



En raison de son poids et afin de faciliter son téléchargement, le rapport a été découpé en six fichiers. Pour permettre la navigation entre les fichiers, utilisez la table des matières active (signets) à gauche de l'écran.

**RAPPORT**

**SUR**

**LES FONDS SOUVERAINS**

Etabli par

Alain DEMAROLLE  
Inspecteur des Finances

Rapporteur Henri JOHANET

## SOMMAIRE

|  |           |
|--|-----------|
| Introduction .....   | 3         |
| <b>I. LES FONDS SOUVERAINS : UN DEVELOPPEMENT INELUCTABLE ET POSITIF, QUI SUSCITE DES INTERROGATIONS DE NATURE POLITICO STRATEGIQUE.....</b> | <b>4</b>  |
| A. Définition et typologie des fonds souverains .....  | 4         |
| 1. Définition des fonds souverains .....   | 4         |
| 2. Typologie des fonds souverains .....  | 5         |
| B. Un rôle en pleine mutation .....  | 7         |
| 1. La place des fonds souverains change de nature.....   | 7         |
| 2. La contribution positive des fonds souverains au système financier international ..   | 11        |
| 3. Des polémiques qui révèlent une interrogation plus politico-stratégique que purement économique .....                                     | 12        |
| <b>II. LES FONDS SOUVERAINS, NOUVEAU SUJET INTERNATIONAL.....</b>  | <b>14</b> |
| A. L'implication des institutions financières internationales.....   | 14        |
| 1. Le FMI : élaborer un recueil de bonnes pratiques.....   | 14        |
| 2. L'OCDE : les politiques d'investissement des pays d'accueil.....  | 16        |
| 3. Un schéma général à soutenir et à compléter .....   | 17        |
| B. Les autres approches, communautaires et bilatérales .....   | 17        |
| 1. L'approche communautaire.....   | 17        |
| 2. L'approche bilatérale : le cas des Etats-Unis .....   | 18        |
| <b>III. LE POSITIONNEMENT DE LA FRANCE FACE AUX FONDS SOUVERAINS ..</b>  | <b>21</b> |
| A. Un impératif : l'attractivité de la France a l'égard des fonds souverains.....  | 21        |
| 1. La France a structurellement besoin d'investisseurs de long terme, tels que les fonds souverains.....                                     | 21        |
| 2. Un décalage persistant entre la perception et la réalité de notre ouverture aux investissements étrangers .....                           | 22        |
| 3. Une politique d'attractivité bien adaptée aux attentes des fonds souverains. ....   | 23        |
| B. Le régime des investissements étrangers correspond aux attentes des fonds souverains .....  | 24        |
| 1. Le dispositif français de contrôle des investissements étrangers. ....  | 24        |
| 2. L'évolution internationale de la réglementation des investissements étrangers : vers une orientation plus restrictive .....               | 25        |
| 3. Un droit boursier en conformité avec le cadre communautaire .....   | 27        |
| C. La France dispose d'investisseurs financiers de long terme .....  | 28        |
| 1. La Caisse des Dépôts.....   | 28        |
| 2. Le Fonds de réserve pour les retraites .....  | 29        |
| <b>IV. ORIENTATIONS POUR LA STRATEGIE DE LA FRANCE : UN DIALOGUE CONFIANT ET PRODUCTIF FONDE SUR LE PRINCIPE DE RECIPROCITE.....</b>         | <b>30</b> |
| A. Etablir un dialogue confiant avec les fonds souverains .....  | 30        |
| B. Favoriser un dialogue productif pour nos entreprises et notre économie .....  | 32        |
| C. Fonder ce dialogue sur le principe de réciprocité .....   | 33        |

## Introduction

L'apparition des fonds souverains sur la scène financière internationale n'est pas un phénomène récent. C'est en effet il y a 55 ans que le Koweït instituait le *Koweït Investment Board* auquel il confiait la responsabilité d'investir les surplus issus de ses revenus pétroliers. Plus récemment, la Norvège a créé en 1990 un fonds pétrolier auquel succède en 2006 le *Global Government Pension fund*, fonds souverain assurant pour les générations futures du Royaume une part des recettes pétrolières.

Si les fonds souverains attirent aujourd'hui l'attention, c'est notamment en raison de la conjonction de trois phénomènes nouveaux :

- l'ampleur croissante des actifs dont ils assurent la gestion (3 000 milliards de dollars aujourd'hui) sachant que la croissance de ces actifs va selon toute probabilité se poursuivre voire même s'accélérer au cours des prochaines années, pouvant atteindre, selon les estimations du FMI jusqu'à 10 000 milliards de dollars en 2013 ;
- la diversification rapide de ces actifs qui les conduit à accroître leurs investissements en actions de sociétés cotées étrangères, voire même dans certains cas à rechercher des participations de niveau significatif dans ces sociétés ;
- la création de fonds par de nouveaux acteurs étatiques ; aux acteurs traditionnels (Pays du Golfe, Norvège, Singapour) se superposent aujourd'hui la Russie et la Chine et demain de nombreuses puissances émergentes bénéficiant de l'exportation de matières premières : Brésil, Libye, Algérie, Venezuela par exemple.

A l'image traditionnelle du fonds du Moyen-Orient investissant prioritairement en titres de la dette publique américaine, puis européenne (souvenons-nous des pétrodollars des années 70, mais aussi du prêt d'ajustement consenti par l'Arabie Saoudite à la France en 1982 pour défendre le franc) se substitue celle, moins rassurante, de fonds dépendant de gouvernements aux ambitions géopolitiques affirmées, non membres de l'OCDE. Ces fonds ne s'interdisent pas de devenir directement actionnaires de sociétés occidentales, y compris dans des domaines pouvant être considérés comme stratégiques. C'est bien ce changement de nature qui a suscité des interrogations dans plusieurs pays du G7.

Parmi d'autres responsables politiques, la Chancelière allemande avait ainsi résumé les inquiétudes que suscite cette évolution : « *la question est de savoir si la prise de participation d'un fonds doté de capitaux publics n'est pas liée à la volonté d'exercer une influence politique* ».

Le G7 s'est donc saisi du sujet et a demandé en octobre 2007 aux institutions financières internationales, notamment au FMI et à l'OCDE, de définir un ensemble de bonnes pratiques à destination des fonds souverains eux-mêmes, mais également des pays qui recevront leurs investissements.

Alors que ces institutions publient un bilan d'étape de leurs travaux, et que se prépare la présidence française de l'Union Européenne à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2008, le Ministre a souhaité que la France détermine précisément sa position, en prenant en compte les exigences de réciprocité qui pourraient s'imposer aux pays d'origine de ces fonds et, simultanément, la préservation de la pleine ouverture de la France aux investissements étrangers.

Tel est l'objet du présent rapport, qui dans une première partie, après avoir rappelé les principales caractéristiques des fonds souverains (I.), présente les travaux en cours des institutions internationales sur ce thème (II.). La seconde partie du rapport décrit le cadre juridique et les enjeux des fonds souverains pour la France (III.) avant de présenter au Ministre des propositions qui pourraient être retenues pour définir notre stratégie à l'égard de ces acteurs majeurs du système financier international (IV.).

## PREMIERE PARTIE : LES FONDS SOUVERAINS, NOUVEAUX ACTEURS MAJEURS DU SYSTEME FINANCIER INTERNATIONAL

### **I. LES FONDS SOUVERAINS : UN DEVELOPPEMENT INELUCTABLE ET POSITIF, QUI SUSCITE DES INTERROGATIONS DE NATURE POLITICO STRATEGIQUE**

#### **A. Définition et typologie des fonds souverains**

##### *1. Définition des fonds souverains*

Selon la définition donnée par le FMI dans le rapport adopté le 21 mars sur le sujet, les fonds souverains (SWFs soit l'acronyme de *Sovereign Wealth Funds*) sont des fonds d'investissements publics qui répondent aux trois critères ci-dessous :

- ils sont possédés ou contrôlés par un gouvernement national ;
- ils gèrent des actifs financiers dans une logique de long terme ;
- leur politique d'investissement vise à atteindre des objectifs macroéconomiques précis, comme l'épargne intergénérationnelle, la diversification du PIB national ou le lissage de l'activité.

Leurs ressources résultent de l'accumulation d'excédents de la balance courante, qui peuvent eux-mêmes résulter soit d'exportations de matières premières (Moyen Orient, Norvège, Russie), soit d'un excédent structurel d'épargne nationale (Singapour). Plus indirectement, ces fonds peuvent bénéficier du transfert d'une partie des réserves de change de la banque centrale (Chine).

Ils sont par conséquent le résultat de deux tendances lourdes du système économique international, d'ailleurs en partie liées : l'augmentation du prix des matières premières et le caractère structurel d'excédents de balance courante de certains pays. Il est donc très vraisemblable que leurs ressources vont continuer à augmenter.

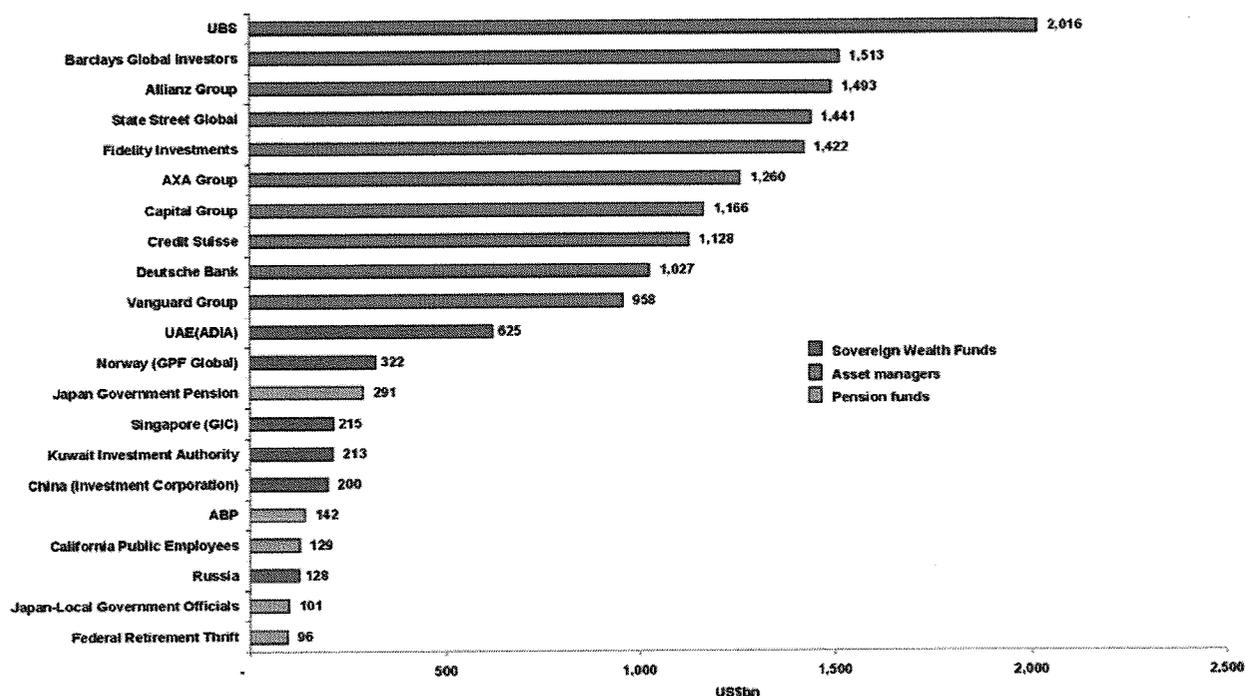
Les fonds souverains doivent être distingués d'autres entités publiques d'investissement :

- les banques centrales : même s'ils peuvent conserver des liens fonctionnels à l'image de la Chine ou de la Norvège dont le fonds est géré par un département de la banque centrale pour le compte du Ministère des Finances, les fonds souverains s'en distinguent sur deux points : leur objectif, qui est l'investissement et non pas la conduite de la politique monétaire ou de change et leur portefeuille, qui est plus investi en actions, les banques centrales étant tenues de conserver une certaine liquidité pour faire face aux variations de change et investissant par conséquent essentiellement en obligations;
- les fonds de pensions publics qui tirent leurs ressources des cotisations n'ont, en règle générale, pas de lien direct avec le gouvernement et sont soumis à des engagements financiers futurs, leur objectif étant de financer les retraites des générations à venir – c'est par exemple le cas du FRR en France ou du fonds CALPERS en Californie ;
- les entreprises publiques qui prennent juridiquement la forme de sociétés et non de fonds d'investissement et dont la fonction première est la production de biens et services et non l'investissement.

La valeur précise des fonds gérés par les SWF ne peut qu'être estimée, les gouvernements ne communiquant que très peu ou pas sur la question. Cependant, les services du FMI l'estiment entre 2 200 et 3 000 milliards de dollars. Une estimation de Morgan Stanley retient le chiffre de 2 900 milliards de dollars d'actifs gérés, ce qui représente un montant exactement deux fois supérieur à celui

des fonds de gestion alternative (« *hedge funds* ») ; mais près de vingt fois inférieur à la capitalisation boursière mondiale (50 800 milliards de dollars selon le rapport du GFSR d'octobre 2007).

Graphique n°1 – Les principaux investisseurs institutionnels, par montant des actifs sous gestion



Source: Oxford Analytica, Watson Wyatt.

## 2. Typologie des fonds souverains

L'annexe 3 présente la liste et les caractéristiques des principaux fonds souverains.

Il est en premier lieu possible de les distinguer selon leur période d'apparition, ce qui permet de faire apparaître les différentes étapes de l'évolution des fonds souverains.

Historiquement les fonds souverains sont apparus dans les pays du Golfe (Emirats Arabes Unis, Koweït, Qatar), en Norvège et au Canada en raison de la nécessité de mettre en place des structures d'investissement des recettes de l'exportation des matières premières et notamment du pétrole et du gaz. Les fonds singapouriens, apparus en 1974 pour Temasek et en 1981 pour GIC, répondent à une même logique de long terme, à partir de ressources résultant non pas du commerce des matières premières, mais d'un excédent commercial et surtout du déséquilibre important entre l'épargne et l'investissement (36 Mds USD soit 27 pour cent du PIB en 2006), conséquence du niveau élevé de l'épargne interne (53 Mds USD soit 40 pour cent du PIB en 2006) et d'un taux d'investissement public relativement faible.

La seconde génération des fonds souverains est d'apparition beaucoup plus récente et est marquée par la création de fonds d'investissement par des acteurs géopolitiques majeurs tels que la Chine et la Russie (cf. Encadré 1). Comme on le verra, c'est très largement à l'occasion de l'émergence de cette seconde génération que les fonds souverains sont apparus comme sujet majeur. Non pas en raison de leurs caractéristiques propres ou d'une stratégie d'investissement particulière mais de par les ambitions géopolitiques des gouvernements qui contrôlent ces nouveaux fonds. Chacun voit bien en effet qu'indépendamment même du montant géré par ces fonds, les enjeux politiques et stratégiques ne sont pas les mêmes dès lors qu'ils sont gérés non plus par des Etats à taille et à population réduite (pour mémoire Singapour et l'ensemble des Etats du Golfe totalisent environ une douzaine de millions d'habitants en excluant l'Arabie Saoudite) mais par des puissances de

premier plan, telles que la Chine ou la Russie. Leur apparition récente et donc leur absence d'historique significatif d'investissement dans les pays de l'OCDE ne peuvent sur ce point qu'accentuer les interrogations.

La troisième génération est largement en devenir. C'est ou plutôt ce sera demain celle des fonds créés par les pays émergents disposant d'excédents structurels de matières premières. Parmi les nombreux projets en cours, citons ainsi, outre l'Arabie Saoudite qui, après de longues hésitations, a annoncé en avril 2008 la création d'un premier fonds doté d'un capital initial de 5,3 milliards de dollars (rappelons que les réserves de change de la banque centrale saoudienne s'établissent à environ 300 milliards de dollars), le Brésil, qui a affirmé début mai vouloir créer un fonds souverain doté de 20 milliards de dollars (soit 10 % des réserves de change), afin notamment de soutenir les investissements des entreprises brésiliennes à l'étranger. Les fonds souverains de demain seront mis en place par de nouvelles puissances : Venezuela, Libye ou Algérie.

Il importe en second lieu de s'attacher à leur stratégie d'investissement. Notons au préalable que tous les fonds d'investissement n'ont pas choisi d'investir hors de leurs frontières. Ainsi Khazanah, le fonds malaisien, doté de 25 milliards de dollars, ne procède qu'à des investissements domestiques. Il va sans dire que les fonds souverains ne deviennent un sujet que dès lors qu'ils investissent à l'étranger. S'agissant donc de la ou plutôt des stratégies d'investissement, l'exercice de définition n'est certes pas aisé, en raison d'une part de la grande diversité des situations existantes, d'autre part du manque de données disponibles sur les dites stratégies d'investissement. Au risque de l'approximation, risquons-nous cependant à distinguer deux approches principales.

Ceux que nous appellerons les « gestionnaires de portefeuille » (*portfolio managers*) dont la stratégie consiste principalement en une diversification de leurs investissements en fonction de critères globaux visant à sur performer des index de performance de référence, sans afficher ni spécialisation sectorielle ni volonté de s'impliquer dans la gestion des sociétés dans lesquelles ils investissent. Cette approche, assez proche de celle des fonds de pension, nous paraît pouvoir caractériser les fonds les mieux établis tels que ceux d'Abu Dhabi (ADIA, entre 625 et 875 milliards de dollars sous gestion estimés), de Norvège (GPF Global 380 milliards de dollars sous gestion) ou encore de Singapour (GIC 215 milliards de dollars sous gestion estimés). A noter que c'est également l'approche revendiquée à ce stade par le fonds russe de stabilisation pétrolier qui a donné naissance en février 2008 au fonds du bien-être national (cf. Encadre 1).

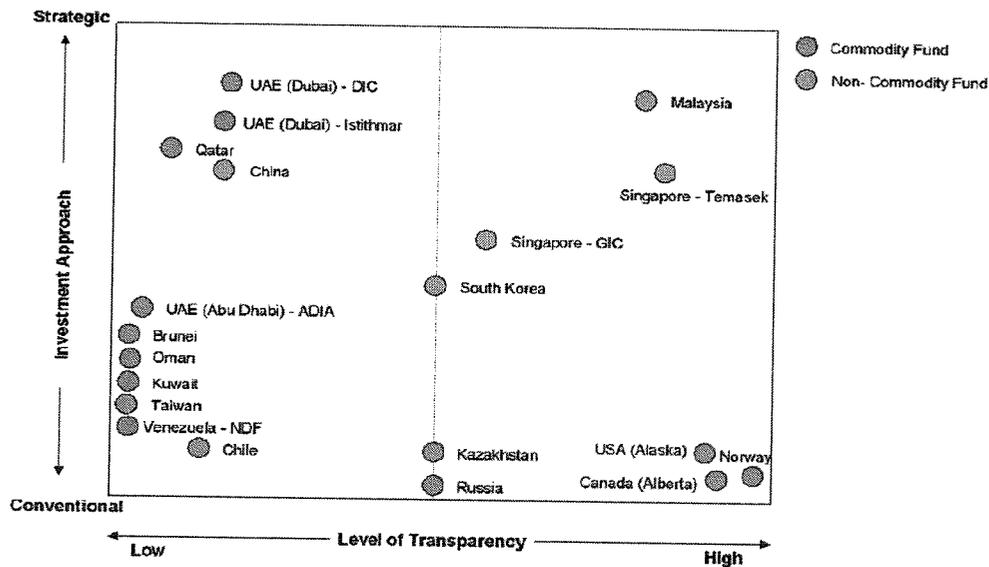
Ensuite, ceux que nous appellerons les « fonds d'investissement » (*investment funds*) qui se différencient de la première catégorie par la définition de critères d'investissement faisant plus largement place à une spécialisation sectorielle, qui peut résulter de choix stratégiques des autorités publiques. Il en va ainsi de Temasek à Singapour, de Mubadala à Abu Dhabi ou du Qatar Investment Authority qui, tout en appliquant une méthodologie d'investissement rigoureuse visent à investir dans des secteurs stratégiques pour le développement de leur pays. La stratégie des investisseurs de Dubaï, tels que Dubaï Holding et Dubaï World, qui peuvent d'ailleurs prendre la forme juridique de sociétés, apparaît sur certains points relativement proche, en ciblant des participations permettant de nouer des partenariats industriels avec un double objectif : développer aux Emirats des projets facilités par l'apport en technologies du partenaire (alliance avec Total pour la gestion du gazoduc Qatar-Emirats par exemple); d'autre part, faciliter l'accès au marché sur pays tiers en mettant à profit les introductions du partenaire.

Citons à titre d'exemple de cette seconde stratégie des secteurs tels que les semi-conducteurs (participation de 8% de Mubadala dans AMD), l'automobile (participation de 5% de Mubadala dans Ferrari), l'aéronautique, les services financiers (participation de 20% du QIA dans le LSE et de 97 % de Bourse Dubaï dans OMX, cédée en février 2008 au Nasdaq en échange d'une participation minoritaire dans la bourse américaine, et d'une participation croisée de celle-ci dans la bourse de Dubaï) et bien entendu les infrastructures et l'énergie.

Dans ce cas de figure, et sans que cela constitue une règle générale, les investissements seront de taille plus significative et donc plus concentrés, avec une implication plus forte dans la gestion des sociétés faisant l'objet d'investissements.

Cette distinction est illustrée par le graphique ci-dessous, les « fonds d'investissement » tendant à adopter une approche plus stratégique que les « gestionnaires de portefeuille ».

Graphique n°2 – Politique d'investissement des principaux fonds souverains



Source: Standard Chartered and Oxford Analytica

Intéressons-nous enfin aux moyens dont disposent les fonds pour gérer leurs investissements. Là encore, les situations varient selon chacun des fonds. Il est cependant possible de dégager une tendance générale, celle de moyens, humains et matériels, très limités au regard des sommes gérées. Pour se borner à trois exemples, ADIA, le fonds souverain d'Abu Dhabi ne dispose que de 1100 salariés pour gérer des actifs estimés entre 625 et 875 milliards de dollars ; CIC, le fonds souverain chinois créé en septembre 2007, ne dispose pour l'heure que de 150 salariés ; enfin la Qatar Investment Authority ne disposerait que de moins de 50 professionnels de l'investissement. Sachant que l'on estime en général qu'il faut deux salariés de fonctions support (administration, compliance, middle/back office) pour un professionnel de l'investissement, ces chiffres donnent la mesure des faibles moyens dont disposent la plupart des fonds souverains. Une partie des fonds peut certes être gérée par des tiers, que cela soit prévu de façon institutionnelle dans le cas du fonds norvégien géré par un département de la banque centrale ou que cela résulte de mandats de gestion. Il reste que de tels moyens ne permettent pas, en règle générale, une implication active des fonds dans la gestion des sociétés faisant l'objet de participations, au-delà de l'exercice de la fonction d'investisseur professionnel.

## B. Un rôle en pleine mutation

### 1. La place des fonds souverains change de nature

#### a) Les nouveaux acteurs : l'apparition de la Russie et de la Chine

La première évolution que nous avons déjà relevée, c'est la multiplication des fonds souverains. Jusqu'à une période récente, les fonds souverains appartenaient à des Etats résidant pour l'essentiel dans le Golfe et à Singapour. Seuls deux Etats membres de l'OCDE, la Norvège et le Canada, détenaient des fonds souverains d'une taille significative.

Or, vingt nouveaux fonds souverains ont été créés depuis l'an 2000, dont douze depuis 2005 (cf. Liste en annexe 3). Les principaux l'ont été par de nouveaux acteurs, qui ne sont pas membres de l'OCDE (ni même de l'OMC dans le cas de la Russie) et dont les ambitions géopolitiques

sont connues. Cette évolution modifie fondamentalement la nature du débat sur les fonds souverains. Aussi l'encadré 1 ci-dessous présente rapidement les contours des fonds souverains qui ont été mis en place au cours de la dernière période, par la Russie et par la Chine.

### **Encadré 1 : Les fonds souverains chinois et russe**

#### 1/ CIC, le fonds souverain chinois

La Chine a officiellement créé le 26 septembre 2007 la China Investment Corporation (CIC), qui dispose d'un capital initial de 1550 Mds CNY (soit plus de 205 milliards de dollars). Ce capital est issu de bons spéciaux du Trésor émis pour une durée de 10 à 15 ans et rémunérés entre 4,3 et 4,45%.

A cette rémunération il faut ajouter les frais de gestion, ce qui implique donc un objectif minimal de rendement annuel pour CIC de l'ordre de 6 à 7%. Le fonds souverain chinois devra donc prendre des risques non négligeables afin de dépasser le rendement obtenu par la SAFE, l'institution de la Banque centrale en charge de la gestion des réserves qui a récemment pris une participation de 1,6 % dans le capital de Total.

La capacité d'investissement de CIC est bien inférieure aux 205 milliards de dollars qui lui ont été transférés. Cette somme doit en effet être répartie en trois parties d'un montant équivalent :

- 70 milliards ont été nécessaires pour acquérir les actifs de Huijin (la structure de recapitalisation bancaire de la Banque centrale chinoise), dans le cadre de la fusion entre les deux entités ;
- un autre tiers de 70 milliards devait être à l'origine consacré à la recapitalisation de banques chinoises (notamment la CDB pour 20 Mds USD, ainsi que la banque ABC pour 40 Mds USD) ;
- un dernier tiers de 70 milliards de dollars disponibles pour des investissements internationaux. Cette somme a récemment été portée à 90 milliards, la recapitalisation des banques s'avérant moins onéreuse que prévue.

#### 2/ Les fonds russes

La Russie a pour sa part annoncé le 1<sup>er</sup> février 2008 la séparation de son fonds de stabilisation pétrolier en deux fonds ; fonds de réserve et fonds de richesse nationale:

- Un fonds de réserve doté de 125 milliards de dollars (soit 10% du PIB russe), héritier de l'ancien fonds de stabilisation, appelé à jouer le même rôle de stérilisation des liquidités entrant en Russie et de stabilisation budgétaire en cas de chute du cours des matières premières. Les conditions d'utilisation du fonds sont identiques à celles qui prévalaient pour le fonds de stabilisation : investissement dans des actifs en USD pour 45% des ressources du fonds, en EUR pour 45% et en GBP pour 10%. 50% des ressources doivent être placées en obligations souveraines, jusqu'à 30% dans des titres de dette d'agences publiques étrangères ou de banques centrales et jusqu'à 5% dans des titres de dettes des IFIs.

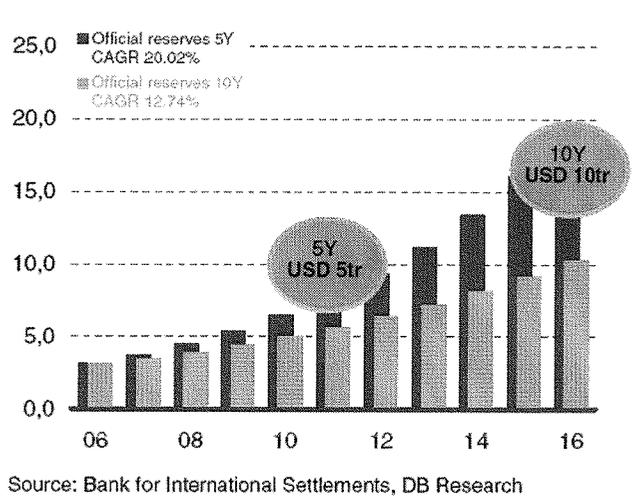
- Un fonds du bien-être national, doté de 32 milliards de dollars à sa création, dont la vocation est de contribuer au financement du déficit du système de retraites. A ce stade ses règles de gestion n'ont pas été définies. Elles doivent l'être avant le 1<sup>er</sup> octobre 2008. Dans cette attente, ce sont les mêmes règles de gestion que celles du fonds de réserve qui sont appliquées. Un débat interne opposerait le ministère des finances à d'autres ministères et groupes d'intérêts sur l'utilisation de ce fonds, notamment la part qui doit être affectée à des placements à l'étranger et en Russie et la nature des titres qui pourront être acquis avec ces ressources.

#### *b) La perspective de croissance des actifs gérés par les fonds souverains*

Selon les projections du FMI, le montant des actifs gérés par les fonds souverains s'élèvera entre 6 et 10 000 milliards USD en 2013, tandis que d'autres estimations retiennent des

montants plus importants, comme celle publiée par Morgan Stanley en mai 2007 qui prévoit un montant géré de 12 000 milliards à l'horizon 2015. L'estimation la plus conservatrice prévoit ainsi un doublement dans les cinq prochaines années. Cette progression résultera d'abord de la poursuite des exportations de matières premières par les pays d'origine des fonds souverains, son ampleur étant bien évidemment dépendante de l'évolution du cours des dites matières premières.

Graphique n°3 – Croissance des actifs sous gestion par les fonds souverains



Notons cependant que pour les fonds les plus établis, le montant des produits financiers résultant des investissements réalisés peut dans certains cas représenter des encours en rapport avec ceux résultant des exportations de matières premières. Ainsi dans le cas du Koweït Investment Authority, le rendement des avoirs financiers à l'étranger a représenté en 2007 40 % des revenus tirés des exportations pétrolières.

Ces éléments convergent donc pour établir une certitude : loin d'être un phénomène passager, le rôle des fonds souverains dans l'économie internationale est une donnée structurelle, dont l'importance va croître dans l'horizon prévisible.

*c) La diversification vers des participations plus stratégiques*

Cette évolution résulte d'une triple tendance.

En premier lieu, une stratégie classique de diversification des actifs qui conduit à accroître l'allocation en actions, tout comme d'ailleurs plus marginalement dans d'autres classes d'actifs plus risquées (matières premières notamment). Cette diversification doit permettre d'obtenir un rendement plus élevé et rapproche la politique d'investissement des fonds souverains de celle des grands gestionnaires occidentaux, tels que par exemple les fonds de pension, par opposition à la politique d'investissement des réserves de change, plus axée sur des produits, notamment obligataires, à rendement garanti. Ainsi, parmi d'autres, le fonds norvégien a adopté en 2007 des lignes directrices conduisant à accroître de 40 à 60% la part des actions dans son portefeuille de référence.

En second lieu, la prise de participation en tant qu'actionnaire significatif, soit entre 2 et 10% au capital de sociétés occidentales majeures. La souscription ces derniers mois d'obligations convertibles émises par de grandes institutions financière américaines et européennes en constitue l'exemple le plus marquant (cf. Point I-B-2-c ci-dessous). Il n'en est cependant pas la première manifestation. Pour s'en tenir à l'Europe, des sociétés aussi importantes que Vivendi, EADS, Daimler-Chrysler ou désormais Total accueillent ainsi des fonds souverains identifiés à leur capital avec dans certains cas, par exemple Vivendi, une représentation au conseil d'administration. Il est d'ailleurs à noter que dans bon nombre de cas, cet investissement résulte d'une démarche proactive de la société, qui souhaite bénéficier ainsi du soutien d'un actionnaire de long terme.

Enfin, l'apparition déjà mentionnée, de fonds d'investissements développant des stratégies de partenariat, afin de bénéficier de retombées industrielles et/ou technologiques pour leur Etat d'origine, ce qui peut passer par des prises de participations significatives telles que celles, déjà évoquées, au capital d'AMD ou du LSE.

**Tableau n°1 – Exemples de participations significatives**

| <b>Fonds souverains</b> | <b>Participation &gt; 5% dans une entreprise dont la capitalisation est &gt; 2 MUSD</b>      | <b>Participation &gt; 2% dans une entreprise dont la capitalisation est &gt; 10 MUSD</b>  |
|-------------------------|--|---|
| <b>ADIA</b>             | - 9 % d'Apollo Management (Private Equity, Etats-Unis)                                       | - 4,9 % dans Citigroup (banque, Etats-Unis)<br>- 2% de Mediaset Spa (médias, Italie)<br>- 8 % d'EFG-Hermes Holding (banque d'investissement, Egypte)                                      |
| <b>Mubadala</b>         | - 7,5% de Carlyle (Private Equity, Etats-Unis)<br>- 8 % d'AMD (semi conducteurs, Etats-Unis) |   |
| <b>GIC</b>              |  | - 9 % d'UBS (banque, Suisse)<br>- 4 % de Citigroup (banque, Etats-Unis)   |
| <b>Temasek</b>          |  | - 2 % dans Barclays (banque, Royaume-Uni)<br>- 18 % de Standard Chartered (banque, Royaume-Uni)<br>- 9,9 % de Merrill Lynch (banque d'investissement, Etats-Unis)                         |
| <b>CIC</b>              |  | - 9,9 % de Blackstone (Private Equity, Etats-Unis)<br>- 9,9 % de Morgan Stanley (banque d'investissement, Etats-Unis)   |
| <b>KIA</b>              |  | - 4 % de Merrill Lynch (banque d'investissement, Etats-Unis)<br>- 6 % de Citigroup (banque, Etats-Unis)<br>- 7 % de Daimler (automobile, Allemagne)<br>- 2 % de BP (énergie, Royaume-Uni) |
| <b>QIA</b>              | - 20 % du LSE (bourse, Royaume-Uni)<br>- 5 % du groupe Lagardère (médias, France)            | - 25 % de Sainsbury (alimentation, Royaume-Uni)   |

|     |  |   |
|-----|--|---|
| DIC |  | - 2 % de Daimler (automobile, Allemagne)<br>- 3 % d'EADS (aérospatial et défense, Pays-Bas) |
|-----|--|---|

## 2. La contribution positive des fonds souverains au système financier international

Les fonds souverains jouent un rôle fondamentalement stabilisateur au sein du système financier international et ce constat est clairement vérifié durant la crise de liquidité actuelle.

Ce rôle positif s'établit tant au bénéfice des pays récipiendaires qu'à celui des pays détenteurs de fonds.

### a) Le rôle positif des fonds souverains pour les pays d'origine

Ils jouent un rôle de prévoyance dans leur Etat d'origine, en permettant le transfert d'une partie de la rente aux générations qui naîtront après la disparition des ressources naturelles. Les fonds souverains permettent ainsi de diversifier les sources du PIB de leur pays d'origine, en développant de nouvelles activités (exemple du développement d'une industrie de loisir et de tourisme à Dubaï ou de la stratégie de Mubadala visant à développer des activités non liées aux matières premières à Abu Dhabi) et en constituant une source de revenus réguliers non liés aux hydrocarbures, dont les réserves sont limitées.

Ils jouent un rôle de stabilisation, en permettant d'absorber une baisse temporaire du prix des matières premières. La constitution d'un fonds d'investissement permet en effet de dégager des revenus annuels déconnectés des fluctuations du prix des matières premières, afin de compenser leur baisse éventuelle. Au-delà des évolutions du marché pétrolier, les fonds souverains permettent également de compenser des chocs économiques négatifs, à l'image du fonds pour les générations futures géré par KIA, sur lequel environ 100 Mds USD (valeur 1990) avaient été prélevés pour financer la reconstruction du pays après l'invasion irakienne.

### b) Le rôle positif des fonds souverains pour les pays d'accueil

En réallouant les réserves de change des obligations d'Etat vers les actions, les fonds souverains permettent aux pays qui épargnent d'investir dans l'économie productive des pays emprunteurs nets, plutôt que de financer la dette publique.

Surtout, les fonds souverains sont des investisseurs de long terme. Ils apportent aux entreprises dans lesquelles ils prennent une participation un financement long qui garantit à celles-ci une sécurité leur permettant, par exemple, de conduire une politique industrielle en faisant face à des retournements de l'activité. Cette perspective d'investissement, rendue possible par le caractère pérenne et prévisible de leurs ressources, est particulièrement bienvenue pour le financement d'investissements essentiels.

Ainsi, les fonds souverains peuvent jouer un rôle dans le développement des pays accueillant leurs investissements, par exemple en participant au financement d'infrastructures. C'est dans cet esprit que le Président de la Banque mondiale, Robert Zoellick, a récemment proposé aux fonds souverains d'investir 1 % de leurs actifs dans des entreprises africaines en collaboration avec la Banque mondiale.

### c) Un investisseur précieux face à la crise financière

Comme ils le soulignent à juste titre, les fonds souverains ne sont en rien responsables de la crise financière actuelle et ont, au contraire, joué un rôle d'amortisseur de ses conséquences. En effet, la crise des « subprimes » n'est aucunement née des fonds souverains. Il s'agit d'abord d'une crise de liquidité qui s'est propagée à un grand nombre de classes d'actifs à partir de titres représentatifs de créances immobilières de faible qualité. Plus précisément, les grandes banques

occidentales, exposées à la contagion du risque de défaillance des créanciers, ont dû constater d'importantes dévalorisations génératrices d'une crise de liquidité.

C'est ce manque de liquidité que les fonds souverains ont aidé à combattre en favorisant la recapitalisation des établissements financiers affectés. En six mois, ils ont ainsi investi un total de 66 Mds USD au capital d'institutions financières occidentales, le plus souvent sous forme d'obligations convertibles. Tel est notamment le cas du fonds chinois CIC (apport de 5 Mds USD dans Morgan Stanley, soit 9,9 % du capital), des fonds singapouriens GIC (apport de 10 Mds USD dans UBS, soit 9 % du capital, et de 7 Mds USD dans Citigroup, soit 4,5 % du capital) et Temasek (apport dans Merrill Lynch de 4,4 Mds USD, soit 9,9 % du capital) et des fonds émiratis (investissement de 7,5 Mds USD du fonds d'Abu Dhabi ADIA dans Citigroup, soit 4,9 % du capital). Il est clair que le risque de contagion systémique de la crise financière aurait été beaucoup plus important si les fonds souverains n'avaient pas été en mesure de mettre en place ces participations. Il l'est tout autant que ces investissements ne répondent pas à un souhait initial des fonds souverains mais bien à un démarchage actif des établissements financiers concernés : les dirigeants de ceux-ci ont personnellement et activement sollicité les fonds souverains afin qu'ils participent à ces opérations de recapitalisation.

Notons enfin qu'à ce jour, aucun des fonds souverains n'a souhaité s'impliquer directement dans la gouvernance des établissements financiers. En particulier aucun d'entre eux n'a souhaité être représenté au conseil d'administration, alors même que le montant des investissements effectués rendrait une telle demande pour le moins légitime.

### **3. Des polémiques qui révèlent une interrogation plus politico-stratégique que purement économique**

#### *a) Une succession d'opérations polémiques*

Le débat sur la légitimité et les motivations d'investissements réalisés par des entités publiques étrangères, au-delà du cas des fonds souverains, s'est imposé à la suite de plusieurs opérations emblématiques intervenues depuis 2005. Il est utile de rappeler la chronologie de ces opérations.

- En août 2005, l'entreprise publique chinoise CNOOC a dû renoncer à prendre le contrôle de l'entreprise pétrolière UNOCAL en raison de la pression des autorités américaines, notamment à l'initiative de la Chambre des Représentants qui a demandé au Président d'examiner la transaction au motif qu'elle constituerait une menace pour la sécurité nationale. Le retrait de CNOOC a conduit à l'abandon de la procédure d'examen entamée devant le Comité en charge du contrôle des investissements étrangers aux Etats-Unis (le CFIUS, *Committee on Foreign Investment in the United States*).
- En janvier 2006, le fonds singapourien Temasek tente d'acquérir Shin Corp, principale entreprise thaïlandaise de médias. Cette opération suscite une vive polémique en Thaïlande, l'opinion publique accusant le premier ministre – lié à Shin Corp – de brader les champions nationaux, ce qui conduit Temasek à réduire le montant de sa prise de participation dans Shin Corp à 42 %.
- En mai 2006, le transfert de six ports américains au profit de la compagnie publique des Emirats Arabes Unis Dubai Ports World, qui avait été validé par le CFIUS, suscite de vives réactions au Congrès qui ont conduit à l'abandon du transfert ainsi que par ailleurs au lancement de la réforme de ce dispositif qui a abouti en 2007 (cf. Annexe 8).
- En mai 2006 toujours les rumeurs d'une offre de Gazprom sur la compagnie britannique Centrica conduisent Alan Johnson, le Ministre du Commerce et à l'Industrie, à faire part de son intention d'examiner minutieusement le dossier (« *robust scrutiny* »), déclaration en nette rupture avec l'attitude traditionnelle des autorités britanniques, proscrivant les déclarations publiques en matière d'opérations de fusions acquisitions et de prises de contrôle.

- En septembre 2006, la banque publique russe VTB acquiert 5,02 % d'EADS. Cet investissement non sollicité suscite des interrogations tant en France qu'en Allemagne, sur l'existence de motivations stratégiques. A noter que le Directeur Général de l'établissement financier a déclaré par la suite : « *Je peux jurer sur la Bible qu'il s'agit d'un investissement purement financier* ». Quoi qu'il en soit VTB a cédé en décembre 2007, sa participation dans EADS à une autre banque russe publique, VEB, agissant pour le compte de la holding d'Etat russe OAK.

Ces cinq opérations présentent trois caractéristiques communes : elles ont impliqué des investisseurs étrangers publics, ont porté sur des entreprises opérant dans des secteurs considérés comme mettant en jeu les intérêts stratégiques des Etats (énergie, défense, infrastructures) et ne se sont pas effectués de façon consensuelle, sinon directement avec l'entreprise concernée, du moins avec l'ensemble des parties prenantes. C'est particulièrement le cas aux Etats-Unis où l'abandon des deux opérations CNOOC et Dubai Ports World résulte de réactions politiques, notamment exprimées au Congrès.

Il faut sans doute voir dans ces opérations le révélateur des inquiétudes des pays occidentaux sur les risques liés à des investissements étrangers pouvant aboutir à la mise en jeu d'intérêts stratégiques nationaux, notamment en cas de prise de contrôle, directe ou indirecte, de sociétés considérées comme stratégiques. Le débat et les initiatives internationales relatives aux fonds souverains en sont directement issus.

Pourtant il faut ici relever ce paradoxe : à l'exception de Temasek pour l'acquisition de Shin Corp et, dans une certaine mesure, de Dubai Ports World, que l'on peut assimiler à un fonds souverain même s'il s'agit juridiquement d'une compagnie publique, aucune de ces opérations n'a été initiée par des fonds souverains tels que nous les avons définis précédemment. Dans tous les cas, il s'agissait d'entreprises publiques directement contrôlées par des gouvernements étrangers.

Cette remarque vaut également pour les opérations les plus récentes. Il en est ainsi dernièrement du secteur minier en Australie. Les rumeurs de prise de participation chinoise dans l'entreprise minière BHP Billiton au-delà des 9 % pris en février 2008 par Chinalco, entreprise publique chinoise associée en l'espèce à Alcoa, ne sont sans doute pas étrangères à la publication par les autorités australiennes des lignes directrices suivies dans la mise en œuvre du régime australien de contrôle des investissements étrangers dans le cas d'un investisseur public. Selon la presse, au moins dix compagnies chinoises ont été invitées par le gouvernement australien à renoncer à leur investissement dans le secteur des ressources naturelles australiennes. Là encore, le débat porte sur des prises de participation stratégiques par des entreprises publiques, et non par des fonds souverains.

Il ne s'agit pas là d'un débat totalement nouveau : le gouvernement britannique avait en effet contraint KIA à céder dès 1988 une part importante des actions qu'il détenait dans British Petroleum. L'ampleur des polémiques récentes est en revanche sans précédent.

#### *b) Une interrogation de nature politico-stratégique plus qu'économique*

Ce rappel conduit à une première conclusion : l'enjeu le plus crucial est bien celui des motivations réelles d'un investisseur étranger contrôlé par son gouvernement national et qui viserait à prendre le contrôle d'entreprises considérées comme mettant en jeu les intérêts stratégiques nationaux.

Cette inquiétude repose sur deux postulats.

En premier lieu, l'existence, pour un investisseur étranger national, d'objectifs autres que la pure maximisation de l'investissement financier. D'autres facteurs de décision seront pris en compte, visant notamment à la promotion des intérêts nationaux : indépendance financière ou énergétique, encouragement aux transferts de technologie et à la montée en gamme des industries nationales, politique d'influence régionale et internationale.

En second lieu, la capacité à prendre le contrôle ou du moins à exercer une influence réelle sur des sociétés mettant en jeu les intérêts stratégiques nationaux. Cette capacité ne fait guère de doute en cas de prise de contrôle, par la voie notamment d'une offre publique d'achat s'agissant d'une

entreprise cotée. La réponse est sans doute moins évidente dans les autres cas, et implique à notre sens de se poser deux questions :

- la prise de participation minoritaire au capital d'une entreprise, en particulier en cas d'absence d'association à la gouvernance de l'entreprise et notamment de représentation au conseil d'administration, est-elle vraiment un vecteur efficace pour exercer une influence réelle sur celle-ci, et bénéficiaire de transferts industriels, technologiques et stratégiques ?
- Un fonds souverain est-il vraiment le meilleur acteur pour faire bénéficier son gouvernement national de ces transferts ? En a-t-il les moyens et la capacité ou n'est-ce pas plutôt une entreprise publique, soit un véritable acteur industriel, qui pourra bénéficier de l'expertise industrielle, de la connaissance des marchés et de la vision stratégique nécessaire ?

Il ne fait pas de doute que la réponse à la première question est pour le moins plurielle et que la réponse à la seconde est clairement négative. Cela ne signifie pas, bien au contraire, que le sujet des fonds souverains ne doit pas être traité. Mais cela implique d'être conscient que le sujet – essentiel – de la protection des intérêts stratégiques nationaux à l'égard des investissements étrangers ne saurait être traité par ce seul prisme et qu'il implique notamment de prendre en compte d'une part les multiples stratégies d'influence qui ne passent pas par l'acquisition de parts du capital d'une société, d'autre part le rôle des entreprises publiques sans doute plus à même de porter un projet industriel de contrôle que des structures d'investissement tels que les fonds souverains. Le risque de prise de contrôle paraît dès lors devoir provenir non pas d'investissements financiers mais de la réalisation d'un projet industriel non sollicité.

De ce point de vue, la création de fonds par des pays tels que la Chine ou la Russie peut être considérée comme une évolution positive : de tels fonds sont beaucoup moins susceptibles de servir de vecteur à des prises de contrôle industrielles que des entreprises publiques. De plus, ils permettent de nouer un dialogue entre investisseurs et sociétés occidentales.

## II. LES FONDS SOUVERAINS, NOUVEAU SUJET INTERNATIONAL

### A. L'implication des institutions financières internationales

Le G7 s'est rapidement positionné sur le sujet des fonds souverains. Après avoir été abordée brièvement dès le G7 Finances du 13 avril 2007, la question a été mise à l'ordre du jour de l'ensemble des réunions suivantes de cette instance. Lors des assemblées annuelles du FMI et de la Banque mondiale, le 19 octobre 2007, le G7 a demandé aux différentes institutions financières internationales de se saisir de la question afin de définir un ensemble de bonnes pratiques adressées aux fonds souverains et aux pays accueillant leurs investissements.

#### 1. *Le FMI : élaborer un recueil de bonnes pratiques*

Le FMI a été invité à travailler sur les aspects transparence et stabilité financière et à élaborer un recueil de bonnes pratiques à destination des fonds souverains. Le fonds a proposé un programme de travail qui a été adopté par le Conseil d'administration du FMI du 21 mars 2008 (cf. annexe 5).

Le programme de travail du rapport du FMI envisage de proposer des bonnes pratiques plutôt qu'un code de bonne conduite, ce qui sous-entend une portée normative moins contraignante. Ces bonnes pratiques s'appliqueraient aux fonds souverains selon une démarche volontaire de leur part. Conformément au mandat donné par le G7, ces pratiques seraient axées sur trois aspects : transparence, dont le niveau à fixer est source de débats, arrangement institutionnel et gouvernance, avec pour but une indépendance dans la gestion des SWF du type de celle des banques centrales.

La définition précise de ces bonnes pratiques devrait se faire de manière concertée avec les pays membres du FMI après un recensement des pratiques actuelles. Le calendrier de travail qui a été adopté pour les mois qui viennent est le suivant : création d'un groupe de travail, table ronde en avril associant notamment les fonds souverains, premier projet de bonnes pratiques pour août, deuxième consultation et enfin texte pour les Assemblées annuelles à l'automne 2008. La table ronde s'est déroulée les 30 avril et 1<sup>er</sup> mai et a débouché sur la création d'un groupe de travail chargé de définir les futures bonnes pratiques (composition à l'annexe 5).

Comme le note le programme de travail du FMI, cette démarche de concertation est proche de celle adoptée pour les travaux qui se sont engagés en 2007 pour les autres investisseurs financiers, à savoir les fonds d'investissement alternatifs « *Hedge Funds* » et les fonds d'investissement à effet de levier « *Private Equity* », travaux présentés ci-dessous

## **Encadré 2 : Les travaux sur le « Private Equity » et les « Hedge Funds »**

### 1/ Le « Private Equity » : le Walker group

Le rapport du groupe de travail présidé par Sir David Walker, à la demande de la British Private Equity and Venture Capital Association (BVCA), devait répondre aux critiques publiques sur l'activité du Private Equity en élaborant un code de bonne conduite destiné à renforcer la transparence de cette activité. Publié le 20 novembre 2007, il définit ainsi un certain nombre de principes pour les entreprises britanniques de taille importante contrôlées par les fonds de private equity (rapport annuel publié sur le site internet incluant l'identité des fonds contrôlant l'entreprise et des éléments sur l'activité et la performance de l'entreprise) et pour les fonds eux-mêmes (publication sur internet d'un rapport annuel indiquant notamment les sociétés sous gestion et les types d'investisseurs).

Les propositions du rapport Walker n'ont pas de force obligatoire, mais sont adoptées sur la base du « *comply or explain* ». Cette démarche signifie que les sociétés qui n'adopteraient pas les propositions du rapport devraient le justifier publiquement, démarche conforme à la pratique en vigueur pour les règles sur la gouvernance d'entreprise des sociétés cotées au Royaume-Uni.

La BVCA a annoncé le 19 novembre 2007 la mise en place de ce groupe sous la présidence de Sir Mike Rake, président du Conseil d'Administration de British Telecom. Ce groupe de cinq personnes (trois indépendantes et deux du *private equity*) aurait le pouvoir d'expulser de la BVCA les sociétés de gestion qui ne respecteraient pas le code de conduite, ce qui fait débat au sein des sociétés de gestion. Il s'est réuni en mars 2008 pour définir le cadre de la mise en œuvre du rapport. D'ores et déjà, plusieurs groupes de private equity qui ne publiaient pas leurs rapports (Terrafirma, Permira) l'ont fait en ligne.

### 2/ Les « Hedge Funds » : le Large group

Le rapport préparé par le groupe de travail britannique sur les Hedge Funds présidé par Richard Large a été publié le 22 janvier 2008. Il définit un certain nombre de bonnes pratiques adoptées volontairement par les Hedge Funds et portant sur l'information aux investisseurs et aux contreparties, la valorisation des actifs, les questions prudentielles et de gestion du risque, et sur les règles de gouvernance.

Ces principes ont été adoptés par 14 Hedge Funds qui ont participé à leur rédaction et qui ont appelé les autres fonds à faire de même. Le respect de ces pratiques sera communiqué au Hedge Funds Standards Board en suivant le principe du « *comply or explain* », mais le Board ne disposera pas de moyens d'assurer la mise en œuvre des principes et n'assurera pas leur surveillance. Le Board s'est réuni une fois depuis janvier 2008, et œuvre pour que, d'ici décembre 2008, les gestionnaires de fonds établis au RU aient indiqué leur intention de souscrire ou non aux recommandations du rapport.

Des initiatives similaires et selon la même démarche, sont intervenues dans d'autres enceintes, à l'image du President Working Group mis en place aux Etats-Unis avec pour mission d'élaborer des bonnes pratiques pour les fonds d'investissement privés, dont les Hedge Funds et le Private Equity.

La méthode – qui consiste à rassembler les professionnels pour définir des bonnes pratiques dont l'adoption est volontaire et la bonne application uniquement surveillée par les pairs – est donc proche de celle proposée par le FMI, la seule différence étant que le Large group et le Walker group ne réunissaient que des professionnels, à l'exclusion d'autorités publiques ou d'institutions financières internationales.

Sans préjuger du résultat de ces travaux, l'implication du FMI devra sans doute être jugée au moins autant à l'aune du degré d'implication effective des différents acteurs au premier rang desquels les fonds souverains qu'il parviendra à susciter et de la qualité effective de la concertation que par les documents qui seront présentés au final.

## ***2. L'OCDE : les politiques d'investissement des pays d'accueil***

L'OCDE étudie pour sa part les questions relatives aux régimes d'investissement et à la sécurité nationale. Sa contribution consiste donc à adapter à la question des fonds souverains les principes plus généraux que le Comité de l'investissement a commencé à définir dès 2006 dans le cadre de ses travaux sur le thème des restrictions apportées par les Etats à l'investissement dans les secteurs qu'ils jugent stratégiques.

Ce projet vise à aider les gouvernements à réaliser leur objectif de protection de la sécurité nationale tout en évitant des restrictions inutiles ou disproportionnées à l'investissement. L'OCDE a identifié dès 2007 quatre principes (non discrimination, transparence, prévisibilité et proportionnalité) que l'ensemble des Etats membres doit respecter dans l'application de leurs mesures de contrôle des investissements étrangers. Ces principes ont été adoptés par les chefs d'Etat et de gouvernement du G8 réunis à Heiligendamm du 6 au 8 juin 2007.

L'objet des travaux actuels du Comité de l'Investissement de l'OCDE est donc double : transposer à la question des fonds souverains les principes identifiés pour l'ensemble des investissements étrangers, établir des bonnes pratiques détaillées pour chaque principe.

Pour respecter le principe de transparence, les Etats membres s'engagent à adopter les orientations suivantes : codification et publication des restrictions, notification préalable en cas de modification de la politique d'investissement, consultation des parties concernées dans le cas d'une modification de la politique d'investissement, équité et prévisibilité des procédures qui doivent être notamment assorties de délais stricts, divulgation des actions menées dans le cadre de la politique d'investissement.

S'agissant du principe de proportionnalité, il est rappelé que les préoccupations essentielles liées à la sécurité relèvent de l'autodétermination des Etats, que les mesures doivent être ciblées précisément et élaborées avec l'expertise adéquate, adaptées au risque et mises en œuvre en dernier ressort.

Le rapport final sur l'ensemble du projet sera établi pour la mi-2009 au plus tard. Un premier rapport spécifique à la question des fonds souverains a été validé par le Comité de l'Investissement du 1<sup>er</sup> avril, et a été adopté de façon formelle au Comité exécutif en session spéciale des 5 et 6 mai. Il sera présenté lors de la réunion ministérielle des 4 et 5 juin prochains, qui sera présidée par le Ministre.

Comme le FMI, l'OCDE débute son rapport en identifiant les principes déjà existants dans les codes de l'OCDE qui s'imposent à tous les Etats membres. Outre les principes de non discrimination (principe de traitement national) et de transparence (les informations sur les restrictions doivent être accessibles) qui sont repris dans le travail du Comité de l'Investissement, les codes de l'OCDE prévoient également les principes de libération progressive (suppression des restrictions), de statu quo (interdiction de nouvelles restrictions) et de libération unilatérale (non réciprocité).

### **3. Un schéma général à soutenir et à compléter**

L'implication du FMI et de l'OCDE, à l'initiative du G7, permet ainsi de proposer aux fonds souverains une forme de pacte implicite, reposant sur l'échange entre les bonnes pratiques en matière de transparence et de bonne gouvernance qu'ils sont incités à adopter dans le cadre du FMI, et les principes que les Etats de l'OCDE sont également invités à adopter pour favoriser l'accueil des investissements réalisés par des fonds souverains.

Il a donc le mérite de répartir la charge des contraintes nouvelles sur les pays industrialisés et sur les pays émergents, afin de ne pas donner l'impression que le débat actuel ne se traduira que par des obligations accrues pesant sur les fonds souverains.

Ce schéma présente cependant trois déséquilibres.

En premier lieu mais cela n'est qu'accessoire, un décalage temporel, les bonnes pratiques devant être définies par le FMI pour les prochaines assemblées d'automne 2008 alors que les principes de l'OCDE ne seront disponibles que mi 2009.

En second lieu un déséquilibre quant à la portée contraignante des engagements. Les principes d'accueil de l'investissement de l'OCDE, tels que précisés s'agissant des investissements de fonds souverains, auront en effet force obligatoire pour les pays membres de cette organisation. A l'inverse, le recueil de bonnes pratiques du FMI ne sera proposé aux fonds souverains que sur une base volontaire sans qu'aucune portée contraignante ne semble pouvoir être envisagée à ce stade.

Enfin et c'est sans doute le point le plus important, rien n'est prévu s'agissant du régime d'accueil des investissements étrangers dans les pays d'origine des principaux fonds souverains, dès lors que ceux-ci ne sont pas membres de l'OCDE. Or, à l'exception de la Norvège, tel est le cas de l'ensemble d'entre eux. C'est sans doute le point auquel les opinions publiques sont à juste titre les plus sensibles : comment justifier l'ouverture aux investissements des fonds souverains dès lors que la réciproque n'est pas possible ou, en tout cas, pas au même degré ? Le Président de la République a ainsi réaffirmé le 26 mars devant le Parlement britannique son soutien « au libre-échange et en même temps (...) à la défense de nos intérêts en souhaitant qu'en Europe on comprenne le sens du mot réciprocité ». L'annexe 9 détaille ainsi les principales restrictions à l'investissement étranger pour certains secteurs dans les pays d'origine des fonds souverains. Il en résulte clairement que le degré d'ouverture aux investissements étrangers des pays de l'OCDE et donc de la France est sans commune mesure avec celui prévalant en règle générale dans les pays d'origine des fonds souverains. Nous aurons l'occasion de présenter, dans la seconde partie de ce rapport, des propositions permettant de remédier à cette situation.

## **B. Les autres approches, communautaire et bilatérale**

### **1. L'approche communautaire**

Près de six mois après la saisine par le G7 de l'OCDE et du FMI, et face aux projets de durcissement des régimes de contrôle des investissements étrangers observés dans plusieurs pays membres de l'OCDE, et plus particulièrement en Allemagne, la Commission a décidé de proposer aux Etats membres une approche européenne commune sur la question des fonds souverains. Ceux-ci l'ont acceptée lors du Conseil européen des 13 et 14 mars à Bruxelles.

Formulée dans une communication du 27 février (cf. Annexe 7), la position de la Commission est le résultat de plusieurs mois de discussion interne qui ont associé les différentes DG compétentes, au premier rang desquelles Trade, Market et Ecfm. Sur la question des fonds souverains, la Commission se devait en effet d'éviter deux écueils : les initiatives protectionnistes des Etats membres que son inaction pourrait entraîner, d'une part, l'image restrictive que pourrait donner une éventuelle réglementation européenne centrée sur le contrôle de l'activité des fonds souverains de l'autre.

C'est donc une approche équilibrée qu'elle retient dans son texte. Elle justifie la nécessité d'une position européenne commune par l'impact d'une position unique réunissant les 27 Etats

membres, la nécessité de préserver l'ouverture et la cohérence du marché intérieur afin d'en maintenir l'attractivité mais aussi l'importance d'éviter toute tentation protectionniste afin de ne pas affaiblir les demandes d'ouverture adressées à nos partenaires.

La Commission se propose de contribuer aux travaux en cours menés par le FMI et par l'OCDE pour aboutir à un ensemble de bonnes pratiques qui concerneraient tant les fonds souverains que les Etats qui les accueillent. Elle participe notamment au groupe de travail du FMI et au Comité de l'Investissement de l'OCDE. Deux aspects sont particulièrement soulignés : la gouvernance (référence aux *guidelines* du FMI sur la gestion des réserves et aux *Guidelines* OCDE sur la gouvernance des entreprises publiques) et la transparence, le fonds norvégien étant ici cité en exemple.

## 2. L'approche bilatérale : le cas des Etats-Unis

De façon strictement bilatérale, les Etats-Unis ont réuni le 20 mars 2008 des représentants des gouvernements américains, de Singapour et d'Abu Dhabi, ainsi que des fonds souverains de ces deux Etats (respectivement GIC et ADIA) afin d'adopter une déclaration commune définissant notamment un certain nombre de principes que les participants – fonds souverains et pays d'accueil – se sont engagés à respecter.

Dans son équilibre général comme dans le contenu des principes qu'il retient, cet accord préfigure en partie le résultat des travaux confiés par le G7 aux IFIs, au moins sur le schéma de principes adoptés tant par les fonds que par les pays d'accueil. En revanche, les principes définis dans l'accord américain ne recourent pas à l'identique ceux sur lesquels travaillent actuellement les institutions financières internationales.

Ainsi, le premier principe que doivent adopter les fonds souverains, à savoir s'engager à fonder les décisions d'investissements sur des motifs commerciaux et non géopolitiques, n'est pas évoqué tel quel dans le programme de travail du FMI. De façon plus détaillée, le tableau ci-dessous met en regard les principes retenus par la communication de la Commission européenne, par le programme de travail du FMI et enfin par l'accord entre les Etats-Unis, Singapour et Abu Dhabi.

**Tableau n°2 – Comparaison des bonnes pratiques proposées pour les fonds souverains**

| Bonnes pratiques   | Communication de la Commission européenne | Programme de travail du FMI <sup>1</sup> | Accord Etats-Unis-Singapour – Abu Dhabi |
|--|---|--|---|
| <b>Transparence</b>  |   |  |   |
| Déclaration affirmant que les investissements sont motivés par des motifs uniquement commerciaux | Non                                       | Non                                      | Oui                                     |
| Publication annuelle des positions d'investissements et de l'allocation des actifs               | Oui                                       | Oui                                      | Oui <sup>2</sup>                        |
| Exercice des droits de vote  | Oui                                       | Non                                      | Non                                     |
| Publication de l'utilisation de l'effet de levier et de la composition en monnaie                | Oui                                       | Non                                      | Non                                     |

<sup>1</sup> A ce stade, il s'agit des principes déjà définis par le FMI pour d'autres acteurs qui pourraient s'appliquer aux fonds. La liste définitive des bonnes pratiques doit être publiée pour les assemblées d'automne.

<sup>2</sup> La déclaration n'affirme pas que les fonds doivent adopter ces principes, mais affirme qu'ils contribuent à réduire l'incertitude sur les marchés financiers et construire une relation de confiance avec les pays d'accueils

|   |     |  |  |
|---|-----|--|--|
| Publication des objectifs d'investissement du fonds   | Non | Oui  | Oui  |
| Taille et source des ressources   | Oui | Oui  | Non  |
| Publication de la réglementation du pays d'origine et de la surveillance du fonds                               | Oui | Oui (information sur les arrangements institutionnels) | Oui (information sur les arrangements institutionnels) |
| <b>Gouvernance</b>  |     |  |  |
| Répartition et séparation des responsabilités dans la gouvernance interne du fonds                              | Oui | Oui  | Oui  |
| Adoption et publication d'une politique d'investissement définissant les objectifs des investissements du fonds | Oui | Oui  | Non  |
| Existence d'une autonomie opérationnelle pour que le fonds atteigne ses objectifs                               | Oui | Oui  | Non  |
| Publication des principes généraux relatifs aux relations du fonds avec les autorités gouvernementales          | Oui | Oui  | Non  |
| Publication des principes généraux de gouvernance interne garantissant l'intégrité                              | Oui | Oui  | Non  |
| Adoption et publication de politiques de gestion du risque  | Oui | Oui  | Oui (adoption, pas publication)                        |
| Concurrence équitable avec le secteur privé   | Non | Non  | Oui  |
| Respect des normes du pays d'accueil  | Non | Non  | Oui  |

L'accord américain se veut ainsi plus opérationnel et moins institutionnel que les approches de la Commission européenne et de du FMI. Il est sans doute plus proche de ce qu'est la pratique réelle de l'investissement, même si certains principes apparaissent clairement redondants, notamment celui du respect des normes du pays d'accueil. Deux exemples permettent d'illustrer ce propos :

- les exigences minimales en matière de publication s'agissant notamment de la définition des objectifs d'investissement du fonds, de la taille et de la source des ressources ou encore de l'utilisation de l'effet de levier et de la composition en monnaie. Il faut en effet être conscient que s'agissant de ces deux points la transparence a un coût direct pour les fonds d'investissement dès lors qu'ils rendent publics des informations sur leur stratégie d'investissement qui peuvent être exploitées par leurs concurrents et donc leur créer un désavantage compétitif : communiquer ainsi son niveau d'endettement, c'est permettre aux autres investisseurs de savoir quelle est la sensibilité au marche du crédit et au niveau des taux d'intérêt. De telles informations peuvent être légitimement fournies aux investisseurs des fonds ; on imagine mal d'autres investisseurs financiers mettre

spontanément à disposition du marché de telles informations. La remarque est la même s'agissant de la composition en monnaie des différents actifs.

- L'affirmation de principe selon laquelle les investissements sont motivés par des motifs uniquement commerciaux a pour contrepartie une plus grande retenue s'agissant de bonnes pratiques détaillant plus précisément la gestion interne du fonds, telles que l'existence d'une autonomie opérationnelle du fonds ou la publication des principes généraux de gouvernance interne.

## DEUXIEME PARTIE : DEFINIR LE POSITIONNEMENT ET LA STRATEGIE DE LA FRANCE FACE AUX FONDS SOUVERAINS

### III. LE POSITIONNEMENT DE LA FRANCE FACE AUX FONDS SOUVERAINS

#### A. Un impératif : l'attractivité de la France à l'égard des fonds souverains

##### *1. La France a structurellement besoin d'investisseurs de long terme tels que les fonds souverains*

Le constat a été fait trop souvent pour qu'il soit nécessaire de s'y arrêter. En raison de la faiblesse de son épargne nationale, telle qu'exprimée par son déficit courant ainsi que de la faible proportion des actifs détenus en actions par les nationaux, notre pays a particulièrement besoin d'investisseurs, notamment pour financer le capital de nos entreprises. En témoigne le poids des non-résidents dans la capitalisation des entreprises françaises. Ainsi les investisseurs étrangers détiennent 47 % de la capitalisation du CAC 40, contre 52 % en Allemagne pour le DAX 30 et 40 % au Royaume-Uni pour l'ensemble de la bourse britannique.

Les fonds souverains sont particulièrement adaptés aux besoins de l'économie française, en raison de leur horizon de long terme. De nombreux fonds souverains sont d'ailleurs déjà présents dans l'économie française et au capital de grandes entreprises françaises, parfois à des niveaux significatifs. : Dubai International Capital détient ainsi 3 % d'EADS, Qatar Investment Authority 5 % de Lagardère, ADIA et la Koweït Investment Authority sont également actionnaires de Vivendi. Très récemment, SAFE l'organisme gestionnaire des réserves de la banque centrale chinoise, a annoncé avoir acquis une participation de 1,6 % au capital de Total. Sans détailler tel ou tel cas particulier, il est évident que, dans de nombreux cas, cet investissement a été directement sollicité par les entreprises elles-mêmes. En effet, un fonds souverain offre, en tant qu'investisseur, trois caractéristiques très attrayantes pour une société cotée :

- un horizon d'investissement de long terme ;
- une taille financière permettant d'envisager, sans risque de liquidité, une prise de participation significative, le plus souvent de l'ordre de quelques pour cent ;
- une gestion de l'investissement qui exclut toute démarche activiste ou agressive à l'égard de la direction de la société.

La France et ses entreprises sont très directement en compétition, notamment avec les autres principaux marchés de la zone Euro et leurs entreprises, pour attirer les investissements des fonds souverains. Comme on le verra ci-dessous, nous disposons dans cette compétition d'atouts indéniables, mais aussi de faiblesses qu'il serait vain d'occulter.

Cette compétition s'étend actuellement à la localisation des implantations européennes de ces fonds. Une bonne illustration en est la tournée européenne organisée en décembre dernier du directeur du fonds souverain chinois CIC, M. Lou Jiwei. Celui-ci est notamment passé à Paris et Londres, et les deux capitales ont toutes deux axé leur message sur l'avantage d'établir sur leur place un éventuel bureau européen du fonds chinois, bureau dont la création n'avait pourtant pas encore été annoncée. CIC continue d'étudier les deux hypothèses, et le Ministre des finances britanniques s'est rendu mi avril en Chine notamment pour porter la candidature de Londres. Notons par ailleurs sur ce plan que la Qatar Investment Authority a annoncé son intention d'ouvrir à Paris un bureau de représentation pour le suivi de ses investissements immobiliers.

L'économie française a donc besoin des investissements des fonds souverains pour assurer de façon efficace le financement de ses entreprises. Il est dans son intérêt de faire passer un message d'ouverture à l'égard de tous les investisseurs étrangers et plus particulièrement des fonds souverains. Nos grandes entreprises en sont d'ailleurs pleinement conscientes et développent, notamment dans le cadre de road shows, une politique de démarchage active des principaux fonds souverains.

## 2. Un décalage persistant entre la perception et la réalité de notre ouverture aux investissements étrangers

### a) Une perception à améliorer de la France

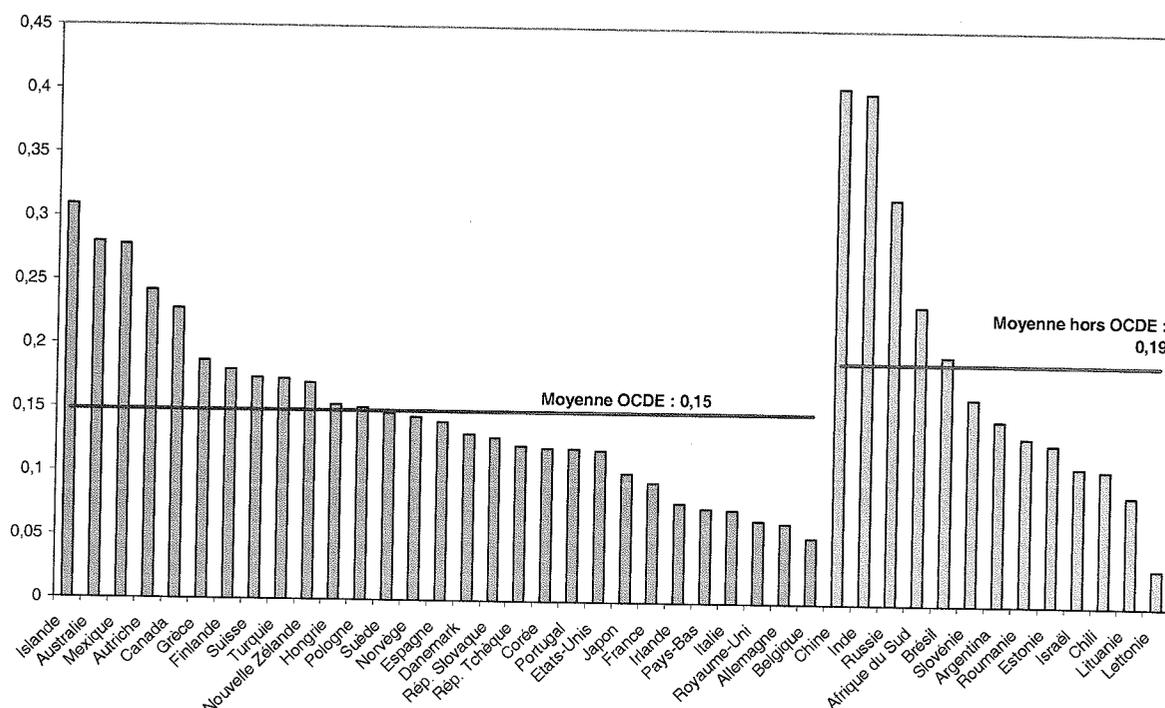
La France reste perçue selon nos interlocuteurs comme demeurant réticente aux investisseurs financiers, en y incluant les fonds souverains. Cette image a heureusement été corrigée notamment par le Président de la République dans son discours devant la communauté des affaires à Riyad le 14 janvier, lorsqu'il a estimé que la France était « ouverte aux fonds souverains » si leurs intentions étaient « sans ambiguïté » et leur gouvernance « transparente ».

La première priorité des autorités françaises s'agissant des fonds souverains doit donc être de mettre un terme à toute perception de fermeture. Une telle image serait en effet d'autant plus préjudiciable à la France qu'elle ne correspond en rien à la réalité de notre économie non plus qu'au cadre juridique des investissements étrangers en France.

### b) Une ouverture réelle aux investissements étrangers

Elle ne correspond en premier lieu pas au degré d'ouverture réelle de la France aux investissements étrangers, y compris par rapport à ses partenaires européens ou du G7. Selon l'indice d'ouverture aux investissements étrangers mesuré par l'OCDE, la France est ainsi mieux classée que le Japon, les Etats-Unis et le Canada.

Graphique n°4 – Restrictions réglementaires aux investissements directs étrangers



Note : L'indice de restriction est compris par construction entre 0 et 1. Tous secteurs économiques.

Source : Koyama et Golub (2006)<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Cet indice mesure les restrictions réglementaires dans 9 secteurs et 11 sous secteurs dont les télécom, la distribution, la finance et la construction. Chaque type de restriction est pondéré par un coefficient, allant de 1 (interdiction de capital étranger) à 0.025 (mouvement des personnes physiques limité de 3 à 4 ans). De même, les secteurs sont également pondérés, de 0.192 (services aux entreprises) à 0.019 (électricité).

En effet, la France est, plus que les Etats précités, particulièrement ouverte aux investissements internationaux et ce de par la conjonction de trois mécanismes contractuels :

- l'intégration européenne à l'égard des autres Etats membres de l'Union;
- les accords de libre-échange bilatéraux de l'Union européenne, par exemple avec le Chili;
- les engagements à l'OMC vis-à-vis des pays tiers qui incluent le régime des investissements, par le biais de l'établissement d'une présence commerciale, l'un des quatre modes de fournitures de services définis par l'Accord Général sur le Commerce des Services.

Avec 64,6 milliards d'euros<sup>4</sup>, les Investissements Directs Etrangers (IDE) en France sont restés en 2006 à un niveau particulièrement élevé, stable par rapport au niveau record observé en 2005 où, avec 65,2 milliards d'euros, ce montant avait plus que doublé par rapport à 2004.

### *3. Une politique d'attractivité bien adaptée aux attentes des fonds souverains.*

Depuis 2003, la France a mis en place une politique globale d'amélioration de notre attractivité, dont la mise en oeuvre est assurée par l'Agence française des investissements internationaux (AFII). L'action de l'AFII contribue incontestablement à améliorer l'image économique de la France auprès des fonds souverains. Cette mission, bien accueillie par les fonds, mérite d'être poursuivie et amplifiée.

En effet, le premier constat à dresser – et il est très positif qu'en tant que tel – est que cette politique est reconnue et appréciée de nos interlocuteurs. En effet, aucun d'entre eux n'a mentionné de difficultés particulières qui aient fait obstacle à leurs projets d'investissement en France et aucune modification législative ou réglementaire spécifique ne nous a été mentionnée. Un tel constat témoigne de la qualité de l'action menée, notamment par l'AFII, pour faire connaître et diffuser notre politique d'attractivité. Il incite à penser que celle-ci est dans l'ensemble bien adaptée et qu'aucune réforme fondamentale de notre cadre juridique n'est nécessaire. Ceci n'exclut évidemment pas de poursuivre l'effort de modernisation dudit cadre juridique. Ainsi le renforcement de l'attractivité de la place financière de Paris, dans le cadre des travaux du Haut Comité de Place, constitue un enjeu important pour favoriser l'accueil des fonds souverains.

A cet égard, quatre types de réformes paraissent particulièrement utiles.

En premier lieu les mesures d'adaptation, notamment fiscales, à la finance islamique, qui peuvent attirer les établissements bancaires et financiers de la péninsule arabique à s'installer à Paris, en particulier pour les activités d'investissement et de gestion d'actifs, ce qui doit jouer favorablement sur les choix d'affectation des fonds.

En second lieu, la conclusion de conventions fiscales avec les pays émergents détenteurs de fonds souverains est de nature à faciliter les relations économiques entre les entités des partenaires. Ainsi, des négociations afin d'améliorer les conventions existantes sont envisagées en 2008 avec la Chine et la Russie.

En troisième lieu, la réforme du droit des titres afin de le rendre plus accessible aux praticiens étrangers. A ce stade, il est envisagé, dans le cadre des travaux du Haut Comité de Place, de simplifier la nomenclature des instruments financiers, de regrouper dans un même livre du Code monétaire et financier l'ensemble des dispositions pertinentes actuellement dispersés dans le Code, de moderniser et simplifier la rédaction de certaines dispositions.

Enfin la promotion de la gestion d'actifs française. Avec un encours sous gestion supérieur à 2 500 milliards d'euros, celle-ci occupe le premier rang européen. Cette position résulte d'une expertise française reconnue, notamment dans le domaine des mathématiques financières et de la modélisation, mais également d'un cadre réglementaire robuste et innovant. Il est ainsi prévu dans le cadre du projet de loi de modernisation de l'économie actuellement en discussion au Parlement de

---

<sup>4</sup> Source : Banque de France – Balance des paiements et position extérieure – Rapport annuel – Exercice 2006

permettre aux OPCVM destinés aux investisseurs qualifiés ou à l'exportation de recevoir l'agrément sur la base d'un prospectus élaboré dans une autre langue que le français, de refondre le cadre des fonds fermés de droit français (les sociétés d'investissement à capital fixe, qui peuvent être cotées et ont été créées en 1945), et d'ajuster le cadre des OPCVM alternatifs, notamment en permettant aux OPCVM contractuels d'investir dans tous types d'actifs et de définir librement leurs modalités de souscription/rachat.

L'ensemble de ces mesures doit permettre de renforcer encore l'attractivité de la France comme destination des investissements étrangers et de conforter le rôle de la place de Paris.

## **B. Le régime des investissements étrangers correspond aux attentes des fonds souverains**

### *1. Le dispositif français de contrôle des investissements étrangers.*

La France n'exerce plus de contrôle général des investissements étrangers. Elle a, par le décret du 30 décembre 2005, défini un régime d'autorisation préalable limité à un certain nombre de secteurs. Plus précisément, les investissements étrangers dans des entreprises françaises dont l'activité relève de l'un des 11 secteurs (sept dans le domaine de la sécurité publique<sup>5</sup>, quatre dans celui de la Défense) énumérés par ce décret sont soumis à autorisation préalable du Ministre en charge de l'Economie.

Rappelons au préalable pour mémoire que les prises de participation des investisseurs étrangers dans certains secteurs, tels que les télécommunications ou les médias peuvent faire l'objet de limitations spécifiques. En application de la loi du 30 septembre 1986 modifiée par la loi du 5 mars 2007 relative à la modernisation de la diffusion audiovisuelle et à la télévision du futur, les personnes physiques ou morales étrangères ne peuvent détenir directement plus de 20 % du capital social ou des droits de vote dans les assemblées générales d'une société titulaire d'une autorisation relative à un service de radio ou de télévision par voie hertzienne terrestre assuré en langue française. En outre, la participation étrangère dans les sociétés qui éditent des publications en langue française ne peut dépasser 20 pour cent du capital ou des droits de vote de la société.

#### *a) Un dispositif qui assure la sécurité juridique des investisseurs étrangers*

Ce que recherchent les investisseurs, c'est d'abord la stabilité et le caractère prévisible de la réglementation. L'existence d'un régime des investissements étrangers n'est en tant que telle pas remise en cause ; ce qui peut décourager l'investissement, c'est l'incertitude sur la règle applicable et sur l'application qui en est faite.

De ce point de vue, le régime français apporte une triple sécurité :

- les secteurs soumis à autorisation sont définis précisément et de façon limitative, ce qui élimine toute possibilité d'interprétation extensive à de nouveaux domaines d'activité ;
- l'investisseur peut interroger l'administration avant une opération afin de vérifier si une opération projetée entre effectivement dans le champ d'application du décret ce qui lui permet d'avoir la visibilité nécessaire avant même de prendre la décision d'investir ;
- Les décisions du Ministre sont susceptibles de recours et le silence au bout des deux mois d'instruction vaut acceptation, ce qui garantit l'investisseur contre tout risque de

---

<sup>5</sup> Jeux d'argent, activités réglementées de sécurité privée, activités relatives aux moyens destinés à faire face à l'utilisation illicite d'agents pathogènes ou toxiques, activités portant sur les matériels conçus pour l'interception des correspondances et la détection à distance des conversations ; activités de services dans le cadre de centres d'évaluation agréés, activités relatives à la sécurité des systèmes d'information d'une entreprise liée par contrat passé avec un opérateur public ou privé gérant des installations d'importance vitale, activités relatives à certains biens et technologies à double usage.

voir une procédure traîner en longueur et empêcher la réalisation effective d'une opération.

Plus de deux ans après son adoption, ce dispositif a été appliqué de façon mesurée, sans qu'il apparaisse pour autant que des opérations particulières aient pu échapper à son contrôle.

Sur les deux premières années d'application, le Ministre s'est prononcé sur 69 opérations (31 en 2006, 38 en 2007), dont 68 dans les quatre secteurs relevant de la Défense nationale et une seule opération pour les sept secteurs relevant de la sécurité publique. Le Ministre n'a prononcé aucun refus, et a demandé à l'investisseur des engagements dans un peu plus d'un cas sur deux. Dans l'intégralité des cas, ces engagements ont été acceptés par l'investisseur.

Ces engagements visent essentiellement à protéger la sécurité d'approvisionnement des programmes de la Défense, par exemple par la poursuite des contrats en cours ou le maintien sur le territoire des actifs critiques indispensables à cet approvisionnement. Aucun recours n'a été formé contre ces décisions.

Au total, le bilan pourrait difficilement être plus satisfaisant puisque aucun investissement n'a été rejeté et que tous les engagements demandés ont été acceptés par les investisseurs. Il faut là encore noter qu'aucun interlocuteur n'a formulé de critique ni sur le principe même de cette réglementation, ni sur son application.

#### *b) Un dispositif conforme au cadre communautaire*

La réglementation française se fondait sur les dispositions du Traité instituant la Communauté Européenne, qui prévoit dans son article 58 la possibilité de déroger à la liberté de mouvement des capitaux pour prendre des « mesures justifiées par des motifs liés à l'ordre public ou à la sécurité publique », et, dans son article 296, que « tout État membre peut prendre les mesures qu'il estime nécessaires à la protection des intérêts essentiels de sa sécurité et qui se rapportent à la production ou au commerce d'armes, de munitions et de matériel de guerre ».

Afin de répondre aux griefs formulés par la Commission dans son avis motivé du 18 octobre 2006, la France finalise actuellement les ajustements nécessaires pour s'assurer de la totale conformité de ce décret avec le droit communautaire. Pour cela, deux modifications sont en cours :

- l'exclusion du secteur des casinos du dispositif, dès lors que la transposition de la troisième directive anti blanchiment permettra d'adopter un dispositif similaire au contrôle des investissements étrangers dans ce secteur ;
- la réduction du champ du contrôle indirect, actuellement appliqué aux trois cas d'investissement prévus par le décret, qui conduit à traiter différemment deux entreprises européennes, selon que la première est contrôlée par une entreprise d'un pays tiers et se voit donc appliquer le régime prévu dans le décret pour les investisseurs tiers et que la seconde est contrôlée par une entreprise d'un pays communautaire et se voit donc appliquer le régime réservé aux investisseurs européens.

La conclusion prochaine des négociations actuellement en cours entre les autorités françaises et la Commission sur ces deux points devrait permettre d'aboutir à la fin des procédures communautaires à l'encontre de ce texte.

Le contraste est à vrai dire frappant entre les polémiques, en France mais aussi à l'étranger, qui avaient marqué l'élaboration puis la publication de cette réglementation et le consensus qu'il recueille aujourd'hui auprès des investisseurs internationaux au vu de ses deux premières années d'application.

La sécurité juridique qu'il confère est d'autant plus notable que la dernière période a été marquée, chez plusieurs de nos partenaires, par une orientation beaucoup plus restrictive des réglementations applicables aux investisseurs étrangers.

## *2. L'évolution internationale de la réglementation des investissements étrangers : vers*

### *une orientation plus restrictive*

Plusieurs pays, dont certains de nos principaux partenaires commerciaux, ont récemment entamé une réflexion ou même d'ores et déjà modifié leur réglementation. L'orientation générale est clairement plus restrictive, qu'il s'agisse de la définition des secteurs soumis à autorisation ou même de l'adoption de réglementations propres aux fonds souverains ou plus largement à tous les investisseurs contrôlés par des gouvernements étrangers.

#### *a) Une définition des secteurs assurant une sécurité juridique moindre*

Plusieurs pays ont opté pour des listes de secteur plus complètes (plus de 30 secteurs au Japon, 42 secteurs en Russie dans la dernière version du projet de loi), qui constituent autant de restrictions aux investissements étrangers. Ainsi, le dispositif japonais soumet à autorisation les investissements étrangers dans les secteurs de la distribution d'électricité, de gaz, d'énergie thermique ainsi que le commerce d'hydrocarbure. Le dispositif chinois soumet à autorisation les investissements étrangers dans des industries clés, et les interdit dans des secteurs comme les médias ou le contrôle du trafic aérien.

Ces dispositifs couvrent fréquemment les secteurs de l'énergie et de l'infrastructure, qui ne sont pas inclus dans le dispositif français.

D'autres Etats ont choisi de ne pas établir de liste des secteurs où les investissements étrangers sont soumis à autorisation du Ministre. Ce type de dispositif laisse une marge de manœuvre très large aux autorités publiques pour réagir à un projet d'investissement étranger dans une entreprise stratégique, mais au détriment de la sécurité juridique des investisseurs.

C'est notamment le cas du Royaume-Uni où l'Enterprise Act de 2002 sur le contrôle des concentrations prévoit que la mise en jeu de la « sécurité nationale » peut permettre au Ministre de l'Industrie d'intervenir pour demander une enquête par l'Office of Fair Trading puis par la Competition Commission, à l'issue de laquelle il peut chercher à obtenir des engagements de la part des entités concernées, bloquer les opérations en cours voire ordonner une déconcentration.

Il est intéressant de constater que, lorsque les autorités allemandes ont décidé à l'été 2007 d'élargir leur dispositif pour l'instant limité au seul secteur de la Défense, elles ont opté pour une référence générale aux investissements mettant en jeu « l'ordre public et la sécurité publique » en renonçant au principe de liste par secteurs. Les travaux se poursuivent sur ce projet de modification, qui n'a pas encore été adopté par le Conseil des Ministres allemands.

De ce point de vue, il est incontestable que le dispositif américain de contrôle des investissements étrangers pour toutes les opérations mettant en cause la « sécurité nationale », sans plus de précision, donne une latitude extrêmement large aux autorités américaines pour déterminer si tel ou tel projet d'investissement étranger doit ou non être soumis à la procédure du CFIUS (procédure décrite en annexe 8).

#### *b) La mise en place de réglementations spécifiques aux investisseurs contrôlés par des gouvernements étrangers.*

Face aux polémiques suscitées par des opérations telles que celles rappelées ci-dessus, notamment les affaires Unocal et Dubai Ports World, plusieurs puissances majeures ont étudié la mise en place de réglementations visant explicitement les investisseurs contrôlés par des gouvernements étrangers, au premier rang desquels les fonds souverains.

La réforme du dispositif américain, signée par le Président Bush le 26 juillet 2007 et entrée en vigueur le 24 octobre 2007 (cf. Annexe 8) conduit ainsi à prévoir l'ajout automatique d'une enquête de 45 jours à la première période d'examen de 30 jours en cas d'investisseur détenu ou contrôlé par un gouvernement étranger, ou dans le cas où une infrastructure critique est visée, sauf si le Secrétaire d'Etat au Trésor, qui préside le comité d'examen CFIUS, et le responsable du Département ou de l'agence, membre du CFIUS, en charge de la transaction, déterminent conjointement, sur la base de la revue de 30 jours, que ces transactions ne porteront pas atteinte à la

sécurité nationale. Rappelons par ailleurs que le nombre de cas examinés par le CFIUS a fortement augmenté depuis la controverse concernant le rachat des ports américains par Dubaï Ports World en 2006. En 2007, il s'élevait ainsi à 147, contre 65 en 2005.

Par ailleurs, toujours sous la pression du Congrès, le Trésor américain a publié le 21 avril 2008 un projet de réglementation qui envisage de supprimer le seuil de 10% de participation qui déclenche aujourd'hui, dans les faits, la compétence du CFIUS. Cette modification de la pratique du Comité, qui vise à permettre de contrôler les opérations limitées à 9,9 % (comme plusieurs prises de participation récentes dans les banques américaines) mais aboutissant à l'exercice d'une forme de contrôle de la société ciblée, constitue un signal fort de volonté de contrôle de la part des Etats-Unis.

L'Allemagne, pour sa part, a un temps envisagée la création d'une agence de surveillance des fonds souverains mais cette idée a été rejetée par le Ministre des Finances.

D'autres Etats ont adopté des lignes directrices précisant l'application qu'ils comptaient faire de leur réglementation en cas d'investisseur étranger public. Tel est notamment le cas de l'Australie et du Canada. Les lignes directrices des autorités d'Ottawa établissent par exemple que le gouvernement canadien tiendra compte de la compatibilité des pratiques de gouvernance de l'investisseur avec les règles de gouvernance canadiennes pour déterminer si l'opération se fait à « l'avantage net du Canada ».

Au regard des dispositifs adoptés par les autres pays du G7 et par les autres pays européens, le système français laisse une place limitée à la marge d'appréciation des autorités nationales et est clairement moins restrictif que les réglementations mises en place sur la dernière période. Il faut rappeler et diffuser ce constat car il ne correspond pas à la perception générale de notre attitude à l'égard des investissements étrangers.

Surtout notre réglementation ne réserve pas de traitement particulier aux fonds souverains, pas plus qu'aux entités publiques en général. Elle traite sans discrimination toutes les opérations réalisées par des investisseurs étrangers, sans distinguer selon leur nature.

### ***3. Un droit boursier en conformité avec le cadre communautaire***

Le droit boursier français ne fonde aucune discrimination entre les investisseurs français et étrangers, non plus qu'en fonction de la nature publique ou privée desdits investisseurs. Ainsi, les fonds souverains sont soumis comme les autres types d'investisseur au respect du régime de déclaration de franchissement de seuil, dès l'acquisition de 5 % du capital ou des droits de vote d'une société cotée, ainsi qu'à la communication d'une déclaration d'intention lorsqu'ils franchissent les seuils de 10 % et 20 % et, enfin, au seuil de lancement des OPA.

Le régime juridique des OPA se fonde sur la transposition en droit français de la directive OPA (directive 2004/25/CE du parlement européen et du conseil du 21 avril 2004), telle que transposée par la loi du 31 mars 2006.

Cette directive permet aux Etats membres dans son article 12-3 d'adopter une clause dite « de réciprocité ». Cette clause a été transposée en droit français par l'article L. 233-33 du Code de commerce.

En cas d'OPA non sollicitée, cette clause fonde le droit pour une société française de mettre en œuvre des mesures permettant de faire échec à cette OPA dès lors que la société initiatrice ne respecterait pas les mêmes principes de gouvernance que la société cible.

Dans son article 9, la directive exige pour la mise en œuvre de mesures anti-OPA l'intervention de l'Assemblée générale des actionnaires pendant l'offre. La clause de réciprocité permet de déroger à cette disposition dans le cas d'une offre initiée par une société étrangère qui ne la respecterait pas. Le conseil d'administration peut ainsi, si l'attaquant est une entreprise où les actionnaires n'approuvent pas les mesures de défense en période d'offre, et s'il en avait reçu à l'avance délégation par l'AG, prendre des mesures de défense sans la consulter à nouveau pendant l'offre.

Cette mesure, fondée sur le principe de réciprocité, peut être mise en œuvre par une entreprise française confrontée à une OPA provenant d'un fonds souverain étranger. En effet l'emploi du terme « entité » par l'article L.233-33 permet également d'opposer la réciprocité à tous types de structures initiatrices d'une offre, tels une société (de droit public ou privé) un trust ou un fonds d'investissement. Cette entité ne doit pas nécessairement être cotée, comme l'avait conclu le rapport du groupe de travail présidé par M. Lepetit.

Le groupe de travail a aussi estimé que la clause de réciprocité pouvait avoir une portée extracommunautaire, en particulier à l'égard d'Etats tels que la Chine ou les Etats-Unis et qu'elle était compatible avec les engagements internationaux de la France dans le cadre de l'organisation mondiale du commerce (OMC), notamment en application de l'Accord général sur le commerce des services qui prévoit dans son article 2 l'application de la clause de la nation la plus favorisée. Il a été considéré que l'exception de réciprocité devant être appréciée au regard de la situation individuelle de la société initiatrice et non de la réglementation applicable dans l'Etat dont cette société relève, il n'était instauré aucune discrimination en fonction d'un critère de nationalité.

Par conséquent, la clause doit pouvoir être mise en œuvre face aux investisseurs provenant de pays tiers. Il est à noter que la question de l'équivalence des mesures se posera alors de façon particulièrement aigüe. En effet, la contestation par l'initiateur de l'absence d'équivalence des mesures, invoquée par la cible pour justifier la mise en œuvre de mesures de défense, risque d'être systématique, d'autant que la décision de l'AMF qui devra se prononcer sur ce point en comparant les droits en cause est susceptible de recours devant la cour d'appel de Paris. Il sera alors souhaitable en pratique que la société cible sollicite rapidement l'avis d'experts du pays concerné, dans le cas d'une offre provenant d'un investisseur d'un pays tiers, afin de déterminer la possibilité d'invoquer la clause de non réciprocité

La question s'est également posée de l'application de la clause dans le cas où un investisseur qui n'appliquerait pas le principe de compétence de l'AG pour les mesures de défense lancerait une offre sur une société française concomitamment avec d'autres entités qui, elles, l'appliqueraient. Le dispositif français est ici protecteur pour les entreprises françaises en prévoyant explicitement que si un seul des offrants agissant de concert n'est pas vertueux, la clause a vocation à s'appliquer. Il en est de même si l'offrant est contrôlé par une entité ne le respectant pas. En revanche, la clause ne pourra plus jouer si l'offrant agit de concert avec la cible.

La clause peut donc s'appliquer à un fonds souverain, de la même façon qu'aux autres types d'investisseurs mais uniquement au motif prévu par le texte. En effet, le droit français des offres publiques n'établit aucune condition relative au respect de telle ou telle autre norme en matière de gouvernance ou de transparence.

### **C. La France dispose d'investisseurs financiers de long terme**

La France dispose de deux investisseurs publics de long terme : la logique de ce type d'investisseur est donc déjà présente et reconnue dans notre pays.

#### **1. La Caisse des Dépôts**

Depuis l'origine, la Caisse des Dépôts a toujours été un investisseur institutionnel réalisant des opérations de placements financiers ou d'investissements sur un horizon long. Disposant de par la loi de ressources stables sans contrainte forte de liquidité, la Caisse des Dépôts a naturellement orienté ses placements sur les emplois longs au service de l'économie.

Dans cette fonction d'investisseur la Caisse des Dépôts est un établissement public bénéficiant d'une garantie institutionnelle. En effet, le statut de 1816 confirme une indépendance marquée du directeur général responsable du respect des intérêts patrimoniaux de l'établissement sous la protection du Parlement, par l'intermédiaire de la Commission de Surveillance.

La Caisse des Dépôts investit en recherchant un objectif de valorisation de ses investissements à long terme. Ceci la conduit à investir davantage en actions cotées ou non cotées, en immobilier et en private equity, en recherchant un rendement supérieur à celui des obligations.

Elle doit concilier l'exigence d'un horizon long avec la nécessité de dégager un flux régulier de résultat annuel. La Caisse des Dépôts doit générer un résultat annuel suffisant pour remplir ses missions d'intérêt général et de développement économique. Elle ne peut en effet compter que sur ses seules ressources pour développer ses moyens d'intervention et préserver la soutenabilité de son modèle économique. Pour concilier cette exigence de rendement récurrent et de valorisation à long terme, la Caisse peut s'appuyer sur différents atouts, notamment ses fonds propres ; les fonds propres de ses filiales engagées sur des marchés à horizon long (assurances, immobilier et transports) ; des dépôts stables, notamment ceux des professions juridiques ; sa solidité et sa crédibilité financières. Cet adossement lui permet de « tenir » les investissements réalisés, sans être soumis au risque d'illiquidité. Enfin la Caisse des Dépôts est un investisseur diversifié.

Dans ce contexte, la CDC gère plusieurs portefeuilles, certains détenus par les fonds dont la gestion lui est confiée et d'autres qu'elle réalise sur ses fonds propres. Concernant les fonds d'épargne dont elle assure la gestion, son portefeuille de placement en actions s'élevait à 10,2 Md€ au 31 décembre 2007. Concernant les fonds propres, la Caisse détient un large portefeuille géré selon des critères essentiellement financiers ainsi que des participations stratégiques dans des entreprises dont elle entend accompagner le développement, au premier rang desquelles les filiales de son groupe. Au total, elle détient ainsi 35 Md€ d'actifs financiers diversifiés (obligations, actions, actifs immobiliers et de capital investissement, forêts...) et environ 10 Md€ dans le capital de ses filiales et participations stratégiques.

Le portefeuille d'investissement s'élevait à 15,7 Md€ au 31 décembre 2007 en valeur comptable, en augmentation de 1,1 Md€ par rapport à l'année précédente. Il est essentiellement constitué de titres à taux fixe ; toutefois, une part minoritaire est investie en obligations indexées sur l'inflation. Le portefeuille de placement et de transaction, hors placement de trésorerie à court terme, est d'un montant plus réduit : 3,4 Md€ à fin 2006. Son portefeuille d'actions cotées, issu des fonds propres de la Caisse, s'élevait à 13,5 Md€ (au coût historique). Cette position doit être relativisée au regard du total de la capitalisation boursière française, qui s'élève pour le CAC 40 à environ 1 230 Md€.

La Caisse des Dépôts s'appuie sur le corps de doctrine et sur les recommandations du comité consultatif dont elle s'est dotée pour l'assister sur toutes les questions de gouvernance. Ce comité a été mis en place en février 2004 pour définir une présence plus active de la Caisse dans les assemblées générales et les conseils d'administration des entreprises dans lesquelles elle détient des participations importantes, en établissant une politique de vote (distribution des dividendes, attribution de stock-option, augmentation ou réduction de capital, etc.) dont il contrôle le respect.

Par ailleurs, la Caisse des Dépôts n'investit pas, en règle générale, à l'étranger, dans la mesure où sa mission est de concourir au développement économique du territoire et des entreprises françaises.

La loi de modernisation de l'économie qui sera examinée par l'Assemblée nationale la dernière semaine de mai 2008 vise à renforcer le rôle de la Caisse en tant qu'investisseur de long terme contribuant, dans le respect de ses intérêts patrimoniaux, au développement des entreprises, en inscrivant ce rôle dans le cadre de ses missions. Elle vise également à moderniser sa gouvernance en renforçant les prérogatives de la commission de surveillance sur les décisions stratégiques de l'établissement, en l'élargissant à des personnalités indépendantes et en prévoyant la possibilité de recourir à l'appui de la commission bancaire pour assurer la surveillance prudentielle de l'établissement. En outre, elle propose la création d'un comité des investissements chargé notamment d'examiner a priori les opérations d'investissement d'importance significative.

## ***2. Le Fonds de réserve pour les retraites***

Le FRR a succédé au fonds de solidarité vieillesse, créé en 1999 et dont les statuts et la gouvernance ont été modifiés en 2001 pour donner naissance au fonds dans sa forme actuelle. Il a pour mission de gérer les sommes qui lui sont affectées en les mettant en réserve jusqu'en 2020 afin de contribuer à la pérennité des régimes obligatoires d'assurance vieillesse et des régimes alignés des salariés agricoles et des artisans. Il tire ses ressources du prélèvement social sur les revenus du

patrimoine, des excédents de la Caisse nationale d'assurance vieillesse et du produit des cessions d'actifs (privatisations par exemple).

Au 30 juin 2007, le montant de ses actifs sous gestion s'élevait à 33,4 milliards d'euros. Sa politique d'investissement suit plusieurs règles. Tout d'abord, le FRR a adopté un ratio d'emprise de 3 % d'un même émetteur (hors sociétés non cotées, dont il ne peut toutefois prendre le contrôle, et sociétés immobilières). Selon sa dernière allocation stratégique, qui remonte à mai 2006, son portefeuille est réparti de la façon suivante : 60 % en actions (dont 33 % zone euro et 27 % hors zone euro), 30 % en obligations (dont 21 % zone euro et 9 % hors zone euro) et 10 % en actifs « diversifiés » (immobilier, indices de matières premières, infrastructures, non coté).

Il a recours à des mandats de gestion sélectionnés via les procédures du code des marchés publics, mais peut, depuis l'arrêté du 26 juillet 2007 pris en application de la loi n° 2006-1640 du 21 décembre 2006, déroger à ces mandats pour les catégories d'actifs suivantes : immobilier, infrastructures, sociétés non cotées, actions et obligations des pays émergents, instruments du marché monétaire.

Ses comptes sont soumis à une certification par des cabinets d'audit et soumis au contrôle financier de l'Etat. Un état synthétique des actifs et performances est publié trimestriellement et le FRR publie dans son Rapport annuel la composition du portefeuille par grandes catégories.

S'agissant de l'exercice des droits de vote, il suit des orientations détaillées (guidelines) adoptées par le conseil de surveillance et rendues publiques (le 10 février 2005). Par ailleurs, le fonds s'est doté de ses propres principes d'investissement socialement responsable.

#### **IV. ORIENTATIONS POUR LA STRATEGIE DE LA FRANCE : UN DIALOGUE CONFIA NT ET PRODUCTIF FONDE SUR UN PRINCIPE : LA RECIPROCITE**

Définir la stratégie de la France à l'égard des fonds souverains suppose de déterminer ses priorités dans ce débat. Elles sont de trois ordres :

- Comprendre les objectifs et les attentes des fonds souverains
- Etablir avec eux une relation de confiance productive
- Fonder cette relation sur le principe de réciprocité.

Ces trois objectifs sont intimement liés : il est nécessaire de mieux comprendre la politique d'investissement des fonds souverains pour pouvoir engager avec eux un dialogue fondé sur la confiance. Cette confiance est, à son tour, un préalable pour que la France demande l'application du principe de réciprocité. La réciprocité est une priorité politique affirmée par le Président de la République. Les fonds souverains le comprennent au demeurant parfaitement. Le travail confié par le G7 aux institutions internationales contribue à la réalisation de ces objectifs en renforçant la compréhension des fonds souverains et en établissant un dialogue avec ceux-ci. Il ne les remplit pas totalement à lui seul. Dès lors, la position de la France ne doit pas se résumer au seul soutien – par ailleurs indispensable - à ce processus.

Trois axes doivent être privilégiés pour répondre aux objectifs de la France : établir avec les fonds souverains un dialogue confiant, faire de ce dialogue un échange productif, fonder la relation sur le principe de réciprocité.

##### **A. Etablir un dialogue confiant avec les fonds souverains**

La principale faiblesse de la France c'est sa perception : celle d'un pays encore réticent à accueillir les investisseurs financiers, notamment les fonds souverains. Cette perception ne correspond en rien à la réalité de notre économie non plus qu'à notre cadre législatif et réglementaire.

Plutôt qu'une modification en profondeur de notre réglementation, la priorité est donc de définir clairement ce que nous attendons des fonds souverains, mais aussi ce que nous pouvons leur offrir.

### **1. Définir clairement nos attentes a l'égard des fonds souverains.**

Pour fonder ce dialogue de confiance, il faut –et il suffit- que les fonds souverains qui souhaitent investir en France s'engagent à nous éclairer sur trois points:

- quels sont leurs critères d'investissement ?
- quel est le rôle des autorités politiques dans la définition et la conduite de leur politique d'investissement ?
- quelle est leur conception de leur rôle d'actionnaire ?

Peu importe les modalités de communication ; ce qui est essentiel c'est que l'ensemble des parties prenantes puissent avoir sur ces trois points une vision claire de la position des fonds souverains.

### **2. Refuser tout traitement discriminatoire des fonds souverains.**

La France – ainsi qu'idéalement ses partenaires européens- devrait prendre un engagement simple : refuser toute discrimination a l'égard des fonds souverains en tant qu'investisseurs. Cet engagement aurait notamment deux conséquences pratiques :

- appliquer aux fonds souverains la même réglementation qu'aux autres investisseurs institutionnels et financiers, notamment les hedge funds et les fonds de private equity ;
- appliquer les règles de bonnes pratiques à l'égard des fonds souverains telles qu'elles seront définies par l'OCDE.

### **3. Formaliser à Paris nos engagements réciproques avec les fonds souverains au second semestre 2008.**

Devront être accueillis à Paris tous les fonds souverains qui souhaiteront s'associer a cette démarche, les plus établis (Pays du Golfe, Singapour, Norvège) comme les plus récents (Russie et Chine notamment). L'objectif est double : mettre fin au climat actuel d'interrogations réciproques et envoyer un signal fort d'accueil de ces investisseurs

L'Union européenne, dont la France assurera la présidence au second semestre 2008 devra bien évidemment être pleinement associée à cette démarche.

La lettre envoyée par le gouvernement d'Abu Dhabi aux Ministres du G7 constitue une illustration intéressante d'engagements concernant ADIA, l'un des principaux fonds souverains.

#### **Encadré 3 : Lettre du gouvernement d'Abu Dhabi aux Ministres du G7**

Dans une lettre adressée mi mars 2008 à plusieurs Ministres, dont ceux du G7, le gouvernement d'Abu Dhabi a présenté sa position sur les débats internationaux en cours sur les fonds souverains. Rappelant que les organisations d'Abu Dhabi étaient actives depuis plus de 30 ans, la lettre confirme la disponibilité de l'Emirat à poursuivre sa contribution aux travaux du FMI.

Le gouvernement d'Abu Dhabi affirme ensuite que le seul objectif poursuivi par ces organisations est la maximisation du rendement à long terme, et s'engage à ne jamais utiliser ces véhicules comme des instruments de politique étrangère.

La lettre souligne que les opérations sont conduites conformément aux standards internationaux (80 % des fonds d'ADIA sont gérés par des firmes extérieures), de façon indépendante et dans le respect des réglementations des pays récipiendaires, selon des standards appropriés de gouvernance et de rendu des comptes. En outre, les fonds d'Abu Dhabi agissent principalement comme des investisseurs passifs, la très grande majorité des prises de participation dans des entreprises étrangères étant limitées, sans droits de contrôle ni siège au Conseil d'administration et sans intervention dans la gestion.

La lettre reconnaît la nécessité pour les pays d'accueil de prévoir un dispositif de revue des investissements étrangers touchant à la sécurité nationale, du moment que celui-ci est juste et transparent.

Le gouvernement d'Abu Dhabi se déclare enfin disposé à diminuer ses barrières commerciales et à accroître le commerce transfrontalier.

En reconnaissant ainsi le besoin de réciprocité tout en s'engageant à ne pas poursuivre d'objectif politique, cette lettre du gouvernement d'Abu Dhabi se présente ainsi comme un exemple des engagements qui pourraient être demandés aux fonds souverains.

## **B. Favoriser un dialogue productif pour nos entreprises et notre économie**

### ***4. Promouvoir les secteurs d'investissement de long terme de l'économie française***

La promotion de notre économie et de nos entreprises auprès des fonds souverains doit d'abord porter sur des secteurs d'investissement de long terme, dans lesquels nous disposons d'une expertise particulière: infrastructures, télécommunications, transports, services par exemple.

Elle pourrait également porter sur des domaines encore insuffisamment couverts par les marchés : énergies renouvelables, fonds propres des PME. Le dispositif France Investissement, qui associe acteurs publics et privés pour financer le développement et la croissance de nos PME pourrait ainsi être ouvert aux fonds souverains.

Enfin, la Caisse des Dépôts a développé un positionnement historique unique d'investisseur de long terme sur le marché français. Elle peut donc offrir des opportunités de partenariat aux investisseurs publics étrangers. La Caisse des Dépôts pourrait, en développant un réseau d'investisseurs de long terme, comprenant des fonds souverains, favoriser l'investissement productif en France.

### ***5. Renforcer notre politique d'influence à l'égard des fonds souverains***

Pour l'essentiel, le renforcement de l'attractivité de la France passe par la modification de sa perception. Les fonds souverains rencontrés ont tous exprimé leur satisfaction avec le cadre réglementaire existant et n'ont pas demandé de modification majeure. A l'inverse, la stabilité de celui-ci est un facteur positif dans le choix d'une destination d'investissement. Renforcer l'attractivité de la France à l'égard des fonds souverains n'implique donc pas de réforme majeure du cadre existant.

Certains secteurs gagneraient toutefois à être développés. Tel est particulièrement le cas de l'industrie de la gestion en France, directement concernée par le développement des fonds souverains, et de la finance islamique. Des travaux ont déjà été engagés pour ces deux secteurs d'activité, qui devraient être soutenus et accélérés.

Au moins autant que son attractivité, la France gagnerait à renforcer son influence auprès des fonds souverains. La France dispose de nombreux professionnels de la finance à la compétence internationalement reconnue. Alors que les fonds souverains se dotent de structures de conseil et de gouvernance internes, il faut activement promouvoir la participation de professionnels français à ces structures. Des organisations telles que Paris Europlace pourraient jouer un rôle majeur dans cette mobilisation.

### **C. Fonder ce dialogue sur le principe de réciprocité**

L'ouverture aux fonds souverains ne signifie pas que la France doive renoncer à la nécessaire protection de nos intérêts stratégiques, tout en refusant toute discrimination à l'égard des fonds souverains. Pour cela, l'orientation fondamentale doit être l'application du principe de réciprocité s'agissant de l'ouverture à nos investisseurs (6.), de la réglementation des investissements étrangers (7.) et de la réglementation applicable aux prises de contrôle (8.).

Cette orientation doit notamment être retenue pour permettre la mise en œuvre effective du droit fondamental de la France à s'opposer à toute prise de contrôle qui mettrait en jeu nos intérêts stratégiques nationaux. Il apparaît que cela peut très largement être le cas dans le cadre du droit existant.

#### ***6. Promouvoir le principe de réciprocité pour l'accès des investissements français et européens dans les pays d'origine des fonds souverains***

La contrepartie de l'ouverture, c'est l'accès de nos entreprises aux pays d'origine des fonds souverains.

C'est particulièrement le cas pour des pays comme la Chine, qui maintient en dépit de son accession à l'OMC de nombreuses barrières sectorielles dans des secteurs d'intérêt pour les entreprises françaises (télécommunications, services financiers, construction). C'est également le cas, à des degrés divers néanmoins, pour d'autres Etats détenteurs de fonds souverains (cf. Annexe 9).

Le principe de réciprocité ne signifie pas l'identité. Il implique cependant que des progrès significatifs soient enregistrés s'agissant du régime des investissements étrangers dans ces pays. La situation actuelle n'est pas satisfaisante pour un grand nombre de pays. Cette asymétrie doit être corrigée en demandant plus d'ouverture à nos partenaires détenteurs de fonds souverains.

Tel est précisément l'objectif des négociations commerciales, qui ont pour but d'obtenir des partenaires de l'Union européenne un meilleur accès au marché. La France s'appuie en la matière sur la Commission européenne, la politique commerciale relevant de la compétence exclusive des communautés européennes, sauf pour certains aspects limités définis à l'article 133-6 du TCE (services culturels et audiovisuels, services d'éducation, ainsi que services sociaux et de santé humaine).

Elle est toutefois associée à l'élaboration de la position européenne dans ces négociations, et peut dans ce cadre soutenir les demandes d'ouverture adressées aux pays détenteurs de fonds souverains. Ce vecteur est d'autant plus pertinent que des négociations commerciales bilatérales sont déjà engagées, ou sont sur le point de l'être, avec plusieurs pays détenteurs de fonds souverains : tel est notamment le cas des projets d'accord de libre-échange de l'Union avec le Conseil de Coopération des Etats Arabes du Golfe (CCEAG), avec la Corée et l'ASEAN, du projet d'accord de partenariat et de coopération avec la Chine, ou des négociations avec la Russie dans le cadre de son accession à l'OMC.

Un des objectifs de la présidence française de l'Union Européenne doit donc être des progrès significatifs dans les négociations commerciales en cours, notamment avec le conseil de coopération des Etats arabes du Golfe, la Chine et la Russie.

***7. Fonder toute réglementation européenne des investissements étrangers par secteur sur le principe de réciprocité***

Face au développement des fonds souverains, deux scénarios doivent être écartés : celui d'une réglementation ad hoc visant spécifiquement ce type d'investisseurs ; celui d'une refonte du régime français des investissements étrangers, qui apparaît proportionne et adapté. La mise en place d'un dispositif européen de contrôle des investissements étrangers conférant un large pouvoir discrétionnaire à une autorité spécifique ne recueillera par ailleurs pas de consensus communautaire, la Commission l'excluant explicitement dans sa communication.

Par contre il peut être légitime d'ouvrir la réflexion sur la définition de secteurs stratégiques au niveau européen pour lesquels une réglementation spécifique des investissements étrangers doit être adoptée : énergie et infrastructures par exemple.

La France doit être ouverte à cette réflexion à condition que toute nouvelle réglementation européenne se fonde sur le principe de réciprocité : l'accès des investissements étrangers dans tel ou tel secteur sera conditionné à l'accès réciproque des investissements communautaires. Ainsi pourront être garantis, sans discrimination, des progrès symétriques dans l'ouverture aux investissements étrangers.

***8. Appliquer pleinement le principe de réciprocité en droit boursier.***

Comme détaillé ci-dessus, la France a fait le choix de retenir la clause de réciprocité lors de la transposition de la directive communautaire sur les OPA. Cela signifie qu'en cas de tentative de prise de contrôle, la société cible est en mesure de prendre les mesures de défense adaptées des lors que la société qui vise à prendre le contrôle n'offre pas les mêmes garanties en terme de gouvernance.

Cette réglementation est applicable aux fonds souverains, comme à l'ensemble des investisseurs. Dans les cas où son application sera légitime face à des tentatives de prise de contrôle, il peut donc y être recouru.

Si des modifications plus ciblées de notre droit boursier apparaissent nécessaires, il conviendra de les examiner à l'aune de ces deux principes : la réciprocité et l'absence de toute discrimination entre investisseurs.