

# LE RÔLE DES FONDS SOUVERAINS

PIERRE-IGNACE BERNARD \*  
JEAN-CHRISTOPHE MIESZALA \*

Sur la scène financière internationale, les fonds souverains ont récemment fait l'objet d'une attention, puis d'une vigilance croissantes. Comment expliquer cette notoriété soudaine ? D'abord par l'augmentation rapide de leur taille : le total de leurs encours mondiaux s'élevait à 4 200 Md\$ en 2007<sup>1</sup>. Ensuite, par l'émergence de plusieurs nouveaux fonds, tels que la China Investment Corporation ou le fonds de stabilisation russe, qui a renforcé la visibilité de cette catégorie d'intervenants. La vague de prises de participation dans des banques internationales comme Citigroup, Merrill Lynch ou UBS, à la suite de la crise des *subprimes* a, elle aussi, contribué à braquer les projecteurs sur ces nouveaux acteurs de la finance. Enfin, dans le contexte spécifiquement français, la constitution d'un fonds doté de 20 Md€ a propulsé le sujet à la une des médias économiques.

237

Le rôle des fonds souverains a, dès lors, suscité des avis clivés. Des personnalités politiques, relayées par les autorités de contrôle de certains pays, ont exprimé leurs inquiétudes face à l'influence des fonds souverains sur les marchés financiers internationaux : ils ont été en particulier soupçonnés de poursuivre des visées politiques, voire de menacer la sécurité nationale. Les contempteurs des fonds souverains ont alors exigé de soumettre leurs activités à davantage d'exigences en matière de transparence et à un cadre réglementaire plus strict.

À l'inverse, les zéloteurs des fonds souverains les considèrent comme des intervenants tout à la fois légitimes et experts, dont seules les sources

---

\* Directeurs associés seniors au bureau de Paris de McKinsey & company.

Le présent article a été rédigé sur la base d'un projet de recherche interne de McKinsey, pour lequel les auteurs tiennent à remercier : Jean-Marc Pouillet, directeur associé senior ; Diaan-Yi Lin, directeur associé ; et Eric Solvet, chef de projet ; tous trois basés au bureau de Singapour de McKinsey.

de financement les distinguent des gestionnaires d'actifs traditionnels. Ils soulignent leur rôle bénéfique, comme partenaires de long terme engagés dans le capital des entreprises. Ils font valoir au passage que les prises de participation récentes de fonds souverains dans des institutions financières ont, dans un contexte mouvementé, plutôt joué un rôle stabilisateur.

Si l'on envisage le débat de façon dépassionnée, on observe qu'il pâtit en réalité de la confusion entourant souvent la nature de ces fonds, leurs motivations et leurs activités. Leur exposition sur la scène publique ne fait que brouiller davantage encore ces questions. Et pourtant, l'issue de la controverse est susceptible d'avoir des implications majeures sur la réglementation des marchés boursiers et financiers. Il apparaît donc crucial que le débat puisse se fonder sur une analyse objective des enjeux liés aux fonds souverains et déboucher sur des solutions qui permettraient de répondre aux défis posés. Dans cette optique, l'objectif de cet article est de décanter les principales problématiques qui entourent le rôle des fonds souverains, et de suggérer une approche pour les résoudre en conciliant au mieux l'intérêt de toutes les parties.

### *RECENTRER LE DÉBAT SUR LE RÔLE DES FONDS SOUVERAINS*

238

Dans le débat sur le rôle des fonds souverains, il importe tout d'abord de passer au crible les arguments des uns et des autres : l'on s'aperçoit alors que la controverse sur cette catégorie spécifique d'acteurs financiers est biaisée par des considérations de portée générale. Ce n'est qu'après avoir focalisé l'analyse sur les thèmes relevant strictement des fonds souverains que l'on peut dégager les enjeux réels liés à leur activité.

#### *Un débat parasité par des problématiques plus larges*

Un élément de contexte mérite en effet d'être souligné : le débat sur le rôle des fonds souverains sert souvent de dérivatif à des problématiques plus vastes, d'ordre géopolitique ou macroéconomique.

Ces débats sont attisés par une tendance de fond : l'accroissement des flux de capitaux originaires des pays émergents en direction du monde occidental. Les pays émergents représentent une part croissante du PIB mondial : 24 % en 2007 contre 16 % en 1990<sup>2</sup>. Et depuis 1998, leur balance des capitaux présente un solde positif, notamment du fait de balances commerciales largement excédentaires. En 2007, les acquisitions réalisées par des entités économiques basées dans un pays émergent ont totalisé 174 Md\$, un montant 85 fois plus élevé qu'en 1990<sup>3</sup>. Mais notons que seul le quart en valeur de ces opérations a été réalisé par des fonds souverains.

Circonstance « aggravante » pour les fonds souverains dans le débat public, ils ont bien souvent été alimentés par des déséquilibres structurels de l'économie mondiale : déséquilibres des flux commerciaux, des parités de change, ou encore déséquilibres entre une offre limitée et une demande exponentielle d'énergie et de matières premières.

Par ailleurs, se pose aussi à intervalles réguliers la question de la réciprocité des conditions d'investissement. Les restrictions qui pèsent parfois sur les investissements directs dans des pays émergents apparaissent d'autant moins légitimes que les fonds souverains issus de ces mêmes pays sont libres d'opérer hors de leurs frontières dans des conditions plus souples.

En définitive, les controverses sur le rôle des fonds souverains sont bien souvent prétextes à des discussions plus larges, et qui relèvent des politiques commerciales, des négociations diplomatiques entre États, voire des stratégies de sécurité et de défense nationale.

Ces débats (aussi légitimes soient-ils) ne contribuent pas à éclairer le rôle des fonds souverains. Il importe donc de resserrer le champ d'analyse pour mettre en lumière les problématiques spécifiques qu'ils soulèvent.

### *Un débat qui gravite autour de quatre préoccupations*

La forte polarisation des opinions sur le rôle des fonds souverains résulte des divergences de point de vue entre avocats et détracteurs de cette catégorie d'investisseurs. Les premiers, acteurs des marchés financiers, font valoir les aspects positifs de l'activité des fonds souverains à ce jour, ainsi que les opportunités nouvelles qu'ils représentent pour demain. Les seconds, autorités de contrôle des marchés et décideurs politiques, se préoccupent avant tout de prévenir la concrétisation de « scénarios catastrophes » plus ou moins probables. Mais si chacun à son aune jauge différemment le rôle des fonds souverains, il est intéressant de noter que les arguments des uns et des autres relèvent systématiquement de quatre grandes préoccupations.

#### *Distorsion involontaire des marchés et accroissement des risques*

Les fonds souverains, qui mobilisent des volumes importants de capitaux non réglementés et divulguent peu d'informations, pourraient fausser involontairement l'efficacité des mécanismes de fixation des prix par les marchés. C'est ce que redoutent leurs détracteurs, qui craignent que des mouvements massifs et non anticipés de fonds souverains n'accroissent la volatilité des marchés. Ces inquiétudes se nourrissent non seulement de l'opacité entourant les objectifs et la logique économique de ces investisseurs, mais elles sont encore renforcées par l'opinion 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. De ce fait, les intervenants des marchés pourraient facilement se méprendre sur les agissements des fonds souverains ou les interpréter hors contexte, ce qui déstabiliserait *in fine* les marchés.

Les défenseurs des fonds souverains rétorquent que ces risques de distorsion sont largement hypothétiques. Ils estiment au contraire que ces fonds constituent un facteur de stabilisation des marchés. Ils arguent de l'horizon d'investissement à long terme des fonds souverains et de la diversification de leurs investissements. Les capitaux des fonds souverains ne représentent qu'un faible pourcentage de chaque classe d'actif ou zone géographique, de sorte que leur influence serait largement diluée. Enfin, ils font valoir la solide expérience de la plupart des spécialistes de l'investissement au sein de ces fonds. En définitive, les partisans des fonds souverains estiment que ces derniers ne représentent pas un risque plus élevé que n'importe quel autre acteur du marché.

#### *Influence ou déstabilisation géopolitique*

Certains détracteurs des fonds souverains redoutent que les moyens financiers considérables dont ils disposent ne puissent être instrumentalisés à des fins géopolitiques. Ils craignent qu'un fonds concentre ses ressources sur un marché ou une catégorie d'actifs spécifique pour faire pression, de manière implicite ou explicite, sur le pays destinataire des investissements. Par exemple, un fonds souverain pourrait menacer de retirer ses capitaux des marchés et entreprises d'un pays, ou encore influencer des entreprises dans lesquelles il aurait investi, pour les faire agir dans l'intérêt du pays dont il constituerait alors le « bras armé » financier.

Si un tel phénomène survenait, soulignent les adversaires d'un tel argument, alors il relèverait des relations diplomatiques entre gouvernements, et non de réglementations financières ou boursières par nature insuffisantes pour maîtriser ce risque. De plus, ces préoccupations ne concernent pas spécifiquement les fonds souverains et peuvent s'appliquer aussi bien aux autres catégories d'actifs détenus par un État, comme les entreprises publiques ou semi-publiques, ou encore les avoirs des banques centrales. Ces autres catégories offriraient d'ailleurs un vecteur bien plus efficace pour la poursuite d'objectifs géopolitiques, notamment en raison du volume de capitaux qu'ils représentent.

#### *Accès à des informations et intérêts stratégiques*

L'une des critiques les plus virulentes à l'égard des fonds souverains est qu'ils pourraient obtenir, par le biais de leurs participations ou

prises de contrôle, un accès à des informations sensibles ou à des intérêts stratégiques, tels que matières premières, informations relevant du secteur de la défense, technologies de pointe et brevets scientifiques.

On peut cependant noter que les fonds souverains n'acquièrent que rarement des participations assez conséquentes pour leur permettre d'accéder à des informations ou des ressources stratégiques. Ainsi, ce sont moins de 5 % des actifs des fonds souverains qui sont investis dans des participations représentant une part égale ou supérieure à 5 % du capital d'une entité étrangère, soit environ 70 Md\$ (cf. figure 1). Et cette faible proportion diminue encore fortement, si l'on considère les participations de contrôle. Les investissements des fonds souverains sont le plus souvent administrés à distance, sans même une représentation au conseil d'administration. Par ailleurs, la plupart des pays se sont dotés de réglementations encadrant les investissements étrangers dans des actifs stratégiques sensibles, auxquelles les fonds souverains doivent se plier au même titre que n'importe quel autre investisseur.

**Figure 1**  
**Répartition des actifs sous gestion**  
**par classe d'actifs et par zone géographique**  
 (estimation - total = ~4 200 Md\$)

|                 | Produits de taux | Actions                             |             |         |  |             |         |
|-----------------|------------------|-------------------------------------|-------------|---------|--|-------------|---------|
|                 |                  | Investissements passifs uniquement* |             |         | Investissements éventuellement actifs* |             |         |
|                 |                  | < 5%**                              | 5 % - 49%** | ≥ 50%** | < 5%**                                 | 5 % - 49%** | ≥ 50%** |
| Transfrontalier | 800              | 690                                 | 390         | -       | -                                      | 130         | 70      |
| National        | 50               | -                                   | -           | -       | 12                                     | 16          | 1 920   |

Investissements directs en actions, transfrontaliers et substantiels

\* Participation à l'administration des sociétés rachetées.

\*\* Participations dans le capital.

Source : McKinsey.

*Subvention déguisée d'entreprises publiques et d'entreprises destinataires*

Une dernière préoccupation liée aux fonds souverains est qu'ils puissent servir à fausser les mécanismes du marché en offrant à des entreprises publiques ou à d'autres entreprises dans lesquelles ils investissent un avantage concurrentiel par le biais de subventions. Parmi les formes que pourraient prendre ces aides déguisées, l'octroi de prêts ou de capitaux propres à des conditions avantageuses, le coinvestissement ou la subvention d'acquisitions et d'investissements.

Pour légitime qu'elle soit, cette inquiétude reste néanmoins assez théorique. En tout état de cause, il s'agit d'une question qui ne concerne pas exclusivement les fonds souverains et qui relève d'un domaine déjà largement réglementé : celui de la promotion des intérêts économiques nationaux. Et là encore, les fonds souverains ne disposent d'une marge de manœuvre que dans les cas, on l'a vu rares, où leurs participations sont assez substantielles pour leur donner voix au chapitre de la gestion des entités dans lesquelles ils ont investi.

*Des problématiques qui révèlent trois enjeux profonds liés au rôle des fonds souverains*

242

L'examen systématique des questions, arguments et contre-arguments soulevés par le rôle des fonds souverains révèle qu'au cœur du débat public se profilent en réalité trois enjeux centraux.

*Déficit général d'information et de compréhension des fonds souverains*

Il est patent que les quatre problématiques pivot évoquées précédemment, qui nourrissent le débat sur le rôle des fonds souverains, ont été avivées par le manque d'informations et une compréhension générale limitée de cette catégorie d'investisseurs. La façon dont ces fonds sont structurés, leurs objectifs et leurs stratégies d'investissement, par exemple, sont souvent mal appréhendés.

Ce déficit de connaissance découle essentiellement de deux facteurs. En premier lieu, on l'a évoquée, l'attention toute récente dont bénéficient les fonds souverains (le terme *sovereign wealth funds* n'étant lui-même apparu pour la première fois qu'en 2005<sup>4</sup>). Mais aussi, et surtout, le relatif retard de nombreux fonds souverains en matière de pratiques de communication et de gestion des parties prenantes de la communauté financière. Jusqu'à présent, leurs communications étaient ciblées essentiellement en direction de leur actionnaire, l'État et ses représentants, dont ils dépendent souvent étroitement. Accessoirement, l'opinion publique de leur propre pays constitue parfois une cible secondaire. Mais la plupart des fonds souverains ont jusqu'ici négligé, parce qu'ils n'en voyaient pas la nécessité, l'approche systématique

de leur communication et la gestion méthodique des parties prenantes concernées par leurs investissements.

En conséquence, il était inévitable que les autorités de contrôle des marchés, les décideurs politiques et les observateurs, ne disposant que d'informations parcellaires pour saisir les agissements des fonds souverains, finissent par soulever des questions légitimes au sujet de ces fonds, de leurs stratégies et de leurs motivations. Si l'on ajoute à cela un contexte incertain, tant sur le plan macroéconomique que géopolitique, et un débat public passionné, tous les ingrédients étaient réunis pour aboutir à l'incompréhension mutuelle.

*Préoccupations sur les capacités de contrôle  
et de gestion des risques des fonds souverains*

Les fonds souverains (au même titre que les autres acteurs du marché) ne sont pas à l'abri des difficultés inhérentes à la gestion d'actifs financiers dans un environnement toujours plus complexe. L'augmentation en volume de ces fonds, aussi bien individuellement que collectivement, et leur recours à des véhicules d'investissement financier toujours plus sophistiqués, accroissent mécaniquement l'incidence que pourraient avoir des défauts de contrôle ou de gestion des risques. Dans le pire des cas, des risques systémiques ne peuvent pas être exclus. À cet égard, il est impératif que les fonds souverains se dotent de mécanismes de contrôle et de gestion des risques solides. Les compétences des équipes dirigeantes apparaissent également cruciales : elles doivent être à la mesure des volumes d'actifs gérés, des activités et stratégies des fonds. Cela implique en particulier la capacité de maîtriser les risques à fortes conséquences et à faible probabilité.

243

La plupart des autorités de contrôle et des acteurs des marchés reconnaissent que les fonds souverains les plus anciens sont aussi experts et expérimentés que tout autre investisseur institutionnel de dimension internationale (bien que cela ne constitue pas en soi une garantie d'infailibilité). Toutefois, beaucoup s'inquiètent d'éventuelles carences que pourraient présenter dans ce domaine certains des fonds les plus récents, en particulier ceux dotés d'un volume d'actifs important dès leur création. Dans ce domaine, il apparaît essentiel que les fonds souverains s'engagent à développer des capacités de gestion des risques irréprochables et à ajuster scrupuleusement leurs stratégies d'investissement à la maturité de leur gestion des risques.

Par ailleurs, la mise en œuvre de ces contrôles et mécanismes internes de gestion des risques devrait faire l'objet d'une communication aussi transparente que possible, aussi bien pour le bénéfice de l'ensemble de la communauté financière que pour celui des fonds eux-mêmes.

*Nécessité d'un cadre multilatéral uniquement pour les prises de participation en actions, directes, transfrontalières et substantielles des fonds souverains*

Parmi les quatre préoccupations liées aux activités des fonds souverains évoquées précédemment, les trois dernières ne se justifient en réalité que dans le cadre d'investissements en actions, directs (sans gestionnaire d'actifs intermédiaire), transfrontaliers, et représentant une prise de participation suffisante pour conférer une vraie capacité d'influence au fonds. Qu'il s'agisse des risques de déstabilisation, de mainmise sur des informations ou ressources stratégiques, ou encore de subvention, ceux-ci n'existent que si le fonds est un actionnaire assez important pour exercer un certain contrôle sur l'entreprise concernée.

La définition de ce qui constitue une participation en actions substantielle peut varier selon les cas, en fonction de la structure d'actionariat de l'entreprise destinataire. Toutefois, elle implique un niveau de participation suffisant pour influencer le vote d'une assemblée générale, et la capacité de nommer plusieurs membres du conseil d'administration qui pourraient à leur tour peser sur la gestion de l'entreprise.

Toute autre forme d'investissement ne présente guère de risque au regard des trois inquiétudes évoquées ci-dessus. C'est le cas notamment des investissements inférieurs à 5 % (le seuil à partir duquel un minimum d'information est exigé par la plupart des législations), des investissements reposant sur des supports autres que des actions, ou de ceux réalisés *via* des gestionnaires d'actifs indépendants. Quant aux prises de participation nationales (à l'intérieur du pays d'origine d'un fonds souverain), elles pourraient, certes en théorie, donner lieu à des subventions, et donc entraîner des distorsions de concurrence. Mais on objectera que la question relève alors avant tout du cadre général des relations commerciales et des conditions d'investissement internationales, et qu'elle ne concerne pas spécifiquement les fonds souverains. Par ailleurs, les gouvernements disposent de quantité d'autres moyens plus simples pour subventionner leurs entreprises nationales ou publiques.

Ce point est primordial si l'on souhaite apporter aux défis soulevés par les fonds souverains des réponses constructives, et qui ne soient pas disproportionnées. Il est donc important de souligner que ces investissements en actions, directs, transfrontaliers et substantiels représentent moins de 5 % du montant des fonds investis par l'ensemble des fonds souverains. Sur la période 1998-2007, à l'échelle mondiale, 68 cas en tout et pour tout entraînent dans cette catégorie. Seuls 18 des 68 cas mentionnés concernaient des investissements hors d'Asie. Le

nombre de prises de participation majoritaires par des fonds souverains était plus faible encore, puisqu'il n'excédait pas 10 cas.

### *DES PISTES DE SOLUTIONS CONCILIANT L'INTÉRÊT DE TOUTES LES PARTIES*

Si les défis posés par les fonds souverains sont bien réels, il importe selon nous d'y répondre de manière proportionnée et ciblée. Nous suggérons ici quelques pistes, qui se veulent pragmatiques et constructives, dans l'intérêt de tous. Ces propositions nous sembleraient en effet tout à la fois réalisables et bénéfiques pour chacune des parties impliquées, ainsi que pour les marchés de capitaux dans leur ensemble.

#### *Une approche mesurée pour des solutions proportionnées*

Le cadre de solutions que nous esquissons s'appuie sur un nombre restreint de principes, déduits de l'analyse du rôle des fonds souverains à laquelle nous nous sommes livrés précédemment. À quoi s'attachent ces principes ?

- *Résoudre les problèmes spécifiquement liés aux fonds souverains, sans entrer dans des débats géopolitiques plus vastes.* Comme nous l'avons indiqué auparavant, les fonds souverains sont parfois « l'arbre cachant la forêt ». Ils servent au mieux d'illustration, au pire de prétexte, à des controverses qui les dépassent. Bien évidemment, ces questions géopolitiques ont leur importance dans les débats publics et les discussions internationales. Mais nous sommes convaincus qu'aborder ces questions sous l'angle biaisé des fonds souverains ne permet ni de les éclairer, ni de les résoudre, bien au contraire.

- *Se focaliser sur les défis spécifiques soulevés par les fonds souverains.* La majeure partie des activités des fonds souverains n'a jamais soulevé, et ne soulèvera jamais, de problèmes, parce que leur approche est le plus souvent diversifiée et passive. Nous avons identifié trois sujets de préoccupation légitimes, et c'est en se concentrant sur la résolution de ces seuls enjeux que pourront être développées des solutions concrètes et acceptables par tous.

- *Proposer des solutions ajustables aux différents types de fonds souverains.* Les fonds de réserve, les fonds de stabilisation ou encore les holdings d'État se distinguent par leurs stratégies d'investissement, et évoluent dans des environnements différents. D'une manière générale, les approches qui laisseront aux fonds souverains des marges pour déterminer leurs propres réponses aux diverses problématiques ont plus de chance d'être acceptées et efficaces qu'une liste figée de critères s'appliquant indifféremment à l'ensemble de cette classe d'acteurs.

- *Maintenir des conditions équitables par rapport aux autres investisseurs.* L'égalité de traitement est la condition indispensable du bon fonctionnement des marchés mondiaux de capitaux. Toute solution qui pénaliserait les fonds souverains sur les marchés, ou leur imposerait des obligations d'information les plaçant en position de désavantage concurrentiel par rapport aux autres catégories d'investisseurs, serait donc contre-productive.
- *S'appuyer autant que possible sur les lois et réglementations en vigueur.* De nombreux pays sont déjà dotés d'un important arsenal juridique pour encadrer les investissements étrangers, et une grande partie de ces réglementations s'appliquent directement aux activités des fonds souverains. C'est en particulier le cas des réglementations qui concernent les investissements directs en actions, transfrontaliers et substantiels. S'appuyer sur les législations existantes ne pourra que simplifier l'élaboration et la mise en œuvre de solutions appropriées.

### *Trois leviers pour agir sur les enjeux primordiaux*

À la lumière des principes énoncés ci-dessus, nos recommandations abordent trois aspects majeurs de l'activité des fonds souverains : la gouvernance, la transparence et les processus d'investissement. Il s'agit pour nous des trois axes structurant la réponse aux défis posés par les activités des fonds souverains à l'heure actuelle.

Nous définissons la gouvernance comme la structure organisationnelle qui régit les décisions opérationnelles et d'investissement au sein d'une entité. La gouvernance comprend, par exemple, les procédures de désignation et la composition du conseil d'administration, les comités exécutifs, ou encore les rapports de supervision.

Par transparence, nous entendons la diffusion du niveau adéquat d'information pour permettre au public externe d'appréhender l'organisation et les activités d'un fonds, ses objectifs et stratégies d'investissement, ses éventuels objectifs non commerciaux, ses orientations en matière de répartition de portefeuille, les rendements qu'il vise et les indices de référence qu'il choisit, ou encore la composition et la performance de ses portefeuilles.

Les processus d'investissement désignent les paramètres en fonction desquels un fonds souverain décide de chaque investissement et interagit avec les sociétés dans lesquelles il investit, en particulier en ce qui concerne les investissements directs en actions, transfrontaliers et substantiels. Il peut s'agir, par exemple, de restrictions s'appliquant au degré de contrôle ou aux exclusions de certains secteurs d'activité.

Ces grands axes étant tracés, comment peuvent-ils structurer un ensemble de réponses appropriées aux défis posés par les fonds souverains ?

Si l'on considère tout d'abord les questions liées au mandat et aux objectifs des fonds, on s'aperçoit qu'une meilleure information permettrait le plus souvent aux observateurs de comprendre la catégorie dont relève chaque fonds, ainsi que les principaux paramètres et principes directeurs qui déterminent son mandat et ses objectifs. Par ailleurs, un conseil d'administration et une direction expérimentés, indépendants de l'État dont est originaire le fonds, contribuent à convaincre les observateurs que cette entité poursuit bien les objectifs qu'elle s'est fixés. Cette indépendance du conseil d'administration et de la direction implique fondamentalement que le gouvernement n'interfère pas dans la stratégie d'un fonds ou dans ses choix d'investissement, au-delà de son rôle d'actionnaire et de sa participation aux conseils d'administration. La présence à ce conseil d'administrateurs indépendants reconnus, au côté des représentants du gouvernement, renforcerait clairement l'indépendance réelle et perçue du conseil et de la direction.

Ensuite, les questions liées aux dispositifs de contrôle et de gestion des risques devraient être dénouées par la mise en œuvre de pratiques exemplaires et de mécanismes de contrôle supervisée par des professionnels expérimentés. Les étapes successives de cette mise en œuvre devraient faire l'objet d'une communication transparente. La définition de ce qui constitue les « meilleures pratiques » varie évidemment d'un fonds à l'autre, en fonction des classes d'actifs et des zones géographiques sur lesquelles chacun se concentre. Un moyen de les identifier consiste à les comparer avec les mesures appliquées par d'autres investisseurs institutionnels de dimension internationale, et opérant sur les mêmes segments. Par exemple, certains fonds s'appuient sur les notations financières pour garantir un certain niveau de stabilité financière. De manière générale, pour chaque fonds, les dispositifs de gestion des risques doivent intégrer des mesures de gouvernance et des mécanismes adaptés aux risques opérationnels et financiers spécifiques.

Enfin, les préoccupations liées aux investissements directs en actions, transfrontaliers et substantiels, peuvent elles-aussi être résolues par différentes combinaisons de mesures touchant à la gouvernance, à l'information et aux processus d'investissement. Si les spécificités de chaque fonds doivent donner lieu à des adaptations idoines, un élément central reste non négociable : le strict respect des réglementations locales établissant les restrictions et les obligations d'information sur les investissements étrangers. À cet égard, il paraîtrait recommandé que les fonds souverains publient chaque année, sur leur site Internet ou sur tout autre support accessible au public, un récapitulatif des informations relatives aux volumes de leurs différentes positions, telles qu'ils les ont communiquées aux marchés boursiers et autorités de contrôle.

*Un cadre général et un état d'esprit  
plutôt qu'un catalogue d'obligations*

Le cadre de résolution proposé ici ne devrait pas être considéré comme une liste d'exigences imposées aux fonds, mais plutôt comme un canevas pour réguler ces questions dans un esprit de responsabilité envers la communauté financière internationale. Étant données la diversité de ces fonds et celle des législations locales auxquelles ils sont soumis, une liste figée de directives comprendrait vraisemblablement des règles inapplicables ou irrecevables pour certains pays et leurs fonds souverains.

En dernier ressort, il appartiendra à chaque fonds souverain de déterminer lui-même sa combinaison idéale de mesures pour améliorer la gouvernance, la transparence et les processus d'investissement.

Au final, il est aussi dans l'intérêt bien compris des fonds souverains de répondre de manière préventive aux préoccupations des publics externes. La gestion des parties prenantes et la communication en direction de l'opinion publique font partie intégrante de l'activité de nombreux secteurs. Les fonds souverains sont donc simplement rattrapés par un principe de réalité qui prévaut pour l'ensemble du monde des affaires et de la finance.

248

*Une fonction décisive des pays destinataires  
pour assurer un environnement attractif*

S'il est crucial, indéniablement, que les fonds souverains gèrent de manière préventive les préoccupations des parties prenantes, les pays destinataires de leurs investissements ont un rôle tout aussi important à jouer. Il leur appartient en effet d'offrir un cadre propice aux investissements des fonds souverains.

Nombreux sont les pays destinataires qui ont déjà mis en place des lois, des réglementations et des procédures pour encadrer les investissements étrangers dans leurs entreprises nationales. Ces cadres juridiques limitent ou interdisent parfois les investissements dans certains secteurs précis, jugés d'importance stratégique ou vitaux pour la sécurité nationale. C'est le cas de la France, qui a identifié 11 secteurs stratégiques inaccessibles aux capitaux étrangers. Dans d'autres pays, les investissements étrangers sont soumis à un processus d'examen et d'approbation, tel que celui mis en place par le Comité pour l'investissement étranger aux États-Unis (CFIUS).

Nombre de pays disposent aussi de réglementations imposant de signaler les investissements en actions lorsqu'ils dépassent un certain seuil. Ces règles ont été créées à l'usage de tous les acteurs du marché des capitaux, et non des seuls investisseurs étrangers ou fonds souverains.

Les instances publiques nationales se doivent, pour tirer un bénéfice optimal des investissements des fonds souverains, de veiller à ce que chacun des critères suivants soit satisfait.

- *Transparence.* Toute réglementation s'appliquant aux investisseurs étrangers doit être claire et largement publique. En particulier, les secteurs dans lesquels un contrôle étranger est interdit, les obligations d'information et les critères s'appliquant aux investissements directs en actions, ou encore les procédures, critères et délais éventuels s'appliquant à l'examen des investissements directs étrangers, doivent faire l'objet d'une publication officielle. Une certaine stabilité de ces dispositions (même si l'évolution des activités financières nécessite des réactualisations régulières) est également souhaitable.
- *Cohérence.* Toutes ces réglementations doivent être appliquées de manière cohérente, et les jugements et décisions qui en découlent doivent être clairement motivés.
- *Concurrence équitable.* Toutes ces réglementations doivent s'appliquer de manière indifférenciée à l'ensemble des investisseurs étrangers.

En conclusion, les fonds souverains constituent depuis plusieurs décennies un précieux outil de développement pour leurs États d'origine. Ils sont également des actionnaires stables, intéressés à la performance de long terme des entreprises (donc des partenaires financiers appréciables pour ces dernières). La montée en puissance de ce type d'acteurs financiers n'est pas un phénomène éphémère, et ils pourraient bien devenir, de manière permanente, un pilier robuste des marchés internationaux de capitaux.

Il incombe cependant aux fonds souverains, à leurs gouvernements d'origine, aux pays destinataires de leurs investissements et aux marchés de capitaux en général de convenir ensemble de mesures propres à apaiser certaines des inquiétudes suscitées par l'ascension rapide de cette catégorie d'acteurs financiers. Au cœur de ces problématiques figurent les mandats et les objectifs des fonds souverains, leurs dispositifs de contrôle et de gestion du risque, et les investissements directs en actions, transfrontaliers et substantiels effectués par un petit nombre d'entre eux.

Comme n'importe quel secteur d'activité scruté à la loupe par les médias et le grand public, les fonds souverains auraient tout intérêt à répondre de manière préventive à ces inquiétudes. Nous suggérons que leur réponse s'inscrive dans un cadre structuré selon trois axes : la gouvernance, la transparence et les processus d'investissement. Ce schéma général devrait être adapté par chaque fonds en fonction de ses spécificités : volume d'actifs gérés, historique..., mais aussi de la

sensibilité des pays et des secteurs destinataires de ses investissements. De leur côté, les pays destinataires devraient veiller à offrir aux fonds souverains un environnement économique caractérisé par des règles transparentes, cohérentes et équitables par rapport aux autres acteurs du marché.

Dans un esprit de responsabilité et de confiance réciproque, visant des solutions constructives, les fonds souverains et les pays destinataires de leurs investissements pourront alors mutuellement faire fructifier cette nouvelle et importante source de capitaux internationaux.

### NOTES

1. Un chiffre à minorer de 20 % à 30 % pour obtenir une estimation du total des actifs sous gestion des fonds souverains à fin 2008.

2. PIB nominal des pays émergents, Moyen-Orient compris (source : Global Insight).

3. Sources : McKinsey Global Institute ; Capital Rows Database.

4. Rozanov Andrew, « Who Holds the Wealth of Nations? », *Central Banking Journal*, mai 2005.