

# ÉVOLUTION DE LA POLITIQUE DES FONDS SOUVERAINS

LAURA BADIAN \*  
GREGORY HARRINGTON \*\*

Ces dernières années, les fonds souverains ont attiré l'attention internationale et font l'objet d'un débat animé. Conscients de la difficulté du terrain où ils s'avançaient, ces fonds ont généralement fait profil bas. En offrant des conditions financières avantageuses et en acquérant généralement des participations minoritaires et passives dans les sociétés où ils investissent, ils sont devenus une source de capitaux prisée par les sociétés en difficulté. L'adoption d'un profil bas a été un choix politique avisé, et les appels de l'an dernier en faveur de leur réglementation se sont calmés. Cependant, la crise financière aiguë et les changements concomitants du paysage géopolitique et économique aux États-Unis, en Europe et dans les autres pays de l'OCDE pourraient constituer leur plus grand défi politique et économique à ce jour.

149

Alors que Paris brûle (comme les autres pays et marchés dans le monde), on pourrait estimer que les fonds souverains, en apportant des capitaux à des institutions financières chancelantes et autres étoiles déchues, auraient l'occasion de renforcer leur capital politique, mais ce n'est pas nécessairement ce qui se passe. « Je ne serai pas le président français qui se réveille dans six mois pour voir que les groupes industriels français sont passés dans d'autres mains », a déclaré le président Sarkozy<sup>1</sup>, affirmant que la France devait protéger ses entreprises nationales

---

\* Avocate, Arnold & Porter LLP, Washington DC.

\*\* Associé, Arnold & Porter LLP, Washington DC.

Les auteurs souhaitent remercier Lindell C. Toombs Jr., associé chez Arnold & Porter LLP, pour l'aide apportée dans la préparation de cet article.

contre les « prédateurs » étrangers. Il redoute que les fonds souverains accumulent trop de puissance s'il leur est permis d'investir dans de grandes sociétés françaises alors que la déconfiture de l'économie mondiale réduit les coûts d'acquisition. Le président Sarkozy a décidé que la France devait mettre sur pied son propre fonds pour protéger les entreprises françaises des investissements étrangers. Cette politique reflète une certaine forme de protectionnisme que, selon de nombreux experts, l'économie mondiale ne peut se permettre dans le contexte actuel.

D'autres pays européens ne peuvent pas faire de même. Par exemple, en Grande-Bretagne, le gouvernement de Gordon Brown a activement recherché les investissements des fonds souverains dans les entreprises britanniques. « Le Royaume-Uni se félicite du rôle positif que les fonds souverains... jouent dans l'allocation efficace de capital et les avantages qu'ils apportent à l'économie mondiale en adoptant une vision à long terme dans leurs décisions d'investissement », avait écrit Brown<sup>2</sup>. De son côté, l'Allemagne s'est vivement opposée à l'idée du président Sarkozy qui souhaitait que les pays européens mettent sur pied un fonds protectionniste commun. Le ministre allemand de l'Économie, Michael Glos, a déclaré qu'une telle politique « contredirait tous les principes reconnus de notre politique économique »<sup>3</sup>.

150

Aux États-Unis, alors que Barack Obama arrive au pouvoir et que les démocrates consolident leur emprise sur le Congrès, la réglementation des fonds souverains est suspendue pendant que le gouvernement s'attaque à la crise du crédit et aux problèmes économiques. Mais cela pourrait être le calme avant la tempête. Aiguillonné par le quasi-effondrement du système financier américain, les faillites retentissantes dans la banque et les services financiers et une intervention sans précédent du gouvernement, un renforcement de la réglementation et même une refonte de l'ensemble du système de régulation financière américain sont à l'ordre du jour du Congrès pour 2009<sup>4</sup>.

Les fonds souverains ont leurs partisans, du moins pour le moment, alors que leurs capitaux sont bien nécessaires. « Nous avons besoin de cet argent », s'est exclamé Barney Frank, président démocrate de la Commission des services financiers de la Chambre. « Cette injection d'argent est utile... La situation serait pire sans elle »<sup>5</sup>. Mais il est difficile d'imaginer comment les fonds souverains pourraient échapper à un encadrement réglementaire plus serré alors que les fonds de *private equity*, les *hedge funds* et les autres institutions financières non bancaires ne semblent pas devoir échapper à un examen approfondi par le Congrès. En effet, l'un des principaux arguments utilisés par les fonds souverains pour plaider en faveur d'un environnement ouvert dans les pays récipiendaires - à savoir que les capitaux nationaux et

étrangers devraient être traités sur un pied d'égalité - pourrait rapidement se retourner contre eux<sup>6</sup>. Même avant la faillite en décembre de Bernard L. Madoff Investment Securities, la crise financière qui s'est aggravée en septembre 2008 a suscité de nouvelles demandes pour une plus grande surveillance des *hedge funds*, y compris lors des audiences organisées au Congrès, en novembre 2008, où des gérants de *hedge funds* sont venus dire qu'une supervision par des régulateurs serait opportune. Les problèmes politiques et réglementaires qui se posent aux fonds souverains aux États-Unis sont examinés dans la dernière partie de cet article.

Le sort des investissements des fonds souverains ne dépend pas seulement des circonstances politiques et économiques dans les pays récipiendaires, mais aussi du contexte dans leur propre pays. Les réactions négatives que nombre de fonds souverains ont connues à propos de leurs investissements récents ont eu pour résultat de mettre ces fonds sur la défensive. En même temps, les pays d'origine de plusieurs fonds n'ont pas été épargnés par la crise financière, notamment en raison de la baisse des prix des matières premières et de la baisse des exportations vers les pays industrialisés, et les gérants sont de plus en plus invités à investir dans leur pays.

La première partie de cet article fournit des informations de contexte sur les fonds souverains et montre comment la stratégie d'investissement de ces fonds a évolué ces dernières années vers des positions plus risquées sur les marchés étrangers, une tendance qui a commencé à se retourner pendant la tempête financière. Nous examinons ensuite les investissements des fonds souverains du point de vue des pays récipiendaires et résumons leurs appréhensions. La troisième partie tente de savoir si l'adoption des Principes de Santiago par de nombreux fonds souverains importants et l'adoption des orientations de l'OCDE concernant les fonds souverains pourraient prévenir une réglementation. Dans la dernière partie, nous examinerons les défis multiples qui attendent les fonds souverains aux États-Unis, dans le cadre de l'arrivée au pouvoir de l'administration Obama et du contrôle du Congrès américain par le parti démocrate. Bien que cette dernière partie s'intéresse aux perspectives politiques de ces fonds aux États-Unis, la situation américaine aura probablement des répercussions plus larges pour les fonds souverains dans les autres pays récipiendaires de l'OCDE.

### *LE CONTEXTE DES FONDS SOUVERAINS*

Les objectifs d'investissement des fonds souverains sont aussi divers que les pays qui les ont institués. Cependant, ces fonds sont souvent classés en deux catégories, selon la provenance des devises étrangères qui

constituent leurs actifs : les fonds « matières premières » et les fonds « non matières premières »<sup>7</sup>. Les premiers sont financés par des revenus provenant des réserves de change nationales. Ils émanent généralement de pays riches en pétrole et ces fonds servent différents objectifs tels que la stabilisation budgétaire, la préservation intergénérationnelle de la richesse et la stérilisation de la balance des paiements. Les fonds « non matières premières » souverains sont financés par des excédents de réserves de change. Les pays d'origine ont accumulé, en raison d'excédents de leur balance des paiements, plus de réserves que le niveau jugé nécessaire pour protéger le pays contre les chocs financiers. Ces réserves de change « excédentaires » sont cantonnées dans des fonds souverains et administrées séparément des réserves officielles<sup>8</sup>.

Les fonds souverains ont considérablement évolué au cours du dernier demi-siècle. Le premier fonds souverain, le Kuwait Investment Office (KIO), a été créé en 1953 avec pour objet d'investir les revenus pétroliers excédentaires afin de réduire la dépendance du Koweït à ses ressources pétrolières<sup>9</sup>. Le fonds n'a guère suscité de controverse jusqu'en 1987, lorsqu'il a acquis 20 % de British Petroleum qui venait d'être privatisé. Le gouvernement britannique, inquiet du fait qu'un pays étranger dispose d'une aussi grande participation dans la société, a contraint le Koweït à vendre la moitié de celle-ci<sup>10</sup>.

152

Mais ce n'est qu'au cours de ces dernières années que les fonds souverains se sont développés, en nombre et en taille, éveillant la curiosité de l'opinion publique. Au moins 20 nouveaux fonds souverains ont été créés depuis l'année 2000<sup>11</sup>. On compte désormais 37 fonds souverains qui contrôlent dans leur ensemble entre 2 000 Md\$ et 3 000 Md\$ d'actifs financiers<sup>12</sup>. Les analystes prévoient que ces fonds continueront de croître et pourraient amasser 12 000 Md\$ de richesses à l'horizon 2015<sup>13</sup>. Pour mettre ces chiffres en perspective, notons qu'en septembre 2007 l'ensemble des actifs gérés par les *hedge funds* étaient estimés à environ 2 000 Md\$, le PIB américain était d'environ 12 000 Md\$, le montant total de titres (dette et actions) libellés en dollars américains est estimé à plus de 50 000 Md\$ et la valeur de l'ensemble des titres traités dans le monde entier à près de 165 000 Md\$<sup>14</sup>. Dans ce contexte, la richesse des fonds souverains est considérable, mais leur existence ne devrait pas déclencher des sonnettes d'alarme, ni engendrer la paranoïa.

La croissance de la taille des fonds souverains ces dernières années a encouragé de nombreux gérants à modifier leurs stratégies d'investissement. Sensibles au vieil adage qui veut que « plus de risque apporte plus de profit » et courtisés par des pays et des entreprises à court de liquidités, plusieurs fonds souverains ont accru significativement

leurs investissements sur les marchés d'actions du monde entier. Ils n'investissent plus seulement en bons du Trésor américain.

Toutefois, le ralentissement économique mondial et la volatilité sur les marchés d'actions ont réduit leur rentabilité. Bien qu'une poignée seulement de fonds souverains publie des informations sur leurs performances, il n'est pas difficile d'en déduire les conséquences pour les fonds qui ont fortement investi en actions. Certains fonds souverains ont subi l'an dernier des pertes de portefeuille allant jusqu'à 25 %<sup>15</sup>. En raison de ces fortes pertes et des pressions qu'ils subissent dans leurs pays, il est compréhensible que les gérants de ces fonds hésitent à poursuivre leurs investissements<sup>16</sup>. Les fonds souverains doivent faire face à une attitude de plus en plus critique de la part des citoyens censés bénéficier des investissements de ces fonds souverains<sup>17</sup>. Les fonds qui ont la plus grande aversion au risque se tiennent aujourd'hui à l'écart des marchés d'actions, plutôt que de pratiquer des « achats à bon compte » sur des actifs dépréciés.

La baisse des rendements a contribué à ralentir la croissance des fonds souverains, mais il y a une autre raison à leur manque de tonus par rapport à la fin 2007 : ils ont tout simplement moins d'argent à investir. De nombreux fonds, notamment dans les pays pétroliers du Moyen-Orient, subissent une baisse de leurs recettes, en raison de la chute des cours des matières premières, et accumulent des liquidités, plutôt que d'investir dans les actions des entreprises occidentales en difficulté<sup>18</sup>. La demande mondiale de pétrole s'est réduite et les profits records des économies basées sur les matières premières s'amenuisent. De même, dans de nombreux pays « non matières premières », les recettes d'exportation baissent car les principaux pays importateurs entrent en récession. Il y a donc moins de liquidités pour les fonds souverains.

Par ailleurs, de nombreux fonds souverains sont incités dans leurs pays à utiliser leurs liquidités pour soutenir les marchés domestiques et « secourir » les entreprises nationales<sup>19</sup>. En outre, la raréfaction des liquidités a conduit les responsables des banques centrales à constituer d'importantes réserves, ce qui amoindrit les réserves « excédentaires » destinées à l'investissement. On peut donc considérer avec une certaine ironie qu'au moment où les investissements des fonds souverains pourraient être mieux accueillis, ces fonds n'ont plus le même appétit, ni la même capacité à investir.

### *AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS DES INVESTISSEMENTS DES FONDS SOUVERAINS*

Les fonds souverains offrent aux pays et aux entreprises où ils investissent au moins deux avantages manifestes : l'accès aux capitaux et

une mutualité d'intérêts. Le principal avantage pour que les pays récipiendaires obtiennent des fonds souverains consiste en un accès accru aux capitaux. Pour cette raison, la plupart des pays s'affichent au moins intéressés par les investissements des fonds souverains. Cependant, l'accès aux capitaux n'est pas le seul avantage que le pays récipiendaire peut en retirer. Lorsqu'un fonds souverain investit dans des actifs étrangers, il établit un lien entre les destinées de deux économies nationales. On peut soutenir que la prospérité n'est plus un jeu à somme nulle. Si les pays récipiendaires connaissent une croissance économique, il en va de même pour le pays gestionnaire. Cette situation pourrait réduire les tensions entre les cultures et favoriser une plus grande coopération. Évidemment, les marchés ne sont pas toujours à la hausse, et les pertes qui peuvent survenir peuvent attiser les tensions dans ce qui était jusque-là une relation mutuellement satisfaisante.

En même temps, les investissements des fonds souverains soulèvent un certain nombre de problèmes. Du point de vue de la sécurité nationale, les responsables politiques redoutent que ces fonds puissent utiliser leurs investissements pour porter atteinte à la sécurité nationale du pays récipiendaire. Ce souci peut être légitime, mais il est également possible que les pays récipiendaires invoquent à tort la sécurité nationale pour fermer la porte aux investissements d'un autre pays.

154

Aux États-Unis, les responsables politiques ont en général essayé d'équilibrer les aspects positifs des investissements directs étrangers avec les risques potentiels qu'un contrôle étranger pourrait représenter pour la sécurité nationale. Comparée à celle de beaucoup de pays industrialisés, l'attitude adoptée par les États-Unis est accueillante pour les investissements directs étrangers. Par exemple, certains pays ont recours à des procédures d'examen par un organisme national, qui s'imposent automatiquement à toute opération au-delà d'un certain seuil, ou en fonction d'autres critères, que la sécurité nationale soit en jeu ou non. Par contre, en vertu du Foreign Investment and National Security Act (FINSA)<sup>20</sup> adoptée en 2007, les États-Unis procèdent à un examen des acquisitions étrangères en fonction de la sécurité nationale. Bien que certaines notifications soient requises par certaines lois fédérales ou lois d'État<sup>21</sup>, les États-Unis ne soumettent pas systématiquement toutes les opérations d'acquisition étrangères importantes à un examen obligatoire.

Le principal organisme chargé de mettre en œuvre le FINSA est le Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS), qui est composé de hauts responsables de diverses agences gouvernementales. Les dernières réglementations publiées par le Département du Trésor américain en date du 22 décembre 2008 (Final Rule)<sup>22</sup> et les orientations supplémentaires publiées le 8 décembre 2008<sup>23</sup>

développent l'étendue des examens de sécurité nationale, codifient de nombreuses pratiques existantes du CFIUS et apportent plus de clarté et de transparence au processus.

Le FINSA prévoit l'examen par le CFIUS des conséquences pour la sécurité nationale d'une « transaction concernée »<sup>24</sup> si elle débouche sur le « contrôle<sup>25</sup> » d'une entreprise américaine par une entité étrangère. L'examen initial d'une transaction concernée doit être terminé dans les 30 jours. Habituellement, la période de 30 jours commence à courir lorsque le CFIUS reçoit une notification volontaire de la part des parties à la transaction<sup>26</sup>. Bien que, dans la grande majorité des cas, le CFIUS termine son examen dans le délai imparti de 30 jours, il est tenu d'ouvrir une enquête, qui doit être effectuée dans les 45 jours suivants, dans les situations suivantes :

- 1- le CFIUS ou un membre du CFIUS pense que la transaction menace de porter atteinte à la sécurité nationale et que cette menace n'a pas diminué avant ou pendant la période d'examen de 30 jours ;
- 2- l'agence désignée par le Trésor américain comme « agence principale » concernant cette transaction, en accord avec le CFIUS, recommande l'ouverture d'une enquête ;
- 3- la transaction est contrôlée par un gouvernement étranger ;
- 4- la transaction aurait pour résultat la prise de contrôle d'une « infrastructure essentielle » des États-Unis ou située sur leur territoire, si le CFIUS décide que la transaction peut compromettre la sécurité nationale et que ce risque n'a pas diminué.

En ce qui concerne les transactions décrites en 3 et 4 ci-dessus, le CFIUS ne déclencherait pas la période d'enquête de 45 jours si le Trésor américain, ou toute autre agence principale qu'il a désignée, décide, au niveau du secrétaire adjoint ou au-dessus, que la transaction ne porte pas atteinte à la sécurité nationale des États-Unis<sup>27</sup>.

Les détracteurs soulignent que, dans une interprétation large, le FINSA pourrait être utilisé comme un instrument protectionniste, empêchant les investissements des fonds souverains qui ne soulèvent pas de problèmes de sécurité nationale. Bien que les orientations du Trésor américain précisent que le « CFIUS s'intéresse seulement aux véritables préoccupations de sécurité nationale soulevées par la transaction concernée, et non à d'autres intérêts nationaux »<sup>28</sup>, cet organisme a, dans le passé, considéré la notion de « sécurité nationale » dans un sens plus large<sup>29</sup>, et les représentants du président Obama au CFIUS continueront probablement à faire de même. C'est pourquoi les fonds souverains devraient planifier soigneusement leurs investissements transfrontaliers aux États-Unis à la lumière des récentes modifications du FINSA et des ramifications politiques qu'elles impliquent.

La gouvernance d'entreprise constitue un autre sujet de préoccupation concernant les fonds souverains. Si de nombreux décideurs sont convaincus que les entités étrangères effectuent des investissements passifs, Lawrence Summers, principal conseiller économique et directeur du Conseil économique national dans l'administration Obama, a exprimé à Davos la crainte que les fonds souverains puissent abriter un management de piètre qualité. La passivité d'un grand investisseur à long terme pourrait entraîner une supervision insuffisante et rendre plus difficile les initiatives des actionnaires contre le management. En fin de compte, des fonds souverains passifs et fuyant la publicité pourraient engendrer de mauvaises pratiques de gouvernance<sup>30</sup>.

Un autre sujet de préoccupation important porte sur les motivations des investissements des fonds souverains. Peu d'entre eux exposent clairement leurs objectifs, et aucun n'assure clairement que leurs choix d'investissement sont effectués sur des critères commerciaux et non sur des critères politiques. À Davos, Lawrence Summers a exprimé le souci que les fonds souverains puissent investir pour des « raisons multiples », c'est-à-dire pour des motifs non économiques autant qu'économiques<sup>31</sup>. Par exemple, un fonds souverain peut vouloir investir dans une compagnie aérienne avec l'intention de faire pression sur celle-ci pour qu'elle desserve le pays d'origine du fonds souverains. De même, un fonds pourrait prendre une participation dans une société afin de se procurer une technologie que son pays d'origine n'a pas réussi à mettre au point. Plus insidieux encore, un fonds souverain pourrait investir pour museler la concurrence, en essayant activement de saboter les sociétés qu'il détient afin que l'industrie phare de son pays d'origine puisse dominer les marchés internationaux.

Les marchés capitalistes opèrent sous l'hypothèse que les investissements sont effectués dans le but de maximiser la valeur et d'obtenir des bénéfices. Si des fonds souverains investissent dans un large *pool* d'actifs pour d'autres raisons que le profit, les prix des actions ne refléteront pas leur valeur, des distorsions se produiront sur le marché engendrant ainsi des inefficiences.

Laurence Summers s'est également inquiété d'un danger de « politisation » qui est pratiquement l'inverse des préoccupations liées aux « raisons multiples ». Il présume que les fonds souverains et les gouvernements qui les contrôlent investissent pour maximiser les rendements, mais pourraient utiliser leur poids politique pour éviter des pertes ou générer de la richesse grâce à leurs investissements<sup>32</sup>. Un fonds souverain qui a investi des milliards de dollars pour acquérir une participation minoritaire dans une banque en difficulté pourrait

théoriquement user de son pouvoir politique pour obtenir le sauvetage de cette banque. Bien que ces préoccupations puissent être légitimes, il se pourrait aussi que la politique joue au détriment des fonds souverains. Une banque qu'un gouvernement aurait normalement secourue pourrait ne pas l'être si le gouvernement hôte était hostile à celui du pays d'origine du fonds.

Certains commentateurs se sont inquiétés du pouvoir économique et politique des fonds souverains. Déposant le 24 avril 2008 devant une commission du Congrès sur les fonds souverains, Ethiopis Tafara, directeur du Bureau des affaires internationales de la Securities and Exchange Commission (SEC) américaine, a déclaré que si les fonds souverains sont multipliés par cinq dans la prochaine décennie, comme l'avait prédit une banque d'investissement à l'époque, « ces fonds pourraient devenir, collectivement et peut-être individuellement, les principaux actionnaires de nombreuses entreprises mondiales qui sont aujourd'hui dans le secteur privé »<sup>33</sup>. Alors que les fonds d'investissement du Koweït, du Qatar, de Dubaï et d'Abu Dhabi ont procédé à une réallocation d'actifs pour soutenir leurs marchés nationaux, après avoir perdu des milliards de dollars dans les pays occidentaux, Samir al-Ansari, président de Dubaï International Capital, a déclaré en novembre : « devenir le principal actionnaire dans les dix plus grandes entreprises mondiales coûterait près de 50 Md\$ en ce moment et ce n'est pas beaucoup d'argent... Imaginez le pouvoir et l'influence que cette région pourrait avoir si nous étions les actionnaires des dix, vingt, trente plus grandes entreprises mondiales »<sup>34</sup>.

Un certain nombre de commentateurs, dont l'ancien président de la SEC américaine, Christopher Cox, ont exprimé leur inquiétude à propos du manque de transparence des fonds souverains. Bien que ces derniers soient normalement tenus de divulguer leurs participations et certaines autres informations en vertu des sections 13 et 16 du Securities Exchange Act de 1934 (Exchange Act)<sup>35</sup>, Christopher Cox avait estimé en 2007 qu'une réglementation supplémentaire, avec des obligations d'information, pourrait être nécessaire<sup>36</sup>. On ne sait pas encore quelle position adoptera Mary Schapiro, la nouvelle présidente de la SEC américaine, concernant la réglementation des fonds souverains.

Enfin, d'autres détracteurs des fonds souverains ont souligné que de nombreux gouvernements ont des « informations privilégiées » qui ne sont pas accessibles au public, à la fois en ce qui concerne la situation du marché à un moment donné et le devenir des propositions de réglementation. Des responsables gouvernementaux pourraient partager ces informations avec les fonds souverains, leur donnant un avantage indu<sup>37</sup>.

*LES PRINCIPES DE SANTIAGO  
ET LES ORIENTATIONS DE L'OCDE  
CONCERNANT LES FONDS SOUVERAINS*

Face aux critiques internationales et aux réglementations protectionnistes potentielles, les fonds souverains ne sont pas restés inactifs pendant que les experts des pays récipiendaires discutaient de leur sort. Les représentants des principaux fonds souverains mondiaux ont organisé une série de réunions en 2008 afin de répondre à la méfiance croissante qu'ils suscitent. Avec l'aide du FMI, ces fonds souverains ont participé à la publication d'une série de 24 principes d'investissement ayant pour but de les guider dans l'acquisition de participations étrangères. Connus sous le nom de « Principes de Santiago », ces principes recommandent davantage de transparence, une plus grande responsabilisation, de saines pratiques de gouvernance et des engagements concrets à investir sur des bases économiques, plutôt que politiques<sup>38</sup>.

Plus de vingt pays, y compris les pays d'Asie et du Golfe qui détiennent les plus grands fonds souverains, déclarent adhérer à ces principes. S'ils sont respectés, ceux-ci pourraient permettre d'importants progrès dans l'apaisement des inquiétudes envers les fonds souverains. Cependant, des insuffisances importantes subsistent dans ces principes : reposant sur la base du volontariat, ils ne sont ni contraignants, ni exécutoires. Faute d'une assurance concrète de la part des fonds souverains eux-mêmes, les dirigeants des pays récipiendaires pourraient toujours être tentés de réglementer unilatéralement ces fonds.

Bien que les pays récipiendaires aient commencé à travailler de concert pour répondre aux préoccupations suscitées par les fonds souverains, les résultats de leurs efforts restent limités. Les pays récipiendaires reconnaissent l'importance de rester ouverts aux investissements internationaux mais soulignent que chaque pays a le devoir de défendre ses intérêts nationaux. En juin 2008, le Conseil des ministres de l'OCDE a adopté une « Déclaration sur les fonds souverains et les politiques des pays récipiendaires »<sup>39</sup>. Cette Déclaration n'interdit pas aux pays récipiendaires de réglementer les fonds souverains. Mais elle s'efforce d'instaurer un cadre en soulignant que ces réglementations doivent être transparentes et confinées à la défense des intérêts de sécurité nationale. Comme les Principes de Santiago, la Déclaration n'est ni contraignante, ni exécutoire. Les différents pays pourraient ignorer ces principes - et adopter des politiques protectionnistes à tout moment - s'ils estiment qu'il est dans leur intérêt de le faire.

---

## LES DÉFIS POLITIQUES ET RÉGLEMENTAIRES AUX ÉTATS-UNIS

Les fonds souverains présentent des difficultés particulières pour tout organisme officiel qui déciderait de les réglementer. D'abord, en tant qu'entités détenues par un gouvernement, ils présentent des particularités que n'ont pas les entreprises privées. Des conventions gouvernementales bilatérales et multilatérales entrent en jeu, des questions d'immunité et de souveraineté peuvent se poser, et les lois et les règlements adoptés, s'ils ne s'appliquent pas à tous, soulèvent des problèmes diplomatiques et juridiques. Par exemple, les États-Unis peuvent-ils avoir une politique à l'égard de la China Investment Corporation et une autre pour le Government Pension Fund-Global norvégien ?

Ensuite, l'une des préoccupations principales liée aux fonds souverains est le manque de transparence de leur politique d'investissement et de leurs objectifs. Que veulent-ils ? À la différence des *hedge funds* ou des fonds de *private equity*, où l'un des objectifs de la réglementation est la protection de leurs investisseurs, le principal objectif de la réglementation concernant les fonds souverains est de protéger l'entreprise et le pays qui reçoivent l'investissement. Bien entendu, tout fonds d'investissement important et opaque suscite des préoccupations en matière de contrôle.

159

Bien que, sous l'administration Bush, le Département du Trésor américain ait à plusieurs reprises souligné l'aspect positif des investissements directs étrangers, les fonds souverains ont attiré plusieurs fois l'attention sur eux, et pas à leur avantage. En 2007, des membres du Congrès se sont inquiétés de l'intention de l'Autorité du port de Dubaï d'acquérir certaines installations portuaires américaines. La publicité a finalement fait échouer le projet. En avril 2008, après d'importants investissements de fonds souverains dans des banques d'investissement américaines, plusieurs parlementaires, dont le sénateur Richard Shelby, un important membre de la Commission bancaire du Sénat, se sont inquiétés du fait que les fonds souverains pourraient acheter la plupart des entreprises américaines, et ont estimé que les États-Unis devaient chercher à en savoir davantage quant à leurs intentions et leurs objectifs. Récemment, avec l'aggravation de la crise financière, il est apparu que de nombreuses institutions américaines étaient terriblement sous-capitalisées, et l'attention des médias s'est tournée vers les questions économiques et les pertes boursières. Bien que dans l'ensemble cet épisode a entraîné une atténuation des critiques envers les fonds souverains dans les médias, la couverture de ces derniers et l'opinion publique pourraient encore se retourner.

Lorsqu'il était encore candidat, le président Obama a laissé entendre qu'une réglementation des fonds souverains pourrait être nécessaire. « Je me demande si ces fonds souverains sont motivés uniquement par des considérations de marché, et cela est bien possible », avait-il déclaré à des journalistes. « S'ils achètent de gros morceaux d'institutions financières et que leurs conseils d'administration influent sur la manière dont l'argent circule dans ce pays, et que ceux-ci puissent être influencés par des considérations politiques, ou des considérations de politique étrangère, je pense que c'est un problème »<sup>40</sup>. Barack Obama s'est cependant abstenu de demander de nouvelles réglementations.

Hillary Clinton, alors candidate à la présidence, était bien plus critique à l'égard des fonds souverains, et son nouveau statut de secrétaire d'État pourrait avoir une grande influence sur la politique étrangère américaine. « J'ai sonné l'alarme au sujet des fonds souverains... car il s'agit d'un nouveau défi pour nous... Et je veux être assurée que le FMI, la Banque mondiale, la Fed et notre gouvernement commencent à dire, attention, il faut des règles ici », avait-elle déclaré l'an dernier<sup>41</sup>.

160

Hillary Clinton est la plus haute responsable américaine à plaider pour une réglementation des fonds souverains. « Réfléchissez à la manière dont cela commence à nous contraindre. Vous savez, vous ne pouvez pas vous fâcher avec votre banquier. Vous ne pouvez pas protester s'ils ont des intérêts très différents des nôtres au Moyen-Orient ou en Asie, sinon ils vous disent : d'accord, vous voulez que nous vendions le dollar ? vous voulez que nous retirions nos investissements ? »<sup>42</sup>. Certes, les déclarations de Hillary Clinton ont été faites avant que soient prises en compte toutes les conséquences de la crise financière pour l'économie américaine, et il est possible qu'en tant que secrétaire d'État, elle adoucisse sa position.

Bien que Lawrence Summers ait exprimé plusieurs préoccupations à l'encontre des fonds souverains à Davos, il a également fait observer que si ces derniers se mettaient d'accord pour déclarer qu'ils ne poursuivent aucun objectif politique national, « cela réduirait les craintes »<sup>43</sup>. Maintenant que beaucoup de ces fonds ont adopté les Principes de Santiago, on ignore si Lawrence Summers adoptera une position aussi rigoureuse à l'avenir.

Les responsables politiques citent fréquemment la déréglementation comme l'un des principaux facteurs de l'effondrement de l'économie mondiale. Le parti démocrate, qui tient désormais la Maison blanche et a renforcé son emprise sur le Congrès, a promis de rénover la réglementation du secteur financier américain. Les appels se multiplient en faveur d'une réglementation des *hedge funds* et de fonds de *private*

*equity*. Si certaines préoccupations à l'égard de ces fonds, comme la protection de leurs investisseurs, sont fondamentalement différentes de celles qui portent sur les fonds souverains, il y a cependant plusieurs points communs, notamment le manque de transparence et le contrôle. Dans cette optique, il est possible qu'une vaste réglementation visant à réformer l'ensemble du secteur financier américain s'intéresse également aux fonds souverains. Cependant, même si ces derniers ne sont pas la première préoccupation du Congrès, ils ne devraient plus échapper longtemps à une réglementation plus rigoureuse.

Les fonds souverains doivent se préparer à des changements politiques importants. Si ces fonds n'engagent pas activement le dialogue avec les décideurs, ils risquent de se voir infliger des règles plus strictes et moins de possibilités d'investissement. Les fonds souverains devraient faire valoir dans leurs discussions que les politiques protectionnistes adoptées pendant la présente crise financière auraient pour effet d'entraver des investissements bien nécessaires, au détriment à la fois des fonds souverains et des pays récipiendaires de l'OCDE.

## NOTES

1. Ben Hall, « Sarkozy Plans New French Wealth Fund », *Financial Times*, 23 octobre 2008.
2. Gordon Brown, Premier ministre britannique, « So Many Challenges the Gulf and Britain Must Face Together », *TheNational*, 1<sup>er</sup> novembre 2008.
3. Douglas Herbert, « Sarkozy's Economic Axis of Evil », *France 24 Informations internationales*, 22 octobre 2008.
4. Le TARP (Troubled Asset Relief Program) a même été décrit par l'économiste Ed Yardeni comme le plus grand fonds souverain du monde.
5. David Enrich, Robin Sidel et Susanne Craig, « World Rides to Wall Street's Rescue », *The Wall Street Journal*, 17 janvier 2008.
6. Voir : le discours de Bader al Sa'ad, directeur général de la Kuwait Investment Authority, lors de la première conférence commerciale de Luxembourg, *Overview on the Kuwait Investment Authority and Issues Related to Sovereign Wealth Funds*, 9 avril 2008, où il déclare : « ...si un ensemble de principes ou de codes de conduite sont instaurés pour les fonds souverain, alors les pays récipiendaires devraient également avoir les mêmes principes pour tous les *pools* de capitaux, y compris les *hedge funds*, les fonds de *private equity*, les fonds de pension, les fonds d'épargne et les autres fonds non cotés. Il devrait y avoir un terrain de jeu commun et égal pour tous ».
7. Robert M. Kimmitt, secrétaire adjoint au Trésor américain, « Public Footprints in Private Markets : Sovereign Wealth Funds and the World Economy », Affaires étrangères, janvier/février 2008 ; US Department of the Treasury, Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies, annexe 3 (2007), disponible sur le site : <http://www.treas.gov/offices/international-affairs/economicexchange-rates/pdf/2007/Appendix-3.pdf>.

8. Voir : US Department of the Treasury, *supra* n° 7. Les fonds souverains de Chine, de Corée du Sud et de Taïwan sont des exemples de ce type de fonds. Voir : « Asset Backed Insecurity », *The Economist*, 17 janvier 2008.

9. « Asset Backed Insecurity », *supra* n° 8. Voir aussi : « Kuwait Investment Authority », SWF Institute, disponible sur le site : <http://www.swfinstitute.org/fund/kuwait.php>.

10. « Asset Backed Insecurity », *supra* n° 9.

11. Christina L. Madden, « Sovereign Wealth Funds under Scrutiny », *Policy Innovations*, 21 mai 2008.

12. Voir : « Sovereign Funds : their Role and Significance », discours de John Lipsky, premier secrétaire général adjoint du FMI, Santiago, 3 septembre 2008, disponible sur le site : <http://www.imf.org/external/np/speeches/2008/090308.htm>.

13. « Asset Backed Insecurity », *supra* n° 9 (qui note que Stephen Jen, de Morgan Stanley, qui suit de près les fonds, a « inscrit au crayon la somme de 12 000 Md\$ pour 2015 »).

14. Voir : Simon Johnson, « Straight Talk - The Rise of Sovereign Wealth Funds », *Finance & Development*, une revue trimestrielle du FMI, vol. 44, n° 3, septembre 2007, disponible sur le site : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/09/straight.htm>.

15. Voir : Stanley Reed, « Sovereign Wealth Funds Taste Bitter Losses », *Business Week*, 11 décembre 2008, citant Stephen Jen, économiste chez Morgan Stanley, qui estime que les fonds souverains ont subi cette année des baisses de leurs actifs de l'ordre de 18 % à 25 %.

16. Voir : Lin Noueihed, « Cash-strapped West Looks to Wary Gulf in Crisis », *Reuters*, 2 novembre 2008 (qui cite Eckart Woertz, économiste au Gulf Research Centre, estimant que : « Certains de ces fonds souverains du Golfe ont plus de la moitié de leurs portefeuilles investie en actions, et que ces derniers ont perdu 30 % de leur valeur ou davantage... alors, naturellement, ils hésitent »).

17. Voir : George Chen, « China's Sovereign Fund Hires Experienced Dealmakers », *Reuters*, 4 décembre 2008 (« CIC s'est attiré des critiques dans son pays au sujet de ses investissements dans des institutions financières américaines qui ont été laminées par la crise du crédit, avec ses participations dans le fonds de *private equity* Blackstone Group... et Morgan Stanley... dont les cours dégringolent »).

18. Voir : Landon Thomas Jr., « Sovereign Wealth Funds Seek Safety », *International Herald Tribune*, 12 octobre 2008.

19. Voir : Stanley Reed, « Sovereign Wealth Funds Taste Bitter Losses », *supra* n° 15, qui écrit que certains fonds « ont été pressés d'utiliser davantage leurs actifs pour le bien du pays plutôt que pour des investissements à l'étranger ». Voir aussi : Luo Jun, « Central Huijin Spends \$175 Million on Three Banks, Paper Says », *Bloomberg*, 3 décembre 2008, signalant que Central Huijin Investment Co., une filiale du fonds souverain chinois, avait investi 175 M\$ dans trois banques chinoises - Industrial & Commercial Bank of China Ltd., Bank of China Ltd. et China Construction Bank Corporation - pour rétablir la confiance sur le marché des actions. En décembre 2008, le fonds souverain du Qatar, la Qatar Investment Authority, aurait, selon certaines informations, investi dans diverses institutions financières qataries dont la Doha Bank QSC, troisième banque du pays en termes d'actifs, Qatar Islamic Bank SAQ et Al Khalij Commercial Bank QSC, afin de relever leur niveau de capitalisation et financer des projets de développement dans le pays. Voir : Ari Sharif, « Qatar Islamic Bank to Sell 39.4 Million Shares to Wealth Fund », *Bloomberg*, 24 décembre 2008 ; Shaji Mathew, « Doha Bank Shareholders Approve Raising Capital by 20 % », *Bloomberg*, 22 décembre 2008 ; et Ari Sharif, « Abu Dhabi Commercial Bank, Al Khalij, Zain : Gulf Equity Preview », *Bloomberg*, 17 décembre 2008.

20. 50 U.S.C. App. § 2170 ; Pub. L. N° 110-49, 121 Stat. 246 (2007). FINSA modifie l'amendement « Exon-Florio » au Defense Production Act de 1950, qui prévoit un examen des questions liées à la sécurité nationale pour les investissements étrangers.

21. Par exemple, de nombreux fonds souverains ont investi dans des institutions financières américaines, ce qui peut déclencher une procédure d'examen en vertu du Bank Holding Company Act de 1956 ou du Change in Bank Control Act de 1978, selon les circonstances. Les opérations dans d'autres secteurs, comme les télécommunications, la défense, les compagnies aériennes ou maritimes, les assurances ou les services publics, peuvent être assorties d'obligations fédérales ou d'États. Certaines opérations de fusion ou d'acquisition imposent un examen conformément au Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act de 1976. Des personnes étrangères qui créent aux États-Unis de nouvelles activités, ou acquièrent des sociétés américaines, peuvent aussi avoir à le notifier aux US Commerce Department, Bureau d'analyse

économique. Une discussion approfondie des obligations imposées par le FINSA et d'autres lois fédérales ou d'États dépasse le cadre de cet article, mais les lecteurs peuvent contacter les auteurs pour de plus amples informations.

22. The final regulations, *Regulations Pertaining to Mergers, Acquisitions and Takeovers by Foreign Persons*, 31 CFR Part 800, sont disponibles sur le site : [http://www.treasury.gov/offices/international-affairs/cfius/docs/finalregs\\_111408%20.pdf](http://www.treasury.gov/offices/international-affairs/cfius/docs/finalregs_111408%20.pdf).

23. Voir : Department of the Treasury, Office of Investment Security ; « Guidance Concerning the National Security Review Conducted by the Committee on Foreign Investment in the United States », 73 Fed. Reg. 74,567, 8 décembre 2008 ("The Guidance").

24. Par « transactions concernées » (*covered transactions*), on entend les opérations d'acquisition, y compris les coentreprises par, ou avec, une entité étrangère, qui aboutiraient à la prise de contrôle d'une entreprise américaine. Le terme ne s'applique pas aux opérations de création de sociétés (*start-up*) ou de capital-risque. Les acquisitions d'actifs ne sont pas concernées si les actifs acquis par une entité étrangère ne représentent pas « une entreprise américaine ».

25. Le « Final Rule » définit le « contrôle » comme le « pouvoir, direct ou indirect, exercé ou non... de déterminer, diriger, ou décider des questions importantes affectant une entité ». Le CFIUS n'applique pas des « règles standards » (*bright-line test*) pour décider si une opération débouche sur une prise de contrôle « étrangère », mais prend en compte tous les éléments pertinents. Le « Final Rule » distingue les protections des actionnaires minoritaires qui ne constituent pas, par elles-mêmes, un contrôle. Il précise qu'il n'y a pas nécessairement exemption du seul fait qu'une participation ne représente que 10 %, ou moins, d'une entreprise américaine. Cependant, une personne ne sera pas considérée comme « contrôlant » une entité si elle ne détient que 10 %, ou moins, des droits de vote dans cette entité et si elle les détient « seulement dans le but d'un investissement passif ».

26. Les parties à une transaction qui pourrait présenter des préoccupations de sécurité nationale ont tout intérêt à la notifier volontairement au CFIUS, car une transaction concernée qui a été examinée par le CFIUS, et pour laquelle il a conclu qu'il n'y a pas de préoccupations de sécurité nationale, bénéficie d'un « sauf-conduit ». Sans celui-ci, le CFIUS a le pouvoir d'ouvrir une enquête sur une transaction, même si celle-ci a été conclue, s'il estime que des préoccupations de sécurité nationale existent.

27. Voir : « The Guidance », *supra* n° 23, au 74,568.

28. 73 Fed. Reg. 74,568.

29. Le terme de « sécurité nationale » n'est pas défini dans les textes de loi ou les règlements, sinon pour dire que le terme comprend des questions liées à la sécurité de la nation. Cependant, les textes de loi dressent une liste de facteurs qui doivent être pris en compte par le CFIUS, et le président détermine si une transaction présente un risque de sécurité nationale, y compris si elle aboutissait au contrôle d'une « infrastructure essentielle » qui pourrait compromettre la sécurité nationale, ou qui pourrait aboutir à la prise de contrôle d'une entité américaine par un gouvernement étranger.

30. Voir : le discours de Lawrence Summers au Forum économique mondial de Davos, Suisse, 24 janvier 2008, vidéo disponible sur le site : <http://sovereignwealthfunds.wordpress.com/2008/01/27/sovereignwealth-funds-%E2%80%98it%E2%80%99-topic-at-2008-world-economic-forum>. Voir aussi : Daniel Gross, « SWFs Seek Acceptance in US », *Newsweek*, 24 janvier 2008.

31. Voir : le discours de Lawrence Summers, *supra* n° 30. Voir aussi : Daniel Gross, *supra* n° 30.

32. Voir : *id.*

33. Voir : Ethiopis Tafara, directeur, Office of International Affairs, US Securities and Exchange Commission, « Testimony Concerning the Regulatory Framework for Sovereign Investments », devant le Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate (24 avril 2008).

34. Voir : David Robertson, « Sovereign Wealth Funds Switch from Western Investments », *The Times Online*, 26 novembre 2008, disponible sur le site : [http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry\\_sectors/banking\\_and\\_finance/article5233278.ece](http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/banking_and_finance/article5233278.ece).

35. La propriété de plus de 5 % d'une classe d'actions enregistrée au titre de l'Exchange Act doit normalement être déclarée sur un formulaire 13D ou 13G, selon le cas. Les investisseurs institutionnels qui gèrent 100 M\$ ou plus d'actions enregistrées auprès de la SEC déclarent chaque trimestre sur un formulaire 13F toutes les actions enregistrées qui figurent dans leurs comptes. En vertu de la section 16 de l'Exchange Act, le propriétaire de 10 % ou plus d'une classe d'actions enregistrées d'une entreprise

américaine doit déposer une déclaration de propriété concernant sa position et les modifications de celle-ci.

36. Voir : le discours du président de la SEC américaine, « The Rise of Sovereign Business », Gauer Distinguished Lecture in Law and Policy de l'American Enterprise Institute Legal Center for the Public Interest, 5 décembre 2007. Bien que le discours du président Cox ait été prononcé avant l'adoption des Principes de Santiago, Edwin M. Truman, un éminent exégète des meilleures pratiques des fonds souverains, a écrit que : « ...malheureusement, la plupart des principes restent muets sur les déclarations publiques ou ne demandent qu'une déclaration au propriétaire du fonds. Cette attitude ne favorise pas la nécessaire responsabilisation à l'égard des citoyens du pays d'origine ou des autres pays. Comme nous nous y attendions, l'International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG) parie que chaque fonds va révéler sa taille et approuve d'avance des rapports annuels où cette information serait inscrite ». Voir : Edwin M. Truman, « Making the World Safe for Sovereign Wealth Funds », Peterson Institute for Int'l Economics, 14 octobre 2008, disponible sur le site : <http://www.petersoninstitute.org/realtime/?p=105>.

37. Voir : Linda Chatman Thomsen, Directeur, Division of Enforcement, SEC américaine, *Testimony Concerning Sovereign Wealth Funds and Public Disclosure*, avant l'US-China Economic and Security Review Commission, 7 février 2008, disponible sur le site : <http://www.sec.gov/news/testimony/2008/ts020708lct.htm>.

38. Voir : *Sovereign Wealth Funds - Generally Accepted Principles and Practices - Santiago Principles*, International Working Group of Sovereign Wealth Funds, octobre 2008, disponible sur le site : <http://www.iwgswf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>.

39. La déclaration, approuvée par les ministres de 33 pays récipiendaires, repose sur deux principes. Premièrement, les pays récipiendaires devraient rester ouverts aux investissements étrangers des fonds souverains et éviter de prendre des mesures protectionnistes. Seules des préoccupations légitimes de sécurité nationale peuvent limiter les investissements étrangers. Deuxièmement, les pays récipiendaires ne devraient pas « faire de discrimination entre des investisseurs se trouvant dans des circonstances identiques » c'est-à-dire, dans toute la mesure du possible, les fonds souverains devraient être gérés par les règles généralement applicables aux investisseurs nationaux et étrangers.

Voir : « OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies », OCDE, 5 juin 2008, disponible sur le site : <http://www.oecd.org/dataoecd/18/14/41816692.pdf>. Voir aussi : « OECD Guidance on Sovereign Wealth Funds », disponible sur le site : [http://www.oecd.org/document/19/0,3343,en\\_2649\\_34887\\_41807059\\_1\\_1\\_1\\_34529562,00.html](http://www.oecd.org/document/19/0,3343,en_2649_34887_41807059_1_1_1_34529562,00.html).

40. « Obama Says Concerned about Sovereign Wealth Funds », *Reuters*, 7 février 2008.

41. Déclarations de Hillary Clinton dans une interview avec Peter Cook sur Bloomberg Television, 16 janvier 2008, disponible sur le site : [http://www.realclearpolitics.com/articles/2008/01/clinton\\_on\\_bloomberg\\_televisio.html](http://www.realclearpolitics.com/articles/2008/01/clinton_on_bloomberg_televisio.html).

42. Voir : *id.*

43. Voir : Larry Summers, « Sovereign Wealth Funds Should Agree to Standards to Allay Fears », *New Perspectives Quarterly*, vol. 25, n° 4, 25 janvier 2008, disponible sur le site : [http://www.digitalnpq.org/articles/economic/238/01-25-2008/larry\\_summers](http://www.digitalnpq.org/articles/economic/238/01-25-2008/larry_summers).