

N° 336

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2007-2008

---

---

Annexe au procès-verbal de la séance du 15 mai 2008

## RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

*au nom de la commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation (1) sur le rôle des fonds souverains,*

Par M. Jean ARTHUIS,

Sénateur.

---

(1) Cette commission est composée de : M. Jean Arthuis, *président* ; MM. Claude Belot, Marc Massion, Denis Badré, Thierry Foucaud, Aymeri de Montesquiou, Yann Gaillard, Jean-Pierre Masseret, Joël Bourdin, *vice-présidents* ; M. Philippe Adnot, Mme Fabienne Keller, MM. Michel Moreigne, François Trucy, *secrétaires* ; M. Philippe Marini, *rapporteur général* ; MM. Bernard Angels, Bertrand Auban, Mme Marie-France Beaufils, M. Roger Besse, Mme Nicole Bricq, MM. Auguste Cazalet, Michel Charasse, Yvon Collin, Philippe Dallier, Serge Dassault, Jean-Pierre Demerliat, Éric Doligé, André Ferrand, Jean-Claude Frécon, Yves Fréville, Christian Gaudin, Paul Girod, Adrien Gouteyron, Charles Guené, Claude Haut, Jean-Jacques Jégou, Alain Lambert, Gérard Longuet, Roland du Luart, François Marc, Michel Mercier, Gérard Miquel, Henri de Raincourt, Michel Sergent, Henri Torre, Bernard Vera.



## SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
<b>I. LA RÉFLEXION SUR LES FONDS SOUVERAINS : UN CONTEXTE PORTEUR.....</b>	5
<b>II. QUELQUES DONNÉES FACTUELLES SUR LES FONDS SOUVERAINS.....</b>	7
<b>III. LES PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS DE CES TABLES RONDES.....</b>	9
A. TYPOLOGIE ET STRATÉGIE DES FONDS SOUVERAINS .....	9
B. LA TRANSPARENCE ET L'ACCEPTABILITÉ DES FONDS SOUVERAINS .....	12
<b>IV. VERS UNE APPROCHE INTERNATIONALE, PRAGMATIQUE ET     NÉGOCIÉE DES FONDS SOUVERAINS.....</b>	14
A. DES INITIATIVES ENCORE ÉPARSES.....	14
1. <i>Les travaux du FMI et de l'OCDE : bonnes pratiques des fonds souverains et             politiques d'investissement des pays d'accueil.....</i>	15
2. <i>L'approche communautaire : une stratégie d'incitation sans nouvelle réglementation .....</i>	15
3. <i>Les initiatives américaine et allemande.....</i>	16
4. <i>Une approche française qui se veut équilibrée.....</i>	17
B. UNE NÉCESSAIRE ET POSSIBLE CONVERGENCE DES DOCTRINES.....	19
1. <i>Des investisseurs à traiter de manière équitable, en préservant les secteurs             directement liés à la souveraineté nationale .....</i>	19
2. <i>S'en tenir à l'actuel droit positif, harmoniser les bonnes pratiques et promouvoir             l'ouverture réciproque des marchés.....</i>	20
<b>CONCLUSION.....</b>	21
<b>PROCÈS-VERBAL INTÉGRAL DES TABLES RONDES .....</b>	23
<b>I. PREMIÈRE TABLE RONDE : LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT DES     FONDS SOUVERAINS : RENTABILITÉ À LONG TERME OU CONTRÔLE     SECTORIEL ? .....</b>	23
<b>II. SECONDE TABLE RONDE : L'ACCEPTABILITÉ ET LA « REDEVABILITÉ »     DES FONDS SOUVERAINS AUX ETATS-UNIS, EN EUROPE ET EN FRANCE .....</b>	46



## I. LA RÉFLEXION SUR LES FONDS SOUVERAINS : UN CONTEXTE PORTEUR

Nombre de « fonds souverains », c'est-à-dire des **fonds publics sous tutelle de l'Etat et dont les réserves de long terme sont gérées distinctement des réserves de change des autorités monétaires et des entreprises publiques**, ne sont pas de création récente et ont longtemps contribué au financement des déficits occidentaux, américains en particulier. Mais à la faveur de la crise des *subprimes*, le montant élevé de leurs encours, la diversification accrue de leurs investissements, leur moindre aversion au risque et le faible niveau de transparence de la plupart d'entre eux (par exemple sur la taille, la stratégie, la gouvernance du fonds et l'allocation des actifs) ont alimenté les débats et inquiétudes.

Forts de leurs ressources en devises ou matières premières, une quarantaine de fonds souverains gèrent aujourd'hui entre 2.500 et 3.500 milliards de dollars, selon les sources. **Ils sont appelés à se renforcer et incarnent un nouvel équilibre des flux financiers** à l'échelle planétaire, leurs actifs étant à la mesure des déséquilibres structurels croissants du monde occidental.

**L'appréciation de ces fonds demeure cependant ambiguë, entre opportunité et menace** : d'un côté décrits comme pourvoyeurs bienvenus de liquidités sur les marchés et « sauveurs » d'établissements financiers à court de fonds propres ; de l'autre, perçus comme des « prédateurs » susceptibles à terme de contrôler des approvisionnements énergétiques ou d'acquérir des entreprises stratégiques.

Faisant suite à son rapport d'information sur « *Le nouvel « âge d'or » des fonds souverains au Moyen-Orient* » d'octobre 2007<sup>1</sup>, la commission des finances du Sénat a entendu prendre toute sa part au débat sur le rôle de ces fonds et l'accueil que peuvent leur réserver les pays destinataires de leurs investissements. Considérant le poids financier et géostratégique des fonds souverains, **elle a ainsi organisé, le 15 mai 2008, deux tables rondes ouvertes à tous les sénateurs et au public, réunissant des professionnels d'horizons divers** : banquiers, juristes, économistes, consultant, représentant de la Commission européenne.

Le présent rapport d'information présente l'intégralité des propos qui ont été tenus lors de ces tables rondes, fait le point sur les initiatives récentes tendant à promouvoir la transparence des fonds souverains, et esquisse les voies possibles de coopération.

---

<sup>1</sup> *Rapport d'information n° 33 (2007-2008) du 17 octobre 2007 par MM. Jean Arthuis, Philippe Marini, Aymeri de Montesquiou, Philippe Adnot, Michel Moreigne et Philippe Dallier.*

### **Programme des tables rondes**

#### Première table ronde (9h30-11h) : la stratégie d'investissement des fonds souverains : rentabilité à long terme ou contrôle sectoriel ?

Quelles sont les intentions réelles des fonds souverains ? Diversifier leurs actifs dans une optique « classique » de rendement sur le long terme – à l'instar des fonds de pension anglo-saxons – ou détenir des positions clefs dans certains secteurs, tels que l'approvisionnement énergétique ou les banques ? Quel est le caractère dominant : les intérêts géostratégiques de l'Etat ou la logique d'investissement financier ? Peut-on établir une typologie des fonds selon leurs caractéristiques et stratégie ? Cette table ronde fournit des repères sur le positionnement financier de ces fonds.

Intervenants :

- M. Jean-Paul Betbèze, chef-économiste du Crédit Agricole ;
- M. François Bujon de l'Estang, président de Citi France ;
- M. Michael Doran, avocat associé, cabinet Gide-Loyrette-Nouel (Londres) ;
- M. Yves Jégourel, maître de conférences à l'Université Montesquieu-Bordeaux IV ;
- Mme Laura Restelli-Brizard, avocat associé, cabinet Squadra Associés.

#### Seconde table ronde (11h15-12h45) :

#### l'acceptabilité et la « redevabilité » des fonds souverains aux Etats-Unis, en Europe et en France

Les Etats (Allemagne, Australie, Etats-Unis par exemple), l'Union européenne et le FMI ont des projets distincts. Faut-il mettre en œuvre une approche spécifique de défense des entreprises cibles ou agir dans le cadre plus général des obligations des actionnaires, des contreparties commerciales et/ou du principe de réciprocité de la directive OPA ? Privilégier des mesures contraignantes ou un cadre négocié type « code de conduite » ? Une démarche coordonnée au niveau européen apparaît à tout le moins nécessaire. Cette table ronde explore les pistes possibles pour concilier les intérêts des Etats.

Intervenants :

- M. Pierre-Ignace Bernard, directeur associé chez McKinsey & Co ;
- M. Gilles Dard, président de Merrill Lynch France ;
- M. Pierre Delsaux, Commission européenne, direction générale du marché intérieur et des services, directeur libre-circulation des capitaux, droit des sociétés et gouvernement d'entreprise ;
- M. Igor Noskov, conseiller financier de l'ambassade de Russie en France ;
- M. Olivier Prost, avocat associé, cabinet Gide-Loyrette-Nouel (Bruxelles).

## II. QUELQUES DONNÉES FACTUELLES SUR LES FONDS SOUVERAINS

L'évaluation du montant global des encours gérés par les fonds souverains s'inscrivait début 2008 dans une fourchette comprise **entre 2.500 et 3.500 milliards de dollars**.

Selon des estimations réalisées par Morgan Stanley en mai 2007, ces actifs pourraient s'élever à 8.000 milliards de dollars en 2011 et **12.000 milliards de dollars en 2015**. Les actifs des fonds souverains représenteraient 6 % de l'encours mondial des actifs sous gestion et 2 % du volume annuel global de titres (actions et obligations) échangés. D'après les estimations disponibles, les cinq fonds les plus importants en montant sont :

- *Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA, 875 milliards de dollars) ;
- *Government of Singapore Investment Corporation* (GIC, 300 à 330 milliards de dollars) ;
- *Norway Government Pension Fund – Global* (GPFG, 322 milliards de dollars) ;
- *State Administration of Foreign Exchange* (SAFE, 312 milliards de dollars) ;
- *Kuwait Investment Authority* (KIA, 213 milliards de dollars).

**Principaux fonds souverains et estimation de l'encours**

Date de création	Pays	Nom	Encours estimé en milliards \$	Source de revenus
<b>Principaux fonds anciens</b>				
1953	Koweït	Kuwait Investment Authority (KIA)	213	Pétrole
1974	Singapour	Temasek Holdings	110	Commerce
1976	Etats-Unis	Alaska Permanent Fund	39	Pétrole
1976	Canada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	17	Pétrole
1976	E.A.U.	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	875	Pétrole
1981	Singapour	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	300	Excédents budgétaires
N.S.	Arabie Saoudite	Diverses holdings publiques (≠ fonds souverains <i>stricto sensu</i> )	290	Pétrole
1983	Brunei	Brunei Investment Agency	35	Pétrole
1990	Norvège	Government Pension Fund – Global (GPF)	322	Pétrole
1997	Chine	State Administration of Foreign Exchange (SAFE) Investment Company	311	Réserves de change
1993	Malaisie	Khazanah Nasional BHD	18	Pétrole
<b>Fonds créés depuis 2000</b>				
2000	Qatar	Qatar Investment Authority (QIA)	50	Pétrole
2000	Iran	Oil Stabilization Fund	12	Pétrole
2000	Kazakhstan	Kazakhstan National Fund (KNF)	18	Pétrole, gaz
2000	Algérie	Fonds de régulation des recettes	43	Pétrole
2001	France	Fonds de réserve des retraites	35	Prélèvements sociaux
2001	Irlande	National Pensions Reserve Fund	29	Commerce
2001	Taïwan	Taiwan National Stabilisation Fund (TNSF)	15	Devises
2002	E.A.U.	Mubadala Development Company	10	Pétrole
2003	Russie	Stabilisation Fund (SFRF)	157	Pétrole
2004	Australie	Australia Government Future Fund (AGFF)	54	N.D.
2005	Venezuela	National Development Fund	15	Pétrole
2005	Corée du Sud	Korea Investment Corporation (KIC)	30	Commerce
2006	Dubaï	Investment Corporation of Dubaï (ICD)	82	Pétrole
2007	Chili	Economic and Social Stabilisation Fund	10	Cuivre
2007	Lybie	Oil Reserve Fund	40	Pétrole
2007	Chine	China Investment Company (CIC)	200	Devises

Sources : site Internet [swfinstitute.org](http://swfinstitute.org), FMI, McKinsey

En 2007, les fonds souverains ont investi 67 milliards de dollars dans des sociétés occidentales, soit plus du tiers de l'activité mondiale de fusions-acquisitions. A compter de mai 2007 et durant la crise des *subprimes*, ils ont acquis pour environ **65 milliards de dollars de participations dans des banques et institutions financières occidentales**, essentiellement entre novembre 2007 et janvier 2008, dont près de la moitié par les deux fonds de Singapour GIC et Temasek.

**Principales prises de participation de fonds souverains  
dans des entreprises occidentales depuis mai 2007**

Date	Entreprise	Fonds	Investissement en milliards \$	Part du capital
02/05/07	HSBC	ICD (Dubai <sup>2</sup> )	1,2	N.D.
06/07	Blackstone	CIC (Chine)	3	9,9 %
05/07/07	EADS	ICD (Dubai)	N.D.	3,1 %
23/07/07	Barclays	Temasek (Singapour)	1,4	2 %
23/07/07		China Dvpt Bank	3	4,3 %
20/09/07	Carlyle	Mubadala (Abu Dhabi)	1,35	7,5 %
N.D.	Lagardère	QIA (Qatar)	N.D.	5,1 %
20/09/07	London Stock Exchange	DIFC (Dubai)	1,65	20 %
30/11/07	Almatis (sidérurgie)	ICD (Dubai)	1,2	majoritaire
26/11/07	Citigroup	ADIA (Abu Dhabi)	7,5	4,9 %
15/01/08		GIC (Singapour)	6,8	3,7 %
15/01/08		KIA (Koweït)	7,7	4,1 %
10/12/07	UBS	GIC (Singapour)	11,5	9,5 % en 2010
19/12/07	Morgan Stanley	CIC (Chine)	5	9,9 %
26/12/07	Standard Chartered	Temasek (Singapour)	1,4	18 %
N.D.	Vivendi	ADIA (Abu Dhabi)	N.D.	3 %
04/04/08	Total	SAFE (Chine)	2,7	1,6 %
12/07	Merrill Lynch	KIC (Corée)	3	2 %
24/12/07		Temasek (Singapour)	5,3	3,7 %
15/01/08		KIA (Koweït)	6,6	4,8 %

Sources : FMI, InvestorSight, Les Echos

### III. LES PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS DE CES TABLES RONDES

#### A. TYPOLOGIE ET STRATÉGIE DES FONDS SOUVERAINS

Les cinq intervenants de la première table ronde se sont exprimés sur le nouveau rôle des fonds souverains dans le capitalisme mondial et leurs stratégies d'investissement.

En premier lieu, **M. Jean-Paul Betbèze**, chef économiste du Crédit Agricole, a souligné l'accélération historique du rôle des fonds souverains, dont les réserves actuelles peuvent donner lieu à diverses interprétations : si celles-ci ne représentent que le dixième de l'encours des fonds de pension ou des fonds mutuels, leur croissance rapide ne rend pas compte de leur place croissante dans le système financier mondial, alimentée par une double rente, énergétique et de change, cette dernière étant liée à un écart de salaire élevé.

<sup>2</sup> Le fonds de Dubai Investment Corporation of Dubai, né en mai 2006 du transfert du portefeuille d'investissements du ministère des finances, détient de nombreux véhicules d'investissement et sociétés, parmi lesquelles Borse Dubai Ltd, Dubai Holdings (qui inclut Dubai International Capital et Dubai Group), Dubai World (dont le fonds de capital-investissement Istithmar est une filiale) et Tatweer.

Il a souligné la diversité des placements de ces fonds, investisseurs de long terme, et mis en garde contre le double écueil d'une vision excessivement pessimiste comme d'une analyse des fonds souverains par simple référence à d'autres acteurs mieux connus, tels que les fonds de pensions, ce qui tendrait alors à sous-évaluer leurs spécificités. Il a appelé à l'élaboration d'une réponse organisée des pouvoirs publics au niveau européen, suivant l'exemple de la réflexion en cours aux Etats-Unis, ce qui exigeait une meilleure connaissance en termes d'intelligence économique, qui prenne en compte la rationalité financière des fonds souverains.

**M. François Bujon de l'Estang**, président de Citi France, a souligné le rôle croissant des fonds souverains comme véhicules d'investissement, lié aux déficits commerciaux des pays occidentaux, à l'accélération de l'augmentation des réserves de change et à la hausse du cours du pétrole. Il a cité plusieurs exemples de prises de participation au capital de grandes sociétés, en particulier dans le secteur financier, et a établi une classification des fonds souverains en cinq catégories, selon leur gestionnaire et leur objectif.

Il a souligné que la plupart de ces fonds procédaient désormais à des investissements plus risqués et diversifiés, recourant parfois à l'effet de levier, et a dressé un bilan des bénéfices potentiels et des menaces supposées que comportait leur développement. D'une part, leur rôle d'investisseurs de long terme ayant un faible endettement permet non seulement de bénéficier de l'apport de capitaux étrangers, mais encore d'accroître les possibilités d'entrée sur des marchés émergents, sous réserve de réciprocité. D'autre part, les règles de transparence et de gouvernance doivent être adaptées aux fonds souverains, qui représentent une forme de renationalisation du capital. Il a ainsi mis en garde contre tout réflexe défensif vis-à-vis des fonds souverains, notamment ceux d'Extrême-Orient.

**M. Michael Doran**, avocat associé du cabinet Gide Loyrette Nouel à Londres, a souligné les spécificités des fonds souverains en qualité d'investisseurs en titres de dette, susceptibles également de recourir à l'effet de levier. Il a évoqué la possibilité que les fonds souverains se positionnent comme intervenants directs sur le marché du crédit, en concurrence des banques, y compris au sein de l'Union européenne. A cet égard, il a appelé à ne pas sous-estimer la capacité d'adaptation des fonds souverains et à prendre place sur ce nouveau secteur d'activité malgré leur manque d'expérience.

Puis il a mentionné les discussions entre certains fonds souverains et des agences de notation pour devenir des intervenants à part entière sur l'ensemble des segments des marchés financiers. Il a estimé cette évolution d'autant plus remarquable qu'il s'agissait encore d'investisseurs hybrides, capables de combiner les qualités des fonds d'investissement et des fonds spéculatifs et dont il fallait envisager, à l'avenir, une coopération accrue dans une perspective de maximisation du profit recherché. Il a donc appelé à considérer les fonds souverains moins comme une menace stratégique que comme des conglomérats financiers.

**M. Yves Jégourel**, maître de conférences à l'Université Montesquieu Bordeaux IV, a tout d'abord souligné, tout en le relativisant, le risque potentiel de déstabilisation du prix de l'or, des matières premières ou de l'immobilier, comme des régimes de changes. Il a ajouté qu'outre leur rôle récent de financeur en dernier ressort du secteur bancaire, les fonds souverains étaient susceptibles d'exercer un impact positif sur le financement des entreprises et la stabilité financière, compte tenu de leur vocation d'optimisation du couple rendement/risque et d'investissement de moyen et long termes, avec une faible rotation des actifs.

Concernant le risque géopolitique associé à leurs participations dans des entreprises stratégiques, il a estimé qu'il pouvait alimenter des réflexes protectionnistes unilatéraux et dommageables, motivés par des critères d'investissement extra-financiers, notamment éthiques ou religieux. Ce risque n'est cependant pas propre aux fonds souverains et se retrouve dans le rôle ambigu joué par les fonds d'investissement privés sous influence gouvernementale.

Les réponses à ce risque géopolitique sont, selon lui, de plusieurs ordres :

- tenter « *l'audacieux pari* » du code de bonne conduite afin d'améliorer la transparence et la prévisibilité de ces fonds. Cet équilibre coopératif demeure cependant difficile à trouver et donc hypothétique ;
- favoriser l'émergence d'une définition européenne des secteurs stratégiques protégés, et imposer le principe de réciprocité ;
- renforcer le rôle des fonds de capital-risque soutenant les PME stratégiques, et trouver les conditions d'une mobilisation accrue de l'épargne nationale en faveur du financement des entreprises ;
- enfin, construire une vision géostratégique de long terme, associant pouvoirs publics, « *think tanks* » et secteur privé afin d'appréhender les opportunités et menaces éventuelles liées à ce nouveau « capitalisme d'Etat ».

Enfin **Mme Laura Restelli-Brizard**, avocate associée du cabinet Squadra, a entendu répondre à la question : faut-il craindre les fonds souverains, et si oui, lesquels ? Elle a fait référence à plusieurs typologies, dont celle élaborée par le FMI, et a identifié cinq éléments caractéristiques d'un fonds souverain : la souveraineté étatique, des excédents monétaires en devises étrangères ou revenus de matières premières, l'absence de recours à l'endettement, la haute tolérance aux investissements les plus risqués et une volonté d'investir à long terme. Elle a ensuite proposé sa propre typologie en six catégories, fonction de leur caractère « agressif » ou passif sur les marchés d'actions et de leur plus ou moins grande transparence.

## ***B. LA TRANSPARENCE ET L'ACCEPTABILITÉ DES FONDS SOUVERAINS***

Les cinq intervenants de la seconde table ronde ont abordé la délicate question de l'attitude à adopter face aux fonds souverains et celle du régime juridique déjà applicable en Europe.

**M. Pierre-Ignace Bernard**, directeur associé de McKinsey & Co, a relativisé l'importance des réserves des fonds souverains à l'échelle des classes d'actifs financiers internationales, comme de leurs participations au regard des opérations de fusions-acquisitions des pays émergents vers les pays industrialisés. Une estimation de la répartition des encours des fonds souverains, par classe d'actifs et par zone géographique, révèle également que les prises de participation potentiellement « actives » au capital de sociétés étrangères demeurent nettement inférieures, avec 200 milliards de dollars, aux participations de nature équivalente dans des sociétés domestiques (1.936 milliards de dollars).

La réalisation d'investissements pour un montant élevé et une part significative du capital peut, en revanche, exercer un effet éventuellement perturbant. Il a dès lors évoqué trois pistes de solutions « *minimalistes* » pour améliorer l'acceptabilité des fonds souverains : l'articulation des modes de gouvernance des fonds, la formalisation de leurs procédures opérationnelles et de leur politique d'investissement, et une meilleure communication des fonds sur leurs sources de financement, leurs objectifs d'investissement, les principes directeurs de leur fonction d'actionnaire et le rôle du gouvernement.

**M. Gilles Dard**, président de Merrill Lynch France, a fait part de l'expérience récente de sa société<sup>3</sup>. Il a considéré que la réactivité des fonds souverains avait bénéficié à Merrill Lynch, qui était satisfaite de disposer de tels actionnaires se comportant en investisseurs passifs et de long terme, détenant une longue expérience des marchés, et constituant un gage de confiance dans les perspectives de la banque.

Il a exposé certaines tendances de la stratégie d'investissement des fonds souverains et a estimé que la phase actuelle de hausse de leur exposition aux classes d'actifs plus risquées, qui pourrait à terme atteindre 6.000 milliards de dollars, ne contribuerait sans doute pas à modifier substantiellement le prix de ces actifs. En revanche, les fonds seraient conduits à diversifier leurs placements dans des actifs non libellés en dollars, accentuant ainsi les pressions à la baisse sur cette devise, et auraient davantage recours à la gestion intermédiée.

S'agissant de la transparence des fonds souverains, il a comparé le fonds de pension du gouvernement norvégien, dont l'allocation d'actifs (60 % en actions) et l'objectif de rendement annuel (6 à 6,5 %) étaient publics, et qui recourait largement aux gérants externes, et la *China Investment Corporation*

---

<sup>3</sup> *Merrill Lynch a levé sur les marchés pour 12,8 milliards de dollars de capital en décembre 2007 et janvier 2008 sous forme d'actions préférentielles, dont 9 milliards de dollars ont été souscrits par trois fonds souverains (Temasek, KIA et KIC, cf. tableau supra).*

(CIC), plus opaque, mais dont le lien capitaliste avec Blackstone pourrait induire une évolution favorable.

**M. Pierre Delsaux**, directeur libre-circulation des capitaux, droit des sociétés et gouvernement d'entreprise à la Commission européenne, a ensuite relativisé la nouveauté comme l'importance du phénomène des fonds souverains, et exposé certains enjeux du débat actuel sur leur influence. Il a estimé que la réponse de l'Union européenne à leur développement était bien commune à l'ensemble des Etats membres, dans la mesure où le Traité CE garantit la liberté de circulation des capitaux, à la fois entre Etats membres et entre ces Etats et des Etats tiers, sans distinguer entre investisseurs publics et investisseurs privés. L'Europe est donc « ouverte » aux fonds souverains, même si le droit communautaire autorise les Etats membres à protéger leurs intérêts « stratégiques », notion interprétée par la Cour de justice des communautés européennes (CJCE) dans un sens restrictif.

Dans le respect des principes communautaires, chaque Etat membre a pu se doter d'une législation propre sur les investissements internationaux. En vue de fixer une doctrine commune sur les fonds souverains, le Conseil Ecofin, en février 2008, a validé une recommandation de la Commission européenne, qui estime qu'un renforcement de la réglementation en vigueur n'est pas approprié et préconise la mise en place de codes de bonne conduite, librement adoptés par les fonds souverains.

M. Pierre Delsaux a fait état des premières réactions des représentants de fonds souverains à cette recommandation. D'une part, ils estiment que des règles identiques doivent s'appliquer aux autres investisseurs, capital-investissement et fonds spéculatifs notamment ; d'autre part, ils appellent la Communauté européenne à faire également preuve de transparence, s'agissant de sa politique à l'égard des fonds souverains. Enfin, il a estimé que le principe d'ouverture du marché européen aux investissements internationaux, dans la mesure où il s'était révélé bénéfique à l'Europe, devait être maintenu, mais sans « naïveté » des acteurs.

**M. Igor Noskov**, conseiller financier à l'ambassade de la Fédération de Russie en France, a fait part de son regret que le débat actuel sur les fonds souverains se soit déplacé du terrain économique au plan politique. Il a estimé que l'accueil réservé à un fonds souverain était fonction de l'image de son pays de rattachement, mais que la Russie s'était ouverte aux investissements étrangers.

Il a indiqué que la hausse du prix des ressources naturelles avait assuré à la Fédération des réserves de change qui alimentent son Fonds de stabilisation, dont il a décrit le fonctionnement des deux fractions, le « fonds de réserve », doté de 125,4 milliards de dollars au 1<sup>er</sup> avril 2008, et le « fonds du bien-être national », disposant de 32 milliards de dollars. Il a indiqué que le ministre des finances produisait des rapports de gestion réguliers au gouvernement, qui en rendait compte au Parlement.

Il a jugé que, dans le contexte de la crise financière actuelle, l'activité des fonds souverains pouvait contribuer à restaurer la confiance des acteurs du marché, et que les analyses véhiculées par la presse économique, notamment française, sur le « danger » qu'ils représenteraient pour les économies occidentales, étaient excessives. Il a appelé au respect des règles de libre concurrence et à l'abandon des velléités protectionnistes qui pouvaient se faire jour à l'encontre des fonds souverains. Il a également considéré que la réciprocité consisterait à traiter de manière identique les investisseurs publics et les investisseurs privés, en particulier les *hedge funds*.

Enfin, **M. Olivier Prost**, avocat associé au cabinet Gide Loyrette Nouel à Bruxelles, a montré que les fonds souverains évoluaient dans un cadre juridique d'ores et déjà substantiel, tenant aux règles communautaires applicables aux mouvements de capitaux, à l'encadrement des mesures restrictives prises par les Etats membres (telles que le décret français dit « anti-OPA » du 30 décembre 2005), au contrôle de la Commission européenne sur les concentrations, et à la réglementation internationale des services financiers dans le cadre de l'OMC.

S'interrogeant sur la nécessité d'envisager une réglementation spécifique pour les fonds souverains, il a préconisé de limiter les possibilités de restrictions aux seules menaces graves et bien établies pour l'économie d'un pays. Selon lui, c'est dans cette direction que se dirigent les récentes initiatives internationales, du FMI comme de la Commission européenne. Si la notion de réciprocité doit être utilisée « *avec précaution* », le régime organisé par la directive relative aux OPA lui paraît bien correspondre aux dispositifs qu'il convient de mettre en oeuvre.

#### **IV. VERS UNE APPROCHE INTERNATIONALE, PRAGMATIQUE ET NÉGOCIÉE DES FONDS SOUVERAINS**

##### ***A. DES INITIATIVES ENCORE ÉPARSES***

La prise de conscience, à la faveur de la crise des *subprimes*, du rôle central des fonds souverains dans les mouvements de capitaux et de leur niveau variable de transparence, a conduit les autorités politiques des pays industrialisés à promouvoir un cadre cohérent de réalisation de ces investissements, tant du point de vue des fonds souverains que des pays d'accueil.

**Ces démarches sont encore insuffisamment coordonnées** puisqu'aux trois principales initiatives internationales, sous l'égide du FMI, de l'OCDE et de la Commission européenne, sont venues se greffer des démarches et réflexions nationales, en particulier aux Etats-Unis, en Allemagne et en France. La « doctrine » du gouvernement français a ainsi été formalisée dans le rapport remis le 22 mai 2008 par M. Alain Demarolle,

inspecteur des finances, à Mme Christine Lagarde, ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi.

### **1. Les travaux du FMI et de l'OCDE : bonnes pratiques des fonds souverains et politiques d'investissement des pays d'accueil**

A l'occasion des assemblées annuelles du FMI et de la Banque mondiale le 19 octobre 2007, le G7 a demandé aux différentes institutions financières internationales de définir des bonnes pratiques pour les fonds souverains et les pays accueillant leurs investissements. Les travaux du FMI sont plutôt orientés vers les fonds souverains, et ceux de l'OCDE vers les pays destinataires.

Le **comité de l'investissement de l'OCDE** s'est ainsi attaché à décliner au cas des fonds souverains les **quatre principes** (non-discrimination, transparence, prévisibilité et proportionnalité) applicables aux mesures de contrôle des investissements étrangers, adoptés par les chefs d'Etat et de gouvernement du G8 le 8 juin 2007. Un premier rapport intitulé « *Fonds souverains et politiques des pays d'accueil* » a été adopté par le comité exécutif le 6 mai 2008 et fait référence à d'autres principes de libéralisation déjà applicables aux Etats membres de l'OCDE (libéralisation progressive, interdiction de nouvelles restrictions, et non-réciprocité), et le rapport final doit être achevé au printemps 2009.

Le conseil d'administration du **FMI** a quant à lui adopté un programme de travail le 21 mars 2008, qui prévoit d'ici octobre 2008 l'adoption, à l'issue d'une démarche consultative, d'un **recueil de bonnes pratiques** selon trois axes (transparence, structure institutionnelle et gouvernance), auxquelles l'adhésion se ferait sur une base volontaire, plutôt que d'un code de bonne conduite contraignant.

Le rapport de M. Alain Demarolle, précité, souligne à raison **trois failles** des travaux de ces deux institutions : un décalage temporel compte tenu des échéances d'adoption des textes, un déséquilibre quant à leur portée contraignante, et l'absence de régime d'accueil des investissements étrangers dans les pays d'origine des principaux fonds souverains, qui ne sont pas membres de l'OCDE à l'exception de la Norvège.

### **2. L'approche communautaire : une stratégie d'incitation sans nouvelle réglementation**

Dans un communiqué du 27 février 2008, la Commission européenne a proposé une stratégie commune sur les fonds souverains, acceptée par les Etats membres lors du Conseil européen des 13 et 14 mars 2008 et ayant pour objet d'« *inciter les pays détenteurs de fonds souverains à s'entendre sur un*

*code de déontologie, avant la fin de l'année 2008 dans la mesure du possible ».*

Sa teneur équilibrée entend prévenir les tentations protectionnistes des Etats membres et tend à écarter toute nouvelle réglementation portant spécifiquement sur le contrôle des investissements des fonds souverains, qui serait de nature à donner une image restrictive de l'Union européenne. La communication fixe ainsi **cinq principes** :

- l'**attachement au principe d'ouverture aux investissements**, tant dans l'Union européenne que le reste du monde, notamment dans les pays tiers qui gèrent des fonds souverains ;

- un appui aux travaux multilatéraux menés dans des organisations internationales telles que le FMI et l'OCDE ;

- une **utilisation des instruments existants** aux niveaux de l'Union européenne et des Etats membres ;

- le respect des obligations liées au Traité CE et des engagements internationaux, par exemple dans le cadre de l'OMC ;

- la proportionnalité et la transparence.

La communication expose également certaines normes fondamentales de gouvernance et de transparence appelées à figurer dans le code de déontologie préparé par le FMI, reconnu comme la solution la plus efficace et proportionnée. En matière de **gouvernance**, les recommandations ont ainsi trait à une séparation claire des responsabilités et à la publication de la stratégie et des objectifs d'investissement du fonds, des principes déterminant la relation entre le fonds et les autorités gouvernementales, des principes généraux de gouvernance interne et de la stratégie de gestion des risques.

Quant aux normes en matière de **transparence**, elles se résument à l'exercice des droits de vote et à la publication annuelle des positions d'investissement, de la répartition des actifs, de l'utilisation de l'effet de levier, de la ventilation par devise, du volume et de la provenance des ressources, et de publication de la réglementation du pays d'origine et des règles de surveillance applicables au fonds.

### **3. Les initiatives américaine et allemande**

**Les Etats-Unis ont opté pour une approche bilatérale plus opérationnelle** et ont adopté, le 20 mars 2008, une déclaration commune avec des représentants des gouvernements d'Abu Dhabi et de Singapour et des fonds souverains ADIA et GIC. Si l'esprit de cette déclaration est conforme à

celui des travaux du FMI et de la Commission européenne, les bonnes pratiques qu'il met en œuvre diffèrent<sup>4</sup>.

Elle est ainsi **moins contraignante en matière de gouvernance**<sup>5</sup> et ne comporte pas de publication sur l'exercice des droits de vote, la composition du portefeuille par devise ni sur le volume et l'origine des ressources, informations qui pourraient être perçues par les fonds comme source de désavantage compétitif si elles étaient publiques<sup>6</sup> (en particulier par rapport aux *hedge funds* et fonds de capital-investissement). L'approche américaine prévoit néanmoins une déclaration garantissant que les investissements sont motivés par des considérations uniquement commerciales et financières, une concurrence équitable avec le secteur privé et le respect des normes du pays d'accueil.

**Cet accord connaît un certain succès** puisqu'il a été élargi avec la constitution d'un groupe de travail composé d'une vingtaine de fonds, placé sous la coprésidence de Temasek et ADIA, qui a annoncé mi-juillet 2008 être en mesure de présenter un code qui « *rende compte de façon satisfaisante des pratiques et objectifs de placement* ».

**Le gouvernement allemand a, pour sa part, adopté le 20 août 2008 un projet de loi protecteur**, dont la compatibilité avec le Traité CE n'est pas encore assurée. Il permet en effet au ministère de l'économie de s'opposer à toute prise de participation d'un investisseur non-européen (donc parmi lesquels l'essentiel des fonds souverains), supérieure à 25 % des droits de vote ou du capital d'une entreprise allemande, dès lors qu'elle serait constitutive d'une menace à « *l'ordre et la sécurité publics* ». La réforme de cette législation, dont le principe avait été décidé il y a plus d'un an, s'inscrit dans une tendance générale à un **renforcement du caractère restrictif des réglementations sur les investissements étrangers**.

#### **4. Une approche française qui se veut équilibrée**

La nouvelle réglementation française, prévue par le décret n° 2005-1739 du 30 décembre 2005 qui comporte une liste précise de 11 secteurs soumis à autorisation ministérielle dans les domaines de la défense (4 secteurs) et de la sécurité publique (7 secteurs), se révèle plus souple que celle de plusieurs de ses principaux partenaires, en particulier l'Allemagne, les

---

<sup>4</sup> Le rapport précité de M. Alain Demarolle (pages 18 et 19) comporte ainsi un utile tableau comparatif des bonnes pratiques proposées par la Commission européenne, le FMI (du moins avant publication de son rapport définitif) et l'accord conclu par les Etats-Unis.

<sup>5</sup> Il n'est pas prévu, par exemple, de publication d'une politique d'investissement définissant les objectifs du fonds, des principes généraux sur les relations du fonds avec les autorités gouvernementales, ni des principes généraux de gouvernance interne garantissant l'intégrité.

<sup>6</sup> De telles informations sont cependant, en pratique, susceptibles d'être communiquées aux investisseurs sur une base individuelle.

Etats-Unis et le Japon. **La lettre comme l'application de ce dispositif contrastent avec l'image de notre pays**, encore perçu comme peu ouvert par les investisseurs étrangers et plus particulièrement les fonds souverains.

A ce titre, **le rapport précité de M. Alain Demarolle témoigne d'une approche « bienveillante » à l'égard des fonds souverains** et souligne le caractère « *fondamentalement positif* » de leur montée en puissance, en dépit de légitimes interrogations. Il rappelle opportunément que la quasi-totalité des tentatives récentes de prises de contrôle d'entreprises considérées comme stratégiques ont été le fait d'entreprises publiques et non de fonds souverains, et que ces derniers constituent de précieux investisseurs et **n'ont de manière générale ni les moyens ni la volonté de fonder un projet de contrôle industriel.**

Dans un contexte de compétition accrue entre nations industrialisées et de raréfaction du capital, **la France a besoin des fonds souverains** (qui ont de fait été le plus souvent sollicités par des entreprises françaises avant d'investir dans leur capital) **et peut faire valoir trois principaux atouts** en tant que destination de leurs investissements : des entreprises performantes correspondant aux priorités d'investissement de ces fonds, un régime ciblé et sûr de contrôle des investissements étrangers (cf. *supra*), et l'absence de toute discrimination ou réglementation visant spécifiquement les fonds souverains.

Le rapport promeut *in fine* **trois orientations** pour une stratégie française efficace d'accueil des fonds souverains :

- établir un dialogue confiant avec ces investisseurs, c'est-à-dire définir clairement nos attentes et exigences de transparence<sup>8</sup>, refuser tout traitement discriminatoire (notamment par rapport aux *hedge funds* et capital-investisseurs), et **formaliser des engagements réciproques** d'ici la fin de l'année 2008 ;

- favoriser un dialogue productif pour les entreprises françaises : promouvoir les secteurs d'investissement de long terme et peu couverts par les marchés (en particulier les énergies renouvelables et le renforcement des fonds propres des PME, le cas échéant en partenariat avec la Caisse des dépôts et consignations) et renforcer la participation des professionnels français de la finance à la gestion déléguée et la modernisation de ces fonds ;

- **fonder ce dialogue sur le principe de réciprocité** aux niveaux national et communautaire. Ce principe doit trouver à s'appliquer à l'accès des investissements français et européens aux pays d'origine des fonds souverains, à toute réglementation européenne des investissements étrangers par secteur, et au droit boursier *via* l'exception de réciprocité retenue par la France et

---

<sup>7</sup> En 2006 et 2007, le ministre de l'économie s'est prononcé sur 69 opérations. **Aucune n'a fait l'objet de refus** et des engagements ont été demandés à l'investisseur dans un peu plus d'un cas sur deux.

<sup>8</sup> Le rapport retient à cet égard trois critères présentés comme nécessaires et suffisants : quels critères d'investissement ? Quel rôle des autorités politiques dans la définition et le contrôle de la politique d'investissement ? Quelle conception du rôle d'actionnaire ?

d'autres Etats membres lors de la transposition de la directive sur les offres publiques d'acquisition (OPA).

## ***B. UNE NÉCESSAIRE ET POSSIBLE CONVERGENCE DES DOCTRINES***

### **1. Des investisseurs à traiter de manière équitable, en préservant les secteurs directement liés à la souveraineté nationale**

Dans un contexte économique particulièrement heurté et d'attrition des moyens de financement des entreprises, **les fonds souverains représentent une opportunité** pour les économies occidentales. Ils disposent d'une expertise de plus en plus reconnue en matière de gestion de leurs réserves, et peuvent se forger une image de prescripteurs pour les choix de placement, à l'instar des grands fonds de pension et fonds d'investissement.

Comme plusieurs intervenants des tables rondes l'ont souligné, **leur impact bénéfique en tant que pourvoyeur de fonds propres doit toutefois être relativisé** au regard du volume global des capitalisations et transactions boursières.

Les inquiétudes passées et actuelles sur les intentions réelles des fonds souverains vont vraisemblablement s'apaiser à mesure que leurs prises de participation se banaliseront. Cette banalisation pourrait également se traduire par une plus grande porosité entre des stratégies d'investissement qui relevaient d'acteurs jusqu'à présent différenciés : participation minoritaire dans des PME, recours à l'effet de levier de la dette, exposition à des produits dérivés.

Il reste que l'exigence principale pour les pays destinataires, et la France en particulier, est, de façon légitime et compréhensible pour les pays tiers, de **préserver le capital et le savoir-faire des entreprises dont l'activité concerne directement la souveraineté et la défense du pays**. Bien qu'une plus grande homogénéité et lisibilité soient en la matière souhaitables, la diversité des réglementations nationales paraît aujourd'hui inévitable. La France doit donc mettre en avant la précision et la sécurité juridiques de son propre dispositif, qui n'a aucun caractère discriminatoire à l'encontre des fonds souverains et se révèle moins extensif et sujet à interprétations que les régimes américain ou allemand.

Notre pays peut également **renforcer la sécurité fiscale** des fonds souverains, généralement traités comme des investisseurs privés (à la différence des banques centrales et gouvernements), sans compromettre les intérêts financiers de l'Etat. La renégociation de certaines conventions fiscales, notamment avec la Chine et la Russie, constitue à cet égard un préalable, sans préjudice de la voie du rescrit.

## **2. S'en tenir à l'actuel droit positif, harmoniser les bonnes pratiques et promouvoir l'ouverture réciproque des marchés**

Ainsi que l'a opportunément souligné M. Olivier Prost dans son intervention, les fonds souverains **ne réalisent pas leurs investissements dans un vide juridique**. Outre les régimes nationaux de protection de certains secteurs évoqués *supra*, ils sont susceptibles d'être soumis aux règles de l'OMC et à celles, largement harmonisées au niveau communautaire, de contrôle des concentrations, d'organisation des offres publiques et de transparence de l'information des marchés (en particulier les déclarations de franchissement de seuil).

**La prise en compte des spécificités des fonds souverains relève plutôt du « droit mou »** – bonnes pratiques et code de conduite –, dont il faut rechercher la plus grande harmonisation possible au plan international. A cet égard, les principes de gouvernance et de transparence promus par le FMI, l'OCDE et la Commission européenne ne sont pas fondamentalement originaux, relèvent d'une approche assez classique des investisseurs et devraient pouvoir converger. L'adhésion des fonds souverains sera toutefois fonction de leur perception du caractère équitable, pérenne et non-discriminant de ces initiatives.

Le parallélisme des engagements, de la part des fonds et des pays d'accueil de leurs investissements, **doit s'accompagner de progrès dans la réciprocité de l'ouverture commerciale**.

Le principe de réciprocité a plusieurs facettes. Sur le plan boursier, l'exception de réciprocité opposable à tout initiateur d'une OPA, selon des critères d'équivalence des normes de gouvernance et sans discrimination relative au statut juridique, est d'ores et déjà applicable dans une majorité d'Etats européens, qui ont décidé de la transposer. Les incertitudes sur sa portée et son interprétation requerront cependant la constitution d'une jurisprudence des autorités de marché, et le cas échéant des juridictions, et d'en faire un usage raisonnable et ciblé sur des cas de dissymétrie trop évidente des règles du jeu.

On ne peut occulter que **la réciprocité peut se révéler à double tranchant** en matière commerciale et d'investissement, car elle peut attiser les tentations protectionnistes plutôt que faciliter un alignement par le haut des pratiques de transparence. La promotion de l'ouverture commerciale dans certains pays émergents requiert donc de faire preuve de diplomatie, de patience et de persuasion sur les bénéfices mutuels escomptés, en s'appuyant sur des conventions fiscales et des accords de protection des investissements renouvelés.

\*

\*

\*

## CONCLUSION

L'avènement des fonds souverains et la montée en puissance des moyens dont ils disposent nous livrent au moins trois enseignements pour notre propre économie.

En premier lieu, ils sont le miroir de nos déficits commerciaux et financiers comme de nos retards et attermolements face aux réformes structurelles et aux exigences de compétitivité de notre économie.

Deuxième enseignement, les déséquilibres dont nous souffrons multiplient nos besoins de financement. Leur ampleur ne nous permet pas de nous dispenser des fonds souverains.

Enfin, les mouvements en cours sont en voie d'accélération. S'ils devaient se prolonger, l'essentiel des centres de décision, du patrimoine immobilier et de notre endettement collectifs échapperait à notre contrôle. A leur façon, les fonds souverains nous aident donc à prendre conscience de l'urgence et de la nécessité des réformes. Ainsi, dans une certaine mesure, nos « dettes souveraines » hypothèquent la constitution de fonds souverains français.



## PROCÈS-VERBAL INTÉGRAL DES TABLES RONDES

### I. PREMIÈRE TABLE RONDE : LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT DES FONDS SOUVERAINS : RENTABILITÉ À LONG TERME OU CONTRÔLE SECTORIEL ?

#### Participants :

- M. Jean-Paul Betbèze, chef économiste du Crédit Agricole ;
- M. François Bujon de l'Estang, président de Citi France ;
- M. Michael Doran, avocat associé, cabinet Gide Loyrette Nouel (Londres) ;
- M. Yves Jégourel, maître de conférences à l'Université Montesquieu Bordeaux IV ;
- Mme Laura Restelli-Brizard, avocate associée, cabinet Squadra Associés.

La table ronde est animée par M. Jean Arthuis, président de la commission des finances du Sénat.

#### **M. Jean Arthuis, président de la commission des finances du Sénat**

Mesdames et Messieurs, nous allons ouvrir la première des deux tables rondes consacrées aux fonds souverains.

Ces derniers ne sont pas une création récente. Toutefois, ils n'ont sans doute jamais suscité autant d'attention. Certains d'entre eux ont investi pendant longtemps, de façon discrète, l'essentiel de leurs avoirs dans des titres de dettes de pays industrialisés. La crise des *subprimes*, en 2007, a cependant révélé une nouvelle étape dans la stratégie d'investissement de ces fonds et peut-être dans le capitalisme mondial. En participant massivement aux recapitalisations des banques en crise, les fonds souverains sont apparus, en quelque sorte, comme les sauveurs d'une industrie financière menacée par ses propres turpitudes. Ils se sont également illustrés par certains investissements dans des entreprises de secteurs considérés comme stratégiques tels qu'EADS, la bourse de Londres ou bien Total.

D'une certaine façon, ainsi qu'a pu le souligner M. Jean-Paul Betbèze dans un récent ouvrage leur étant consacré, les fonds souverains sont en partie le miroir des ajustements que les grands pays n'ont pas accomplis, des réformes qu'ils n'ont pas menées et des excès qu'ils ont commis. Au fond, ce sont les déficits des grands pays qui assurent le financement des fonds souverains.

Compte tenu de la forte croissance de leurs réserves, évaluées à 12.000 milliards de dollars pour 2015, de leur moindre aversion au risque et de la diversification de leurs placements, ces fonds rappellent immanquablement l'étonnement créé par l'affluence des fonds de pension dans les années 80 et 90.

Mais leur caractère de fonds d'Etat, la nature de leurs ressources (matières premières ou réserves de change) et leur impact potentiel sur les marchés leur confèrent nécessairement un contenu politique. On ne peut sérieusement séparer les rationalités politique et économique. Or l'opacité de la plupart de ces fonds entre en contradiction avec cette dimension politique et leur responsabilité fiduciaire de fonds publics et alimente ici et là de légitimes inquiétudes. Plusieurs initiatives, pour l'instant concurrentes, de la Commission européenne, du FMI, de l'OCDE et des Etats-Unis tentent d'aboutir à un compromis entre transparence et ouverture. L'approche privilégiée est celle du code de bonne conduite négocié, indépendamment du droit commun de la protection des secteurs stratégiques. Il nous reste à déterminer si cette solution est la meilleure. Car la voie, convenons-en, est étroite, même si elle est mutuellement profitable à la liberté du commerce et des marchés, la préservation des intérêts stratégiques et de la stabilité financière, et à une certaine normalisation de la gouvernance des fonds souverains.

Nos deux tables rondes réunissent des spécialistes de divers horizons. Je tiens à les remercier tout particulièrement de leur présence.

Ces tables rondes aborderont les questions que je souhaiterais brièvement rappeler. Tout d'abord, la stratégie d'investissement des fonds souverains repose-t-elle sur une rentabilité à long terme ou un contrôle sectoriel ? Le débat consacré à ce sujet doit fournir des repères sur le positionnement financier de ces fonds. Quel est leur caractère dominant ? Visent-ils à défendre les intérêts géostratégiques de l'Etat ou suivent-ils une logique financière ? Est-il possible d'établir une typologie des fonds selon leurs caractéristiques et leurs stratégies, par exemple en distinguant ceux qui sont alimentés par les rentes de matières premières et ceux constitués de réserves de change ? Tel est l'objet de la première table ronde.

La seconde table ronde tentera de répondre à la question suivante : comment rendre les fonds souverains plus acceptables et plus responsables ? Faut-il privilégier des mesures contraignantes ou un cadre négocié, s'en remettre à une approche spécifique au secteur ou à l'entreprise ou à un principe général de réciprocité, tant commerciale qu'en matière de transparence ? La problématique de l'accueil des fonds souverains vient aussi renforcer l'ardente obligation de développer en Europe et singulièrement en France des fonds d'investissement publics propres à mobiliser l'épargne sur le long terme et à structurer les actionnaires stables. Mais chacun sait que, pour financer des fonds souverains, il est nécessaire de commencer par équilibrer les comptes publics et dégager des excédents. Il ne faudrait pas qu'on puisse dire qu'il y a, d'un côté, ceux qui possèdent les fonds souverains, et, de l'autre côté, ceux qui ont les dettes souveraines.

Nous allons ouvrir la première table ronde à laquelle participent M. Jean-Paul Betbèze, chef économiste du Crédit Agricole, M. François Bujon de l'Estang, président de Citi France, M. Michael Doran, avocat associé au cabinet Gide Loyrette Nouel à Londres, M. Yves Jégourel, maître de conférences à l'Université de Montesquieu Bordeaux IV, et Mme Laura Restelli-Brizard, avocate associée au cabinet Squadra Associés.

M. Jean-Paul Betbèze, chef économiste au Crédit Agricole, veut-il bien ouvrir la séquence des communications ?

Je demande à chaque intervenant d'être concis dans ses propos, de manière à nous permettre d'avoir un échange avec les sénateurs ici présents et la salle. M. Jean-Paul Betbèze, vous avez la parole.

**M. Jean-Paul Betbèze, chef économiste du Crédit Agricole**

Merci M. le Président. Le sujet dont il est question lors de cette table ronde constitue un sujet majeur. En effet, depuis peu de temps, les fonds souverains, qui représentaient souvent par le passé des fonds souterrains, ont pris possession du devant de la scène, notamment parce qu'ils sont devenus indispensables et qu'il n'est plus possible pour nos économies de s'en passer.

J'ai quelques graphiques à vous présenter. Par ailleurs, je signale au passage que le Cercle des économistes, sous ma houlette, a publié, par le biais des Presses universitaires de France, un cahier sur les fonds souverains, en vente libre dans toutes les bonnes librairies. Ce document rassemble un ensemble de contributions dont un avant-propos du Gouverneur de la Banque de France.

**M. Jean Arthuis**

Je vous en recommande la lecture en effet.

**M. Jean-Paul Betbèze**

Merci. Les actifs sous gestion des fonds souverains correspondent à 3,3 trillions de dollars, soit le dixième des actifs gérés par les fonds de pension ou les *mutual funds* et le sixième des actifs gérés par les fonds d'assurances du monde. Toutefois, selon certains, ces fonds souverains qui ont pris une place importante en peu de temps sont amenés à se développer de plus en plus et à se substituer aux autres fonds indexés, d'une certaine manière, au PIB et aux richesses des pays auxquels ils sont liés. De ce point de vue, si les fonds de pension et les fonds mutuels appartiennent aux pays développés, les fonds souverains, eux, viennent des pays émergents qui ont la chance de connaître une croissance quatre fois à cinq fois supérieure à celle des autres.

Par conséquent, faisons très attention à ce que disent les chiffres. Si les fonds de pension ou mutuels sont dix fois plus importants, en termes de volume, que les fonds souverains, ces derniers augmentent beaucoup plus vite que les premiers. Par ailleurs, ils ont une double source : le pétrole et le gaz d'un côté qui fournissent une rente aux pays qui possèdent ces matières premières sur leurs territoires, les réserves monétaires liées à des politiques de change et synonymes de rente monétaire d'un autre côté.

Ces deux rentes ont pour caractéristique de s'inscrire dans la durée. Le gaz et le pétrole vont donner des ressources aux pays qui en détiennent dans les prochaines années et la sous-valorisation de monnaies, notamment du yuan, est partie pour durer longtemps. Elles alimentent les fonds souverains de manière importante et,

comme vous pouvez le constater sur le graphique, le seul d'entre eux attaché à un pays ancien est celui de Norvège, pays riche de pétrole et de gaz.

La rente monétaire s'explique aussi par le fait que certains pays bénéficient d'avantages salariaux. Par exemple, le salaire moyen est vingt fois plus faible en Chine qu'en Europe ou aux Etats-Unis. Cet atout, cumulé à celui qu'offre une monnaie sous-évaluée, permet à des Etats d'engranger de nombreuses liquidités.

Dans les fonds souverains, c'est le mot souverain qui pose problème. Je me trouvais, la semaine dernière, à Washington, et, la semaine précédente, à Los Angeles pour assister à une réunion rassemblant des représentants de grands fonds, selon lesquels le comportement des fonds souverains serait compréhensible s'ils cherchaient à maximiser leurs profits. Mais leur attitude étant différente de celle des autres fonds car étant, par nature, rattachés à des pays, ces fonds inquiètent. Ils ne sont pas jugés de la même espèce que les fonds de pension ou mutuels. C'est pourquoi on se demande quelle est leur profondeur de champ, leur résistance aux chocs et leur stratégie, la lettre « s » de souverain pouvant renvoyer au mot « stratégie ».

C'est cette particularité qui pose souci. M. le Président, vous avez évoqué tout à l'heure la crise financière et bancaire actuelle. Or celle-ci a donné aux fonds souverains une place importante et contribué à les mettre sur le devant de la scène. Il y a plus de 18 mois, les autorités américaines ont refusé, pour des intérêts stratégiques, à un fonds souverain de Dubaï, d'acquérir des ports aux Etats-Unis et à un autre fonds d'acheter des parts dans une société spécialisée dans la recherche de pétrole. Or, il y a quelques mois, preuve qu'ils sont devenus incontournables, certains fonds souverains ont été autorisés, toujours pour des raisons stratégiques, à entrer dans le capital de Citigroup et UBS, entre autres.

Par le fait de la crise bancaire et financière, qui est alimentée par le désir de quelques-uns de s'affranchir des règles en vigueur et est responsable de deux mouvements procycliques (une montée des prix suivie de leur baisse, avec une valorisation *mark to market* des titres en portefeuille), leurs ressources sont devenues nécessaires à certains groupes. La valorisation *mark to market* consiste à apprécier les actifs au prix le plus faible, ce qui conduit à contraindre les systèmes de financement, ce prix le plus faible déterminant le prix du plus fort, celui qui pourra résister le plus. De fait, la situation actuelle selon laquelle la valorisation *mark to market* conduit à des dépréciations massives, au moins d'un point de vue comptable, et donc à des diminutions de fonds propres et des besoins de financement que peuvent satisfaire presque uniquement les fonds souverains, devrait durer jusqu'au deuxième trimestre de cette année.

C'est l'intervention de ces fonds, non pas sous forme d'actions, mais de placements rémunérés avec des taux de rendement situés entre 10 % et 11 %, dans des lieux décisifs de la finance, qui s'avère problématique. Leurs responsables ne demandent pas pour l'instant à siéger dans les conseils d'administration des entreprises dans lesquelles ils investissent. Ils s'apparentent à des acteurs intervenant sur de longues périodes et se sachant indispensables. En même temps, ils sont éduqués et ont conscience, en tant que représentants de fonds souverains, qu'ils peuvent porter certaines exigences et d'autres pas.

De manière générale, il est préférable, pour une entreprise, d'avoir un fonds souverain dans son capital que pas du tout ; cette présence lui assurant de profondes liquidités et lui offrant une porte d'entrée et donc la possibilité de se développer sur le territoire dont est originaire le fonds. Ainsi, les banques américaines qui ont ouvert leur capital à des fonds souverains chinois ont pu accroître leurs activités en Chine. En revanche, celles déjà présentes dans ce pays et qui n'abritent en leur sein aucun fonds souverain chinois ont dû revoir leur ambition de conquête de ce marché à la baisse. Par conséquent, les fonds souverains sont à l'origine, non seulement dans les pays où ils investissent, mais aussi dans les Etats dont ils dépendent, d'écarts de compétitivité considérables.

Certains d'entre eux sont les clients des banques, donc les miens. Il m'arrive donc de leur conseiller d'investir en euros, par exemple dans des obligations européennes, et de leur proposer ainsi des placements rentables. Ceux avec qui je collabore possèdent aujourd'hui une collection complète de bons du Trésor américains..., qu'ils souhaitent diversifier. Toutefois, ils peuvent également intervenir, non plus au travers d'obligations, mais de manière indirecte, via des fonds d'investissement ou des sociétés dans lesquelles ils possèdent déjà une partie du capital. Or s'il est possible d'empêcher un fonds souverain d'acquérir directement une société, il est difficile d'opérer contre lui quand son acquisition s'effectue par le biais d'une entreprise dont il est actionnaire, surtout quand celle-ci représente une grosse PME (allemande, française ou italienne) non cotée en bourse. Récemment, dans le cadre d'une conférence sur les PME françaises et italiennes, je suis intervenu devant un parterre de Chinois, habitués à effectuer des opérations de capital-investissement en lien avec des juristes.

Il existe deux manières de qualifier les fonds souverains. Pour certains, il s'agit de fonds de pension. Pour d'autres, ils constituent des fonds stratégiques. La première vision selon laquelle ils correspondent à des fonds de pension est un peu trop douce et naïve à mes yeux. Les fonds souverains ne sauraient être des fonds de pension, notamment parce qu'ils ne s'appuient pas sur des cotisations. Ils proviennent de l'exploitation d'une rente particulière (pétrole ou gaz) ou de réserves de change importantes.

La seconde vision selon laquelle ils constituent des fonds stratégiques n'est pas pertinente non plus, car elle conduit à les diaboliser et risque, par conséquent, de les pousser à se refermer sur eux-mêmes et à devenir encore moins transparents. En fait, la bonne manière de les appréhender se situe entre ces deux visions. Ils ne sont ni tout noirs, ni tout roses. Comme vous l'avez indiqué dans votre introduction, M. le Président, leur expansion n'est égale qu'à nos faiblesses. Face à leur développement, il convient de mieux les connaître et les suivre et, peut-être aussi, d'élaborer au niveau européen une sorte d'annuaire les concernant et qui pourrait servir de socle à un mouvement d'intelligence économique, très embryonnaire pour l'instant. Nous disposons de très peu de connaissances sur les fonds souverains et, avant de les diaboliser, il me paraît nécessaire d'élargir notre savoir sur eux.

Par ailleurs, leur essor exige une réponse organisée à l'échelle européenne, du même type que celle qui voit le jour aux Etats-Unis dans le domaine bancaire et financier. En Europe, ce sont les Allemands qui sont à la manœuvre dans la

construction de cette réponse. La raison en est qu'ils craignent pour l'avenir de leurs grosses PME. Il doit être demandé, aux fonds souverains, plus de transparence et leur être précisé l'ensemble des secteurs européens où il leur est interdit d'investir. Toutefois, il ne sera possible de leur transmettre des exigences que si nous sommes capables de vérifier qu'ils les mettent bien en oeuvre. C'est pourquoi nous devons disposer en France et en Europe de structures homogènes, puissantes et organisées. D'une certaine manière, le fait de ne pas bénéficier de fonds de pension ou de retraite significatifs et de fonds stratégiques européens nous empêche de vérifier la stratégie et le comportement des fonds souverains. Il nous faut donc travailler pour développer des fonds souverains européens, lesquels nous permettraient de prouver que certains pays, au travers d'investissements, ne respectent pas l'attitude qu'ils disent avoir.

En résumé, il convient de ne pas sous-estimer le rôle des fonds souverains, même s'ils ne représentent aujourd'hui, en encours, qu'un dixième des fonds de pension ; d'avoir conscience qu'ils vont continuer à croître à mesure de nos besoins en fonds propres et aussi de l'appétence des pays dont ils sont originaires à rattraper leur retard industriel par des investissements dans de grosses PME industrielles, de finance et de services américaines ou européennes qui leur servent à acquérir du savoir-faire technologique ; d'avoir en tête que leur présence dans certaines entreprises donne à ces dernières un avantage stratégique en leur permettant de se développer dans les Etats dont ils proviennent ; enfin de se rappeler que les fonds souverains sont tout sauf mal gérés. Ils sont dirigés par des personnes ayant autant de connaissances que nous, et parlant mieux anglais que nous !

Il faut donc être très attentif à leurs opérations, sans faire preuve, toutefois, d'angoisse et de naïveté à leur égard. La finance impose des rapports de forces auxquels nous ne sommes pas forcément préparés. Nous voilà donc prévenus.

### **M. Jean Arthuis**

Merci. Vous nous avez indiqué que les fonds souverains vont continuer à croître et s'embellir. Il s'agit d'une vision assez fataliste, étant entendu qu'ils prospèrent en profitant des déséquilibres occidentaux.

### **M. Jean-Paul Betbèze**

Prenez le cas de la Chine. Si ce pays connaît une baisse de sa croissance qui ne s'établit plus qu'à 10 %, contre 11 % auparavant, en attendant moins, son excédent commercial continuera à s'étendre et ses réserves de change, même avec une réévaluation de sa monnaie, augmenteront encore, au moins pendant les deux à trois ans qui suivront cette éventuelle réévaluation monétaire. Aussi je ne vois pas pourquoi le volume de ses fonds souverains serait limité. Le problème qui se posera résidera dans leur gestion et la bonne manière d'utiliser leurs sommes colossales. Aujourd'hui, les fonds souverains chinois possèdent tous les bons du Trésor américains et ils aimeraient investir ailleurs.

**M. Jean Arthuis**

Ils peuvent acheter des bons du Trésor français.

**M. Jean-Paul Betbèze**

En effet. Nous en produisons beaucoup, étant donné le déficit de l'Etat français...

Les fonds souverains acquièrent des titres notés AAA ou bénéficiant plus ou moins de la garantie d'Etat. Mais compte tenu de la crise immobilière qui sévit aux Etats-Unis, cette garantie est devenue moins sûre qu'auparavant. C'est pourquoi les fonds souverains investissent dans des fonds d'Etat, des produits notés AAA ou accompagnés de garanties publiques et aussi maintenant dans des fonds d'actions. Chacun de ces produits est géré par des individus aux profils différents : les opérations liées aux actions sont effectuées en général par des personnes assez jeunes qui souhaitent aller vite en besogne et acquérir des titres de sociétés cotées ou non cotées, celles relevant des titres d'Etat par des personnes plus âgées et sereines.

**M. Jean Arthuis**

Bien. Nous en restons là pour l'intervention de M. Jean-Paul Betbèze. M. Aymeri de Montesquiou a une question brève.

**M. Aymeri de Montesquiou, sénateur**

Quelle est l'origine du fonds national pour les retraites irlandais ?

**M. Jean-Paul Betbèze**

Il s'agit d'un fonds de pension.

**M. Aymeri de Montesquiou**

D'accord. Mais il est nécessaire d'avoir une population assez importante et riche pour bénéficier d'un tel fonds. Or, il y a vingt ans, l'Irlande était un pays assez pauvre. Quelle est la source de ce fonds ?

**M. Jean-Paul Betbèze**

Ce fonds réunit tous les fonds de retraite publics de l'Irlande. Ils sont une dizaine de responsables à gérer ses actifs sous contrôle public.

### **M. Jean Arthuis**

Merci. La parole est maintenant à M. François Bujon de l'Estang, président de Citi France, un groupe entretenant une certaine familiarité avec les fonds souverains.

### **M. François Bujon de l'Estang, président de Citi France**

Un fonds souverain constitue un pavillon recouvrant énormément de marchandises différentes. Nous avons souvent tendance à amalgamer, sous cette étiquette, des phénomènes, en réalité, extrêmement divers.

Des fonds souverains correspondent à des véhicules d'investissement créés par les gouvernements, ordinairement alimentés par des revenus d'exportation de matières premières souvent – mais pas toujours – énergétiques, et par l'allocation d'actifs tirés des excédents de réserves de change. Dans certains cas, des surplus budgétaires et des excédents de systèmes de pensions sont également alloués aux fonds souverains.

Le phénomène n'est pas récent. Ce qui est nouveau, en revanche, est l'attention qu'il suscite. Il y a encore deux ou trois ans, il n'existait aucun débat public sur les fonds souverains et pas beaucoup de manifestations de leur existence. Il n'en est plus ainsi aujourd'hui. En quelques années, les fonds souverains sont devenus une source de capital très vaste et ont connu un développement rapide. Ils disposent d'un montant d'actifs estimé à 3 trillions de dollars (3.000 milliards) à cette heure et appelé à augmenter encore pour atteindre 7,5 trillions de dollars en 2012 selon nos évaluations. Toutefois, cette somme dépendra très fortement des variations du prix du baril de pétrole dans les prochaines années.

L'autre phénomène nouveau est que les fonds souverains sont de plus en plus impliqués dans l'acquisition ou des transactions de caractère stratégique. C'est la raison pour laquelle ils attirent tant l'attention. Cependant, ils ne sont pas tous semblables, même s'ils sont en train de devenir un moteur ou une force essentielle dans le monde des fonds d'investissements alternatifs. Ils ont beaucoup investi, au cours des dernières années, dans des fonds d'investissements privés (*equity funds*) et se tournent de plus en plus vers des transactions à effet de levier avec, pour certains d'entre eux, des prises de risques importantes. Leur croissance rapide a suscité la curiosité des pouvoirs publics et gouvernements. Ils constituent un sujet de réflexion nouveau et majeur pour le législateur comme pour le régulateur. Il faut s'interroger sur l'attitude à adopter à leur égard et bien mettre en balance les inquiétudes souvent très légitimes que peuvent entraîner leurs activités ou la nature de certains d'entre eux, et les bénéfices importants qu'ils peuvent apporter à l'économie et à la croissance.

Voici une présentation de la taille des principaux actifs financiers dans le monde. Comme vous pouvez le constater, l'industrie de la gestion d'actifs classiques représente 48 trillions de dollars, celle des fonds de pension 23,6 trillions de dollars, celle des projets de fonds souverains en cours de création entre 7,5 et 10 trillions de dollars, celle des réserves de change 5 trillions de dollars et celle des fonds souverains actuels 3 trillions de dollars, soit une somme supérieure à celle des encours liés aux fonds de placements à

risques (1,9 trillion de dollars) et aux fonds de capital-investissement (1,3 trillion de dollars). Les actifs sous gestion des fonds souverains actuels constituent plus de la moitié des réserves de change, 13 % du volume financier des fonds de pension, 6 % du total des actifs sous gestion et 6 % du montant cumulé des capitalisations boursières, égal à environ 50 trillions de dollars.

Ce second graphique montre que la taille des fonds souverains est bien inférieure à celle des grands fonds de pension (*Barclays Global Investors, Fidelity Investments...*), mais plus élevée que celle des fonds de capital-investissement et des fonds à risques. Ils sont déjà bien supérieurs en taille et puissance de feu aux grands fonds privés (dettes comprises), les fonds souverains n'étant, eux, bien entendu, pas endettés.

Quelques transactions ont fait couler beaucoup d'encre au cours des dernières années. Plusieurs d'entre elles concernent des banques et notamment celle que je préside en France. UBS représente sans doute l'établissement bancaire et financier à avoir recueilli la plus grande contribution de fonds souverains, avec l'entrée de GIC dans son capital pour un montant de 9,75 billions de dollars. *Citi*, de son côté, a également, en janvier dernier, ouvert ses portes à GIC qui a investi en son sein près de 7 milliards de dollars. Auparavant, l'entreprise avait accepté de céder à ADIA, pour 7,5 milliards de dollars, 4,9 % de son capital sous formes d'obligations convertibles.

*Morgan Stanley* a accueilli, elle, *China Investment Corporation* dans son capital, *Merrill Lynch* le fonds singapourien *Temasek Holdings* et *Blackstone Group China Investment Corp* en lui cédant 10 % de son capital pour un montant de 3 milliards de dollars.

Il est très intéressant de voir quelle est la part prise par les fonds souverains dans la recapitalisation de ce qu'on appelle aux Etats-Unis l'industrie financière. Ainsi, leurs investissements dans les institutions financières sont passés de 1,7 milliard en 2006 à 42 milliards de dollars en 2007. De fait, pour la première fois, leur niveau a dépassé celui des investissements réalisés par les fonds de pension dans cette industrie. En 2008, la tendance observée en 2007 se confirme. Rien qu'en janvier de cette année, les fonds souverains ont acheté pour 20 milliards de dollars de capital d'établissements bancaires. Ils investissent essentiellement dans les services financiers, mais aussi dans le commerce de détail et notamment les grandes surfaces, ainsi que dans l'immobilier et, de plus en plus, dans des projets d'infrastructures. Le choix de ces derniers secteurs est compréhensible, les objectifs des fonds souverains s'inscrivant dans le long terme.

D'où viennent ces fonds ?

Comme M. Jean Arthuis l'a justement mentionné, ces fonds ont pour origine les déséquilibres financiers des économies occidentales. Ainsi, comme le montre le graphique, le montant cumulé des déficits des Etats américains et européens correspond à peu près à la somme des surplus financiers en provenance du Moyen-Orient et des pays producteurs de pétrole, des excédents commerciaux japonais et de l'ensemble des économies asiatiques.

Le développement des fonds souverains s'explique aussi par la très rapide accélération de la croissance des réserves de change (+ 140 % au cours des

5 dernières années) détenues par les pays émergents et la hausse des prix du baril de pétrole dont bénéficient les pays producteurs de matières premières au travers d'une augmentation de leurs disponibilités en pétrodollars. Le second schéma indique que, pour un prix du baril de pétrole fixé à 100 dollars, il existe un investissement incrémental de 2,3 milliards de pétrodollars en direction des marchés. L'augmentation des ressources des fonds souverains suit donc celle du prix du baril de pétrole.

### **M. Jean Arthuis**

Pour certaines personnes que nous avons rencontrées l'année dernière, en mars 2007, lors d'une visite de la commission des finances du Sénat dans le Golfe persique, le prix du baril de pétrole jugé raisonnable était de 40 dollars...

### **M. François Bujon de l'Estang**

Ce prix oscille aujourd'hui entre 126 et 127 dollars. Nous verrons bien comment il évoluera dans le futur. Ce qui est vrai est que l'augmentation marginale des fonds en pétrodollars capables d'être investis est supérieure à celle du prix du baril de pétrole.

Comme vous l'avez souligné, M. le Président, les fonds souverains ne représentent pas un nouveau concept. Ils sont apparus dans les années 50, en 1953 pour *Koweit Investment Authority* (KIA). De son côté, *Brunei Investment Authority* est né en 1983. Il est presque oublié aujourd'hui, étant devenu d'une taille réduite. L'Etat de Singapour a créé les fonds *Temasek* dans les années 70 sur la base de 100 milliards de dollars et GIC en 1981. *Abu Dhabi ADIA*, lui, a vu le jour en 1976. Des fonds souverains continuent à apparaître. Il en a fleuri un certain nombre au cours des dernières années, dont à Qatar, en Libye, en Arabie Saoudite où le fonds mis en place s'apparente plutôt pour l'instant à un fonds de fonds, et bien sûr en Chine avec CIC, qui a pris des participations dans plusieurs sociétés financières, et SAFE. Ce dernier représente un fonds souverain propriété de la Banque de Chine et ayant pour mission de recycler les surplus de change. C'est lui qui est entré dans le capital de Total récemment au travers d'achats à la petite semaine.

Je me suis « amusé » à dresser une typologie de ces fonds. Je les ai classés en cinq catégories différentes :

- Les fonds reliés directement aux banques centrales et aux réserves de change. Ils existent en Chine, au Japon, en Inde, à Hong Kong et en Arabie Saoudite. Ils sont alimentés par les réserves des banques centrales, soit des actifs très liquides et à taux fixes.
- Les fonds de stabilisation souverains. Ils dépendent de pays producteurs de matières premières et ont pour objectif de pouvoir, le cas échéant, stabiliser des perturbations du cours des matières premières. Les prototypes de ce fonds sont le *Russian Oil Stabilization Fund*, qui a à sa disposition 140 milliards de dollars, *Algerian Revenue Regulation Fund*

dont les ressources sont évaluées à une trentaine de milliards de dollars, et *Chilean Economic and Social Stabilization Fund*.

- Les fonds souverains d'épargne. Leurs objectifs s'inscrivent dans le long terme. Leur activité réside non seulement dans la préservation de la richesse, mais aussi dans la création de valeur supplémentaire à transmettre aux générations futures et à recycler éventuellement dans le développement national. Il s'agit notamment d'*Abu Dhabi Investment Authority*, riche de 875 milliards de dollars à ce jour, de *Norway Government Pension Fund* (plus de 300 milliards de dollars d'actifs), de *Kuwait Investment Authority* (plus de 300 milliards d'actifs également), de *China Investment Corporation* (200 milliards d'actifs), de *Temasek* et de *Qatar Investment Authority*.
- Les sociétés d'investissement gouvernementales. Elles ne sont pas, à proprement parler, des fonds d'épargne, mais des sociétés (*Mudabala Development Company*, *Dubai International Capital*, *Dubai World* (société appartenant à l'émir) et GIC) visant à prendre des participations à buts stratégiques. Elles s'apparentent à la fois aux fonds souverains reliés aux banques centrales et à la dernière catégorie de fonds souverains constitués de sociétés d'Etat.
- Les sociétés d'Etat se caractérisant par une activité d'investissement dans le monde. Il s'agit notamment de *Gazprom*, dotée de disponibilités considérables, mais aussi de *China National Offshore Oil Corporation* et d'*Abu Dhabi National Energy Company*. Ces sociétés poursuivent des stratégies d'entreprises mais également, du fait de leur nature publique, des objectifs souverains répondant aux besoins du gouvernement qui en est le propriétaire.

Le graphique suivant montre quels sont les investissements effectués par les fonds souverains en fonction de leur acceptation du risque, le risque le plus bas se trouvant à gauche du document, le risque le plus élevé à sa droite. Il révèle que la plupart de ces investissements présentent peu de risques (bons du Trésor, produits à taux fixe, obligations et placements en actions), sauf ceux réalisés par *Temasek*, et ne s'accompagnent pas d'opérations avec effet de levier, liées à des fonds à risques ou du capital-investissement.

Quelle est la destination des fonds souverains ?

Selon des études, si les fonds souverains orientaient une partie de leurs investissements vers les Etats-Unis, alors le taux de croissance de l'économie américaine augmenterait de 3 %. A l'inverse, s'ils s'en détournent pour placer leur argent dans les pays émergents et notamment la Chine et l'Inde, le taux de croissance de l'économie américaine ne serait plus que de 2,7 %, une baisse qui profiterait alors à la croissance des économies des pays émergents. Par conséquent, la croissance de nos Etats sera liée à la décision des fonds souverains d'investir ou non sur leurs territoires.

Que faut-il faire à l'égard des fonds souverains ?

D'un côté, leurs investissements dans nos économies s'inscrivent souvent dans le long terme. Ils sont donc aussi fiables que les fonds de pension. Par ailleurs, la

plupart d'entre eux, n'étant pas endettés, peuvent apporter des capitaux à nos économies et être des sources de financement étranger et de développement importantes pour celles-ci. Enfin, suivant un effet de boucle, en prenant des participations dans des sociétés, ils peuvent permettre à celles-ci d'élargir leurs activités dans les pays dont ils proviennent. Ainsi, *Blackstone*, en ouvrant son capital à *China Investment Corporation*, a la possibilité aujourd'hui d'évoluer en Chine dans des domaines qui lui auraient été fermés par le passé.

Toutefois, nous comprenons fort bien que l'irruption de ces fonds souverains dans nos pays suscite des inquiétudes, liées d'abord à leur manque de transparence et de suivi des règles comptables internationales en vigueur, ensuite à notre ignorance de leurs modes de gouvernance et aux ambitions qu'on peut leur prêter au niveau politique, lesquelles se caractérisent par des investissements dans des secteurs dits stratégiques.

Ces inquiétudes peuvent se comprendre à l'égard des investissements de certains pays comme la Chine et la Russie. Mais elles n'ont pas beaucoup de justifications quand elles concernent des opérations relevant de fonds souverains propriétés d'Etats comme Singapour, Bahreïn, la Norvège ou les pays pétroliers du Golfe persique.

Leur développement provoque une autre crainte, propre aux pays anglo-saxons. Ceux-ci craignent en effet que l'arrivée des fonds souverains sur leurs territoires se traduise par un recul du mouvement de privatisation entamé depuis plusieurs années, leurs prises de participations consistant en des formes de renationalisation. A *Citi* par exemple, il n'y avait pas un centime d'argent public dans le capital de l'entreprise avant novembre 2007. Aujourd'hui, y sont présents trois fonds souverains porteurs d'argent public.

### **M. Jean Arthuis**

Il s'agit d'une sorte de nationalisation étrangère finalement.

### **M. François Bujon de l'Estang**

De nationalisation rampante et étrangère. Cet argument est souvent utilisé contre les fonds souverains dans les pays anglo-saxons en général.

Enfin, si nous ouvrons nos marchés à ces fonds souverains, nous sommes en droit d'attendre des pays qui les possèdent la même chose.

En conclusion, je ferai les remarques suivantes. Certes, l'inquiétude suscitée par l'arrivée de ces fonds souverains dans nos économies est légitime. Toutefois, l'attitude défensive consistant à les repousser violemment peut être dangereuse et se paiera de toute façon un jour. Déjà les entreprises occidentales sont confrontées à de nombreuses contraintes quand elles souhaitent investir en Chine. C'est pourquoi je plaide pour mettre en balance les inquiétudes souvent très légitimes que peuvent entraîner les activités ou la nature de certains fonds souverains et les bénéfices importants qu'ils peuvent apporter à l'économie et à la croissance. La plupart d'entre eux ne cherchent qu'à valoriser leurs actifs au

travers de placements stables et de long terme et ils pourraient très bien se porter vers d'autres économies que les nôtres. Par conséquent, nous devons bien veiller à ne pas les froisser et à rester ouverts à leurs investissements. Récemment, en discutant avec lui, j'ai été très frappé par les propos accueillants que professe le président du Trésor américain à l'égard des fonds souverains.

En résumé, les fonds souverains constituent un sujet très déroutant et beaucoup plus difficile à appréhender qu'il n'y paraît.

### **M. Jean Arthuis**

Merci de cet exposé très riche pour la réflexion. Toutefois, les autorités américaines peuvent-elles se montrer autrement qu'accueillantes à l'égard des fonds souverains, compte tenu de l'endettement abyssal des Etats-Unis ?

Nécessité fait loi. Au fond, la meilleure réponse à apporter à l'intrusion des fonds souverains dans nos économies consiste à mettre un terme à nos déficits publics.

Je donne maintenant la parole à M. Michael Doran, avocat associé au cabinet Gide Loyrette Nouel à Londres.

### **M. Michael Doran, avocat associé, cabinet Gide Loyrette Nouel (Londres)**

M. le Président, Mesdames et Messieurs, le but de cette table ronde n'étant pas d'enchaîner des monologues, je propose de faire une courte intervention sur le positionnement financier des fonds souverains.

Il existe aujourd'hui environ quarante fonds souverains, présents dans les cinq continents. Toutefois, leur nombre évolue vite et de nouveaux fonds souverains sont appelés à voir le jour, dans des pays émergents comme l'Inde, l'Arabie Saoudite, le Brésil ou puissants comme le Japon.

Comme avocat, j'aime les faits et ceux-ci montrent que les fonds souverains sont des actionnaires sur le long terme. Selon les propos récents de son PDG, l'horizon d'investissement de GIC, le fonds souverain de Singapour, est compris entre 20 ans et 30 ans.

Les fonds souverains ont l'habitude de prendre des participations minoritaires, comprises entre 5 % et 10 % du capital des entreprises. Ils constituent des actionnaires peu agressifs par rapport aux fonds spéculatifs auxquels sont confrontés en ce moment Valéo et Atos en France.

En générale, ils sont peu représentés dans les organes d'administration de la société. Ils ne demandent pas à siéger au sein des conseils d'administration. Ils sont des investisseurs passifs et peu controversés. Malgré mes recherches, je n'ai pas réussi à trouver des exemples de litiges entre les fonds souverains et les autres actionnaires, organes d'administration et autres acteurs des marchés. Enfin ils sont de bons citoyens.

Les fonds souverains agissent en qualité d'investisseurs de dettes. Je suis conscient que mon point de vue est celui d'un avocat basé à Londres. Mais comme l'a expliqué Guy Hands, le PDG du fonds *Terra Firma*, lors d'une

conférence qui s'est tenue le 17 février 2008, les fonds d'investissements souffrent en ce moment en raison de la désaffection des investisseurs de dettes. Pour lui, les fonds souverains sont capables de remplacer les banques de Wall Street et de la City dans les marchés financiers. D'ailleurs, toujours selon ses propos, plusieurs dirigeants de fonds souverains ont parlé d'un accès direct aux fonds souverains pour l'octroi de crédits.

Bien entendu, ce projet suscite l'hostilité des banques, celles-ci accusant les fonds souverains de manquer d'expérience dans l'activité de crédit, de systèmes informatiques adéquats, de personnels expérimentés en analyse de risque de crédit, d'administration compétente et donc de crédibilité. Or, comme il est prouvé désormais, ce ne sont pas les fonds souverains, mais elles, qui ont déclenché la crise des *subprimes*.

A mon avis, les fonds souverains rencontreront peu de difficultés techniques à mettre en place des banques filiales au sein de la Communauté européenne, en Irlande, à Paris, à Londres ou au Luxembourg. Il ne faut pas sous-estimer la capacité des fonds souverains à s'adapter aux circonstances. Si des produits sont rentables pour les banques et les fonds d'investissement, ils le sont aussi pour les fonds souverains.

**M. Jean Arthuis**

Certes, mais les fonds souverains gèrent eux-mêmes leur argent.

**M. Michael Doran**

S'ils possèdent l'argent, ils doivent le faire fructifier.

**M. Jean Arthuis**

Alors que les banques gèrent l'argent des autres.

**M. Michael Doran**

Oui. Mais les règles du jeu changent avec la structure capitaliste des fonds souverains. Récemment, j'ai lu que *Mubadala Development Co*, un fonds souverain d'Abu Dhabi, est en discussion avancée avec les agences de notation ; preuve que les fonds souverains commencent à bien comprendre comment fonctionnent les fonds d'investissements et à utiliser la dette comme effet de levier. Soyons clairs ! Les responsables des fonds souverains ont l'obligation de maximiser les actifs pour atteindre des bénéfices. Or un tel comportement peut susciter des critiques. Elles sont nombreuses à la suite de l'investissement réalisé par *China Investment Corporation* dans *Blackstone*, entreprise ayant perdu 30 % de sa valeur en 9 mois.

A la lumière de ces faits, il convient d'adapter la pratique de l'effet de levier pour rendre les opérations moins profitables mais aussi moins risquées, et maximiser les actifs.

Les fonds souverains jouissent aussi de la qualité d'investisseurs hybrides. Aujourd'hui, ils m'évoquent des fonds d'investissement. Tout le monde souligne la menace qu'ils font peser en termes géopolitiques en oubliant souvent de reconnaître les opportunités qu'ils offrent. Ils peuvent combiner les meilleurs aspects des fonds d'investissement et des fonds spéculatifs, notamment en adoptant leurs structures. Les participations des fonds souverains dans les fonds d'investissement et les fonds spéculatifs entraînent souvent des négociations entre ces deux derniers. Les fonds d'investissement veulent accéder aux pays d'où proviennent les fonds souverains (Chine, pays du Golfe persique, etc.). Je vous conseille, afin d'anticiper les prochains pas des fonds souverains, d'étudier l'évolution des fonds d'investissement. Pour ma part, je note de plus en plus de coopérations entre les fonds souverains eux-mêmes et entre les fonds souverains et les fonds d'investissement et les fonds spéculatifs.

Ainsi, des consortiums de fonds souverains travaillent ensemble pour la réalisation d'opérations d'acquisitions. Imaginez, par exemple, un consortium constitué de CIC (Chine), de *Temasek* (Singapour) et de *Government Pension Fund* (Norvège). Un tel ensemble n'est pas impossible. S'ils veulent maximiser leurs actifs, les fonds souverains coopéreront de plus en plus.

En conclusion, je vous recommande de considérer les fonds souverains, moins comme une menace stratégique, et plus comme de grands conglomérats financiers, à l'image des fonds d'investissement.

### **M. Jean Arthuis**

Merci de votre propos vivifiant, notamment pour les banquiers. Les fonds souverains pourraient en effet se substituer à eux et avoir une énorme puissance d'intervention s'ils en venaient à utiliser l'effet de levier que constitue l'emprunt.

Je souhaite maintenant donner la parole à M. Yves Jégourel, maître de conférences à l'Université Montesquieu-Bordeaux IV.

### **M. Yves Jégourel, maître de conférences, Université Montesquieu-Bordeaux IV**

Merci M. le Président. Je ne reviendrai pas sur la définition des fonds souverains. Je souhaite, dans mon intervention, m'intéresser à quatre questions fondamentales que soulèvent les fonds souverains :

- Quels sont les effets macroéconomiques, notamment budgétaires, des fonds souverains, tant pour les pays qui les instaurent que pour ceux qui les accueillent ? Cette question s'adresse à des économistes et, par manque de temps, je ne la traiterai pas dans cet exposé, afin de me consacrer aux trois questions suivantes.
- Créent-ils un risque de déstabilisation des actifs financiers du prix des actifs financiers ou sont-ils, à l'inverse, un gage de stabilité du système ?
- Poursuivent-ils des ambitions strictement financières ou servent-ils des intérêts stratégiques ou politiques et doit-on craindre, en retour, des réflexes protectionnistes unilatéraux ?

- Quelles réponses économiques et politiques faut-il enfin apporter aux incertitudes soulevées par les fonds souverains et, de façon plus générale, par l'émergence de ce nouveau capitalisme d'Etat ?

Ces fonds sont-ils stabilisants ou déstabilisants ?

Un certain nombre d'hypothèses laissent à penser que les fonds souverains sont susceptibles de déstabiliser les marchés financiers. Tout d'abord, compte tenu de leur puissance financière, ils créent un risque de déstabilisation du prix des actifs peu liquides : or, matières premières, immobilier. Des investissements massifs de leur part sur ce genre de produits pourraient ainsi entraîner des bulles spéculatives.

Un autre risque est d'assister à un positionnement accru des fonds souverains sur des fonds spéculatifs afin de rechercher des rendements décorrélés de l'évolution des marchés boursiers.

Un troisième risque est de voir une amplification de la volatilité des prix de certaines classes d'actifs liée au manque de transparence des fonds souverains tant au regard de leur fonctionnement institutionnel que de leurs stratégies d'investissement. Ils créent en cela une asymétrie d'informations sur le marché et pourraient, de fait, conduire les acteurs à adopter des comportements mimétiques déstabilisants.

Un quatrième risque, qui tient un peu du fantasme mais a été évoqué par un haut responsable politique, est que ces fonds souverains entraînent une déstabilisation des régimes de change en se comportant, de manière temporaire, comme des fonds alternatifs en menant des attaques contre un régime de change fixe. De telles opérations ont eu lieu au début des années 90 contre le système monétaire européen.

Toutefois, malgré la présence de ces risques, un consensus émerge aujourd'hui pour dire que les fonds souverains jouent un rôle positif dans l'économie. La raison en est qu'ils offrent des opportunités de financements accrues pour les entreprises, notamment occidentales. En effet, leur vocation première consiste à optimiser le couple rendement/risque lié à leur portefeuille, ce qui les conduit d'ailleurs à s'orienter de plus en plus vers des supports en actions, dont des actions non cotées. Cependant, leurs ressources n'étant pas intarissables, ils ont tendance en ce moment à se repositionner vers des zones porteuses, à savoir les pays émergents, et en particulier l'Asie, au détriment de l'Europe et des Etats-Unis.

Par ailleurs, pour des raisons macroéconomiques et financières, ces fonds souverains représentent des investisseurs de moyen, long voire très long terme. Ils privilégient des stratégies dites de *buy and hold*, et donc une faible rotation d'actifs dans leurs portefeuilles, accompagnée d'une exigence de rentabilité raisonnable, *a priori* stabilisantes pour le système. Leur rôle stabilisant n'est d'ailleurs plus à démontrer. Ils ont eu, en effet, à intervenir comme financeur en dernier ressort en effectuant des injections massives de liquidités dans un secteur bancaire touché de plein fouet par la crise des *subprimes*.

Enfin, ils pourraient contribuer au financement du développement. Tel est le souhait du président de la Banque mondiale qui a invité les fonds souverains à

affecter 1 % de leurs ressources dans des investissements en Afrique subsaharienne.

Pour conclure, les fonds souverains ont clairement démontré leur rôle positif, en tout cas d'un point de vue financier.

Créent-ils pour autant un risque politique ?

Compte tenu de leur proximité avec les pouvoirs politiques, ils pourraient adopter des stratégies d'investissement qui pourraient servir, au travers de prises de participation dans des entreprises à haute valeur technologique et à fort potentiel de croissance, des visées plus stratégiques que purement financières et alimentant, en retour, le risque de réflexes protectionnistes unilatéraux et dommageables, tant d'un point de vue économique que géopolitique.

Toutefois, ce problème n'est pas toujours posé de manière correcte. En effet, le risque géopolitique lié aux fonds souverains tient à l'inclusion, non seulement de critères stratégiques, mais aussi, et plus largement, de valeurs non financières dans leurs stratégies d'investissement. Vous avez mentionné l'absence de litige. Or il y en a eu un entre les Etats-Unis et la Norvège après l'exclusion, par le fonds souverain de ce dernier pays, de *Wall Mart* de son portefeuille.

Le risque géopolitique n'est pas spécifique aux fonds souverains. D'après le rapport d'information réalisé en 2005 par la commission de la défense et des forces armées de l'Assemblée nationale, des fonds d'investissements non publics mais privés américains et sous influence gouvernementale auraient joué un rôle ambigu en ayant conduit, par leurs prises de participation, à une sorte d'enfermement de l'industrie terrestre européenne. Nous devons veiller à ne pas avoir une vision trop étroite du sujet, de manière à appréhender tout cette nouvelle donne liée à l'émergence d'un capitalisme d'Etat.

Quelles sont les réponses à apporter aux incertitudes soulevées par les fonds souverains ?

Tout d'abord, il convient de tenter l'audacieux pari de la transparence du code de bonne conduite. Nous savons que les équilibres coopératifs sont supérieurs, en termes de bien-être, aux équilibres non coopératifs. Toutefois, ils sont difficiles à mettre en place et il ne faut pas surestimer leur importance. Avec la récurrence des crises financières, il est question, depuis longtemps, d'un accroissement de la transparence des marchés. Certes, celle-ci a pu s'améliorer. Malheureusement, les problèmes ont tendance à se déplacer, rendant les solutions de bonne conduite limitées.

L'une des urgences, pour moi, est de favoriser l'émergence d'une définition européenne des secteurs stratégiques protégés basée sur des critères économiques et non de souveraineté nationale. A cet égard, il me semble nécessaire de renforcer le rôle des fonds technologiques de capital-risque (*Aerofund*, *Emertec*...) soutenant les PME stratégiques et, de manière plus globale, de réorienter l'ingénierie financière, de manière à ce qu'elle soit au service des investisseurs mais aussi des entreprises et notamment des PME. Comme nous l'avons vu à travers la crise des *subprimes*, la titrisation peut avoir des effets dommageables, même si elle demeure une solution intéressante pour les PME rencontrant des difficultés bancaires.

Une autre nécessité consiste à trouver les conditions d'une mobilisation accrue de l'épargne nationale en faveur du financement des entreprises. Faut-il pour cela créer un fonds souverain français ? Il s'agit d'une des voies possibles, une autre solution pouvant passer par le développement des fonds communs de placement à risques, lesquels représentent les supports d'investissement collectif dans les PME et sont peu utilisés aujourd'hui.

Enfin, il faut comprendre que la montée en puissance des fonds souverains marque un tournant dans les relations entre la sphère politique et la sphère financière, obligeant à construire une vision géostratégique de long terme de cette finance, associant pouvoirs publics, *think tanks* et secteur privé et permettant d'appréhender à la fois les opportunités en termes de financement et les menaces éventuelles liées à ce nouveau capitalisme d'Etat.

### **M. Jean Arthuis**

Merci de cette communication, professeur. Vous mettez très clairement en évidence le retour du capitalisme d'Etat, ce qui permet de prendre la mesure du rôle du décideur politique dans l'économie financière et, plus largement, dans l'économie.

Je donne maintenant la parole à Mme Laura Restelli-Brizard, avocate associée au cabinet Squadra.

### **Mme Laura Restelli-Brizard, avocat associé, cabinet Squadra Associés**

Merci de votre invitation. J'essaierai, au cours de mon intervention, de fournir une analyse personnalisée du sujet, fondée sur mes expériences professionnelles.

Tout d'abord une question s'impose : faut-il craindre les fonds souverains et, si oui, lesquels ?

Il en existe de plusieurs sortes et plusieurs organisations en ont dressé une typologie propre. Je vous présenterai ici celle retenue par le FMI, avant peut-être de vous présenter celle que j'ai élaborée de mon côté.

Selon le FMI, les fonds souverains comprennent les fonds de stabilisation, les fonds d'épargne au profit des générations futures (ADIA, *Temasek*, *Kuwait Investment Authority*, *China Investment Corporation*, *Qatar Investment Authority*), les sociétés de placement de réserves, les fonds de développement (*Dubai International Capital*, GIC et *Mubadala Development Company*) et enfin les fonds de réserves de retraite conditionnelle.

Les éléments définissant un fonds souverain sont les suivants :

- Souveraineté. Elle renvoie à la différence entre un fonds souverain propre, une société d'Etat et autre société assimilée.
- Excédents monétaires en devises étrangères, qui peuvent provenir d'une rente monétaire ou pétrolière.

- Absence de dette, de recours au crédit et de responsabilité juridique vis-à-vis des actionnaires. Car qui sont les actionnaires d'un fonds souverain ?
- Haute tolérance aux investissements plus risqués.
- Volonté d'investir à long terme.

Sur la base de ces éléments, j'ai opté pour un classement géostratégique des fonds souverains basé sur le type d'objectifs recherchés. J'en ai distingué quatre sortes :

- Les fonds du Golfe persique et Asie hors Chine. Ils s'apparentent aux fonds d'investissements classiques avec des objectifs de profitabilité à long terme.
- Les fonds de la Chine et bientôt de l'Inde. Ils constituent des fonds à stratégie industrielle.
- Les fonds de Russie, à stratégie politique.
- Les fonds souverains de Norvège. Visant une profitabilité à long terme, ils se situent entre un fonds de pension et un fonds d'investissements classique.

Pour une série de fonds souverains qui se caractérisent par des activités cachées et encore peu développées, nous manquons d'informations. De fait, il est difficile d'identifier leurs objectifs. Dans les cinq dernières années, ils ont été néanmoins particulièrement actifs. Il s'agit, par exemple, des fonds souverains du Nigeria, de l'Algérie, de l'Angola, du Brésil, du Kazakhstan et du sultanat d'Oman.

Les fonds souverains du Golfe persique et d'Asie hors Chine cherchent une profitabilité à long terme, à l'image des fonds d'investissement classiques. En ce qui concerne les fonds du Golfe persique, si ces pays bénéficient de ressources en matières premières, ils se préparent déjà à la fin du pétrole. Leurs fonds souverains font partie des plus anciens et suivent une stratégie de long terme assez déclarée. Ils ne recourent absolument pas, encore moins que les autres, au crédit. Ils achètent des titres au prix le plus bas, stabilisant ainsi l'économie mondiale, et visent souvent à prendre des participations dans les grandes entreprises sous-évaluées en Bourse. Par ailleurs, ils ont l'habitude d'opérer en faisant appel au mécanisme du LBO. Ainsi, l'année dernière, *Barclays Private Equity* les a assistés pour environ entre 15 % et 20 % des opérations de LBO effectuées en France. Il s'agit de pourcentages assez élevés.

80 % de ces fonds (44 % pour le total des fonds souverains) sont gérés par des partenaires extérieurs. Pour l'instant, ils ne demandent pas à siéger dans les conseils d'administration des entreprises dans lesquelles ils investissent, ne se déclarant pas intéressés pour participer à leur management ou à la définition de leurs stratégies. J'ose affirmer que ces fonds travaillent pour les générations futures. Ils interviennent en sollicitant les conseils de consultants anglo-saxons.

Devons-nous les craindre ? Je ne le pense pas. En cas de vente massive des actifs qu'ils possèdent dans les entreprises américaines, l'économie nord-américaine et même mondiale seraient déstabilisées. Pour l'instant, ils représentent des actionnaires stables et stabilisateurs, sans aucune volonté de s'ingérer dans la conduite des sociétés dont ils détiennent des parts de participation. Ils confient la

gestion de leurs biens à des gestionnaires « occidentaux », au profit des générations futures. Leur mode opératoire est celui des fonds d'investissement et non des fonds spéculatifs.

Les autres fonds que j'assimile à ceux du Golfe persique sont ceux d'Asie (Malaisie, Singapour, Hong Kong et Corée du Sud) hors Chine. Les fonds souverains de Singapour, *Temasek* et GIC, sont sans doute les plus visibles. Ils se caractérisent par des encours d'actifs de 115 milliards de dollars pour *Temasek* et 330 milliards de dollars pour GIC et une gestion en interne de leurs excédents financiers : trois quarts d'entre eux sont gérés en direct, le quart restant relevant de la responsabilité de gestionnaires externes. Ils se distinguent un peu des autres. D'abord, ils n'appartiennent pas à un pays émergent et s'appuient sur une place financière très sophistiquée. Ensuite ils sont dirigés par des personnes expertes en finance et savent bien quelle est la différence entre un fonds d'investissement et un fonds spéculatif. Ils ont pour cibles des établissements financiers et des entreprises évoluant dans les secteurs des médias, télécoms, transports et de la logistique. *Temasek* focalise ses investissements dans le domaine de la logistique. Quant à GIC, il a réparti ses investissements de façon équilibrée dans trois zones géographiques : un tiers d'entre eux se trouve à Singapour, un autre tiers en Asie et le dernier tiers en Occident.

Les fonds souverains de Singapour respectent les règles financières mondiales. En lien avec le fonds d'Abu Dhabi, ils ont affirmé récemment leur volonté d'établir un code de bonne conduite avec les Etats-Unis. La crainte que nous pouvons avoir envers leurs activités est celle que nous pouvons éprouver envers tout acteur des marchés financiers.

Le deuxième type de fonds constitue ceux qui suivent une stratégie industrielle. Les fonds souverains de la Chine en sont les représentants principaux. Il en existe trois à ce jour (CHIC doté de 100 milliards de dollars, CIC doté de 200 milliards de dollars et SAFE également doté de 200 milliards de dollars), lesquels envisageraient fusionner pour former prochainement un ensemble représentant un encours d'actifs de 1.200 milliards de dollars et une force de frappe évaluée à 1.600 milliards de dollars.

La Chine poursuit, à mon avis, un double objectif. Elle vise d'abord à augmenter ses ressources énergétiques en dehors de son territoire. Au cours de l'an passé, elle a été confrontée à d'importantes coupures électriques qui ont eu des répercussions négatives sur son industrie alors même que 50 % de son PIB repose sur ses exportations industrielles. Son second but est d'acquérir un savoir-faire industriel et commercial. Elle s'est rendu compte que l'installation de quelques entreprises étrangères sur son sol au travers de joint-ventures, même assortis de clauses de transferts de compétences, n'était pas suffisante pour obtenir ce savoir-faire. C'est pourquoi elle a choisi de procéder à des investissements dans des entreprises hors de ses frontières, son souhait étant d'accéder d'un côté au management de grands fonds d'investissements et à des informations stratégiques relatives aux sociétés contrôlées par les fonds dans lesquels elle a placé son argent, de l'autre, à des compétences cruciales pour son économie nationale telles celles concernant la finance de marché, la gestion patrimoniale et le système bancaire, et enfin de conforter la présence internationale de ses entreprises.

De fait, nous constatons une évolution très rapide de l'économie du pays, mais lente de sa réalité socio-politique. Les cibles des fonds souverains chinois opèrent dans les secteurs de l'énergie, des matières premières, de la banque, des télécoms et médias. Très probablement, ils investiront en Amérique du Sud pour les matières premières, en Occident pour se positionner sur les systèmes bancaires et financiers et en France pour acquérir des technologies.

Devons-nous les craindre ? Ils me semblent que les risques industriels causés par leur introduction dans nos économies ne sont pas négligeables. Même si certains pays comme la France se sont dotés d'une législation prévoyant des barrières aux investissements dans certains secteurs phares et d'une loi anti OPA puissante, leur force de frappe est imposante et pourrait avoir un impact négatif sur l'économie occidentale à long terme. De plus, l'absence de réciprocité marquée par le manque d'ouverture de l'économie chinoise aux entreprises étrangères pose problème.

La création du fonds souverain de l'Inde devrait être annoncée dans les prochains jours. Par sa politique industrielle et commerciale très agressive et son caractère protectionniste, ce pays peut être assimilé à la Chine. Contrairement aux Etats du Golfe persique, il ne demeurera probablement pas un actionnaire passif dans les entreprises où il aura pris position.

Une troisième catégorie de fonds souverains concerne les fonds à stratégie politique. Le prototype en est les fonds de la Russie qui utilisent ses excédents de ressources pétrolières et de gaz au travers de deux fonds : le *Stabilization Fund of the Russian Federation* dont les actifs s'élèvent à 127 milliards de dollars et le *Future Generations Fund of the Russian Federation* qui possède 32 milliards de dollars de disponibilités.

Ces deux instruments visent à permettre à la Russie d'augmenter ses ressources énergétiques en dehors de ses frontières pour l'utiliser probablement comme moyen de pression sur ses pays voisins. Ils ont donc pour cibles des entreprises évoluant dans les secteurs des matières premières, services spatiaux et des technologies de l'information. Les investissements phares qu'ils ont effectués récemment en Allemagne démontrent leur détermination. Ils consistent notamment en la construction d'une centrale en partenariat avec E.ON, d'un gazoduc et d'un chantier naval au niveau de la mer de Baltique, avec M. Schroeder comme consultant ! Il y a peu de temps, le gouvernement de la Grande-Bretagne s'est opposé à une prise de participation de *Gazprom* dans le capital du distributeur de gaz *Centrica*.

Devons-nous craindre les fonds souverains russes ? La réponse à cette question mériterait un débat politique, dont je m'abstiendrai. Il me semble néanmoins que les investissements des fonds souverains russes font partie d'un projet politique de plus large envergure incluant ses pays voisins et au final les Etats-Unis. A mon sens, l'interdiction qui peut leur être faite de prendre position dans une entreprise nécessite une intervention des gouvernements des pays cibles. En se basant sur une analyse à moyen et long termes, la Russie peut constituer un vrai danger. L'organigramme de son oligarchie est complètement opaque, ses modes de gestion peu orthodoxes, ses objectifs stratégique-politiques plus ou moins annoncés et ses méthodes de fonctionnement redoutables. D'ailleurs, jusqu'à

présent, le seul fonds souverain à avoir demandé à siéger dans le conseil d'administration d'une entreprise dans lequel il a investi, en l'occurrence EADS, est une banque d'Etat russe. Il s'agit d'un signe révélateur.

Enfin le quatrième type de fonds souverains représente ceux de Norvège. S'ils ne constituent pas des fonds de pension, ils gèrent néanmoins leurs actifs sans prendre trop de risques, avec une stratégie d'investissement à long terme située entre celle des fonds d'investissements classiques et celle des fonds de pension. Il en existe deux : *Government Pension Fund Global*, qui gère 322 milliards de dollars d'actifs dans des investissements essentiellement domestiques, et *Government Pension Fund Norway* qui bénéficie de 2,6 milliards de dollars de disponibilités provenant du surplus pétrolier.

Ces fonds se distinguent par leur transparence. Ils sont gérés par le ministre des finances du pays et leur stratégie déclarée consiste à suivre l'évolution des principaux marchés financiers des Etats développés disposant d'un cadre législatif abouti pour investir dans des actifs non norvégiens. Pour cela, le ministère des finances de Norvège choisit un portefeuille de référence, définit un modèle d'allocation par types d'instruments (actions ou obligations) et par pays, duquel la banque centrale ne peut dévier que légèrement. Des procédures sont établies et les performances des placements font l'objet de rapports trimestriels auprès du ministère des finances et d'un rapport annuel public rédigé en norvégien et en anglais. Par ailleurs, les fonds ont leurs comptes audités et ont adopté une charte éthique. Leurs prises de participations avoisinent les 3.000 et ne dépassent pas 3 % du capital des entreprises. Ils ne demandent pas à siéger dans les conseils d'administration et 60% de leurs actifs sont gérés en actions (40 % en obligations).

S'agissant des autres fonds, ils peuvent rentrer dans les quatre catégories de fonds que je viens de présenter. Il est difficile, par manque d'informations sur leurs activités cachées et en raison de leurs investissements réguliers dans des sociétés non cotées et de leurs montants d'actifs pas très élevés par rapport aux autres, d'identifier leur stratégie. Ils proviennent de pays comme l'Angola, le Brésil, l'Algérie, le Nigeria et le sultanat l'Oman, et sont susceptibles de monter en puissance dans les prochaines années. On rappelle néanmoins pour leur transparence ceux d'Alberta, du Canada, de la Nouvelle Zélande et d'Australie.

En conclusion, si l'économie mondiale ne peut pas se passer d'eux et de leurs importantes dotations, il est nécessaire d'établir une claire distinction entre les différents types de fonds souverains et d'apporter une réponse juridique et politique adaptée à leurs intentions et stratégies.

### **M. Jean Arthuis**

Merci pour cet éclairage et l'opinion personnelle que vous avez exprimée. Nous allons devoir conclure, car nous avons dépassé l'horaire imparti. Les fonds souverains constituent un thème majeur et nous aurons sûrement l'occasion d'en reparler car ils marquent le retour à un capitalisme d'Etat. Leurs investissements vont vers des secteurs comme la banque, la finance, les matières premières, les transports et les technologies les plus avancées et sont alimentés par tous les

déséquilibres en vigueur dans les Etats industrialisés. Les fonds souverains sont le miroir des retards pris dans la mise en œuvre des réformes nécessaires aux Etats-Unis et en Europe et notamment en France. Faut-il les craindre ? Ils sont là et puisque nous en avons besoin, il convient de nous préparer à vivre avec eux. Tout en mesurant les risques que leur présence entraîne, j'ai tendance à penser que lorsque des fonds souverains se portent acquéreurs de belles PME, l'hypothèse selon laquelle celles-ci seront délocalisées se renforce. Leurs investissements, par ailleurs, s'inscrivent dans le long terme et ont pour but de rapporter des dividendes.

L'une des solutions pour répondre de manière efficace à leur développement serait de créer nos propres fonds souverains. Pour cela, il est nécessaire de réduire notre endettement public et, sa première source, le déficit chronique.

Nous allons maintenant nous interroger sur l'acceptabilité et la redevabilité des fonds souverains aux Etats-Unis, en Europe et en France.

## **II. SECONDE TABLE RONDE : L'ACCEPTABILITÉ ET LA « REDEVABILITÉ » DES FONDS SOUVERAINS AUX ETATS-UNIS, EN EUROPE ET EN FRANCE**

### Participants :

- M. Pierre-Ignace Bernard, directeur associé McKinsey & Co ;
- M. Gilles Dard, président de Merrill Lynch France ;
- M. Pierre Delsaux, directeur libre-circulation des capitaux, droit des sociétés et gouvernement d'entreprise, Commission européenne ;
- M. Igor Noskov, conseiller financier, ambassade de Russie en France ;
- M. Olivier Prost, avocat associé, cabinet Gide Loyrette Nouel (Bruxelles).

La table ronde est animée par M. Jean Arthuis, président de la commission des finances du Sénat

### **M. Jean Arthuis, président de la commission des finances du Sénat**

Nous avons vu ce que représentent les fonds souverains, ce nouveau capitalisme d'Etat bien utile pour secourir les banques qui auraient pu, sans leur concours, périr de leurs propres turpitudes.

Ces fonds souverains cachent de bons clients pour le monde financier. Comment les rendre plus acceptables et plus responsables ? C'est à cette question que nous allons essayer de répondre maintenant dans le cadre de cette nouvelle table ronde.

Je donne la parole au premier intervenant, M. Pierre-Ignace Bernard, directeur associé au cabinet McKinsey & Co.

### **M. Pierre-Ignace Bernard, directeur associé McKinsey & Co**

J'essaierai d'être bref dans mon intervention et de ne pas répéter des propos qui ont déjà été soulevés. Je souhaite, en premier lieu, apporter des éléments factuels sur l'activité effective des fonds souverains et indiquer quelle démarche devraient adopter les fonds souverains pour être plus acceptables.

Il convient d'abord de relativiser un peu l'importance du poids de ces fonds dans le système financier international. Selon les estimations actuelles, il s'établirait, de manière globale, entre 3.000 et 4.200 milliards de dollars. Toutefois, il est appelé à augmenter de plus en plus pour dépasser, dans quelques années, 12.000 milliards de dollars, une somme encore relativement modeste par rapport à d'autres classes d'actifs financières internationales.

A ce jour, le poids des fonds de retraite (23,6 milliers de milliards de dollars) et du secteur de la gestion d'actifs (48,1 milliers de milliards de dollars) lui sont

largement supérieurs ; d'où la nécessité de relativiser l'impact potentiel de ces fonds sur les marchés.

Cependant, si leurs stocks d'actifs sont plus faibles que ceux des autres marchés financiers, peut-être les volumes annuels de négociation qui les caractérisent sont-ils importants et, de fait, leur influence sur la fixation des prix des actifs et sur les marchés va-t-elle bien au-delà du poids relatif qu'ils représentent ? En réalité, il n'en est rien. Comme vous pouvez le constater sur le graphique, la proportion de l'activité de négociation des fonds souverains dans l'activité de négociation globale, qu'elle concerne le monde entier, les Etats-Unis ou l'Europe, est inférieure à 1 %. Elle est, en particulier, très faible dans les domaines des obligations et des actions. Ces pourcentages confirment que leur pouvoir d'influence est à relativiser.

Concernant leurs stratégies d'investissements effectives, nous observons qu'une partie significative de leurs investissements s'effectue au niveau domestique et par le biais d'obligations, par l'achat de bons du Trésor.

S'agissant de leurs placements en actions, nous avons distingué leurs investissements passifs et leurs investissements éventuellement actifs. Des fonds peuvent avoir, en effet, des participations en actions importantes, soit inactives, soit actives. C'est dans ce dernier cas qu'ils détiennent une capacité d'influence significative. Les zones bleues du graphique indiquent quels sont les montants cumulés, au niveau international, correspondant aux allocations d'actifs des fonds pour des investissements éventuellement actifs et significatifs en pourcentage du capital de l'entreprise. Selon les estimations, ces montants avoisineraient 200 milliards de dollars. Il s'agit d'une somme importante, mais relativement faible en vérité par rapport au montant de la capitalisation des entreprises à travers le monde, et qui nous amène à nous poser plusieurs questions : cette somme et le poids des fonds souverains sur les marchés financiers sont-ils appelés à croître ? Allons-nous assister à une montée en charge des opérations internationales au détriment de celles nationales, et des investissements actifs au détriment de ceux passifs ? A titre personnel, je n'en suis pas convaincu. En particulier, je ne crois pas que les fonds souverains s'orienteront vers des investissements de plus en plus actifs, car ceux-ci, souvent, ne se révéleront pas plus performants que des investissements passifs.

A l'instigation de la plupart des opérations de fusions-acquisitions depuis les marchés émergents vers les marchés développés se trouvent des fonds souverains. Ont été recensées dans le tableau les quinze principales opérations de fusions-acquisitions en provenance des fonds souverains, avec, en bleu, celles se caractérisant par une acquisition importante. Elles montrent que ces fonds souverains représentent des acteurs majeurs pour ce genre d'actions.

Si nous nous référons aux codes de bonne conduite imposés par les organisations internationales et notamment par le FMI, les pistes de solutions « minimalistes » pour permettre aux fonds souverains d'être plus acceptables relèvent de trois domaines. Elles conduisent tout d'abord à articuler les modes de gouvernance. Les fonds souverains sont adeptes de méthodes de fonctionnement très diverses. Certains d'entre eux ont fait l'effort de les rendre plus explicites, mais pas toujours plus transparentes. Nous souhaitons savoir quels principes régissent leurs

relations avec les gouvernements dont ils dépendent et, en particulier, s'ils possèdent un conseil d'administration et, si oui, quels en sont ses membres et son poids politique.

Les fonds souverains doivent articuler aussi l'approche des décisions d'investissement et de la gestion des risques. Pour cela, font-ils appel à des documents écrits ou à des mécanismes *ad hoc* susceptibles d'évoluer au gré des choix politiques ?

Enfin quelles sont les règles de gouvernance interne assurant l'intégrité des décisions prises ? En d'autres termes, à partir du moment où il a défini sa politique d'investissement, l'équipe de management du fonds souverain a-t-elle les moyens réels et l'indépendance nécessaire pour mettre en œuvre celle-ci ? Au-delà, nous pouvons même imaginer une demande du FMI d'évaluer les instances dirigeantes de ces fonds sur la base de seuls critères économiques.

Une autre piste de solutions concerne les procédures opérationnelles. Il s'agit de savoir ce qui est entrepris pour expliciter les politiques d'investissement de ces fonds souverains. *Temasek* et le fonds norvégien indiquent clairement dans quels secteurs ils souhaitent investir, les limites qu'ils s'y fixent et s'ils souhaitent ou non s'impliquer dans la gestion des sociétés dans lesquelles ils acquièrent des participations. Mais leurs cas constituent des exceptions. Peu de fonds souverains ont formalisé leurs modes de fonctionnement, notamment parce que le traitement des liquidités qu'ils reçoivent en masse des pays en forte croissance dont ils sont originaires ne leur en laisse pas le temps.

La troisième piste de solutions porte sur la transparence. Actuellement les fonds souverains communiquent de manière très différente sur leurs méthodes de fonctionnement. Or, il me semble nécessaire, pour les rendre plus acceptables, qu'ils éclairent les marchés au moins sur leurs stratégies et modes d'investissement, leurs procédures de prise de décisions, leur volonté d'être actifs ou passifs dans la conduite des sociétés où ils prennent position, la structure de leur gouvernance et le rôle des gouvernements auxquels ils sont rattachés dans leur conseil d'administration.

### **M. Jean Arthuis**

Merci d'avoir relativisé la place et le poids des fonds souverains, et d'esquisser quelques mesures, que vous appelez minimalistes, pour minimiser les craintes que leur développement peut engendrer ici ou là.

La parole est maintenant à M. Gilles Dard, président de *Merrill Lynch France*.

### **M. Gilles Dard, président de Merrill Lynch France**

Beaucoup de choses ont été dites. Il n'est pas nécessaire de revenir sur ce qui a été indiqué ce matin. Mon propos portera sur l'acceptabilité et la redevabilité des fonds souverains, ainsi que sur leur évolution, du point de vue de *Merrill Lynch*.

Le groupe que je préside en France a levé entre 12,7 et 12,8 milliards de dollars de capitaux entre décembre 2007 et janvier 2008 auprès d'investisseurs comme

*Temasek* (4,4 milliards de dollars + 600 millions de dollars), *Korean Investment Corporation* (2 milliards de dollars) et *Kuweit Investment Authority* (2 milliards de dollars). La participation de ces fonds dans notre recapitalisation représente donc environ 9 milliards de dollars sur un total de 12 milliards de dollars, le solde manquant ayant été apporté par des fonds de pension et des fonds d'investissement. Il est intéressant de constater d'ailleurs que ces différents intervenants ont acheté les mêmes supports financiers, soit des actions préférentielles. La recapitalisation de notre groupe n'a pas conduit à établir une distinction entre les fonds souverains et les fonds de pension.

Notre président, John Thain, a dû réagir assez rapidement face à notre besoin en capitaux et il a trouvé, dans ces fonds souverains, des investisseurs capables de prendre de lourdes décisions rapidement. Six mois après leur introduction dans notre capital, ils demeurent des acteurs passifs, non représentés au sein de notre conseil d'administration, inscrivant leur investissement dans le long terme. Nous sommes très heureux de leur présence dans notre groupe, signe de la bonne santé de notre entreprise. *Temasek* n'aurait pas investi dans *Merrill Lynch* si ses dirigeants ne misaient pas sur la stabilité de notre banque. Ce fonds existe depuis 1974. Il se trouve au cœur de l'actualité depuis peu alors qu'il investit depuis longtemps. De son côté, *Kuweit Investment Authority* fonctionne depuis 1953.

#### **M. Jean Arthuis**

Les actions préférentielles font-elles l'objet d'une rémunération par taux d'intérêt pour l'instant ?

#### **M. Gilles Dard**

D'une rémunération par dividende, de l'ordre de 9 % à 11 %.

Il est évident que la relation entre *Merrill Lynch* et les fonds souverains qui sont entrés dans son capital sera bonne si l'investissement consenti par ces derniers est rentable. Dans le cas contraire, nous ne savons pas encore ce qui se passera. Il est difficile pour un fonds de souverain de perdre de l'argent en raison de mauvais investissements. C'est l'une des raisons pour lesquelles nous ne devons pas nous inquiéter de leur présence. D'une façon ou d'une autre, ils sont redevables envers la collectivité qu'ils représentent. Ils ne peuvent pas se permettre de faire n'importe quoi. Par conséquent, leurs investissements non stratégiques ou non rentables seront forcément réduits. De plus, le montant de leurs opérations, très élevé – de l'ordre de 8 trillions de dollars en 2011 –, sera structurellement limité par les capitalisations boursières mondiales. Ils devront procéder à une allocation d'actifs classique, étant entendu que le marché américain constitue 40 % de la capitalisation boursière mondiale, contre 5 % pour le marché français et 8 % pour le marché anglais.

Par ailleurs, assez rapidement, après avoir constaté que beaucoup de monde s'intéresse aux pays dont ils proviennent et avoir accru leurs connaissances des marchés, ces fonds souverains seront amenés à investir de plus en plus sur leurs territoires d'origine et sur des classes d'actifs plus risqués. D'après nos

évaluations, leurs placements risqués pourraient passer de 3 trillions de dollars – somme actuelle – à 6 trillions de dollars dans le futur. Pour autant, cette évolution aboutira-t-elle à une hausse du prix de ces investissements ? *A priori*, nous ne le pensons pas. Mais ce qui est certain est que les fonds souverains auront moins le dollar pour référence à l'avenir, ce qui aura pour conséquence de faire baisser la valeur de cette monnaie.

Ils feront appel, en outre, à davantage de gérants externes, notamment pour montrer qu'ils se conduisent en bons élèves. Ainsi, des sociétés occidentales spécialisées dans la gestion profiteront de leurs investissements. Nous pensons même que la croissance de leurs activités se traduira par une explosion de l'industrie de l'*asset-management*, laquelle, selon nos évaluations, aura sous gestion 3 trillions de dollars d'actifs, contre 1,5 trillion de dollars aujourd'hui, pour le compte des fonds souverains.

Le risque de désir de protectionnisme causé par la montée des fonds souverains est, pour l'instant, excessif, notamment parce que leur développement n'en est qu'à son début.

Le fonds souverain de Norvège, qui représente 360 milliards de dollars d'actifs, est le plus transparent. Il annonce même les objectifs qu'il fixe en termes de rendement pour ses investissements (de l'ordre de 6 %) et quelle sera son allocation d'actifs (60 % d'actions et 40 % d'obligations). Il sollicite massivement des gérants externes et un tiers de son équipe est constitué de personnes étrangères.

Le fonds souverain chinois, CIC, lui, n'est gère transparent. Ainsi, il se garde bien de dévoiler sa stratégie et les rendements recherchés pour ses investissements. Toutefois, la perte de valeur de *Blackstone* suite à son entrée dans le capital de cette société risque de l'amener à changer son comportement et à devoir justifier ses décisions en matière de prise de participations.

Les fonds souverains poursuivent trois objectifs. Ils souhaitent augmenter la rentabilité de leurs investissements et diversifier leurs opérations pour les rendre moins dépendantes du dollar. Enfin, s'agissant des fonds souverains chinois, ils visent, à travers leurs opérations, à acquérir des matières premières, des sources d'énergie et à bénéficier de transferts technologiques.

La recherche de ces trois objectifs bute sur deux contraintes. D'une part, les fonds souverains doivent tenir compte de l'impact politique de leurs décisions d'investissement, qu'ils cherchent à minimiser. D'autre part, ils manquent de professionnels et dépendent donc des tiers gérants et des *asset managers*.

### **M. Jean Arthuis**

Merci de votre témoignage. Vous représentez un établissement qui a été amené à accueillir des fonds souverains dans son capital et selon lequel, d'après votre propos, les fonds souverains seront conduits à faire appel de plus en plus à des gestionnaires tiers et donc à respecter des principes de bonne gouvernance, tels qu'ils sont appliqués dans les sociétés occidentales.

Nous allons entendre maintenant la position de la Commission européenne. Pour cela, je donne la parole à M. Pierre Delsaux.

**M. Pierre Delsaux, directeur libre-circulation des capitaux, droit des sociétés et gouvernement d'entreprise, Commission européenne**

Je m'efforcerai de répondre à trois questions : sommes-nous en présence d'un nouveau monde ? Est-ce que vingt sept équivaut à un ? Faut-il créer le meilleur des mondes ?

S'agissant de la première question, je me contenterai de faire quelques observations. Tout d'abord, le phénomène des fonds souverains n'est pas nouveau. Certains d'entre eux sont présents en Europe depuis les années 50.

Ensuite le volume relatif des investissements effectués par les fonds souverains est encore extrêmement faible par rapport à ceux des autres investisseurs. Malgré tout, il ne faut nier que leur émergence en Europe est positive puisqu'elle a permis la recapitalisation de sociétés en difficulté. Elle a toutefois fait naître un débat politique sur notre continent, alimenté par la croissance importante de ces fonds, la politique de diversification de leurs investissements, lesquels s'orientent de plus en plus vers des actions, le risque d'influence des gouvernements propriétaires des fonds souverains sur nos économies et donc la crainte que leurs décisions reposent sur des motivations, non pas économiques, mais politiques.

Par ailleurs, un sujet a été peu abordé pour l'instant. Il concerne la réciprocité. Car si les fonds souverains investissent chez nous, nos entreprises peuvent-elles en faire de même librement sur les territoires dont ils sont issus ?

Enfin, les fonds souverains ont souvent été confondus avec les entreprises d'Etats qui interviennent et veulent contrôler d'autres entreprises en Europe. De notre point de vue, il est utile de les distinguer car leurs investissements ne répondent pas toujours aux mêmes motivations.

27 équivaut-il à un ?

La réponse à cette question est claire pour un mathématicien, moins pour un juriste. D'un certain côté, les 27 Etats membres de la Communauté européenne peuvent être considérés comme un territoire unique réagissant partout de la même façon face à l'apparition des fonds souverains. En effet, les textes européens reposent sur quatre libertés fondamentales dont la liberté de circulation des capitaux, laquelle est applicable, non seulement dans les relations entre Etats membres de la CEE, mais aussi dans les rapports entre pays tiers et Etats membres. En d'autres termes, au regard du droit communautaire existant, un investisseur d'un Etat tiers doit être traité exactement de la même manière qu'un investisseur d'un autre Etat membre. En outre, les traités européens ne font pas la différence entre les investisseurs publics et les investisseurs privés. Ainsi, un investisseur public d'un Etat tiers doit être traité exactement de la même manière qu'un investisseur privé d'un autre Etat membre.

**M. Jean Arthuis**

Sans réciprocité nécessaire ?

**M. Pierre Delsaux**

En effet.

Toutefois, cette ouverture au monde extérieur n'est pas sans limites. Divers mécanismes permettent aux Etats membres de protéger leurs intérêts stratégiques et donc de prendre des mesures visant à protéger ces intérêts stratégiques, cette notion n'étant pas définie dans les traités européens et étant donc laissée à l'interprétation de la Cour de justice. Or, jusqu'à présent, celle-ci en a eu une interprétation restrictive. Elle a toujours considéré que la défense des intérêts économiques ne justifiait pas la mise en place de mesures protectionnistes au niveau national, aussi bien dans les rapports entre Etats membres que dans les rapports entre Etats membres et pays tiers.

Par conséquent, il y a bien une unification des réponses apportées au niveau communautaire à l'entrée de capitaux étrangers en Europe. En même temps, chaque Etat membre a adopté sa propre législation visant à contrôler les investissements dans ses entreprises, provenant d'autres Etats membres comme de pays tiers. Il existe ainsi 27 législations nationales de ce type, toutes différentes, mais devant néanmoins se conformer aux principes du traité européen.

C'est dans ce contexte d'unité et de diversité que la Commission européenne a estimé nécessaire d'intervenir par une réponse coordonnée entre tous les Etats membres au problème suscité par les opérations des fonds souverains. C'est ainsi qu'elle a préparé un texte, adopté au mois de février dernier et établissant un certain nombre de principes, tous acceptés par les Etats membres au niveau du conseil des ministres des finances.

L'instauration de cette réponse coordonnée tient à plusieurs raisons. Tout d'abord, le phénomène des fonds souverains est un phénomène global, touchant le monde entier. Il nécessitait, à ce titre, une réponse unique. Il fallait éviter de lui apporter une réponse fragmentée et le scénario selon lequel chaque Etat membre aurait réagi à sa façon devant sa montée en charge, pour finalement aboutir à une fragmentation du marché européen.

Enfin, la réaction de la Commission européenne, approuvée par les Etats membres, est fondée sur le souci de maintenir la politique d'ouverture vis-à-vis des investissements des pays tiers, telle qu'elle est définie par les textes européens. Elle n'a pas été remise en cause par le traité de Lisbonne.

Faut-il créer le meilleur des mondes, un monde où tout serait réglementé, décidé par voie législative aux niveaux communautaire ou national ?

L'approche de la Commission européenne, celle défendue par l'ensemble des Etats membres, n'est pas celle-là. Nous pensons que la réglementation ne constitue pas une réponse appropriée aujourd'hui. Il nous paraît beaucoup plus

utile d'essayer de fonctionner sur la base de principes et de codes de bonne conduite en poussant les fonds souverains à adopter ces derniers.

Tout d'abord, ces codes de bonne conduite devraient imposer de garantir l'indépendance des fonds souverains par rapport aux interventions politiques, de faire en sorte que leurs décisions d'investissements soient justifiées par des motivations économiques et non pas par une influence gouvernementale. Ils ne nécessitent pas de réinventer le monde. Un certain nombre de codes existent déjà. Ils ont été proposés par le FMI et sont appliqués dans des domaines différents que celui des fonds souverains. Toutefois, ils pourraient être transposés à ce secteur.

Il est nécessaire aussi que ces fonds souverains gagnent en transparence et que leurs politiques d'investissement soient claires pour tout le monde. Nous devons savoir où, pourquoi et comment ils ont investi. Telle est la position que nous défendons actuellement auprès du FMI. Elle a bien entendu entraîné une réaction de la part des fonds souverains. N'oublions pas que ces acteurs sont mobiles et peuvent décider d'investir chez nous ou ailleurs et notamment chez eux, sur des marchés émergents.

D'après les premiers contacts que nous avons eus avec eux, ils paraissent enclins à faire œuvre de transparence, mais à condition que les autres fonds (fonds de pension, fonds spéculatifs, etc.) et encore plus les pays où ils investissent en fassent de même. Ils souhaitent connaître notre politique à l'égard des pays tiers, savoir si nous refusons des investissements étrangers dans certains secteurs. Ils refusent d'être l'objet de toute discrimination.

En guise de conclusion, les fonds souverains, même si leurs interventions restent encore marginales, posent des problèmes importants sur le plan politique et nous devons les appréhender sur la base d'un certain nombre de principes. Tout d'abord, l'ouverture des marchés a été profitable à l'Europe. C'est pourquoi il nous faut la maintenir, sans toutefois témoigner de trop de naïveté. Nous ne devons pas accepter n'importe quoi ; d'où la possibilité de mettre en place des mesures de protection au niveau national ou à l'échelon communautaire pour des secteurs sensibles.

Ensuite il est nécessaire que les fonds souverains mais aussi les pays susceptibles d'accueillir leurs investissements montrent plus de transparence.

### **M. Jean Arthuis**

S'agissant du meilleur des mondes, vous avez privilégié les bonnes pratiques et les chartes rassemblant les bonnes règles de conduite. Mais vous interrogez-vous, au niveau de la Commission européenne, sur ce que pourrait être la réciprocité au-delà de la gouvernance et de la transparence ?

### **M. Pierre Delsaux**

Nous ne voulons pas lier le débat sur les fonds souverains à notre demande d'avoir accès librement, pour nos entreprises, aux marchés des pays dont ils proviennent. Depuis longtemps, la Commission européenne entretient un dialogue

avec ces Etats, sur lesquels, nous essayons de faire pression pour qu'ils ouvrent leurs frontières, notamment aux sociétés européennes. Par exemple, si les Chinois ont investi de manière importante dans le secteur financier européen, nous aimerions bien, en retour, pouvoir permettre à nos établissements bancaires et financiers de se positionner sur le marché chinois.

### **M. Jean Arthuis**

La parole est maintenant à Igor Noskov, conseiller financier à l'ambassade de Russie en France.

### **M. Igor Noskov, conseiller financier, ambassade de Russie en France**

Merci M. le président. Je souhaite d'abord remercier les organisateurs de cette table ronde de me permettre de présenter la position de notre pays, la Fédération de Russie, concernant les fonds souverains.

Nous sommes obligés de constater, avec regret, que le sujet est passé du plan économique au plan politique. La relation qu'on peut avoir avec les fonds souverains renvoie à celle qu'on entretient avec les pays dont ils proviennent. Si l'attitude à leur égard est bienveillante, leurs investissements sont acceptés sans aucune clause. A l'inverse, s'ils suscitent la méfiance, les prises de participations de leurs fonds souverains ne sont pas bien acceptées et il est mis des barrières pour les empêcher. Depuis longtemps, l'Union européenne et les Etats-Unis ont reconnu l'économie russe comme étant une économie de marché. La Russie, dans une période très courte, est passée d'une économie centralisée à une économie de marché. Nos relations avec les investissements étrangers ont changé radicalement. Notre pays s'est ouvert et continue à s'ouvrir, un mouvement favorisé par l'intégration de la Russie à l'économie mondiale, avec son entrée attendue dans l'OMC et l'OCDE.

Après une longue période de glaciation et de chaos, nous observons une croissance stable de notre économie. Grâce à la hausse des prix de ses ressources naturelles, le pays a obtenu des réserves de liquidités importantes qui ont alimenté ses fonds souverains. Depuis la nouvelle conception de la gestion des recettes d'Etat du pétrole et du gaz, entrée en vigueur cette année, le Fonds de stabilisation de la Fédération de Russie est divisé en deux fonds : le fond de réserve et le fonds du bien-être national. Au 1<sup>er</sup> avril 2008, le volume des moyens du premier s'établissait à 125,4 milliards de dollars et le celui du second à 32 milliards de dollars.

Le fonds de réserve est appelé à garantir les dépenses d'Etat et à équilibrer le budget fédéral en cas de baisse des revenus apportés par le pétrole et le gaz. Son montant est limité à 10 % du PIB.

Les moyens du fonds du bien-être national ne peuvent être utilisés que pour le cofinancement des accumulations volontaires des retraites des citoyens et la couverture du déficit du budget du fonds de retraite de la Fédération de Russie.

Les deux fonds sont dirigés par le ministère des finances. La responsabilité particulière de la gestion de leurs moyens peut être déléguée à la banque centrale et à des organisations financières spécialisées. Le but de la gestion de ces fonds consiste à garantir l'intégrité de leurs moyens et le niveau stable des revenus dès leur placement dans une perspective de long terme. Le coût budgétaire de la Fédération de Russie est fixé par la loi. Elle a défini que les moyens du fonds de réserve peuvent être utilisés uniquement pour acheter des obligations émises par des Etats étrangers, des banques centrales, des organisations internationales et pour des dépôts bancaires ; ceux du fonds de bien-être international pour acquérir des obligations, des actions de compagnies et des parts de fonds d'investissement.

Les deux fonds se caractérisent par une comptabilité transparente. D'après la loi, le ministère des finances présente au gouvernement un rapport trimestriel sur l'exécution du budget fédéral et un rapport annuel sur le volume des entrées et des moyens des fonds, leurs placements et leur utilisation. Le gouvernement remet les rapports trimestriel et annuel aux deux chambres du Parlement. De plus, le ministère des finances publie des informations sur l'utilisation des fonds au début de chaque mois sur son site Internet et dans la presse.

Nous savons que les marchés internationaux sont actuellement en proie à une crise qui crée de l'incertitude et le manque de confiance des investisseurs. Les fonds souverains qui sont orientés par nature vers des investissements de long terme peuvent devenir un important facteur dans la restitution de la confiance et de la stabilité sur le marché financier mondial. S'ils n'ont pas la possibilité d'entrer dans le capital des sociétés occidentales, quelles seront les alternatives pour remettre les sociétés en difficulté à flot ?

La rentabilité des investissements au titre des Etats, considérée comme plus sûre, est moins élevée que la rentabilité des investissements dans des entreprises. C'est pourquoi l'intérêt pour les investissements en actions est réel. Les fonds s'appellent souverains car les Etats les gèrent de manière indépendante. S'ils veulent investir en actions, c'est parce que leur rentabilité est plus élevée que celle des obligations. Ils cherchent toujours les objets d'application les plus avantageux. Le changement de priorités dans l'utilisation de moyens des fonds souverains n'est pas une surprise. Il était prédit depuis longtemps qu'avec l'accumulation des moyens, ils seraient amenés à adopter des politiques plus indépendantes et agressives en réalisant des investissements en obligations d'Etat.

On dit toujours que la société occidentale repose sur l'économie de marché et la compétition libre. Comment serait-il possible de violer ces principes en appliquant des mesures protectionnistes ? A cet égard, les compagnies d'intérêt stratégique pour les Etats, si elles ont des besoins de financement, doivent être ouvertes à n'importe quel investissement et prendre des décisions indépendantes quant à leur recapitalisation. Le marché doit rester le critère de sélection. Dans le cas contraire, il pourrait y avoir de la discrimination et du protectionnisme.

Les investissements des fonds souverains provoquent aujourd'hui des réactions agressives, notamment dans la presse économique française. Certains craignent que les fonds souverains ne finissent pas dévorer l'économie occidentale. Il convient, à ce stade, de prendre en considération l'avis des plus grandes organisations internationales économiques (FMI, Banque mondiale, OCDE, G8).

Pour elles, de manière unanime, les fonds souverains jouent un rôle positif dans le maintien de la normalisation des marchés financiers et les économies occidentales gagneront à accueillir leurs investissements. La crainte que les fonds souverains poursuivent, au travers de leurs opérations, des stratégies politiques ne se confirme pas dans la réalité. Au cours des dernières années, ils se sont montrés des investisseurs responsables, cherchant à optimiser leurs ressources dans une perspective de long terme.

La Russie soutient les initiatives internationales pour encadrer les opérations des fonds souverains, particulièrement la généralisation et la diffusion de l'expérience. Quant à la mise en place de codes de bonne conduite, ce projet ne pourra être efficace que lorsque les pays recevant les investissements des fonds souverains et l'ensemble des fonds (fonds spéculatifs, fonds de pension, etc.), qui gèrent des moyens énormes de façon opaque au travers d'investissements de court terme et sont responsables en grande partie de la déstabilisation des marchés financiers, accepteront de s'y conformer eux-mêmes.

**M. Jean Arthuis**

Que pense la Russie du principe de réciprocité ?

**M. Igor Noskov**

C'est aux responsables politiques de se positionner sur le sujet. Toutefois, parler de ce sujet nécessite de distinguer les investisseurs privés et les investisseurs publics. Par ailleurs, la Caisse des dépôts et consignations n'est-elle pas un fonds souverain ?

**M. Jean Arthuis**

Cet établissement est sous la responsabilité du Parlement et comme la responsabilité est populaire, il s'agit bien effectivement d'un fonds souverain.

La dernier intervenant est M. Olivier Prost, avocat associé au cabinet Gide Loyrette Nouel de Bruxelles.

**M. Olivier Prost, avocat associé, cabinet Gide Loyrette Nouel (Bruxelles)**

Merci M. le président. Depuis plusieurs mois, on semble laisser entendre que les fonds souverains évoluent dans une zone de non-droit. Cette vision n'est pas tout à fait correcte. En effet, il existe tout un ensemble de dispositions de droit commun susceptibles de s'appliquer sans discrimination aux fonds souverains comme à bon nombre d'autres opérateurs financiers ou économiques.

La première de ces dispositions, fondamentale, concerne la libre circulation des capitaux, étendue en Europe aux relations avec les pays tiers, qui s'applique aux investissements directs et investissements de portefeuille et permet aux Etats de prendre des mesures restrictives (autorisations préalables, *golden shares*, etc.) si elles sont justifiées par des objectifs légitimes (ordre public, sécurité publique...).

En France, le régime de 1966 imposait la délivrance d'autorisations préalables de manière générale et non pas au cas par cas pour les investissements étrangers. Il a été dénoncé par la Cour de justice européenne en 2000, conduisant la France à adopter un nouveau décret dit « anti-OPA ». Ce texte n'est en effet qu'un nouvel outil de contrôle des investissements étrangers. Il est actuellement à l'étude au niveau de la Commission européenne et semble, *a priori*, beaucoup plus proportionné au regard des exigences communautaires, notamment parce qu'il ne fixe aucun principe général d'interdiction, que le régime de 1966. Il impose des autorisations dans un certain nombre de secteurs bien déterminés.

Un texte de ce genre, au travers de la loi Volkswagen, existait également en Allemagne. Il prévoyait un certain nombre de droits de préférence et donnait, selon la Commission européenne, un pouvoir excessif à l'Etat allemand dans cette entreprise.

Il a été question ce matin d'une possible harmonisation des dispositions réglementaires au niveau communautaire. Elle serait la bienvenue. Mais elle nécessitera du temps, surtout dans des domaines relatifs à la sécurité publique, l'ordre public et aux objectifs stratégiques. Pendant encore longtemps, ce système à double étage dans lequel les Etats prennent des mesures que la Cour de justice européenne contrôle par la suite subsistera, qui offre parfois à un Etat membre la possibilité de refuser une opération, même si ce refus se révèle quelques mois ou années plus tard illégal.

Par conséquent, le principe de libre circulation des capitaux s'accompagne d'un contrôle réglementaire dans des cas bien précis, qui s'applique aux fonds souverains comme à l'ensemble des autres opérateurs.

La deuxième forme de contrôle non discriminatoire concerne le contrôle communautaire des concentrations. Celui-ci sert, notamment, lors de l'acquisition du pouvoir dans une entreprise européenne par prise de participation au capital ou achat d'actifs. Il se traduit par un contrôle de la Commission européenne par le biais d'une analyse concurrentielle et la possibilité donnée à un Etat d'imposer des mesures restrictives à la concentration par le désengagement de l'investisseur de certaines activités, de manière à permettre une concurrence plus loyale lorsque la situation le justifie.

Deux autres types de dispositifs sont à prendre en compte :

- La réglementation des services financiers dans le cadre de l'OMC. Selon ce texte, chaque Etat s'engage de manière volontaire à libéraliser ou non des services. Certains pays comme les Etats-Unis ont introduit, dans leurs engagements, leur refus d'ouvrir le capital de certaines de leurs entreprises évoluant dans des secteurs comme les télécommunications et les assurances à des investisseurs étrangers lorsqu'ils cachent, de façon significative, un Etat. Bien entendu, cette réglementation des services financiers s'accompagne d'exceptions possibles si elles sont nécessaires à la protection d'intérêts légitimes.
- Le contrôle des subventions internationales dans le cadre de l'OMC. Il s'applique à tous. Il est évident que si un fonds souverain investit dans une société qui se met à exporter des produits en Europe, celle-ci bénéficiera

d'une subvention. S'il existe un contrôle des aides d'Etat extrêmement strict en Europe, il n'y en a pas aux Etats-Unis, en Russie ou en Chine.

Il faudrait effectivement que chaque Etat adopte les mêmes législations. L'absence d'harmonisation des dispositifs réglementaires à l'échelon de l'OMC conduit à des divergences au niveau international.

Dans quelle mesure faut-il envisager une réglementation spécifique aux fonds souverains ? L'instauration d'une telle disposition peut répondre à des motivations politiques ou commerciales. Comme il a été indiqué précédemment, les fonds souverains ne constituent pas de « mauvais » investisseurs et il s'agit de savoir si les préoccupations qu'ils suscitent ne trouvent pas de réponse dans les réglementations existantes. Les possibilités de restrictions, telles qu'elles sont définies dans un certain nombre de textes nationaux, devraient se limiter à des menaces graves et bien réelles sur l'économie d'un pays, de manière à ne pas céder à des tentations protectionnistes et à permettre une situation « gagnant/gagnant » pour les fonds et les autorités concernées.

C'est dans cette perspective qu'il convient d'apprécier les nouvelles initiatives internationales, en particulier celles du FMI, qui cherchent à la fois :

- A mieux faire connaître les fonds souverains. De ce point de vue, les principes de base relatifs à la transparence permettent de rassurer sur les objectifs commerciaux.
- A mettre en exergue le rôle positif que les Etats peuvent avoir dans la sphère financière internationale. La pression des actionnaires n'est-elle pas moins forte dans un fonds souverain que dans un fonds privé ?

Ces deux objectifs ont pour but de rassurer les fonds souverains et d'éviter précisément des utilisations protectionnistes des mesures restrictives qui doivent se limiter à des situations exceptionnelles.

### **M. Jean Arthuis**

La réciprocité pourrait s'appliquer ici également.

### **M. Olivier Prost**

Quelques remarques sur la notion de réciprocité.

Je ne crois pas que nous soyons plus faibles que les Américains, même si l'Europe est constituée de « plusieurs étages » avec 27 Etats membres, une Commission européenne et une Cour de justice. Aujourd'hui, si un pays européen veut prendre une mesure contre une opération portant atteinte à ses intérêts vitaux, il a la capacité et l'autorisation de le faire dès lors que la mesure prise est proportionnée. Il est difficile de parler de réciprocité quand les pays occidentaux ne possèdent pas de fonds souverains, propriétés surtout de pays situés à l'est du monde, et n'a comme seule réponse à apporter à leur développement que la mise en place de réglementations. Dans de tels rapports asymétriques, il convient donc d'utiliser cette notion de réciprocité avec précaution.

S'agissant de la directive OPA, ce texte prévoit un certain nombre de dispositions communautaires contraignantes pour encadrer les offres publiques d'achat. Il comprend également une clause de réciprocité selon laquelle les Etats membres ont la possibilité de s'affranchir des dispositions communautaires mentionnées dans la directive si elles ne sont pas respectées par des fonds souverains lorsque ceux-ci souhaitent prendre une participation dans une entreprise européenne.

L'exigence de réciprocité est parfois plus délicate. Ainsi, en Europe, la production de gaz et son transport constituent deux activités bien différenciées. Est-il possible qu'une entreprise étrangère, présente, elle, sur les deux activités, puisse agir sur le territoire européen et racheter des entreprises qui ont été scindées en deux ?

En résumé, il nous faut assurer la fluidité des économies sans faire preuve de naïveté.

**M. Jean Arthuis**

Merci d'avoir rappelé que les investissements des fonds souverains s'opèrent dans un cadre légal et non pas dans un espace de non-droit, et de nous avoir appelé à faire preuve de circonspection en matière réglementaire. Vous avez souligné que la Commission européenne n'a pas très bien accueilli le texte anti-OPA adopté par la France. Où en sommes-nous dans ce qui s'apparentait à un possible contentieux ?

**M. Pierre Delsaux**

Il s'agit toujours d'un possible contentieux. Nous discutons encore du sujet avec les autorités françaises. Je suis certain qu'avec un peu de volonté, nous trouverons une solution pour avoir un texte conforme au traité européen.

**M. Jean Arthuis**

C'est une bonne nouvelle. Nous n'avons plus le temps, malheureusement, d'engager un débat. Vous pouvez de fait accabler le président de séance. Mme Nicole Bricq, souhaitez-vous intervenir ?

**Mme Nicole Bricq, sénatrice**

Toutes les interventions ont été très intéressantes. Je crois que nous devons nous préparer à un décentrement du monde qui se caractérisera et se caractérise déjà par un transfert de richesses et d'activités vers une partie de la planète qui demande à participer au festin mondial.

Nous devons nous préparer à cette échéance et ne pas consacrer tout notre temps à adopter des mesures protectionnistes, même si celles-ci ont leur utilité. Car nous ne devons pas faire preuve de crédulité concernant les intentions des fonds souverains. Il y a deux ou trois ans, M. Michel Rocard a indiqué que toutes les entreprises européennes étaient susceptibles de subir un jour une offre publique

d'achat. Je pense qu'il a raison et c'est pourquoi les capitalistes européens seraient mieux inspirés de faire travailler le capital, et notamment le capital productif, de leurs entreprises plutôt que de se distribuer des *stock options*.

### **M. Jean Arthuis**

Vous partagez la position de l'Eurogroup qui a dénoncé, avant-hier, les pratiques scandaleuses des responsables des entreprises. Les opérations des fonds souverains suscitent rarement des craintes quand elles conduisent à délocaliser des emplois d'ouvriers. Par contre, quand elles se traduisent par une offre publique d'achat sur une grande entreprise, elles sèment l'effroi et il faut alors s'opposer à elles sous couvert de patriotisme économique.

Les interventions des fonds souverains prennent de l'ampleur et se caractérisent par l'émergence d'un nouveau capitalisme d'Etat, une forme de renationalisation de nos entreprises par des pays étrangers. Dès lors, on en vient à rêver à la création d'un fonds souverain français, de manière à ce que cette renationalisation soit l'œuvre, non plus de la Chine ou de pays du Moyen-Orient, mais de la France.

Nous avons compris que la mise en place de codes de bonne conduite apaiserait les craintes et que l'entrée d'Etats dans le capital d'entreprises peut être un facteur de perturbation des règles de concurrence loyales.

Au fond, nos inquiétudes sont inutiles. Car nous ne pouvons pas nous passer des fonds souverains qui financent nos déséquilibres et prospèrent sur eux. Il serait opportun d'éclairer l'opinion publique sur le rôle de ces acteurs, notamment pour convaincre encore davantage les Français de la nécessité de réformer notre pays et de lutter contre les déficits publics. Les fonds souverains sont, en quelque sorte, le miroir de tous nos déséquilibres. Ils pourraient constituer un levier permettant à chacun de prendre conscience de l'urgence de conduire les réformes nécessaires.

*(La séance est levée à 12 heures 55)*

Le Président,