et maintiennent ainsi un avantage

²⁷⁹ Roland Beck et Michael Fidora, *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets. ECB Occasional Paper series n°91*, Francfort, Banque centrale européenne à la p. 18.

²⁸⁰ *Ibid.* à la p. 5.

compétitif. Cette politique, selon Reisen, favorise les exportations des marchandises chinoises et réduit les importations des produits occidentaux²⁸¹.

Quant à la zone Euro, Beck et Fidora estiment que la diversification diminuerait quelque peu les avoirs en euros des fonds souverains par rapport à l'allocation actuelle des réserves des pays émergents²⁸².

1.1.3 Le rôle des fonds souverains dans le développement des pays d'origine

Dans leur conquête du système financier international, les fonds souverains peuvent être utilisés par leurs propriétaires comme des outils financiers nécessaires au développement de leur pays d'origine. Ainsi par exemple, rappelle Jacquet, les fonds des pays émergents leur permettent de disposer de moyens substantiels pour accompagner l'expansion internationale de leurs entreprises²⁸³. Par la diversification de leurs placements, ils permettent par exemple le transfert des revenus du sous-sol aux générations futures en prévention de la disparition desdites ressources naturelles²⁸⁴. Ils jouent un rôle crucial dans la lutte contre la volatilité du prix des matières premières en compensant d'éventuelles fluctuations du prix des hydrocarbures²⁸⁵. Ils pourront également servir d'amortisseurs en cas de crise économique.

Le fonds malaisien Khazanah par exemple participe au financement des projets de long terme et d'infrastructure dans son pays²⁸⁶. Jacquet rappelle par exemple que le fonds Koweïtien pour le développement économique accorde des prêts, des garanties, des subventions d'assistance technique et assure la participation du Koweït

²⁸¹ Reisen, *supra* note 36 à la p. 16.

²⁸² Beck et Fidora, *supra* note 279 à la p. 5.

²⁸³ Jacquet, *supra* note 37 à la p. 67.

²⁸⁴ Paquet, *supra* note 100 à la p. 3.

²⁸⁵ Duquerroy, *supra* note 38 à la p. 2.

²⁸⁶ Paquet, *supra* note 100 à la p. 3. Voir également Demarolle, *supra* note 12 à la p. 6.

dans les banques de développement régionales²⁸⁷. Cette stratégie est suivie par d'autres fonds de la région comme ADIA, ou Dubaï International, qui se sont diversifiés vers l'Asie, le Moyen-Orient ou l'Afrique du Nord.

Dans cette perspective de développement, la Banque Mondiale, prenant en considération cette donne, a demandé en 2008 aux fonds souverains d'investir 1% de leurs avoirs en Afrique, dans l'optique d'une contribution au développement de cette partie du globe²⁸⁸. Les spécialistes du FMI ont établi que si les fonds souverains décidaient de placer durant les 10 prochaines années, 10% de leur portefeuille dans les économies émergentes, cette stratégie rapporterait près de 1 400 Md\$, soit un montant annuel supérieur à l'ensemble de l'aide publique au développement accordée par les pays de l'OCDE²⁸⁹.

La controverse sur la gouvernance des fonds souverains se concentre sur des considérations de portée générale. Tout le débat public en matière de fonds souverains porte sur la question de savoir dans quelles mesures leurs investissements pourraient affecter la sécurité nationale, voire l'ordre public dans les pays bénéficiaires, et par ce fait même la stabilité financière internationale. La croissance rapide des fonds souverains devient ainsi source de préoccupations car ils modifient sensiblement le paysage économique et politique mondial.

²⁸⁷ Jacquet, *supra* note 37 à la p.60.

²⁸⁸ Son excellence Robert Zoellick, président de la Banque mondiale, « De la conduite des affaires économiques en des temps difficiles », conférence d'ouverture aux réunions de printemps de la Banque mondiale et du Fonds monétaire international, Center for Global Development Washington, 2 avril 2008 [non publiée]. Transcription disponible en ligne : <<http://web.worldbank.org/wbsite/external/accueilxtn/newsfrench/0,,contentMDK:21717432~pagePK:64257043~piPK:437376~theSitePK:1074931,00.html>>.

²⁸⁹ Jacquet, *supra* note 37 à la p. 67.

1.1.4 La taille des fonds souverains

Les fonds souverains suite à leurs opérations de recapitalisation des banques sont devenus une nouvelle source d'intrigue et de récupération politique. Pour les détracteurs de ces fonds étatiques, ils seraient capables de déstabiliser les économies occidentales, ainsi que toute la finance mondiale grâce à leurs avoirs. Les inquiétudes des milieux politiques sont en outre accentuées par la concentration de ces énormes ressources entre les mains de quelques pays seulement.

Une étude de Gerard Lyons montre que parmi les fonds souverains, il y en a 7 dont le montant des actifs est évalué à plus de 100 Md\$, il parle du *Super Seven*²⁹⁰. Le montant total des actifs des fonds souverains représente plus du double des actifs de l'ensemble des *hedge funds* et des *private equity funds* (estimés à moins de 2000 Md\$)²⁹¹. Le Sovereign Wealth Fund Institute estime le montant des avoirs des fonds souverains à 4 959 Md\$²⁹². Si les estimations des uns et des autres ne sont pas toujours justes²⁹³, néanmoins, selon les prévisions de Morgan Stanley, ces actifs pourraient atteindre 12 000 Md\$ en 2015²⁹⁴.

Si les montants des fonds souverains peuvent paraître énormes par rapport aux sommes allouées aux fonds de couverture ainsi qu'aux fonds d'investissements privés, ils sont cependant relativement faibles, comparés à certains niveaux de capitalisation boursière. L'ensemble des actifs gérés par les fonds souverains représente seulement un septième du secteur des fonds d'investissement et moins de

²⁹⁰ Lyons, *supra* note 165 à la p. 120. Le Super Seven se constitue d'ADIA, CIC, GPF, GIC, RNWF, Temasek

²⁹¹ Fondation Prometheus, *supra* note 26.

²⁹² Chiffres de la Sovereign Wealth Fund Institute au mois de mars 2012 en ligne <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>>.

²⁹³ Selon les estimations de Morgan Stanley de mai 2007, les fonds souverains s'élèveraient à 8 000 Md\$ en 2011, la Sovereign Wealth Fund Institute les évaluent à presque 5 000 Md\$ actuellement. Voir notamment les chiffres de la Sovereign Wealth Funds Institute au mois de mars 2012.

²⁹⁴ Jen, *supra* note 9.

5% des actifs bancaires mondiaux²⁹⁵. Les actifs détenus par les compagnies d'assurance par exemple étaient évalués avant la crise de 2008 à 25 000 Md\$ et ceux détenus par les banques privées, à plus de 60 000 Md\$. Le NYSE à lui seul par exemple dispose d'une enveloppe de 15 000 Md\$. Les fonds de pension gèrent une enveloppe quant à elle estimée à 25 000 Md\$.

De plus, les sommes engagées par les fonds souverains durant la crise apparaissent elles aussi, relativement faibles comparées aux montants d'actions de sauvetage engagés par les autorités américaines et européennes. En effet, dès le début de la crise le 9 août 2007, la Banque Centrale Européenne a injecté 94,8 Md€ contre 24 Md\$ pour la Réserve fédérale américaine²⁹⁶.

1.2 Les implications géoéconomiques

La puissance financière des fonds souverains reste limitée en comparaison avec des investisseurs institutionnels traditionnels. Force est de constater cependant que l'émoi collectif qui a surgi avec leur émergence est révélateur des mutations profondes qui s'opèrent avec la mondialisation de l'économie.

1.2.1 Fonds souverains et nouvelles orientations des flux financiers mondiaux

Les fonds souverains sont aujourd'hui au centre d'une situation historiquement nouvelle. Ils sont une composante du changement de la nature des relations financières internationales²⁹⁷. Ils sont « le résultat de deux tendances lourdes du système économique international, d'ailleurs en partie liées : l'augmentation du prix des matières premières et le caractère structurel d'excédents de balance courante de certains pays »²⁹⁸. Cette réalité a pu amener certains médias occidentaux à les

²⁹⁵ Kern, *supra* note 113 à la p. 278.

²⁹⁶ Blancheton et Jégourel, *supra* note 67 à la p.12.

²⁹⁷ Demarolle, *supra* note 12 à la p. 4.

²⁹⁸ *Ibid.* à la p. 4.

considérer comme des pompiers pyromanes qui, semble-t-il, ont d'abord alimenté une partie du déséquilibre économique existant entre les pays à forte épargne et les pays consommateurs, et par la suite, ont permis de stabiliser la crise financière qui les a révélée au grand jour.

Historiquement, les capitaux ont toujours eu tendance à circuler du centre du système économique vers sa périphérie, le centre ici représenté par les pays occidentaux. L'arrivée massive des fonds souverains dans les banques occidentales aurait contribué au mouvement inverse, dorénavant, c'est la périphérie qui financerait le centre²⁹⁹. Cette nouvelle tendance s'accompagnerait d'un déplacement du cœur de la finance mondiale, en direction de l'Asie, du Moyen-Orient ou des pays émergents. Hélène Raymond dit à ce propos: « The rescue of major Western banks by these white knights symbolised the rising economic power of emerging countries [...] and the failure of Western financial institutions »³⁰⁰. Les fonds souverains existent pourtant depuis des décennies, prenant des participations dans plusieurs entreprises occidentales, certes ils n'étaient pas toujours les bienvenus, mais ils ne suscitaient aucune réaction des dirigeants politiques, bien au contraire, les banques louaient les avantages que ces derniers leur procuraient.

L'entrée d'un certain nombre de fonds émergents à la faveur de la crise financière dans le capital d'établissements financiers en difficulté a suscité des réactions diverses. Avant la crise des subprimes, la plupart de ces fonds étaient loin d'être les bienvenus comme nous explique Warde:

²⁹⁹Philipp Hildebrand, « Comment contrôler les fonds souverains ? », *The Challenge of Sovereign Wealth Funds*, conférence donnée au Centre d'Études Monétaires et Bancaires, Genève, 18 décembre 2007 [non publiée]. Transcription disponible en ligne : <<http://www.telos-eu.com>>. Voir notamment Warde, *supra* note 60 à la p. 2. Ce sont ces fonds qui viennent en aide aux institutions financières internationales en proie à la crise.

³⁰⁰Hélène Raymond « Sovereign Wealth Funds as domestic investors of last resort during crises » (2010) 3:123 *International Economics* 1 à la p. 2. Voir également Odonnat, *supra* note 40 à la p. 4

Le système de finance ceinte était fondé sur une exclusion de fait : Un peu comme dans les villes où les privilégiés doivent être protégés de leur environnement chaotique, le club très fermé de la haute finance jouissait d'une grande liberté qui confinait à une autoréglementation de fait. Mais c'était au prix d'une grande vigilance face au monde extérieur³⁰¹.

Selon Warde, la crise des *subprimes* est venue changer la donne, le besoin de liquidités a balayé bien de réticences, les fonds souverains ont été réhabilités, passant de l'image de prédateurs à celles de sauveurs³⁰².

Cette appréhension plus politico-stratégique qu'économique ne devrait pas avoir lieu³⁰³. Pendant la crise qui a frappé les États asiatiques dans les années 90 les banques américaines ont acheté des actions dans plusieurs de leurs banques au nom de la coopération internationale. Cette appréhension reflète une crainte des pays développés d'un changement dans la balance du pouvoir économique au profit des pays émergents :

There is a huge amount of hypocrisy about sovereign-wealth funds in the West, [...] when did the developed world ever not use its economic and political clout to buy assets on the cheap? In the Asian crisis of the 1990s, American banks bought into several troubled Asian banks. When local politicians complained, America accused these countries of protectionism, [...] the real reason the developed world is now so upset, he suspects, is that the sovereign-wealth funds symbolise so clearly the shift in the balance of economic power to the emerging markets³⁰⁴.

³⁰¹ Warde, *supra* note 59 à la p. 3.

³⁰² *Ibid.* à la p. 1.

³⁰³ « The rise of state capitalism » *The Economist* (18 septembre 2008), en ligne : <<http://www.economist.com/node/12080735>>

³⁰⁴ *Ibid.*

1.2.2 Le rôle croissant des pays émergents dans l'économie mondiale

Les pays émergents plus précisément, le Brésil, la Russie, l'Inde, et la Chine connus encore sous l'appellation de BRIC aujourd'hui sont issus de l'ancien bloc communiste (Chine, Russie), des pays non alignés (Inde), d'Afrique (Afrique du Sud) ou d'Amérique latine (Brésil, Argentine)³⁰⁵. Leurs économies en pleine expansion ainsi que leurs fonds souverains en font aujourd'hui des acteurs incontournables du système financier international. Ils disposent dorénavant d'une vraie force financière, d'une puissance d'investissement dont les pays occidentaux semblent désormais avoir besoin³⁰⁶.

Afin de diversifier leurs placements et assurer la liquidité de leurs avoirs à l'étranger, les pays émergents n'ont pas de choix que de recourir aux marchés internationaux (États-Unis, Europe et Japon) qui semblent plus sûrs jusqu'à présent que les marchés financiers émergents relativement peu développés³⁰⁷. Les revenus issus de la rente minière pour certains et l'accumulation d'excédents de paiements courants pour d'autres ont contribué à changer la donne. Les États-Unis et les pays de l'Union Européenne ne sont plus les seules puissances économiques dominantes. Cette croissance des pays émergents dessine la nouvelle configuration des relations financières internationales.

Ces pays sont leaders dans certains secteurs clés du commerce international, exemple du Brésil dans l'agriculture, l'Inde dans les services et la Chine dans les produits manufacturiers et le textile³⁰⁸. Comme le souligne Trépant, chacun de ces pays a su jouer au mieux de ses avantages comparatifs, le Brésil dispose d'immenses espaces cultivables, la Chine possède une main d'œuvre abondante peu qualifiée dont

³⁰⁵ Trépant, *supra* note 127 à la p. 5.

³⁰⁶ Puel, *supra* note 21 à la p. 34.

³⁰⁷ De Larosière, *supra* note 162 à la p. 421.

³⁰⁸ Trépant, *supra* note 127 à la p. 8.

les bas salaires assurent la compétitivité de l'industrie chinoise, l'Inde quant à elle dispose d'une main d'œuvre anglophone par ailleurs qualifiée, pour des bas salaires, ceci lui permet de s'imposer dans les secteurs de services aux entreprises³⁰⁹. Les pays émergents grâce au boom économique ont entrepris de procéder à une diversification de leurs placements. L'injection des revenus issus des ressources naturelles et ou des réserves d'épargne dans les fonds souverains leur ont ainsi permis de devenir des acteurs indispensables dans la sphère financière internationale, passant ainsi du stade de pays récepteurs d'investissements directs étrangers à celui de fournisseurs de capitaux³¹⁰.

Cette montée en puissance des économies émergentes n'est pas du goût de tous. Les médias et les milieux politiques ont réagi avec un sentiment de résignation teinté d'inquiétude. Betbèze considère que les fonds souverains opèrent à la fois sur la sphère économique et politique : « Quand la Chine achète les bons du Trésor américain, elle n'assure pas seulement la quantité de ses débouchés, elle en garantit aussi la qualité, autour de certaines limites bien sûr, sous les espèces de la qualité de son créancier, c'est-à-dire sa monnaie »³¹¹. Grâce à cet instrument d'influence, qualifié de *soft power*³¹², les fonds souverains constituent un outil financier à disposition des États dont ils pourraient s'en servir pour établir leurs règles de fonctionnement³¹³.

³⁰⁹ *Ibid.*

³¹⁰ De Larosière, *supra* note 162 à la p. 417. Voir aussi Odonnat, *supra* note 40 aux pp. 3-4, sur le lien qu'il fait entre l'émergence de fonds souverains des pays émergents et la modernisation financière.

³¹¹ Betbèze, *supra* note 199 à la p. 18.

³¹² Le *soft power*, expression consacrée par Joseph Nye désigne la capacité pour un État A d'influencer le comportement d'un État B et d'amener l'État B à adopter le point de vue de l'État A par le biais de moyens culturels et/ou idéologiques. Il mobilise des ressources basées sur l'attractivité et la séduction incarnées par le modèle culturel de l'État A. Le *soft power* complète le *hard power* qui désigne les moyens traditionnels de toute politique étrangère : l'armée, la diplomatie, les pressions économiques.

³¹³ Betbèze, *supra* note 199 à la p. 19.

1.2.3 L'accroissement du capitalisme d'État

L'État en tant qu'investisseur *off-shore* (hors de ses frontières) réapparaît aujourd'hui avec les fonds souverains. Ils disposent de plusieurs moyens pour réaliser ses investissements. Il peut agir par le biais d'un organe étatique, par le biais d'une entité séparée comme une collectivité publique ou par un organisme public dépendant de lui, telle qu'une entreprise d'État ou un fonds souverain d'investissement³¹⁴. Dans ce dernier cas, il opère au même titre que les entreprises privées une activité économique de dimension internationale, en plus de fixer les règles du jeu.

La fin des années 1980 et 1990 entraîné la chute du rôle des gouvernements dans l'économie de marché³¹⁵. L'échec de la politique de nationalisation des entreprises par leurs gouvernements a entraîné le phénomène de privatisation. Chalamish l'explique en ces termes:

*The late 1980s and 1990s can be characterized as the fall of governments' role in global economic markets. Until that point, governments have played an important role in defining the markets, serving as market players and having a significant impact on them. The rise of the open market economy and the failure of many governments to provide adequate and efficient products and services through their state-owned entities caused many governments to privatize government-owned entities, increase market competition, and reduce the role of the government in the economy as a whole*³¹⁶.

Cette politique de diminution du rôle des États dans l'économie pour la rendre plus efficace, a été possible pour deux raisons majeures³¹⁷.

³¹⁴ Laurent Bibaut, *Singularités de l'arbitrage CIRDI face à l'arbitrage conventionnel : Souveraineté des États et fonds souverains d'investissements*, Mémoire de recherche, Université Paul Cézanne Aix-Marseille III, 2010 à la p. 6.

³¹⁵ Chalamish, *supra* note 147 aux pp. 2-3.

³¹⁶ *Ibid.* à la p. 3.

³¹⁷ *Ibid.*

D'une part, grâce à la mondialisation de l'économie qui a joué un rôle dans la réduction du rôle des gouvernements. En effet les restrictions douanières et humaines ont disparu en faveur des réseaux technologiques. D'autre part, la montée en puissance des entreprises multinationales a eu un impact significatif sur le déclin du rôle des gouvernements au profit des entreprises privées, ainsi les entreprises ont pu pénétrer de nouveaux marchés grâce à l'augmentation des filiales.

L'émergence des fonds souverains a progressivement renforcé le pouvoir et le rôle des gouvernements au sein des économies nationales et à l'échelle internationale³¹⁸. Cette implication des gouvernements se manifeste par la hausse du rôle de l'État dans la gestion de la propriété et de ses actifs internationaux³¹⁹. Ce phénomène qu'il nomme *new state capitalism*³²⁰, s'explique pour plusieurs raisons.

La première raison est la remarquable croissance de l'excédent budgétaire due à l'augmentation des réserves de change et aux revenus du sous-sol a permis à de nombreux pays émergents d'épargner³²¹. Créer des fonds souverains leur permet, de sortir de la spécialisation internationale du travail en diversifiant leurs productions, de se protéger contre l'instabilité des cours des matières premières, et de préserver leurs richesses pour les générations futures³²². Dans le même temps, la croissance des fonds souverains a fait des pays émergents, des acteurs incontournables aussi bien au niveau régional qu'international.

La seconde est la crise financière qui a contraint de nombreux gouvernements, en Europe et aux États-Unis, à investir dans des institutions financières privées, dans certains cas à nationaliser les institutions financières. Ces mesures ont été

³¹⁸ Lyons, *supra* note 167 à la p. 119.

³¹⁹ Chalamish, *supra* note 147 à la p. 3.

³²⁰ *Ibid.* Voir Lyons, *supra* note 165.

³²¹ Chalamish *supra* note 147 à la p. 4.

³²² Trépant, *supra* note 127 à la p.10.

indispensables afin d'empêcher la faillite de bon nombre de ces institutions, notamment dans des industries telles que l'automobile, l'assurance³²³.

Enfin, la forte demande des matières premières et autres produits de base dans le monde a poussé les pays disposant de grandes ressources naturelles à assurer un meilleur contrôle sur celles-ci.

Si la question de l'amélioration de la gouvernance des fonds souverains occupe le devant de la scène internationale depuis quelques temps, cela ne signifie pas que ces fonds opèrent dans un vide juridique. En dehors des multiples accords bilatéraux conclus entre les États, il existe au sein de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE), une réglementation qui régit l'établissement et les opérations des investisseurs étrangers en son sein. Avec l'émergence des fonds souverains et les réactions qui ont suivi leur essor, l'application de cette réglementation pose la question de savoir si les instruments juridiques existants peuvent fournir une meilleure réponse aux problèmes soulevés par leurs prises de participation dans les entreprises occidentales au lieu de l'élaboration et de l'adoption de nouvelles législations.

³²³ Chalamish, *supra* note 147 à la p. 4.

CHAPITRE II

L'ADOPTION D'UNE RÉGLEMENTATION INTERNATIONALE DESTINÉE À RASSURER LES DIFFÉRENTS PROTAGONISTES

De manière significative, les préoccupations concernant les fonds souverains ont donné lieu à l'amélioration du cadre juridique existant en matière d'investissements étrangers. On est passé des dispositions d'ordre général de l'OCDE à l'élaboration d'une réglementation supplémentaire portant sur un code de bonne conduite qui devrait guider les activités des fonds souverains. « Les Principes de Santiago » puisqu'il s'agit d'eux, sont destinés à apaiser les appréhensions occidentales et à aligner le comportement d'investissement des fonds souverains aux normes des pays bénéficiaires.

2.1 Les mécanismes de contrôle des investissements transfrontaliers

Les instruments juridiques de l'OCDE pour l'investissement contiennent des directives adéquates pour orienter les actions des pays bénéficiaires des investissements étrangers³²⁴.

³²⁴Les propriétaires des fonds souverains déplorent le fait que ces mesures s'adressent uniquement aux pays bénéficiaires des investissements étrangers et ne traitent pas des discriminations auxquelles ils peuvent faire face.

2.1.1 Les dispositions prévues par l'OCDE

L'article 1 du code de la libération des mouvements des capitaux³²⁵ prévoit le principe de la liberté d'investissement et la suppression de restrictions aux mouvements des capitaux auquel tous les membres de l'OCDE ayant adhéré sont assujettis. Celui-ci souffre cependant d'une exception notable prévue dans son article 3 en matière d'ordre public et de sécurité nationale³²⁶.

2.1.1.1 Principe : liberté d'investissement

La liberté d'investissement passe par la libération progressive des mouvements des capitaux entre les membres de l'OCDE³²⁷ ainsi que l'ouverture des frontières. Cette politique d'ouverture s'articule autour de trois principes fondamentaux³²⁸ : la non-discrimination, la transparence et la libéralisation.

La non-discrimination suppose que les investisseurs étrangers ne sont pas défavorisés par rapport aux investisseurs nationaux dans des circonstances similaires. La transparence ici a trait à la publication des informations concernant les investissements étrangers, enfin les mesures de libéralisation concernent la suppression progressive des restrictions liées aux non-résidents.

L'article 11 prévoit que le respect de ces principes est assuré par un mécanisme de notification et de surveillance mutuelle, sous la supervision du Conseil qui est

³²⁵ OCDE, *Code de la libération des mouvements de capitaux*, Paris, OCDE, 2012. [Code OCDE].

³²⁶ *Ibid.* art. 3. Sur l'application du code de la libération des mouvements de capitaux aux investissements étrangers, voir Bismuth, *supra* note 105 à la p. 595.

³²⁷ Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Chili, Corée, Danemark, Espagne, Estonie, États-Unis, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Islande, Israël, Italie, Japon, Luxembourg, Mexique, Norvège, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République Tchèque, Royaume-Uni, Slovaquie, Slovénie, Suède, Suisse et Turquie. Le protocole additionnel à la Convention relative à l'OCDE du 14 décembre 1960 prévoit que la Commission européennes participe aux travaux de l'OCDE

³²⁸ OCDE, *Instruments juridiques de l'OCDE pour l'investissement international et le commerce des services* (14 décembre 2001). [Instruments OCDE]. Voir également, Bismuth, *supra* note 105 à la p. 595.

l'organe décisionnel de l'OCDE³²⁹. Le code de l'OCDE en matière de libération des mouvements de capitaux a le statut juridique d'une décision de l'OCDE liant tous les pays membres qui ont adhéré à ces principes. En conséquence, ceux-ci sont tenus de mettre en œuvre les moyens nécessaires pour que les obligations qu'ils assument soient respectées. Le code s'appuie également sur la volonté, exprimée par les pays adhérents, de poursuivre la réalisation des objectifs qui y sont définis et de faire appel activement à ces instruments de coopération économique internationale³³⁰.

2.1.1.2 Exception : Sécurité nationale

Les règles de l'OCDE pour l'investissement prévoient le droit pour un pays membre de prendre les mesures qu'il estime nécessaire³³¹:

- au maintien de l'ordre public ou la protection de la santé, de la moralité et de la sécurité publiques;
- à la protection des intérêts essentiels de sa sécurité;
- à l'exécution de ses obligations concernant la paix et la sécurité internationales.

Toutefois, précisent les textes, ces impératifs de sécurité ne doivent pas être contraires à l'esprit d'ouverture de l'OCDE. À cet effet, le Comité de l'investissement de l'OCDE a initié en 2006 un dialogue entre les États membres de l'OCDE, les non membres et quelques fonds souverains sur le thème « Liberté d'investissement, sécurité nationale et secteurs stratégiques »³³². En 2008, finalement, les participants se sont accordés sur les principes devant gouverner l'adoption de mesures destinées à protéger la sécurité nationale : non-discrimination; transparence

³²⁹ *Code OCDE, supra* note 325 art. 11.

³³⁰ *Instruments OCDE, supra* note 328. Voir Bismuth, *supra* note 105 à la p. 596.

³³¹ *Code OCDE, supra* note 325 art. 3.

et prévisibilité; proportionnalité et enfin responsabilité³³³. Le comité de l'investissement de l'OCDE a rendu son rapport intermédiaire en 2009³³⁴. Les orientations stratégiques qui en résultent reprennent en somme les principes prévus par l'OCDE sur la liberté d'investissement. Les actions des membres de l'OCDE tout comme des fonds souverains doivent être guidées par les principes suivants³³⁵.

Le principe de non-discrimination suppose un traitement similaire entre les investisseurs dans des circonstances similaires. Pour protéger la sécurité nationale, les textes prévoient la possibilité d'adopter des mesures spécifiques à l'investissement lorsque les mesures d'application générale sont inadéquates, elles doivent cependant tenir compte des particularités dudit investissement³³⁶.

Le critère de transparence et de prévisibilité signifie que les objectifs et les pratiques réglementaires doivent être transparents afin d'améliorer la prévisibilité. Ces principes prévoient également un encadrement dans un délai strict des procédures d'instruction tout comme la mise à la disposition de l'investisseur étranger des critères d'évaluation utilisés par les autorités ainsi que la confidentialité des informations commerciales sensibles de l'investisseur étranger³³⁷.

Le principe de responsabilité enfin oblige les autorités en charge du contrôle des investissements étrangers à rendre des comptes, aux citoyens, par des procédures de supervision parlementaire, un contrôle juridictionnel, à la communauté internationale par exemple via une surveillance par les pairs et l'OCDE. Aussi les

³³² Bertin Delacour, *supra* note 23 à la p.117.

³³³ OCDE, Comité de l'investissement de l'OCDE, *Rapport sur la liberté d'investissement, la sécurité et les secteurs « stratégiques »* (2008).

³³⁴ OCDE, Division de l'investissement, *Rapport d'étape : Inventaire des mesures relatives à l'investissement prises entre le 15 novembre 2008 et le 15 juin 2009* (2009).

³³⁵ Carolyn Ervin, « Faut-il traiter les fonds souverains différemment des autres investisseurs ? » *L'Observateur de l'OCDE* n° 267, (mai 2008), en ligne : <<http://www.observateurocde.org/m/fullstory.php/aid/2090/>>.

³³⁶ *Ibid.*

décisions visant à bloquer ou à interdire un investissement étranger doivent être prises à un échelon élevé de l'administration publique³³⁸. C'est par le respect des normes de transparence et de communication que les fonds souverains pourront apaiser les inquiétudes des pays bénéficiaires.

Puisque les principes de l'OCDE s'adressent aux investissements étrangers en général et ne concernent pas spécifiquement les fonds souverains, existe-t-il d'autres instruments juridiques à l'échelle internationale qui seraient mieux adaptés à la problématique desdits fonds ?

2.1.2 Les autres instruments juridiques applicables

Dans quelle mesure les dispositions de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) seraient-elles plus adaptées aux problèmes soulevés par les fonds souverains ?

2.1.2.1 L'applicabilité de l'Accord Général sur le Commerce des Services

Bien que l'*Accord Général sur le Commerce des Services* ne couvre que le commerce des services³³⁹, il porte sur l'investissement dans les services indirectement en tant que l'un des moyens de construire une présence commerciale dans les pays bénéficiaires³⁴⁰. La majorité des pays propriétaires des fonds souverains sont soit membres, soit observateurs à l'OMC³⁴¹. En appliquant les normes antidiscriminatoires à l'acquisition des entreprises dans le secteur des services, l'AGCS joue un rôle important dans la facilitation de la liberté des investissements³⁴².

³³⁷ *Ibid.*

³³⁸ *Ibid.*

³³⁹ *Accord général sur le commerce des services, Annexe 1B de l'Accord de Marrakech instituant l'Organisation mondiale du commerce*, 15 avril 1994, 1869 R.T.N.U. 219 [AGCS].

³⁴⁰ Daniel Etlingerl, « Sovereign wealth fund liability: Private investors left out in the cold » (2010) 18:1 *University of Miami Business Law Review* 59 à la p. 88.

³⁴¹ *Ibid.*

³⁴² OMC, *L'AGCS : Objectifs, champ d'application et discipline*, en ligne : <http://www.wto.org/french/tratop_f/serv_f/gatsqa_f.htm>

Dès lors, si l'AGCS trouve à s'appliquer aux fonds souverains, un pays qui s'estime lésé peut tenter une action contre un autre auprès de l'Organe de règlement des différends de l'OMC (ORD). Inversement, lorsqu'un fonds souverain d'un pays membre de l'OMC investit dans une entreprise des services d'un autre membre de l'OMC, toutes les tentatives de bloquer de tels investissements à l'aide des mesures discriminatoires peuvent impliquer les procédures de l'OMC. Ces obligations peuvent être fondées sur les deux principes fondamentaux de l'AGCS : celui de la Nation la plus favorisée et celui du Traitement national. Ce principe qui figure à l'article 2 de l'AGCS prévoit que chaque État membre de l'OMC accordera aux services et fournisseurs de services de tout autre membre un traitement non moins favorable que celui qu'il accorde pour des services similaires de tout autre pays³⁴³. À ce jour, les fonds souverains n'ont été impliqués dans aucun différend à l'ORD.

2.1.2.2 Limites à l'application de l'AGCS

Les instruments juridiques existants ne fournissent qu'une solution limitée pour régler le problème des investissements étrangers en général et des fonds souverains en particulier³⁴⁴. Ainsi, les multiples tentatives pour réglementer les investissements étrangers au niveau international ont échoué bien qu'il existe des règles d'investissement au sein de l'OCDE et de l'OMC. Les États préfèrent procéder par des traités bilatéraux, des accords régionaux³⁴⁵ au lieu d'une réglementation unique qui s'appliquerait à l'échelle internationale. La raison en est que, les instruments juridiques internationaux en place portent principalement sur les mesures de lutte

³⁴³OMC, *Accord du Cycle d'Uruguay (Article I-XXVI)*, en ligne <http://www.wto.org/french/docs_f/legal_f/26-gats_01_f.htm>. Voir également la disposition de l'OCDE sur le Traitement national des entreprises sous contrôle étranger et exceptions des pays membres, (janvier 2011), en ligne : WTO.org <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/22/1954862.pdf>>

³⁴⁴Chalamish, *supra* note 147 à la p. 13.

³⁴⁵ Selon Chalamish, les institutions gouvernementales évitent souvent une réglementation internationale directe et trop contraignante dans la conclusion des accords commerciaux et d'investissement des entreprises multinationales. Ils préfèrent conclure de petits accords bilatéraux.

contre le protectionnisme dont les fonds souverains peuvent être l'objet et non sur les activités réelles des fonds souverains. Chalamish fait une démonstration de plusieurs obstacles qui empêchent par exemple l'application d'un accord comme l'AGCS dans la mise en œuvre des mesures discriminatoires contre les fonds souverains³⁴⁶.

Tout d'abord, les règles de l'AGCS ne s'appliquent que lorsque l'entité étrangère exerce un contrôle sur l'entreprise acquise. Une minorité d'investissement par un fonds souverain ne sera pas suffisante pour que l'AGCS trouve à s'appliquer³⁴⁷. En tant que tels, étant des investisseurs passifs sur le long terme et étant des investisseurs minoritaires, il est douteux que ces investissements fournissent aux fonds souverains le contrôle requis pour que ceux-ci puissent s'appuyer sur les accords de l'AGCS.

Ensuite, l'AGCS prévoit une exception pour les services qui sont fournis par un gouvernement souverain³⁴⁸. Le but de cette exception est d'éviter qu'un gouvernement soit en concurrence avec une entité privée, étant donné que de nombreux fonds n'ont pas une personnalité juridique distincte de celle de leur gouvernement.

Enfin, l'AGCS comporte des exceptions générales et spécifiques qui peuvent souvent être appliquées aux investissements réalisés par les fonds souverains³⁴⁹.

Le Fonds Monétaire International est l'institution qui s'est réellement penchée sur la question des fonds souverains. Dès novembre 2007 déjà, il a tenu à Washington

Pour Bismuth, les mesures prises par les États sont discutables, incomplètes et présentent souvent un caractère fragmentaire.

³⁴⁶ Chalamish, *supra* note 147 à la p. 15.

³⁴⁷ *Ibid.* à la p. 15. Voir également les conditions d'application de l'AGCS, Bismuth, *supra* note 105 à la p. 594.

³⁴⁸ Chalamish, *supra* note 147 à la p. 16.

³⁴⁹ *Ibid.*

une table ronde des gestionnaires de fonds souverains³⁵⁰. Ainsi, il est apparu comme l'organe légitime pour coordonner les travaux sur les meilleures pratiques concernant les fonds d'investissement souverains et leurs investissements transfrontaliers.

2.2 Approche commune en matière d'activités des fonds souverains

Le FMI a proposé la mise en œuvre d'un code de conduite qui a été publié en octobre 2008. Dans son rapport, l'International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG) établi par ce dernier, s'attache à recenser un ensemble de dispositions dénommées *Generally Accepted Principles and Practices (GAPP)* (en français, *Principes et Pratiques Généralement Acceptés [PPGA]*), qui reflèteraient fidèlement les pratiques et objectifs d'investissement des fonds souverains³⁵¹.

2.2.1 Le cadre de discussion des fonds souverains

Le groupe de travail sur les fonds souverains³⁵² mis en place en mai 2008 sous l'égide du FMI, a rédigé un ensemble de normes de bonne conduite comprenant une série de principes que les parties prenantes s'engagent à respecter dans le cadre de leurs investissements³⁵³. Ce groupe de travail jouit d'une bonne représentativité, puisque composé des 26 représentants de pays membres du FMI dotés d'un fonds souverain.

Ces PPGA, au nombre de 24, encore appelés *Principes de Santiago*, du nom de la capitale du Chili où a été trouvé cet accord ont été rendus publics le 11 octobre 2008. Ils sont conçus comme un cadre volontaire qui est soumis aux lois, règlements

³⁵⁰ Bertin Delacour, *supra* note 23 à la p. 155.

³⁵¹ IWG, *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and practices « Santiago Principles »*, (2008) à la p. 1. [GAPP].

³⁵² Les pays membres du Groupe international de travail sur les fonds souverains sont : Australie, Azerbaïdjan, Bahreïn, Botswana, Canada, Chili, Chine, Émirats arabes unis, États-Unis, Guinée équatoriale, Iran, Irlande, Corée, Koweït, Libye, Mexique, Nouvelle-Zélande, Norvège, Qatar, Russie, Singapour, Timor Leste, Trinité et Tobago, Arabie saoudite, Oman, Vietnam, l'OCDE et la Banque mondiale sont admis à titre d'observateurs, en ligne <<http://www.iwg-swf.org/pubs/fra/gapplist.pdf>>.

³⁵³ GAPP, *supra* note 351 à la p. 1.

et obligations nationales³⁵⁴. Non seulement ils sont destinés à constituer le premier cadre d'organisation et de fonctionnement de l'activité des fonds souverains³⁵⁵, mais aussi ils contribuent grandement à légitimer les fonds souverains auprès des gouvernements, des acteurs économiques et des opinions publiques en insistant sur le fait qu'il s'agit bien d'investisseurs poussés par des motivations économiques et d'opportunités, et non par des considérations géopolitiques³⁵⁶.

Cet accord établit les règles de bonnes conduites en matière d'investissements par les fonds souverains et les règles de gouvernance d'entreprise (*corporate governance*)³⁵⁷. Il s'attache à recenser un ensemble de principes applicables aux activités des fonds souverains dans un certain nombre de pays et au sein des institutions internationales³⁵⁸. Il permet, en outre, de mieux les encadrer et de définir les règles de transparence et de gouvernance. Cependant, n'étant pas contraignant pour les parties signataires³⁵⁹, son efficacité dépendra de la volonté et de la capacité des États à l'appliquer et à le faire respecter.

Grâce aux *PPGA*, le groupe de travail international espère améliorer le niveau de transparence, de gouvernance et de responsabilisation des fonds souverains dans le monde, ainsi que l'engagement de poursuivre des objectifs uniquement financiers et non politiques³⁶⁰. Les quatre objectifs majeurs sur la base desquels les 24 principes de Santiago ont été dégagés sont³⁶¹ :

³⁵⁴ *Ibid.* à la p. 5.

³⁵⁵ *Ibid.* à la p. 4.

³⁵⁶ Monk, *supra* note 17 à la p. 464.

³⁵⁷ Voir notamment la définition de *corporate governance* ou gouvernance d'entreprise, *supra* note 83.

³⁵⁸ *GAPP*, *supra* note 351 à la p. 4.

³⁵⁹ *Ibid.* à la p. 5.

³⁶⁰ Kern, *supra* note 113 à la p. 286.

³⁶¹ *GAPP*, *supra* note 351 à la p. 4.

- 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;
- se conformer à toutes réglementations et obligations de communication de l'information financière en vigueur dans les pays où ils investissent;
- réaliser leurs investissements sur la base de considérations relatives au risque économique et financier et au rendement;
- contribuer au maintien de la stabilité du système financier mondial et de la libre circulation des capitaux et des investissements.

2.2.2 Le code de conduite du FMI et les bonnes pratiques.

Les *Principes de Santiago* veulent aligner les pratiques des fonds souverains avec les attentes normatives des pays occidentaux. Leur mise en place rappelle que l'amélioration de la gouvernance des fonds est un élément important pour établir la confiance au sein des marchés³⁶².

2.2.2.1 Les *Principes de Santiago*

Les *Principes de Santiago* s'appliquent de manière volontaire par les États membres de l'IWG. Ils portent sur les domaines suivants: le cadre légal, les objectifs et la coordination avec les politiques macroéconomiques d'abord; le cadre institutionnel et la structure de gouvernance ensuite; enfin le cadre d'investissement et de gestion du risque³⁶³. Ces trois piliers visent à assurer l'indépendance des fonds souverains vis-à-vis du pouvoir politique, améliorer leur transparence et leur image au sein de

³⁶² Monk, *supra* note 17 à la p. 463.

³⁶³ GAPP, *supra* note 351 à la p. 5. Voir Etlingerl, *supra* note 340 à la p. 89.

l'opinion publique afin que les fonds ne soient plus perçus comme étant influencés par des ambitions politiques.

➤ Le cadre juridique, les objectifs et la politique de financement

Les principes 1 à 5 s'attachent notamment à trouver un cadre de travail sain et indépendant des pouvoirs publics qui leur permettrait de réaliser à bon escient leurs objectifs. Ceux-ci définissent un cadre légal ainsi que les relations qui peuvent exister entre différents fonds. Les sources de financement doivent être rendues publiques, ainsi que les finalités politiques clairement définies si elles existent³⁶⁴.

➤ Le cadre institutionnel et la structure de gouvernance

Les principes 6 à 17 traitent du cadre institutionnel et des règles de gouvernance d'entreprise. Ils précisent que la structure de gouvernance doit être stable, dénuée d'une quelconque influence politique et organiser un partage clair et effectif des rôles et des responsabilités entre l'État propriétaire du fonds souverain, l'organe de direction et les gestionnaires dudit fond³⁶⁵. Il appartient à l'État propriétaire du fonds: de définir les objectifs du fonds, à savoir la politique générale d'investissement du fonds, les missions ainsi que les niveaux de risque acceptables; de désigner les membres de l'organe de direction notamment lorsque celui-ci est organisé sous la forme d'une entité juridique distincte; enfin l'État demeure tenu de contrôler l'activité de ses fonds³⁶⁶.

³⁶⁴ Laura Restelli-Brizard et Yves Jégourel, « Fonds souverains, Enjeux et zones d'ombre des principes de Santiago », *Capital finance – Les Échos* (3 novembre 2008), en ligne : <http://capitalfinance.lesechos.fr/archives/voir_archive.php?path=/archives/LettresPro/906-17-LET_CAP.xml&texte=Principes de Santiago>. Voir Bismuth, *supra* note 13 à la p. 604.

³⁶⁵ *Ibid.* Voir également Bismuth, *supra* note 105 à la p. 604.

³⁶⁶ *Ibid.*

➤ Le cadre d'investissement et de gestion du risque

Les principes 18 à 24 se concentrent sur la politique d'investissement et la gestion du risque. Selon ces principes, la politique d'investissement du fonds souverain doit être clairement définie et conforme aux objectifs, au niveau de tolérance du risque et à la stratégie d'investissement adoptés par le propriétaire ou l'organe directeur³⁶⁷. Celle-ci doit en outre reposer sur des principes sains de gestion de portefeuille. Le fonds souverain doit être doté d'un cadre permettant d'identifier, d'évaluer et de gérer les risques inhérents à ses opérations, ceci est possible grâce à un système fiable d'information et de communication de données financières d'actualité, qui permettent un suivi et une gestion appropriés des risques³⁶⁸.

2.2.2.2 La portée des *Principes de Santiago*

Les *Principes de Santiago* ne traitent pas fondamentalement des problèmes de fonds que posent ces investisseurs d'un type particulier, mais se contentent de dicter un ensemble de règles visant uniquement à rassurer les États hôtes de ces investissements étrangers et à les informer sur les pratiques des fonds souverains³⁶⁹. C'est ainsi qu'ils ont été accueillis avec un certain scepticisme. Les critiques les plus répandues concernant leur application sont de plusieurs ordres.

L'adhésion aux principes se fait sur une base volontaire. Les *Principes des Santiago* ont la nature de simples recommandations, ce qui enlève au texte qui institue les *PPGA* toute portée obligatoire. Aucun mécanisme de contrôle de la mise en application de ces principes n'a été prévu. Ainsi, les membres sont libres de les appliquer ou de ne pas le faire. Également, le texte n'est pas contraignant et il

³⁶⁷ *Ibid.*

³⁶⁸ *Ibid.*

³⁶⁹ Bismuth, *supra* note 105 à la p. 606.

s'applique uniquement aux signataires de l'accord et non à tous les autres États non membres.

Ce caractère non contraignant des *PPGA* nous amène à craindre que les fonds souverains continuent à essayer des refus dans leurs tentatives de prises de participation dans certaines entreprises. Ce refus peut en outre se manifester comme l'ont fait certains pays, par la création de leurs propres fonds souverains destinés à contrer les investissements étrangers. Les *Principes de Santiago* reflètent surtout les craintes issues des risques potentiels encourus par les pays bénéficiaires des fonds plutôt que le protectionnisme auquel les investisseurs peuvent faire face³⁷⁰.

De plus, les *Principes de Santiago* ont trop mis l'accent sur la divulgation et la transparence, ce qui est de nature à peser sur les stratégies économiques des fonds souverains³⁷¹. Ces deux seuls aspects ne sont pas suffisants et ne peuvent pas régler tous les problèmes qui relèvent des règles de gouvernance d'entreprise propres au monde des affaires internationales³⁷². Ce qui explique que ces principes ont été considérés comme une forme d'ingérence à certains égards et n'ont pas bénéficié du soutien de tous. On a, par exemple, vu lors de la tentative d'acquisition de Dubai Ports que le refus des autorités américaines n'était pas motivé par une question de transparence mais plus par la crainte que le port américain passe sous le contrôle d'un pays du golfe au lendemain du 11 septembre 2001.

³⁷⁰ La France a créé son fonds stratégique d'investissement. Son but est différent des objectifs communs qui justifient la création des fonds souverains, il sert au soutien et au développement des entreprises françaises. En ce sens, il se rapproche de la Caisse de dépôt et placement du Québec, voir Pineault et l'Italien, *supra* note 16 à la p. 11.

³⁷¹ Etlingerl, *supra* note 340 à la p. 89.

³⁷² Restelli-Brizard et Jégourel, *supra* note 364.

Enfin, les *PPGA* sont subordonnés aux accords intergouvernementaux et aux dispositifs législatifs et réglementaires, c'est-à-dire que l'application de chaque principe est subordonnée aux lois et règlements en vigueur dans les pays membres³⁷³.

Cette liste de *Principes et pratiques généralement acceptés* a néanmoins une double utilité. Tout d'abord, elle fait entrer les fonds souverains dans un cadre institutionnel connu des pays occidentaux³⁷⁴. Ensuite elle a le mérite de faire prendre conscience à des fonds importants la nécessité de transparence que leur impose leur puissance financière ainsi que les règles de la finance internationale. L'adhésion des grands fonds à ces principes est déjà un signe qu'ils ont compris les justifications des inquiétudes des pays de l'Ouest et leur acceptation de ces principes marque leur volonté de s'aligner aux règles de *corporate governance* des pays occidentaux.

Pour remédier aux critiques concernant l'application des *PPGA*, le Groupe de travail international s'est réuni en avril 2009, à l'issue de la *Déclaration formelle de Koweït*, l'IWG a changé d'appellation pour devenir le Forum international pour les fonds souverains³⁷⁵.

Cette déclaration réitère l'engagement des participants à promouvoir l'application des *Principes de Santiago*, et marque surtout la volonté du groupe de se réunir régulièrement (une fois par an au moins) pour débattre des principaux sujets concernant les fonds. Le Forum constituerait, pour les fonds souverains qui le souhaitent, une plate-forme permanente d'échange d'idées et de vues entre eux et avec les pays d'accueil³⁷⁶.

³⁷³ *GAPP*, *supra* note 351 à la p. 5. Voir Bismuth, *supra* note 105 aux pp. 604-05.

³⁷⁴ Puel, *supra* note 21 à la p. 56.

³⁷⁵ IWG, *Kuwait Declaration: Establishment of the International Forum of Sovereign Wealth Funds*, (6 avril 2009), en ligne : <<http://www.iwg-swf.org/mis/kuwaitdec.htm>>. [*Kuwait Declaration*].

³⁷⁶ *Ibid.*

La déclaration prévoit, en outre, que certains aspects des *PPGA* devront être revus compte tenu du caractère évolutif des investissements des fonds souverains et à mesure que leurs pratiques se développeront. Il s'agit notamment d'une forme d'ingérence sur le droit local du pays auquel appartient le fonds³⁷⁷. Le Forum reconnaît que plusieurs aspects des *PPGA* gagneraient à être analysés de manière plus approfondie. C'est le cas en ce qui concerne la communication d'informations exhaustives et fiables sur les activités antérieures, actuelles et futures du fonds souverains, et sur les risques potentiels qui pèsent sur leurs opérations de placement et leurs bilans³⁷⁸. Ce Forum serait en mesure de procéder à une revue permanente des *PPGA*, si besoin est, et de faciliter la diffusion, la bonne compréhension et leur application.

³⁷⁷ Restelli-Brizard et Jégourel, *supra* note 364.

³⁷⁸ *Kuwait Declaration*, *supra* note 375.

CONCLUSION

Les fonds souverains ne sont pas à proprement parler de nouveaux acteurs de la finance. Cependant leur existence et leur émergence n'ont été révélées au grand public que très récemment à l'occasion de la crise des *subprimes*. Ces fonds appartenant à des États et à des gouvernements existent depuis plus d'un demi siècle pour certains, et gèrent des capitaux qui proviennent pour l'essentiel des revenus pétroliers et des réserves de change ou des excédents budgétaires.

De manière générale, les fonds souverains doivent leur existence à la mondialisation de l'économie et à l'augmentation des échanges internationaux. Ils poursuivent des objectifs d'investissement allant de la diversification géographique et stratégique de leurs placements (pour faire face à des dépenses futures), à la recherche de rendements plus élevés que les investissements habituels. Ils ont donc pour vocation d'optimiser la gestion financière et le rendement de leurs capitaux par rapport à la gestion plus conservatrice des autres types d'investisseurs que sont, par exemple, les banques centrales, les entreprises publiques.

Avec la création de nouveaux fonds et l'augmentation des montants qui leurs sont alloués, ces véhicules d'investissement sont devenus des acteurs incontournables de la finance internationale. S'ils continuent à se comporter en tant qu'investisseurs politiquement neutres, les fonds souverains vont, avec le temps, exercer une influence comparable à celle des investisseurs institutionnels privés, car leur taille est appelée à augmenter selon les spécialistes tout comme le profil du risque des actifs financiers qu'ils gèrent.

Cependant, la notion de fonds souverain n'est pas facile à saisir et toute conclusion doit faire attention à la définition que l'on retient. Certes, les montants énormes qu'ils ont injectés dans des institutions financières occidentales ont servi à stabiliser la crise financière ou du moins ont freiné son évolution rapide, leur impact en tant que véhicule d'investissement public sur le prix des actifs et sur le taux de change dans les marchés financiers est significatif à court terme seulement et non sur le long terme.

Ces fonds soulèvent néanmoins de nombreuses inquiétudes en raison de leur manque de transparence plus qu'en raison de leur puissance financière qui est limitée. L'arrivée massive de ces investisseurs publics marque aussi le retour du capitalisme d'État. Dès lors, l'incertitude demeure grande sur le comportement qu'ils adopteront dans les entreprises acquises, aussi bien sur les réelles intentions de ces investisseurs publics qui fonctionnent quasiment dans la plus totale opacité que sur le degré d'implication de leurs gouvernements. Les exigences requises en termes d'information financière restent inférieures à celles des investisseurs institutionnels (pas d'obligation de publier de rapport annuel, absence d'information sur la taille des actifs...), même si certains fonds, comme le fonds norvégien, font preuve d'une plus grande transparence et le fonds d'Abu Dhabi est soumis à un code d'éthique.

La montée en puissance de ces fonds, la possibilité qu'ils ont de pouvoir déstabiliser le système financier international à cause de la non divulgation de leurs objectifs, les implications géoéconomiques et quelques opérations polémiques ont poussé plusieurs pays à limiter, ou à leur refuser l'accès dans leurs économies, particulièrement dans certains secteurs stratégiques (défense, télécommunications, transport, aérospatiale). L'idée de voir un pays étranger contrôler des entreprises nationales dans des secteurs sensibles a déclenché une révision des règles existantes en matière d'investissement étranger dans un cas et dans l'autre a conduit à l'adoption de nouvelles législations, mais surtout a entraîné le développement de réactions

protectionnistes. Bien que les responsables politiques affirment que ces mesures ne sont pas spécifiquement destinées aux fonds souverains, on observe néanmoins que nombreuses de ces restrictions sont apparues au lendemain des prises de participation dans certaines entreprises européennes et américaines.

Pour autant, le souhait émis par les pays récipiendaires d'aller plus loin en termes de régulation se heurte à l'argument d'un traitement équitable des fonds souverains, par rapport à d'autres investisseurs institutionnels comme les *hedge funds* ou les *private equity funds*³⁷⁹.

Cependant, les études menées sur les fonds souverains révèlent que toutes les craintes suscitées qui justifieraient des réactions hostiles ne sont pas fondées. Les fonds souverains n'agiraient pas à des fins politiques et ceux-ci ne présenteraient pas plus de risques que les autres types d'investissements étrangers plus répandus.

Jusqu'à présent, il n'y a pas de cas d'atteinte à la sécurité nationale dans le pays d'accueil du fait d'investissement par les fonds souverains. Donc, tout durcissement de la réglementation spécifique concernant les fonds souverains pourrait conduire à une stigmatisation de ces investisseurs qui jusqu'à présent, n'ont entrepris aucune démarche hostile et ont toujours limité leurs prises de participation à une part très minoritaire du capital des entreprises.

Si l'adoption d'une réglementation spécifique encadrant uniquement l'action des fonds souverains afin de prévenir les scénarios catastrophes est inopportune, car biaisée par des considérations de portée générale, le besoin d'adopter de règles communes, une définition de meilleures pratiques, et la nécessité de promouvoir un cadre d'investissement uniquement financier et commercial associant les fonds et les économies de marché s'est avérée judicieuse. À cet égard, le Groupe de travail sur les

³⁷⁹ Duquerroy, *supra* note 38 à la p. 8.

fonds souverains réuni dans le cadre du FMI a défini en octobre 2008 un certain nombre de *Principes et de pratiques généralement acceptés* destinés à réguler l'action des fonds. L'adoption des *Principes de Santiago* a permis de rassurer les différents protagonistes quant au bien fondé de ces investisseurs transfrontaliers, même si l'accord fonctionne sur le principe de l'adhésion volontaire et qu'aucune sanction n'est véritablement prévue en cas de transgression.

APPENDICE A

PRINCIPES ET PRATIQUES GÉNÉRALEMENT ACCEPTÉS (PPGA) OU PRINCIPES DE SANTIAGO

Dans le but de promouvoir les « objectifs et la finalité » des Fonds souverains, les membres du groupe de travail des Fonds souverains (IWG) ont appliqué ou envisagent de mettre en œuvre, de leur plein gré, les principes et pratiques ci-après, *tous subordonnés* aux dispositifs, obligations et exigences de la loi et de la réglementation de chaque pays. Ce paragraphe fait partie intégrante des PPGA.

PPGA 1. Principe Le cadre légal des Fonds souverains doit être sain et promouvoir leur bon fonctionnement et la réalisation de(s) l'objectif(s) qui leur a (ont) été assigné(s).

PPGA 1.1 Principe subsidiaire Le cadre légal des Fonds souverains doit garantir la solidité de ces Fonds et de leurs transactions.

PPGA 1.2 Principe subsidiaire Les caractéristiques essentielles du fondement légal et de la structure des Fonds souverains, et des relations entre ces Fonds et les autres entités publiques doivent être rendues publiques.

PPGA 2. Principe La finalité de la politique du Fonds souverains doit être clairement définie et rendue publique.

PPGA 3. Principe [Lorsque les activités du Fonds souverains ont une forte incidence macroéconomique interne, ces activités doivent être étroitement coordonnées avec les autorités budgétaires et monétaires locales, afin de veiller à la sa concordance avec la politique macroéconomique générale].

PPGA 4. Principe [L'approche générale des opérations de financement, de retrait et de dépenses du Fonds souverains doit être soumise à des politiques, règles, procédures et dispositifs clairement établis et relevant du domaine public].

PPGA 4.1 Principe subsidiaire La source de financement du Fonds souverains doit être rendue publique.

PPGA 4.2 Principe subsidiaire L'approche générale des retraits et des dépenses du Fonds souverains pour le compte de l'État doit être rendue publique.

PPGA 5. Principe Les données statistiques pertinentes du Fonds souverains doivent être communiquées en temps voulu à son propriétaire ou à toute autre entité désignée à cet effet, pour insertion en bonne et due forme dans les séries de données macroéconomiques.

PPGA 6. Principe Le cadre de gouvernance du Fonds souverains doit être sain et prévoir une distinction précise et effective des rôles et attributions qui favorise la responsabilisation et l'indépendance opérationnelle de la direction du Fonds souverains qui la rendent apte à poursuivre ses objectifs.

PPGA 7. Principe Le propriétaire doit fixer les objectifs du Fonds souverain, nommer les membres de son/ses organe(s) directeur(s) selon des procédures clairement définies et exercer la supervision des opérations du Fonds souverains.

PPGA 8. Principe L'(es) organe(s) directeur(s) doi(ven)t agir dans l'intérêt bien compris du Fonds souverain, avoir mandat explicite ainsi que les attributions et compétences nécessaires pour s'acquitter de ses/leurs fonctions.

PPGA 9. Principe La gestion opérationnelle des Fonds souverains doit consister à appliquer leur stratégie de manière indépendante et avec des attributions clairement définies.

PPGA 10. Principe Le cadre de responsabilisation des opérations du Fonds souverain doit être clairement établi dans les domaines relatifs à la législation, à la charte, à d'autres documents constitutifs ou à un accord de mise en gérance.

PPGA 11. Principe Un rapport annuel et les états financiers y afférents, relatifs aux opérations et à la performance du Fonds souverain doivent être établis en temps voulu et de façon régulière, conformément aux normes comptables internationales ou nationales reconnues.

PPGA 12. Principe Les opérations et les états financiers du Fonds souverain doivent faire régulièrement l'objet d'un audit annuel, conformément aux normes internationales ou nationales d'audit reconnues.

PPGA 13. Principe Des normes professionnelles et déontologiques claires doivent être établies et communiquées aux membres de(s) l'organe(s) directeur(s), de la direction et du personnel du Fonds souverain.

PPGA 14. Principe Les transactions avec des tiers aux fins de la gestion opérationnelle du Fonds souverain doivent reposer sur des considérations économiques et financières, et obéir à des règles et procédures précises.

PPGA 15. Principe Les opérations et activités du Fonds souverain dans un pays d'accueil doivent s'effectuer conformément à la réglementation en vigueur et aux obligations de communication de l'information financière de ce pays.

PPGA 16. Principe Le cadre de gouvernance et les objectifs, ainsi que le degré d'autonomie opérationnelle de la direction du Fonds souverain par rapport au propriétaire doivent être rendus publics.

PPGA 17. Principe L'information financière pertinente afférentes au Fonds souverain doit être rendue publique pour attester de son orientation économique et financière, afin de contribuer à la stabilité des marchés financiers internationaux et d'affermir la confiance dans les pays d'accueil.

PPGA 18. Principe La politique d'investissement du Fonds souverain doit être explicite et conforme aux objectifs, au niveau de tolérance du risque et à la stratégie d'investissement arrêtés par le propriétaire ou l'/les organe(s) directeur(s) et reposer sur des principes sains de gestion de portefeuille.

PPGA 18.1 Principe subsidiaire La politique d'investissement doit encadrer le degré d'exposition du Fonds souverain au risque et son éventuel recours aux effets de levier.

PPGA 18.2 Principe subsidiaire Sa politique d'investissement doit tenir compte du degré de recours à des gestionnaires de portefeuille internes et/ou externes, de la portée de ses activités et de ses compétences, ainsi que de la procédure de sélection et de suivi de la performance de ces gestionnaires.

PPGA 18.3 Principe subsidiaire La description de la politique d'investissement du Fonds souverain doit être rendue publique.

PPGA 19. Principe Les décisions d'investissement du Fonds souverain doivent viser à maximiser les rendements financiers corrigés des risques, conformément à sa politique d'investissement et sur la base de considérations économiques et financières.

PPGA 19.1 Principe subsidiaire Lorsque les décisions d'investissement sont asservies à d'autres considérations économiques et financières, celles-ci doivent être clairement énoncées dans la politique d'investissement et rendues publiques.

PPGA 19.2 Principe subsidiaire La gestion des actifs d'un Fonds souverain doit être conforme aux principes généraux d'une gestion d'actifs saine.

PPGA 20. Principe Le Fonds souverain ne doit pas rechercher ou mettre à profit des informations privilégiées ou une position dominante déloyale des entités publiques pour concurrencer les entités privées.

PPGA 21. Principe Les Fonds souverains considèrent les droits de propriété de leur propriétaire comme un élément fondamental de la valeur de leurs prises de participation. Tout Fonds souverain qui décide d'exercer son droit de propriété doit le faire de manière compatible avec sa politique d'investissement et de façon à protéger la valeur financière de ses placements. Le Fonds souverain doit rendre publique son approche générale de la sélection de titres d'entités cotés en bourse, notamment les facteurs clés qui guident l'exercice de son droit de propriété.

PPGA 22. Principe Le Fonds souverain doit être doté d'un cadre permettant d'identifier, d'évaluer et de gérer les risques inhérents à ses opérations.

PPGA 22.1 Principe subsidiaire Le cadre de gestion du risque doit comporter des systèmes fiables d'information et de communication de données financières d'actualité, qui permettent un suivi et une gestion appropriés des risques pertinents dans des limites et selon des paramètres acceptables, des mécanismes de contrôle et d'incitation, des codes de conduite, la planification de la continuité de l'activité et une fonction d'audit indépendante.

PPGA 22.2 Principe subsidiaire L'approche générale qui sous-tend la gestion du risque par le Fonds souverain doit être dans le domaine public.

PPGA 23. Principe La performance des actifs et des investissements (en termes absolus et relatifs par rapport à des repères, le cas échéant) du Fonds souverain doit être mesurée et communiquée au propriétaire suivant des principes ou normes clairement définis.

PPGA 24. Principe Une procédure régulière de revue de la mise en œuvre des PPGA doit être effectuée par le Fonds souverain ou en son nom³⁸⁰.

³⁸⁰ *Principes de Santiago* (2008), en ligne <<http://www.iwg-swf.org/pubs/fra/gapplistf.pdf>>.

APPENDICE B

GLOSSAIRE

Actif : Titre représentatif d'une part du capital d'une société. Ensemble des avoirs détenus par une entreprise. Les actifs financiers sont: les titres, les créances, les soldes créditeurs des comptes espèces.

Action : Titre négociable émis par une société par actions et représentant une fraction du capital social.

Balance des paiements : État statistique qui recouvre sous une forme comptable l'ensemble des flux d'actifs réels, financiers et monétaires entre les résidents d'une économie et les non résidents au cours d'une période déterminée.

Banque centrale : Au cœur du marché financier, la banque centrale de chaque pays joue un rôle de régulateur de l'activité du système bancaire, prêteur en dernier ressort et aussi point de passage obligé pour les paiements interbancaires.

Capitalisation boursière : La capitalisation boursière d'une société cotée à un instant donné est le produit de son cours coté par le nombre d'actions qui composent son capital.

Code de bonne conduite : Ensemble de règles de comportement que se donne une profession afin de canaliser, moraliser, clarifier certaines pratiques tant dans l'intérêt de la profession elle-même que de la clientèle.

Crédit hypothécaire : Crédit garanti par une hypothèque sur le bien.

Crise de liquidité : Se manifeste quand les établissements financiers refusent, suite à une crise de confiance, de se prêter mutuellement de l'argent.

Crise systémique : Il s'agit d'une crise qui affecte le fonctionnement de l'ensemble du système financier.

Effet de levier : Mécanisme qui permet à un opérateur de dégager des rentabilités très élevées à partir d'un capital de départ limité.

Fonds Monétaire International (FMI) : Il s'agit d'une institution internationale regroupant 185 pays dont le rôle est notamment de « promouvoir la coopération monétaire internationale, de garantir la stabilité financière, de faciliter les échanges internationaux, de contribuer à la stabilité économique et de faire reculer la pauvreté ». Il fournit des crédits aux pays qui connaissent des difficultés financières.

Fonds éthiques : Ce sont des fonds d'investissement qui interviennent à partir de considérations éthiques concernant par exemple le non travail des enfants, le respect de l'environnement, le respect de la législation du travail

Investissement : Toute opération consistant à acheter des actifs: prêt, achats de titres.

Liquidité de marché : Se définit comme la capacité du marché à absorber des ventes d'actifs rapidement et sans baisse significative des prix.

Mondialisation : Expansion des liens d'interdépendance entre notamment les nations, les activités économiques et financières.

Nationalisation : Transfert de la propriété privée à l'État lequel alors nomme les dirigeants de l'entreprise concernée.

Privatisation : Vente ou cession par l'État à des investisseurs de capitaux privés de tout ou partie d'une société publique.

Produit dérivé : C'est un instrument financier spéculatif qui s'appuie sur des valeurs mobilières dites sous-jacentes : on trouve dans cette catégorie de produits les contrats à terme, options, swaps.

Réglementation : Elle a pour objet de dire le droit et s'appuie sur des instruments tels que les lois, règlements et directives européennes. Elle trouve sa source notamment dans le Parlement.

Régulation financière : Elle a pour objet d'assurer à la fois la protection des consommateurs et le respect des règles de concurrence en tenant compte du risque systémique propre à la place stratégique du secteur financier dans l'économie. La régulation répond au souci d'assurer un équilibre dans la gestion de systèmes complexes. Elle est le fait des États, d'Institutions internationales ou / et d'Autorités Administratives Indépendantes.

Risque systémique : Risque où la faillite d'une seule banque peut provoquer, par contagion, l'effondrement de l'ensemble du système de financement.

Subprime : Le « subprime » est un crédit accordé à taux élevé, variable dans le temps et de plus à des clients pas solvables. Ces crédits ont été accordés aux États-Unis par des intermédiaires non réglementés et sont à l'origine de la crise actuelle.

Taux : Prix de la monnaie pour une durée donnée sur un marché donné.

Titrisation : La titrisation est une technique d'ingénierie financière qui consiste à transformer les créances détenues par des établissements de crédit, des sociétés financières, des compagnies d'assurance ou des sociétés commerciales en titres négociables via la création d'une structure ad hoc : le Special Purpose Vehicle (SPV) ou Fonds commun de créances (FCC).

Volatilité : Mesure de l'amplitude des variations des cours d'un actif³⁸¹.

³⁸¹Jean Pierre Moussy, Lexique de 100 termes économiques et financiers, *Régulation* (2009), en ligne : <http://clesdusocial.com>.

BIBLIOGRAPHIE

ACCORDS INTERNATIONAUX

Accord instituant l'Organisation mondiale du Commerce, 15 avril 1994, 1867 R.T.N.U. 3 (entrée en vigueur : 1er janvier 1995).

Accord général sur le commerce des services, Annexe 1B de l'Accord de Marrakech instituant l'Organisation mondiale du commerce, 15 avril 1994, 1869 R.T.N.U. 219 (entrée en vigueur : 1er janvier 1995).

DOCUMENTS INTERNATIONAUX

Commission Européenne

Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, approche européenne commune en matière des fonds souverains, Bruxelles, CE, 2008.

CE, *Directive 80/723/CEE de la Commission du 25 juin 1980 relative à la transparence des relations financières entre les États membres et les entreprises publiques*, [1980] J.O. L 195 à la p. 37, art. 2.

CJCE, *France contre Commission*, C-482/99 [2002] E.C.R. I-04397.

Organisations Internationales

FMI, *Fonds souverains: le FMI intensifie ses travaux*, Bulletin du FMI (2008), en ligne : <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/fre/2008/022808f.pdf>>

FMI, *IWG Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices* (2008), en ligne: <<http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/swfsurvey.pdf>>

FMI, IWG, *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and practices (GAPP) « Santiago Principles »* (2008), en ligne: <<http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>>.

FMI, IWG, *Kuwait Declaration: Establishment of the International Forum of Sovereign Wealth Funds*, (6 avril 2009), en ligne : <<http://www.iwg-swf.org/mis/kuwaitdec.htm>>

OCDE, *Code de la libération des mouvements capitaux*, Paris, OCDE, 2012.

OCDE, *Instruments juridiques de l'OCDE pour l'investissement international et le commerce des services* (14 décembre 2001), en ligne : <http://www.oecd.org/document/34/0,3746,fr_2649_34887_1932969_1_1_1_1,00.html>.

OCDE, *Rapport sur la liberté d'investissement, la sécurité et les secteurs « stratégiques »* (2008) Comité de l'investissement, en ligne : <<http://www.oecd.org/dataoecd/1/56/40473834.pdf>>.

OCDE, *Rapport d'étape : Inventaire des mesures relatives à l'investissement prises entre le 15 novembre 2008 et le 15 juin 2009* (2009) Division de l'investissement, en ligne : <<http://www.oecd.org/dataoecd/42/26/43148317.pdf>>.

OMC, *L'AGCS : Objectifs, champ d'application et discipline* (1994), en ligne : <http://www.wto.org/french/tratop_f/serv_f/gatsqa_f.htm>.

LÉGISLATION

Loi sur les banques, L.C. 1991, c. C-46.

Loi sur Investissement Canada, L.R.C. 1985, (1er suppl.), c. C-28.

DOCUMENTS GOUVERNEMENTAUX

Gazette du Canada, *Avis du gouvernement* (Ministère de l'industrie), Gaz. C. 2012.I.354.

Lignes directrices de la LIC, *Exigences en matière de dépôt pour les investissements concernant des entreprises qui exercent des activités commerciales culturelles et non culturelles*, Principes directeurs du Ministère de l'Industrie et du Ministère du Patrimoine canadien, (1er juin 2002) en ligne : <<http://www.ic.gc.ca/eic/site/ica-lic.nsf/fra/lk00053.html>>.

Lignes directrices de la LIC, *Investissements au Canada par des entreprises d'État étrangères - évaluation des avantages nets*, Principes directeurs du Ministère de l'Industrie en ligne : <<http://www.ic.gc.ca/eic/site/ica-lic.nsf/fra/lk00064.html>>.

MONOGRAPHIES

Bertin Delacour, Caroline. *Les fonds souverains, ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*, Paris, Les Échos, Eyrolles, 2009, 232.

Betbèze, Jean-Paul et al., dir. *Fonds souverains À nouvelle crise, nouvelle solution ?*, Paris, Les cahiers du Cercle des économistes, PUF, 2008, 112.

Puel, Jean-Marc. *Les fonds souverains, instruments financiers ou armes politiques ?* Paris, Autrement, 2009, 106.

CHAPITRES DE LIVRES

Chevalier, Jean-Marie. « Les fonds pétroliers souverains » dans Jean-Paul Betbèze, dir., *Fonds souverains à nouvelle crise, nouvelle solution ?*, Paris, Les cahiers du cercle des économistes, PUF, 2008, 112.

Cœuré, Benoit. « Vivre avec les fonds souverains » dans Jean-Paul Betbèze, dir., *Fonds souverains à nouvelle crise nouvelle solution ?*, Paris, Les cahiers du cercle des économistes, PUF, 2008, 112.

Dockès, Pierre. « Impérialisme d'émergence ou bienveillance souveraine ? » dans Jean-Paul Betbèze, dir., *Fonds souverains à nouvelle crise nouvelle solution ?*, Paris, Les cahiers du cercle des économistes, PUF, 2008, 112.

Jacquet, Pierre. « les fonds souverains, acteurs du développement ? » dans Jean-Paul Betbèze, dir., *Fonds souverains à nouvelle crise, nouvelle solution ?*, Paris, Les cahiers du cercle des économistes, PUF, 2008, 112.

Lalucq, Aurore « Les fonds souverains et le nouvel ordre mondial des finances » dans Wojtek Kalinowski, dir., *Chroniques de la gouvernance. 2008*, Paris, C.L. Mayer, 2008, 238.

Pastré, Olivier. « Vive les fonds souverains » dans Jean-Paul Betbèze, dir., *Fonds souverains à nouvelle crise nouvelle solution ?*, Paris, Les cahiers du cercle des économistes, PUF, 2008, 112.

ARTICLES DE PÉRIODIQUES ET REVUES SPÉCIALISÉES

Achour, Anouar et al., « Les fonds souverains : la conquête de la politique par la finance » (2007) *École de guerre économique* 19.

- Achour, Anouar. « Les failles des fonds souverains et les réactions contradictoires de l'occident » (2008) École de guerre économique 16.
- Ackhurst, Kevin. « Le gouvernement du Canada règle une affaire importante reliée à la Loi sur Investissement Canada » *Norton Rose* (février 2012), en ligne : <<http://www.nortonrose.com/knowledge/publications/60896/legouvernement-du-canada-regle-une-affaire-importante-reliee-a-la-loi-sur-investissement-canada>>.
- Allen, Mark et Caruana, Jaime. « IMF, Sovereign Wealth Funds: a work agenda » (2008) 3:3 Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments 38.
- Balding, Christopher. « A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds » (2008) University of California Irvine 64.
- Bolton, Patrick et *al.*, « Les fonds souverains : De menace à opportunité » (2011) Columbia University Business School 19.
- Beck, Roland et Fidora, Michael. « The impact of sovereign wealth funds on global financial markets » (2008) 91 E.C.B. Occasional Paper series 32.
- Bergeron, Ulysse. « Les nouveaux maîtres du monde arrivent au Canada » *Les affaires.com* (1^{er} février 2009), en ligne <<http://www.lesaffaires.com/strategie-d-entreprise/developpement-des-affaires/les-nouveaux-maitres-du-monde-arrivent-au-canada/499044>>.
- Bernard, Pierre-Ignace et Mieszala, Jean-Christophe. « Le rôle des fonds souverains » (2009) 237 Hors-série Revue d'économie financière 250.
- Bismuth, Régis. « Les fonds souverains face au droit international. Panorama des problèmes juridiques posés par des investisseurs ordinaires » (2010) LVI Annuaire français de droit international 606.
- Blancheton, Bertrand et Jégourel, Yves. « Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ? » (2009) 5:5 Revue de la régulation 17.
- Blundell-Wignall Adrian, Yu-Wei Hu et Yermo Juan. (2008) « Sovereign wealth and pension fund issues, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions » (2008) 14 OECD publishing 18.

Borgers, Oliver J. « Loi sur Investissement Canada : Le ministre de l'Industrie annonce que l'acquisition de Potash Corp. par BHP n'est pas à l'avantage net du Canada » *McCarthy Tétrault* (15 février 2011) 5:4 en ligne : <http://www.mccarthy.ca/fr/news_template.asp?pub_code=5179&news_code=1465&single_page=1>.

Bryanski, Gleb. « No sovereign wealth fund in Russia yet », *Reuters*, (30 juin 2008), en <ligne:<http://www.reuters.com/article/2008/06/30/russia-us-fund-idUSL3028241920080630>>.

Chalamish Efi. « Rethinking Global Investment Regulation in the Sovereign Wealth Funds Era » (2009) UCLA Law School 28.

Chavigné, Jean-Jacques. « Chronologie de la crise financière 2007-2008 », *Démocratie et Socialisme* (9 octobre 2008) en ligne : <<http://www.democratie-socialisme.org/spip.php?article1643>>.

Cohen, Elie. « Fonds souverains: restons calmes » *Telos* (25 janvier 2008), en ligne <http://www.telos-eu.com/fr/article/fonds_souverains_restons_calmes>.

De Larosière, Jacques. « Les nouvelles dynamiques de la finance mondiale, un rééquilibrage par les pays émergents? » (2008) 2 *Politique étrangère* 224.

Delecourt, Jérémie. « Investisseurs institutionnels et private equity » (2008) 93 *Revue d'économie financière* 337.

Duquerroy, Anne. « Bilan et perspectives des fonds souverains » (2008) 1 *Focus Banque de France* 13.

Ervin, Carolyn. « Faut-il traiter les fonds souverains différemment des autres investisseurs ? » *L'Observateur de l'OCDE* n° 267 (2008), en ligne : <<http://www.observateurocde.org/m/fullstory.php/aid/2090/>>.

Etlingerl, Daniel. « Sovereign wealth fund liability: Private investors left out in the cold » (2010) 18:1 *University of Miami Business Law Review* 49.

Fotak, Veljko, Bortolotti Bernardo et Megginson William. « The Financial Impact of Sovereign Wealth Fund Investments in Listed Companies », *University of Oklahoma* (19 juin 2008) en ligne: <<http://www.gresicetai.hec.ca/cref/sem/documents/081107.pdf>>.

Gomes, Tamara, « The Impact of Sovereign Wealth Funds on International Financial Stability » (2008) 14 *Bank of Canada Discussion Paper* 23.

- Greene, Edward et Yeager, Brian. « Sovereign Wealth Funds - A measured assessment » (2008) 3:3 C.M.L.J. 1.
- Hildebrand, Philipp. « Comment contrôler les fonds souverains ? » *Telos* (16 janvier 2008), en ligne: <http://www.telos-eu.com/en/article/comment_controler_les_fonds_souverains>.
- Jen, Stephen. « How big could Sovereign Wealth Funds be by 2015? » *Morgan Stanley Research Global* (4 mai 2007), en ligne: <<http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2007/20070504-Fri.html>>.
- Kern, Steffen. « Fonds souverains: Nouvelles réalités économiques et réponses politiques » (2009) Hors série *Revue d'économie financière*, 528.
- Kotter Jason et Lel Ugur. « Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets » (2008) 940 *International Finance Discussion Papers* 60.
- Labidi, Moez et Mazigh-Jaidane, Lamia. « Fonds souverains et stabilité financière internationale, nouveaux acteurs, nouveaux enjeux et nouvelle gouvernance » (2009) Université de Monastir-Tunisie 25.
- Le Blanc, Marc. « Fonds souverains: Réactions canadiennes et internationales sur le plan politique » (2010) 2010:09F Bibliothèque du Parlement 10.
- Lorenzi Jean-Hervé et Trainar Philippe. « Les nouveaux acteurs de la finance » (2008) 1:3 regards croisés sur l'économie 296.
- Lyons, Gerard « The State Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds » (2007) 7:3 *Journal of Management Research* 178.
- Monk, Ashby. « Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate: Trust, Legitimacy, and Governance » (2009) 14:4 *New Political Economy* 564.
- Odonnat, Ivan. « Les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale » (2008) 28 *Trésor-éco* 8.
- Paquet, Joëlle « L'émergence des fonds souverains » (2009) Rapport évolutif 6 ENAP 21.
- Pineault, Éric et L'Italien François. « Se sortir la tête du sable, la contribution de la caisse de dépôt et placement du Québec au développement des énergies fossiles au Canada » (2012) Notes de recherche de l'IRÉC 35.

- Raymond, Hélène. « Sovereign Wealth Funds as domestic investors of last resort during crises » (2010) 3:123 *International Economics* 202.
- Raymond, Hélène. « The effect of Sovereign Wealth Funds' investments on stock markets » (2009) 38 *EconomiX Working Papers* 18.
- Reisen, Helmut. « Comment reconvertir ressources et revenus: du bon usage des fonds souverains » (2008) 38 *Cahiers de politique économique du Centre de développement de l'OCDE* 25.
- Restelli-Brizard, Laura et Jégourel, Yves. « Fonds souverains, Enjeux et zones d'ombre des principes de Santiago », *Capital finance – Les Échos* (3 novembre 2008), en ligne : http://capitalfinance.lesechos.fr/archives/voir_archive.php?path=/archives/LettresPro/906-17-LET_CAP.xml&texte=Principes de Santiago.
- Rozanov, Andrew. « Who holds the wealth of nations? » (2005) 15:4 *Central Banking Journal* 52.
- Shabbir, Tayyeb « Role of the Middle Eastern Sovereign Wealth Funds in the current global financial crisis », *Middle East Economic Association/ASSA* (Janvier 2009), en ligne : <http://www.luc.edu/orgs/meea/volume11/PDFS/Paper-by-Shabbir.pdf>.
- Trépart, Inès. « Pays émergents et nouvel équilibre des forces » (2008) 6-7:1991-1992 *Courrier hebdomadaire* 58.
- Vircoulon, Thierry. « La nouvelle question sino-africaine » (2007) 407:5 *Études* 130.
- Warde, Ibrahim. « Prédateurs, sauveurs ou dupes ? Des fonds souverains au chevet des multinationales », *Le Monde Diplomatique* (mai 2008), en ligne : <http://www.monde-diplomatique.fr/2008/05/WARDE/15858 - MAI 2008>.

RAPPORTS

- Demarolle, Alain. Les fonds souverains « Rapport sur les fonds souverains » (2008), en ligne : <http://www.ladocumentationfrancaise.fr>.
- Garrigue, Daniel « Les fonds souverains, révélateurs de nos propres faiblesses » (2008) Rapport d'information N° 963 Assemblée Nationale, en ligne : <http://www.assemblee-nationale.fr/13/europe/rap-info/i0963.asp>.

Ricol, René, « Rapport sur la crise financière – Mission confiée par le Président de la République dans le contexte de la Présidence française de l'Union européenne 2008 » (2008), en ligne : <<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/rapports-publics/084000587/index.shtml>>.

Rapport du Comité de l'Investissement de l'OCDE sur les fonds souverains et les politiques des pays d'accueil (2008), en ligne : <http://www.oecd.org/dataoecd/34/31/40408832.pdf>.

SITES INTERNET ET AUTRES SOURCES

Bibaut, Laurent. « Singularités de l'arbitrage CIRDI face à l'arbitrage conventionnel : Souveraineté des États et fonds souverains d'investissements » *Mémoire de fin d'études* (2009-2010) Université Paul Cézanne Aix-Marseille III 98.

Fondation Prometheus. « Mythes et réalités des fonds souverains » (février 2009), en ligne : <<http://www.fondation-prometheus.org/Ressources/mythesetrealiteFS.pdf>>.

Memmedhüseyn, Kazim. « Fonds souverains Aperçu, justification et impact sur les marchés financiers » *Mémoire de fin d'études* (2008) UNSA Nice 62.

Moussy, Jean-Pierre. Lexique de 100 termes économiques et financiers, *Régulation* (2009), en ligne : <<http://clesdusocial.com>>.

Naba, René. « Géο-économie mondiale: un basculement stratégique » *renenaba.com* (4 octobre 2008), en ligne : <<http://www.renenaba.com/geo-economie-mondiale-un-basculement-strategique/>>.

Romandie news, « Éthique: Le fonds souverain norvégien exclut deux nouveaux groupes » (3 février 2009), en ligne : <<http://www.cfo-news.com>>.

Sovereign Wealth Funds Institute « Largest Sovereign Wealth Funds by Assets under management » (2012) Sovereign wealth funds rankings, en ligne: <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>>.

Sovereign Wealth Fund Institute « What is a Sovereign Wealth Fund? » (2012), en ligne : <<http://www.swfinstitute.org/what-is-a-swf/>>

Sovereign Wealth Fund Institute « 4th Quarter 2011 LMTI ratings, Linaburg-Maduell Transparency Index » (2012), en ligne: <<http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>>.

Techno-science « Énergie fossile, définition et explications » (2012), en ligne :
<<http://www.techno-science.net>>.

The Economist « The rise of state capitalism » (18 septembre 2008), en ligne :
<<http://www.economist.com/node/12080735>>.

UNI syndicat mondial, « Fonds souverains, Questions pour les syndicats » (2007),
Uni global union (2007), en ligne : <<http://www.uniglobalunion.org>>.

Zoellick, Robert. « De la conduite des affaires économiques en des temps difficiles »
(2 avril 2008) Banque mondiale, en ligne :
<[http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/ACCUEILEXTN/NEWSFRE
NCH/0,,contentMDK:21717432~pagePK:64257043~piPK:437376~theSitePK:10
74931,00.html](http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/ACCUEILEXTN/NEWSFRE
NCH/0,,contentMDK:21717432~pagePK:64257043~piPK:437376~theSitePK:10
74931,00.html)>

Vermimmen, lexique de finance, en ligne :
<[http://www.vermimmen.net/html/glossaire/definition_gouvernance_d_entrepris
e.html](http://www.vermimmen.net/html/glossaire/definition_gouvernance_d_entrepris
e.html)>.