

FONDS SOUVERAINS : NOUVELLES RÉALITÉS ÉCONOMIQUES ET RÉPONSES POLITIQUES

STEFFEN KERN *

Les fonds souverains ont récemment défrayé la chronique et occupé les intermédiaires financiers, les décideurs, les économistes et la communauté scientifique. À partir de la mi-2007 au plus tard, lorsque la taille des opérations des fonds souverains et leur influence potentielle liée à l'émergence de nouveaux acteurs, principalement dans les marchés émergents, ont été pleinement réalisées par un plus large public, un débat intense a commencé pour décider si, et comment, les opérations des fonds souverains devaient être contrôlées.

275

À peine un an plus tard, deux importantes avancées ont été obtenues, dont on peut attendre que les résultats induisent une amélioration perceptible dans les relations entre fonds souverains et pays récipiendaires. D'un côté, les fonds souverains - sous l'égide du FMI - se sont engagés à respecter un ensemble de principes de bonne conduite dans le but de répondre aux préoccupations de nombreux pays récipiendaires. De l'autre côté, les pays récipiendaires, avec l'aide de l'OCDE, travaillent à définir une attitude mieux coordonnée concernant la réglementation de l'entrée des capitaux étrangers. En tant qu'accords internationaux, les deux initiatives ne sont pas contraignantes, et leur efficacité dépendra beaucoup de la volonté et de la capacité des gouvernements nationaux à appliquer et à faire respecter les directives internationales qui ont été adoptées.

* Directeur pour International Financial Markets Policy à la Deutsche Bank Research.

Cet article examine les deux initiatives dans la perspective de leurs propriétés institutionnelles, sur la base d'une étude des forces économiques et des motivations politiques qui les sous-tendent.

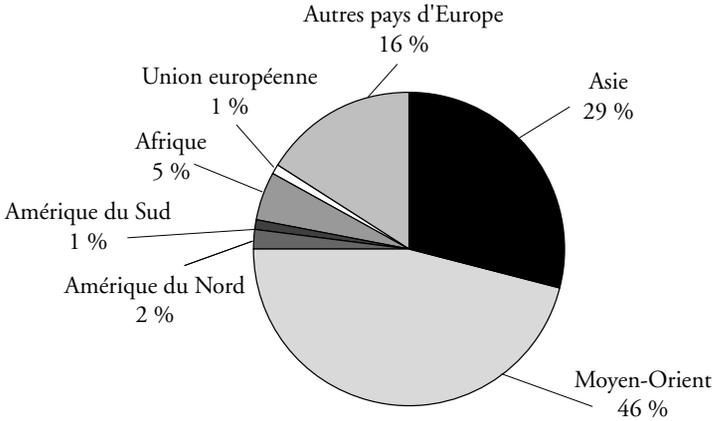
*INVESTISSEMENTS TRANSFRONTALIERS :
L'AUBE D'UNE DIFFUSION MONDIALE
DE LA PROPRIÉTÉ INDUSTRIELLE ?*

Les questions politiques débattues ces derniers mois ont été soulevées par la croissance rapide des fonds souverains, ces fonds d'investissement détenus par des gouvernements, généralement financés par le transfert d'actifs en devises étrangères, et qui ont été constitués pour servir les objectifs d'un fonds de stabilisation, d'un fonds d'épargne pour les générations futures, d'une société de placement des réserves, d'un fonds de développement, ou d'un fonds de réserve pour les retraites, en investissant des actifs sur le long terme, souvent à l'étranger.

Ce type d'investisseurs institutionnels - qui compte 64 fonds souverains - disposait fin 2007 d'un total de 3 600 Md\$, et s'est développé fortement depuis de nombreuses années par la création de nouvelles entités et sur les fonds existant grâce à des revenus continuellement élevés provenant de la vente de matières premières et de l'accumulation de réserves. Les actifs sont concentrés dans les principaux fonds, 10 d'entre eux gérant chacun plus de 100 Md\$. En fait, les 10 principaux fonds souverains administrent 85 % de l'ensemble de ces actifs souverains. En raison de la performance des marchés boursiers ces derniers mois, la valeur des portefeuilles des fonds souverains va probablement chuter comme c'est le cas de beaucoup d'autres investisseurs institutionnels. Cette baisse est susceptible de réduire la valeur de l'ensemble des portefeuilles d'investissement de près de 18 %.

Près de la moitié des actifs souverains sont détenus par des pays du Moyen-Orient. Avec des avoirs de 1 600 Md\$, soit 46 % du total, la région représente la plus forte concentration d'actifs souverains du monde. Le volume et la part du Moyen-Orient sont, en fait, peut-être sensiblement plus importants, car aucune donnée sérieuse n'est disponible sur la taille des fonds souverains de certains pays de cette région. Avec près de 1 000 Md\$, soit 29 % du total, l'Asie est la deuxième région disposant d'actifs souverains. Viennent ensuite des pays européens extérieurs à l'Union européenne - principalement la Russie et la Norvège - avec 600 Md\$ soit 16 %, et l'Afrique avec 200 Md\$ soit 5 %. L'Union européenne - qui n'abrite qu'un véhicule du type fonds souverain, le fonds national de réserve des pensions irlandais - et l'Amérique du Sud, avec une part inférieure à 1 % chacun, ne jouent pas un rôle significatif dans une comparaison mondiale.

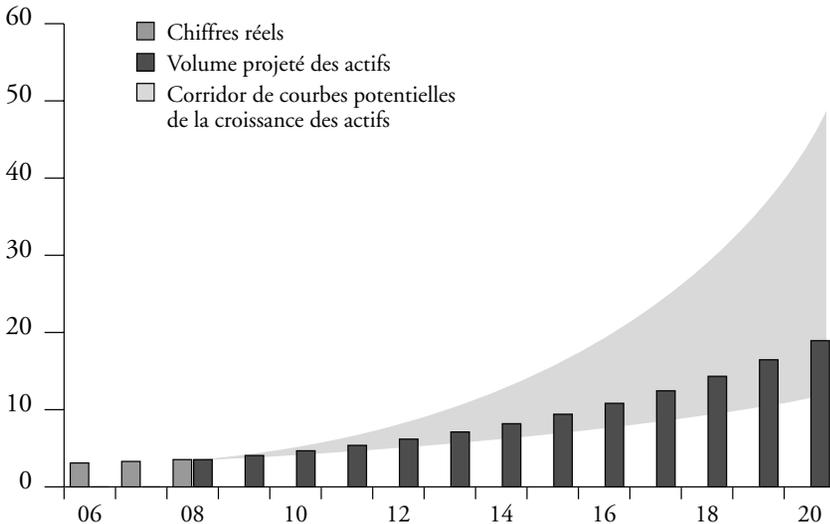
Graphique 1
Répartition régionale des actifs sous gestion des fonds souverains
 (% du total de 3 600 Md\$)



Source : DB Research.

Graphique 2
Projections de croissance des fonds souverains

277



Croissance attendue des actifs des fonds souverains sur la base de la croissance des réserves officielles observée sur les dix dernières années, en milliers de milliards de dollars, sur les années 2008-2020, et valeurs réelles de 2006 à 2008.

Source : DB Research.

La croissance des actifs au cours de l'année écoulée est estimée à environ 450 Md\$, en hausse de 14 % par rapport au volume estimé de la mi-2007, compte tenu du caractère approximatif des données sous-jacentes. Cette évolution reflète une augmentation de la taille d'une majorité des fonds existants alimentée par un influx continu de revenus budgétaires et d'excédents de réserves, ainsi que la création de nouvelles entités.

La taille des fonds étatiques et leur croissance ont grandement influencé le débat public, dans lequel les fonds souverains sont parfois décrits comme des fonds d'État d'une taille gigantesque, capables d'acheter, par exemple, en une fois toutes les actions cotées sur la Bourse de Londres. La réalité, assurément, est bien différente et il est manifeste que les fonds souverains - bien qu'importants et en expansion - constituent un petit groupe d'investisseurs institutionnels dont l'ensemble des actifs gérés représentent seulement un septième du secteur des fonds d'investissement et moins de 5 % des actifs bancaires mondiaux.

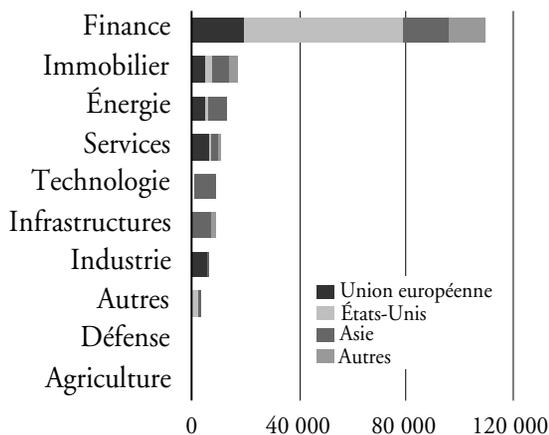
Cette situation est aussi mise en évidence par les investissements réellement effectués par les fonds souverains. Par rapport aux investissements directs en actions déclarés et effectués par les fonds souverains entre 1995 et la mi-2008, les sociétés nord-américaines et européennes ont été les cibles favorites des investisseurs étatiques. 37 % du volume total des transactions concernaient des entreprises d'Amérique du Nord et 32 % des sociétés basées en Europe. Dans une certaine mesure, cette proportion importante montre que les marchés de capitaux européens et américains traditionnels offrent la plus vaste sélection d'investissements et un niveau élevé de liquidités, et sont donc en mesure d'absorber les volumes considérables que les investisseurs institutionnels cherchent à placer. D'autres considérations, comme les retours espérés au moment de l'investissement ou une volonté de diversification peuvent avoir contribué à ce résultat. L'Asie n'est pas seulement la nation des investisseurs étatiques les plus actifs, mais fait également partie des régions préférées des investisseurs, et absorbe 28 % des volumes connus. Les investissements en Asie sont principalement intra-régionaux, c'est-à-dire qu'ils sont effectués pour une large part - 83 % en volume - par des fonds souverains asiatiques. Des transactions intra-régionales sont, en revanche, beaucoup moins fréquemment signalées au Moyen-Orient.

En termes de répartition par secteurs, ce sont les institutions financières qui sont les principales bénéficiaires des investissements des fonds souverains. C'est notamment le cas des opérations effectuées à Wall Street et sur certaines banques européennes, qui ont atteint des volumes sans précédent. Étant donné que ces investissements peuvent être

considérés comme faisant partie d'une phase récente et particulière de l'activité financière, il faut également prendre en compte d'autres secteurs qui peuvent indiquer des tendances pour les investissements à long terme. L'immobilier et le BTP avec 17 Md\$ d'investissements, 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. Dans les domaines des matières premières et de l'énergie, la technologie, les équipements et les transports, les sociétés asiatiques ont été les cibles favorites des investissements d'État, ce qui illustre surtout une diversification intra-régionale. Pour l'immobilier et le BTP ainsi que les services, la répartition est plus équilibrée entre les régions. En ce qui concerne les sociétés industrielles, l'Union européenne, avec ses industries solides et compétitives, a été la région la plus recherchée. Les investissements de pays étrangers dans les industries de la défense - l'un des sujets les plus brûlants du débat politique aux États-Unis et dans l'Union européenne - n'ont joué qu'un rôle insignifiant.

Graphique 3
Investissements mondiaux des fonds souverains

279



Investissements des fonds souverains par secteur et par région, opérations annoncées et réalisées, 1995-juillet 2008, en Md\$.

Sources : DB Research, Dealogic.

Dans leur ensemble, les investissements directs annoncés et réalisés par les fonds souverains dans le monde entier représentent 178 Md\$ entre 1995 et la mi-2008, dont 72 Md\$ pour la seule année 2007.

Ces chiffres sont éclipsés par le volume des capitaux privés, à savoir 899 Md\$ qui ont été investis dans les marchés émergents la même année. En outre, les investissements des fonds souverains ne sont qu'une partie d'une tendance plus vaste qui montre une accélération importante des investissements directs - privés ou publics - en provenance des marchés émergents dans la décennie écoulée. Avec 151 Md\$ et 44 Md\$ provenant respectivement d'Asie et du Moyen-Orient, les marchés émergents ont dans le passé multiplié les prises de participation dans les sociétés du monde entier. Mais, encore une fois, il est utile de garder à l'esprit que ces chiffres doivent être mis en face d'un total de 2 000 Md\$ de dollars d'investissements directs dans le monde, dont plus de la moitié provient de l'Union européenne.

Si la taille des fonds souverains est souvent surestimée, le débat public se focalise aussi souvent à tort sur la question de savoir si les investissements souverains étrangers pourraient affecter la sécurité nationale ou l'ordre public dans les pays récipiendaires. En réalité, les États disposent d'un nombre de moyens et d'institutions par lesquels des investissements peuvent être effectués. Parmi ceux-ci se trouvent les fonds publics de pension, les banques de développement, les entreprises publiques et d'autres institutions d'État. Parmi celles-ci, les fonds souverains sont parmi les moins susceptibles d'avoir des objectifs politiques, puisqu'ils sont notoirement des institutions financières tournées vers le long terme, qui ne cherchent souvent qu'à prendre des participations minoritaires et qui se sont bien souvent montrées, avec le temps, des partenaires fiables de la société dans laquelle ils ont investi.

280

*LES FONDS SOUVERAINS
EN TANT QU'INVESTISSEURS ÉTRANGERS AUX ÉTATS-UNIS
ET DANS L'UNION EUROPÉENNE :
LES QUESTIONS POLITIQUES*

Sans aucun doute, les fonds souverains devraient être considérés comme des investisseurs importants, mais en termes de volume, ils ne sont pas les acteurs dominants du marché mondial. Néanmoins, leur croissance récente et leurs activités d'investissement ont suscité nombre de préoccupations dans les pays récipiendaires, notamment les États-Unis et l'Union européenne, que l'on peut résumer ainsi :

- *Stabilité des marchés financiers.* Le secteur des fonds souverains constitue une partie importante sur le plan systémique du secteur financier mondial. Compte tenu de la dimension de certains fonds comme des investissements qu'ils détiennent, on peut en dire autant de certains fonds individuels du secteur. Il ne peut être exclu qu'une opération réalisée par un fonds souverain ne donne naissance à un

comportement grégaire de la part d'autres acteurs du marché, qui provoquerait des mouvements de capitaux excessifs et des fluctuations de prix et de taux des actifs concernés et même - s'il y a contagion - d'actifs similaires. Éventuellement, un tel comportement peut déstabiliser un secteur ou une région du système financier, voire les marchés financiers mondiaux. La probabilité d'un comportement grégaire et d'une contagion est augmentée par le fait que les fonds souverains sont restés jusqu'à présent des entités relativement opaques.

- *Financement public.* Utilisant les ressources budgétaires ou les réserves officielles, les fonds souverains sont des véhicules d'investissement financés par les États, certains peuvent donc leur reprocher d'être à l'opposé du concept de marché libre, où l'intervention de l'État doit être réduite au minimum, et de créer des distorsions sur le marché car leurs actifs ne se refinancent pas aux conditions du marché et ne proviennent pas d'activités de marché. Avec l'intervention des États dans les marchés financiers des économies industrialisées pour pallier la crise financière et son importance décisive dans le rétablissement du fonctionnement des marchés, cet argument a sans doute perdu de sa pertinence dans le débat actuel.

- *Vente d'actifs stratégiques et de savoir-faire.* Bien que les fonds souverains aient réitéré leurs objectifs commerciaux, une grande partie du débat dans les pays récipiendaires s'est portée sur la crainte que des investisseurs étrangers pouvaient chercher à prendre le contrôle de sociétés ou d'actifs pour des motifs autres que financiers. On a même avancé qu'une telle éventualité pouvait menacer la sécurité et l'ordre publics, notamment par l'acquisition du contrôle et du savoir-faire dans les secteurs de la défense, les équipements privés et publics, la technologie de pointe, les marchés financiers, mais aussi les ressources naturelles dans le monde entier.

- *Gouvernance d'entreprise.* Enfin, les adversaires des fonds d'investissement étatiques étrangers ont soutenu que les fonds souverains - particulièrement s'ils sont domiciliés dans des économies émergentes - pourraient ne pas respecter les critères de gouvernance d'entreprise aussi bien que dans de nombreux pays industrialisés. On s'est notamment demandé si les fonds souverains seraient capables de respecter les normes définies par les marchés de capitaux et les responsabilités incombant aux membres des conseils d'administration ou de surveillance.

LES RÉPONSES POLITIQUES NATIONALES : LE DANGER DES RÉFLEXES PROTECTIONNISTES

Alors que ces préoccupations étaient de plus en plus livrées à l'opinion, les gouvernements de nombreux pays ont rapidement révisé

leurs règles nationales concernant les investissements extérieurs. En fin de compte, des modifications concrètes juridiques ou réglementaires n'ont été instaurées que dans quatre grandes économies pendant l'année écoulée : les États-Unis, l'Australie, la Russie et l'Allemagne. Les résultats diffèrent considérablement entre l'instauration ou le perfectionnement de mécanismes d'examen à l'instauration ou le renforcement de barrières protectionnistes à l'entrée des capitaux étrangers.

• *États-Unis.* Depuis 1988, les États-Unis ont mis en place un mécanisme d'examen des investissements étrangers, effectué par le Committee on Foreign Investments in the United States (CFIUS), sur la base duquel le président américain peut interdire des investissements extérieurs. Les règles en vigueur ont été renforcées dans le courant de 2007 et de 2008, avec notamment un élargissement de l'éventail des transactions soumises à l'examen du CFIUS et des critères de sécurité nationale, pour y incorporer les transactions concernant les équipements sensibles, les actifs énergétiques et les technologies de pointe. La révision de la loi sur les investissements étrangers (Foreign Investment and National Security Act - FINSA) a clairement confirmé le CFIUS dans son rôle d'instrument politique, en augmentant la complexité de l'examen et en en faisant l'un des processus d'examen les plus exigeants, parmi les économies industrialisées, pour les investissements étrangers, et notamment les investisseurs souverains.

• *Australie.* L'Australie effectue un examen des investissements étrangers depuis 1975, dans le cadre du Foreign Acquisitions and Takeovers Act. Celui-ci a pour but de veiller à ce que les investissements étrangers soient conformes à l'intérêt national. Le régime impose que tout investissement étranger d'importance soit notifié au gouvernement et soumis au Foreign Investment Review Board (FIRB), qui rend compte au trésorier, qui peut rejeter un projet jugé contraire à l'intérêt national, ou imposer certaines conditions. Le FIRB cherche à savoir si l'investissement étranger pourrait voir des conséquences néfastes pour la sécurité nationale, le développement économique ou la politique du gouvernement. En 2008, le gouvernement a fait adopter des dispositions supplémentaires applicables aux investisseurs étatiques étrangers, comme l'indépendance opérationnelle des investisseurs par rapport à leur gouvernement, la clarté des objectifs commerciaux, le respect d'une régulation et d'une supervision appropriée et transparente et les conséquences économiques de l'investissement étranger pour l'activité économique dans le pays. Même si aucune de ces dispositions n'instaure de nouveaux critères, l'initiative donne le ton à la politique d'investissement à un moment où l'opinion australienne était, et est encore, particulièrement préoccupée par l'entrée

d'investisseurs étatiques étrangers dans le domaine des ressources naturelles, matières premières, droits de propriété, d'exploration ou d'exploitation. À la différence des mesures adoptées aux États-Unis et en Allemagne, l'attitude de l'Australie prend en compte explicitement de nouveaux intérêts économiques et sociétaux dans ses critères d'examen, et ne se limite pas à la question de la sécurité nationale.

• *Russie*. En 2008, la Russie a adopté une loi fédérale sur les investissements étrangers dans des sociétés d'importance stratégique pour la sécurité et la défense de l'État, qui instaure un processus d'approbation des investissements étrangers dans des secteurs stratégiques. La loi dresse la liste de 42 secteurs stratégiques où les investissements sont interdits, ou peuvent l'être, par le gouvernement. Il fixe en outre des seuils de participation dans les sociétés russes qui déclenchent le processus d'examen et instaure des obligations de notification et des sanctions. La nouvelle loi marque un important durcissement des conditions pour les investissements étrangers dans la Fédération de Russie, notamment dans les secteurs qualifiés de stratégiques par les nouvelles dispositions. Il faut également rappeler que les investissements en dehors du domaine stratégique, cadencés par les nouvelles lois, sont soumis à de nombreuses réglementations générales ou sectorielles qui sont considérées comme sévères selon les critères internationaux. En conséquence, le domaine des investissements en Russie est parmi les plus restrictifs du monde, comme en témoigne le classement de l'OCDE sur le degré d'ouverture des marchés dans lequel la Russie - avant même les nouvelles restrictions - était classée avant-avant-dernière.

• *Allemagne*. La réforme envisagée par l'Allemagne est parmi les événements les plus remarquables dans le domaine des investissements d'États étrangers. Pourtant, le projet de législation issu de ce débat est certainement parmi les plus surestimés de ces derniers mois car, comme on a pu le voir, ces dispositions ne sont pas du tout aussi contraignantes que certains l'ont affirmé. Le projet de loi propose l'instauration d'un processus d'examen sous les auspices du ministère fédéral de l'Économie pour les investissements étrangers extérieurs à l'Union européenne ou à l'AELE (Association européenne de libre-échange) et qui représenteraient une participation de plus de 25 % dans une société, cotée ou non. Le gouvernement fédéral peut interdire ou approuver sous conditions une opération jugée contraire à la sécurité nationale ou à l'ordre public. Le projet de loi peut être considéré comme bénin par rapport au régime du CFIUS américain. Avec son seuil élevé, un examen généralement léger et une structure claire, le projet est assurément l'un des moins restrictifs sur le plan international.

La conception générale du processus d'examen constitue une réponse politique adéquate aux défis perçus par les responsables gouvernementaux. Cependant, on ne peut nier que le projet actuel contient certaines insuffisances qui devraient être corrigées au cours du débat parlementaire préalable à son adoption. Au nombre de celles-ci figurent la durée relativement longue du processus et le peu de confidentialité assurée par la loi.

En fin de compte, la qualité de la nouvelle loi ne pourra être jugée que sur la manière dont elle sera appliquée. Idéalement, ce processus devrait être engagé aussi rarement que possible, et seulement si une menace concrète pour la sécurité nationale et l'ordre public peut être identifiée.

*LA DIMENSION INTERNATIONALE :
ASSURER DES MARCHÉS OUVERTS
DANS UN CONTEXTE RÉGLEMENTAIRE FRAGMENTÉ*

Les mesures ci-dessus montrent que la réglementation des investissements étrangers reste une prérogative nationale. En pratique, les économies de par le monde se distinguent les unes des autres en matière d'investissements étrangers par d'importantes barrières réglementaires, des obstacles directs ou indirects. Cette situation décourage les investissements ou - s'ils sont effectués malgré tout - en augmente sensiblement le coût, surtout si l'on considère que les obstacles varient selon les pays et qu'il n'existe pas de critères communs.

D'un point de vue international, aucun accord ne fournit aux gouvernements nationaux des directives, encore moins des règles contraignantes, qui encourageraient la libéralisation des régimes d'investissement ou au moins leur harmonisation. En outre, un nombre croissant d'accords internationaux et bilatéraux - peut-être utiles en soi pour favoriser les mouvements de capitaux transfrontaliers - fragmente encore l'environnement opérationnel des investissements internationaux. À fin-2006, il existait près de 5 500 accords internationaux d'investissement, dont plus de 2 500 traités bilatéraux, plus de 2 600 traités sur la double imposition et près de 250 accords de libre-échange.

L'importance des obstacles aux investissements a été mesurée sur diverses catégories d'obstacles directs ou indirects ainsi que par secteur. L'Union européenne et ses pays membres sont, en général, les économies les plus ouvertes et les plus libérales, avec en tête la Lettonie, la Belgique, l'Allemagne, le Royaume-Uni, les Pays-Bas, l'Irlande, la Lituanie et la France. Le Japon, les États-Unis et d'autres pays industriels et émergents viennent ensuite. Les pays les plus restrictifs sont la Russie, l'Inde et la Chine. Paradoxalement, une comparaison

entre les taux de sévérité à l'encontre des investissements directs étrangers et le volume d'actifs souverains en cause montre que ce sont les pays disposant d'importants fonds étatiques qui imposent les régimes les plus stricts pour empêcher les investissements étrangers de pénétrer leurs marchés nationaux.

Devant la menace de réflexes protectionnistes à l'encontre des investisseurs étatiques étrangers dans les pays récipiendaires, les ministres des Finances du G7 ont demandé à l'OCDE d'examiner les possibilités de proposer des principes régissant les politiques d'investissement étrangers. En réponse à ce mandat, l'OCDE a récemment publié sa Déclaration sur les fonds souverains et les politiques des pays d'accueil. Celle-ci recommande de :

- ne pas ériger des obstacles protectionnistes à l'investissement étranger dans les pays d'accueil ;
- ne pas faire de discrimination entre des investisseurs se trouvant dans des circonstances identiques ;
- n'envisager de mesures supplémentaires de restriction que pour répondre aux préoccupations légitimes en matière de sécurité nationale, et dans ce cas veiller à ce qu'elles soient transparentes et prévisibles, proportionnées à des risques clairement identifiés pour la sécurité nationale, et soumises au principe de responsabilité ;
- l'adhésion aux principes généraux de politique d'investissement qui comprennent, outre ceux cités ci-dessus, une libéralisation progressive, l'engagement de ne pas instaurer de nouvelles restrictions et la libéralisation unilatérale.

285

Ces principes et les directives détaillées de l'OCDE constituent une référence importante pour les politiques nationales d'investissement. Dans quelle mesure réussiront-ils à favoriser des régimes d'investissement plus ouverts et harmonisés est une autre question qui dépend de quatre facteurs.

Premièrement, du climat politique. Après la situation internationale plutôt favorable des années 1990, la poursuite de l'ouverture des marchés s'est heurtée à une opposition croissante ces dernières années et ces derniers mois. Des préoccupations générales concernant les conséquences de la mondialisation et des intérêts protectionnistes nationaux et sectoriels manifestes dans de nombreuses économies ont considérablement ralenti l'élan politique favorable à une plus grande libéralisation des mouvements de capitaux.

Deuxièmement, de leur mise en œuvre. Les principes de l'OCDE ne sont rien de plus que des principes, dont la mise en œuvre incombe aux gouvernements nationaux, de sorte que les divers degrés d'engagement et les façons de les concevoir et les faire appliquer seront probablement variables. D'un côté, il faut savoir que l'OCDE utilisera sa pratique

d'examen par les pairs pour encourager l'adhésion aux principes. Mais l'importance économique spectaculaire et le volume qu'ont pris les investissements étrangers demandent une plus grande détermination de la part des gouvernements nationaux qui devrait se traduire par des règles contraignantes similaires aux accords de l'Organisation mondiale du commerce (OMC).

Troisièmement, de la symétrie des accès aux marchés. Les investissements transnationaux ne souffrent pas seulement des obstacles réglementaires eux-mêmes, mais aussi de la manière asymétrique dont de nombreuses économies effectuent leurs investissements à l'étranger, et tirent parti des marchés ouverts tout en maintenant des restrictions à l'encontre des investissements extérieurs. Ceci est contre-productif et les décideurs devraient travailler à la réduction de ces asymétries.

Enfin, les principes de l'OCDE n'ont qu'une portée géographique limitée et concernent principalement les pays industrialisés traditionnels. Il est encourageant de voir que l'OCDE a fait un effort particulier dans le domaine des fonds souverains pour associer une vingtaine de pays non membres à ses travaux, et a l'intention de poursuivre et de développer ce dialogue.

*LA BONNE CONDUITE DES FONDS SOUVERAINS :
CLÉ D'UNE MEILLEURE ACCEPTATION
DANS LES PAYS RÉCIPENDAIRES*

La deuxième évolution politique importante suite à l'émergence des fonds souverains a été la demande de principes de bonne conduite pour ces fonds, ce qui a amené le G7 à mandater le FMI pour étudier les moyens de mettre au point des normes internationales dans ce domaine. En octobre 2008, l'International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG) a publié les résultats de ces travaux et défini un ensemble de 24 principes et pratiques généralement acceptés (PPGA), également connu sous le nom de Principes de Santiago.

Les PPGA sont conçues comme un cadre volontaire qui est soumis aux lois, règlements et obligations nationales. Ils contribuent à la mise sur pied de dispositifs de gouvernance et de responsabilisation adéquats, ainsi que l'application de pratiques d'investissement appropriées et sur des bases saines de la part des fonds souverains. Grâce aux PPGA, l'IWG espère continuer d'augmenter le niveau de transparence et la qualité de la gouvernance des fonds souverains dans le monde, ainsi que l'engagement de poursuivre des objectifs financiers et non politiques. Dans le domaine de la transparence, les principes s'efforcent d'améliorer la publicité des stratégies d'investissement,

étendue au détail des intentions en matière d'utilisation des droits de vote, de la gestion des risques et de l'utilisation des effets de levier financiers. En matière de gouvernance, les PPGA plaident en faveur d'une meilleure information concernant la structure et les processus des organisations, avec un accent mis sur l'engagement de séparer la direction du fonds et le gouvernement de son pays d'origine.

Malgré la portée des PPGA et leur caractère volontaire, leur adoption représente, sans aucun doute, une réussite remarquable pour le FMI et les membres de l'IWG, surtout si l'on considère le défi politique de l'entreprise. Parvenir à cet accord a constitué une étape importante. En pratique, pour réussir, il faudra satisfaire à trois conditions :

- *Répondre aux attentes des parties prenantes.* Les PPGA pourront-ils répondre aux attentes des différentes parties prenantes, qui comprennent les décideurs des pays d'origine des fonds souverains et des pays d'accueil, ainsi que les intervenants des marchés et l'opinion publique ? Si les PPGA ne parviennent pas à répondre aux préoccupations principales des premiers intéressés aux futures opérations d'investissement, il y a un risque qu'elles deviennent inefficaces et les fonds souverains continueront à rencontrer des difficultés pour accéder à certaines économies et à être acceptés comme des investisseurs dignes de confiance.

- *S'assurer un soutien et une adhésion étendus.* Les fonds souverains et les pays qui les gèrent - qu'ils participent ou non à l'IWG - vont-ils accepter et adhérer dans la pratique à ces principes ? Si un fonds souverain décide de ne pas appliquer les PPGA, il restera à voir si celui-ci sera l'objet d'une attention politique plus grande, voire d'une résistance, de la part du pays d'accueil, par rapport à ceux qui participent à cette auto-régulation volontaire définie par les PPGA. En d'autres termes, l'adhésion aux PPGA pourrait être un signe distinctif, parmi les fonds souverains, qu'un fonds souverain s'engage à effectuer des investissements purement financiers et respectera des critères minimums en matière de transparence et de gouvernance.

- *Assurer la supervision et la mise en œuvre.* L'IWG et le FMI seront-ils à même de superviser et garantir la mise en œuvre des PPGA, ou y a-t-il un risque que ces engagements volontaires restent inappliqués dans les pays auxquels ils s'adressent tout spécialement ? Si l'adhésion aux PPGA devenait un label de qualité, les fonds souverains seraient obligés de traduire leurs paroles en actes. Ils devraient adhérer aux objectifs financiers et observer les critères de transparence et de gouvernance d'une manière visible pour toutes les parties prenantes. La création d'un groupe permanent de fonds souverains ayant pour objectif de faire progresser le travail sur les PPGA et de faciliter le dialogue avec les institutions officielles et les pays d'accueil sur les

événements qui concernent les opérations des fonds souverains pourrait être une initiative importante dans ce domaine.

LA PERSPECTIVE MONDIALE

Pour conclure cette discussion sur les fonds souverains et les politiques d'investissement, il peut être intéressant de situer le débat dans une perspective mondiale. Les fonds souverains et leurs investissements représente une facette d'une nouvelle phase de la mondialisation, qui porte sur la propriété des actifs mondiaux et sur une nouvelle qualité dans la participation des marchés émergents à l'économie mondiale. Comme de nombreux marchés émergents ont réalisé des progrès économiques considérables ces dernières années et deviennent plus riches, des particuliers et des institutions publiques provenant de ces économies se lancent de plus en plus dans les investissements internationaux. Cette situation a augmenté les flux de capitaux des économies émergentes vers les économies industrialisées traditionnelles et se traduit par une participation plus importante et plus active sur les marchés de capitaux mondiaux.

288 Il s'agit d'événements à la fois positifs et bienvenus, si l'on considère que - en raison des réalités économiques lors des premières phases de la mondialisation - les capitaux allaient traditionnellement des pays industrialisés vers les marchés émergents. La croissance des investissements des marchés émergents devrait les aider à obtenir un rôle plus affirmé dans la finance mondiale, qui soit davantage en adéquation avec leur importance dans l'économie mondiale.

L'évolution prévisible d'événements de ce genre et leur ampleur croissante appellent des initiatives politiques rapides et coordonnées. La stratégie de coordination du FMI concernant la transparence et la gouvernance des fonds souverains est un exemple très positif de la manière dont une initiative politique rapide et ciblée a pu amener les marchés émergents à la table des négociations, les transformant même en moteurs du processus.

Si les fonds souverains peuvent être considérés comme le présage d'une plus grande participation internationale des marchés émergents dans l'économie et la finance mondiale, leur exemple démontre qu'une intensification du dialogue augmente les chances de parvenir à des résultats politiques mutuellement acceptables. Finalement, une plus grande participation des marchés émergents dans l'élaboration des politiques financières et de la diplomatie sera nécessaire. Leur participation deviendra une condition importante à la définition de règles communes pour des marchés de capitaux mondialisés.

BIBLIOGRAPHIE

- BACKER L.-C. (2008), « The Private Law of Public Law : Public Authorities as Shareholders, Golden Shares, Sovereign Wealth Funds and the Public Law Element in Private Choice of Law », *Tulane Law Review*, vol. 82, n° 1, juin.
- FIDORA M. et al. (2008), « The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets », European Central Bank, Occasional Paper Series, n° 91, juillet.
- FISHER D. et al. (2008), « Assessing the Risks - the Behavior of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy », Monitor group, juin.
- FMI (2008), *Global Financial Stability Report*, avril.
- FMI (2008), *IMF Country Report*, n° 06/436, Washington, décembre.
- FMI (2008), *Sovereign Wealth Funds - a Work Agenda*, Washington, 29 février.
- GILSON R.-J. et al. (2008), « Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance : a Minimalist. Response to the New Mercantilism », Stanford University, Law and Economics Olin Working Paper n° 355, février.
- GREENE E.-F. et al. (2008), « Sovereign Wealth Funds - a Measured Assessment », *Capital Markets Law Journal*, vol. 3, n° 3, juin.
- INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (2008), *Sovereign Wealth Funds - Current Institutional and Operational Practices*, septembre.
- INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (2008), *Sovereign Wealth Funds - Generally Accepted Principles and Practices - Santiago Principles*, Washington, 11 octobre.
- JACKSON J.-K. (2006), *Foreign Investment and National Security : Economic Considerations*, CRS Report for Congress, Congressional Research Service, Washington, 15 mars.
- JACKSON J.-K. (2006), *The Exon-Florio National Security Test for Foreign Investment*, CRS Report for Congress, Congressional Research Service, Washington, 15 mars.
- JACKSON J.-K. (2008), *The Committee on Foreign Investments in the United States*, CRS Report for Congress, Congressional Research Service, Washington, 8 avril.
- KERN S. (2007), « Sovereign Wealth Funds - State Investments on the Rise », Deutsche Bank Research, Current Issues, septembre.
- KERN S. (2008), « SWFs and Foreign Investment Policies - an Update », Deutsche Bank Research, Current Issues, octobre.
- KOTTER J. et al. (2008), « Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets », International Finance Discussion Papers, n° 940, Board of Governors of the Federal Reserves System, août.
- MONKA. (2008), « Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate : Organizational Legitimacy, Institutional Governance and Geopolitics », mimeo, Centre for Employment, Work and Finance, Oxford University Centre for the Environment, mai.
- OCDE (2003), *A Framework for Investment Policy Transparency*, Paris.
- OCDE (2003), *Checklist for Foreign Direct Investment Incentive Policies*, Paris.
- OCDE (2003), *International Investment Perspectives*, 2007, Paris.
- OCDE (2006), *Policy Framework for Investment*, Paris.
- OCDE (2008), *International Investment Law*, Paris.
- REISEN H. (2008), « How to Spend it - Commodity and Non-Commodity Sovereign Wealth Funds », Deutsche Bank Research, Research Notes 28, juillet.
- TRUMAN E.-M. (2008), *The Rise of Sovereign Wealth Funds : Impact on US Foreign Policy and Economic Interests*, témoignage devant le Committee on Foreign Affairs, US House of Representatives, Washington, 21 mai.
- UNITED STATES GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE (2008), *Foreign Investment*, Report to the Honorable Richard Shelby, Ranking Member, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, US Senate, Report GAO-08-320, février.

