

Bertrand Blancheton et Yves Jégourel

Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ?

Avertissement

Le contenu de ce site relève de la législation française sur la propriété intellectuelle et est la propriété exclusive de l'éditeur.

Les œuvres figurant sur ce site peuvent être consultées et reproduites sur un support papier ou numérique sous réserve qu'elles soient strictement réservées à un usage soit personnel, soit scientifique ou pédagogique excluant toute exploitation commerciale. La reproduction devra obligatoirement mentionner l'éditeur, le nom de la revue, l'auteur et la référence du document.

Toute autre reproduction est interdite sauf accord préalable de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France.



Revues.org est un portail de revues en sciences humaines et sociales développé par le CLEO, Centre pour l'édition électronique ouverte (CNRS, EHESS, UP, UAPV).

Référence électronique

Bertrand Blancheton et Yves Jégourel, « Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ? », *Revue de la régulation* [En ligne], n°5 | 1er semestre 2009, mis en ligne le 11 juin 2009. URL : <http://regulation.revues.org/index7500.html>

DOI : en cours d'attribution

Éditeur : Association Recherche & Régulation

<http://regulation.revues.org>

<http://www.revues.org>

Document accessible en ligne à l'adresse suivante : <http://regulation.revues.org/index7500.html>

Document généré automatiquement le 30 septembre 2009.

© Tous droits réservés

Bertrand Blancheton et Yves Jégourel

Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ?

Introduction

- 1 Nouveaux géants de la finance, partenaires courtisés des grands groupes industriels, bancaires ou pétroliers occidentaux, investisseurs remarquables du *private equity* et dans le secteur de l'immobilier commercial, mais aussi sauveurs présumés du secteur bancaire aux premiers mois de la crise des subprimes : les expressions ne manquent guère pour reconnaître le rôle positif des fonds souverains dans une économie mondiale luttant pour échapper à une crise de grande ampleur. Se définissant comme des fonds d'investissements publics ayant pour mandat de rémunérer activement des ressources provenant d'un excédent de réserves de change, de recettes pétrolières ou gazières, voire de surplus fiscaux, les fonds souverains, localisés pour l'essentiel dans les pays du Golfe et en Asie, marquent un déplacement du centre de gravité de la finance mondiale vers ces pays (De la Rosière (2008)). Si l'existence de ce type d'investisseurs n'est pas nouvelle¹, leur montée en puissance est un phénomène récent, largement alimenté par l'augmentation du prix des matières premières et par l'accroissement des déséquilibres économiques internationaux (Aglietta et Berrebi (2007), Gieve (2008)). De débiteurs nets à la fin des années 90, les pays émergents sont en effet devenus créditeurs nets des pays industrialisés, au premier rang desquels les États-Unis ou le Royaume-Uni, utilisant notamment leurs fonds souverains comme véhicule d'investissement.
- 2 Au cours des années 2000, cette montée en puissance fut alternativement perçue comme une forme de menace pour la souveraineté nationale des pays d'accueil, en raison du manque de transparence de ces fonds² et de leur ambition supposée d'investir dans des secteurs stratégiques, puis comme un élément favorable à la stabilité financière internationale, et un vecteur important du financement des économies des pays industrialisés. Au total, un consensus semble aujourd'hui exister pour reconnaître le rôle positif de ces fonds. Au début de la crise financière, leurs prises de participation dans les banques occidentales ont même été saluées comme une action de sauvetage du système financier mondial, permettant à certains observateurs d'affirmer que « les fonds souverains jouent un rôle fondamentalement stabilisateur au sein du système financier international et ce constat est clairement vérifié dans la crise de liquidité actuelle » (Commission des finances du Sénat (2008), p. 11). Plus fondamentalement encore, certains voient dans ces investisseurs publics l'émergence d'une nouvelle forme de capitalisme financier, dans lequel les États joueraient un rôle accru. Pour Aglietta (2008, p. 81) notamment « l'épargne concentrée dans les organes d'États des pays émergents va permettre aux entités publiques de recouvrer leur influence sur une finance déboussolée par les excès de l'endettement orchestrés par les banques d'investissement ».
- 3 Dans cette contribution nous défendons l'idée qu'à la faveur de la crise financière la nature des fonds souverains s'est à la fois révélée et modifiée. Au début de la crise ils pouvaient en effet incarner l'émergence d'un nouveau capitalisme. Certains pouvaient à cet égard se réjouir de voir les fonds en capacité d'imposer des normes nouvelles aux marchés financiers, tandis que d'autres pouvaient redouter la résurgence d'un capitalisme d'État qui entraverait les mécanismes supposés vertueux des marchés (Radon et Thaler (2008)). Mais durant la crise, certains parmi les fonds les plus actifs ont eu un comportement d'investisseur traditionnel et non de sauveur du système financier. Il est à cet égard apparu que certains avaient pris des risques élevés à la recherche de forts rendements à court terme. Au fil des mois leurs exigences sont en effet devenues plus grandes dans de nombreux domaines (partenariats stratégiques

avec les banques aidées, contreparties financières élevées en échange de recapitalisation...). Finalement, comme un symbole, on apprenait en janvier 2009 que le fonds souverain d'Abu Dhabi Adia confiait, depuis 2005, jusqu'à 400 millions de dollars en gestion à Bernard Madoff³.

- 4 Ainsi, derrière l'image d'Épinal des fonds d'investissements publics intrinsèquement vertueux se cache une réalité plus complexe et ambiguë. Pour le démontrer, nous analysons leur incidence sur les marchés financiers en période « normale », puis en période de crise financière. Nous évaluons dans une première partie les stratégies d'investissement des fonds souverains afin de déterminer si celles-ci sont stabilisantes et appréhendons dans une seconde partie dans quelle mesure leurs interventions ont permis de sauvegarder les systèmes bancaires européens et américain aux premières heures de la crise financière. Nous soulignons que si les fonds souverains semblaient en capacité d'imposer de nouvelles normes et pratiques sur les marchés financiers, l'expérience de la crise financière révèle qu'ils ne peuvent incarner un nouveau mode de régulation du capitalisme financier.

1. Des stratégies d'investissement hétérogènes mais *a priori* stabilisantes en régime normal

- 5 Privilégiant un horizon de long terme et des supports d'investissements conventionnels, les fonds souverains semblent en outre ne pas avoir une exigence de rentabilité du capital excessive. Pour autant, une analyse plus fine met en lumière une forte hétérogénéité des stratégies financières menées par les fonds souverains et permet de nuancer leur rôle positif sur les marchés financiers.

1.1. Des investisseurs de long terme

- 6 Nul ne prêtait réellement attention aux fonds souverains au début des années 2000. Depuis, la hausse des prix de l'énergie et le maintien d'une sous-évaluation réelle de certaines monnaies, en particulier le yuan, ont permis à certaines économies de dégager des excédents courants et de drainer une épargne massive qui fut pour partie confiée à des fonds d'investissements publics afin qu'elle soit gérée activement, à la différence des réserves de change traditionnelles placées en actifs liquides et faiblement rémunérées. S'ils sont en nombre restreint⁴, les fonds souverains disposent d'une force de frappe *a priori* considérable : l'encours de leurs actifs sous gestion est estimée en 2007 à plus de 3000 milliards de dollars, soit le double des actifs financiers détenus par les fonds spéculatifs ou *hedge funds* (Deutsche Bank Research (2007)) et pourrait atteindre, selon certaines études plus de 15 000 milliards de dollars d'ici à 2015. Ces ressources sont concentrées sur quelques fonds seulement : 70% des encours détenues par ces investisseurs ne le sont que par cinq d'entre eux : Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), Government of Singapore Corporation (GIC), Government Pension Fund –Global (GPF)⁵, Kuwait Investment Authority (KIA) et China Investment Corporation (CIC).
- 7 Depuis le concours de beauté de Keynes, il est reconnu que les comportements mimétiques sont fréquents sur les marchés financiers. Orléan (1992) montre notamment que des interactions stratégiques entre groupes d'investisseurs peuvent conduire, via le mimétisme des anticipations, à des situations de bulles spéculatives et expliquent la volatilité excessive observée sur les marchés. Garcia *et alii* (2007) soulignent en particulier que la coexistence d'agents rationnels et d'agents excessivement confiants, adoptant des stratégies de trading agressives, diminue la valeur informationnelle des prix des actifs financiers et réduit la liquidité des marchés sur lesquels ils sont échangés. Le risque d'instabilité est dès lors accru. Il est en outre largement admis que les stratégies de momentum visant à privilégier au sein d'un portefeuille financier les titres ayant surperformé par le passé sont fréquemment adoptées par les gestionnaires de fonds privés. Les fonds souverains sont à l'inverse très largement considérés comme des investisseurs de long terme, offrant une stabilité actionnariale aux

entreprises qu'ils financent et ayant un rôle stabilisant sur les marchés financiers. Ils adoptent en effet traditionnellement des stratégies dites de *buy-and-hold*, consistant à acheter un actif *a priori* sous-évalué et à le garder en portefeuille, avant de le revendre lorsqu'une plus-value est possible, favorisant ainsi la convergence des cours boursiers vers leurs valeurs fondamentales. L'absence à court et moyen termes d'engagement contractuel de passif (Aglietta (2008)) permet aux fonds souverains de s'engager dans des investissements de long terme nécessaires au bon fonctionnement de l'économie. Elle soustrait en outre leurs gestionnaires à la tentation d'adopter un comportement mimétique, fréquents chez les gestionnaires de fonds privés dont la rémunération dépend en partie de leur capacité à préserver ou accroître leur part de marché et non de leur aptitude à générer une rentabilité importante (Scharfstein et Stein (1990)).

1.2. Des stratégies d'investissement prudentes

- 8 Les fonds souverains ne semblent en second lieu pas investir sur des produits risqués et/ou complexes tels que les Collateralized Debt Obligations (CDO) à l'origine directe de la crise financière. En raison de l'opacité des fonds souverains il n'existe pas de données globales précises sur la composition de leur portefeuille, mais il semble légitime de considérer qu'une part significative de leurs ressources est placée en actions, titres obligataires ou hybrides tels que les obligations convertibles⁶. Il convient néanmoins de remarquer que le choix de la nature même de ces supports d'investissement s'explique par les ambitions macro-financières du pays qui le détient. Cinq types de fonds souverains peuvent ainsi être distingués selon la teneur de ces ambitions (FMI (2008)), sans que celles-ci ne soient mutuellement exclusives : les fonds de stabilisation, les fonds pour les générations futures (fonds d'épargne), les sociétés de placements de réserve, les fonds de développement, les fonds de réserve pour les retraites. Les premiers visent à préserver le pays qui l'instaure des effets néfastes d'une dépendance importante aux exportations de matières premières. Les économies dont la croissance est basée sur l'exportation de matières premières sont en effet exposées à plusieurs contraintes qui compliquent la mise en œuvre à long terme de leurs politiques budgétaires et justifient l'adoption d'un fonds d'investissement public. Ces matières premières, minières ou énergétiques, sont en premier lieu non renouvelables, ce qui impose un comportement tant d'épargne que de diversification des sources de financement de l'économie qu'autorise un fonds d'investissement. Cotées sur les marchés financiers et soumises à de nombreux chocs d'offre ou de demande, les matières premières ont un prix particulièrement volatil, ce qui crée, indépendamment de la tendance baissière ou haussière de ce prix, une incertitude forte sur la valeur future des recettes d'exportation et donc du budget de l'État. Une forte dépendance macro-économique à l'exportation des matières premières multiplie le risque de survenance du syndrome hollandais pour lequel l'appréciation du taux de change réel, alimentée par l'excédent commercial liée à l'exportation de matières premières, pénalise la compétitivité des autres secteurs de l'économie (voir le modèle de Corden et Neary (1982)). En créant un fonds alimenté par une fraction des recettes provenant de ces exportations, les économies en question capitalisent des ressources financières en période de croissance qui pourront être utilisées en cas de conjoncture difficile et lissent ainsi la variabilité de leurs revenus. Leurs avoirs doivent pour cela être majoritairement investis en titres liquides et peu risqués. Les quatre autres types de fonds souverains pourront en revanche s'engager dans des stratégies de plus long terme. Les fonds d'épargne ont en effet vocation soit à gérer des ressources provenant de matières premières non-renouvelables afin de diversifier l'économie du pays considéré, soit, plus spécifiquement, à générer des flux de revenus qui pourront bénéficier aux générations futures. Ils sont donc traditionnellement investis à long terme dans des actifs de nature variée, tout comme les sociétés de placements des réserves qui ont pour mission de gérer activement des réserves de change afin qu'elles puissent fournir un surcroît de rémunération. De la même façon, les fonds de développement « servent généralement à financer des projets socio-

économiques ou à promouvoir des politiques industrielles⁷ propres à stimuler la croissance de la production potentielle d'un pays » (FMI (2008)), tandis que les fonds de réserve pour les retraites conditionnelles permettent enfin de faire face (à l'aide de ressources autres que les cotisations de retraite des particuliers) à des engagements imprévus non spécifiés au titre des retraites dans le bilan de l'État.

- 9 Ces différents objectifs conditionnent, par nature, leurs stratégies d'investissement. Une enquête menée par le groupe de travail international sur les fonds souverains⁸ auprès de 21 d'entre eux souligne en particulier que nombre de ces fonds n'ont pas la liberté d'investir sur certaines classes d'actifs à risque ou d'utiliser des techniques spéculatives, traditionnellement privilégiés par les investisseurs institutionnels privés, notamment les fonds spéculatifs (Hammer *et alii* (2008)). À titre d'exemple, 60% des fonds interrogés ne peuvent investir dans le non-coté, tandis qu'une très large majorité d'entre eux n'est pas autorisé à emprunter, à utiliser des effets de levier ou à recourir à des produits dérivés à d'autres fins que de couverture des risques.

1.3. Des objectifs financiers proches de la rentabilité économique du capital

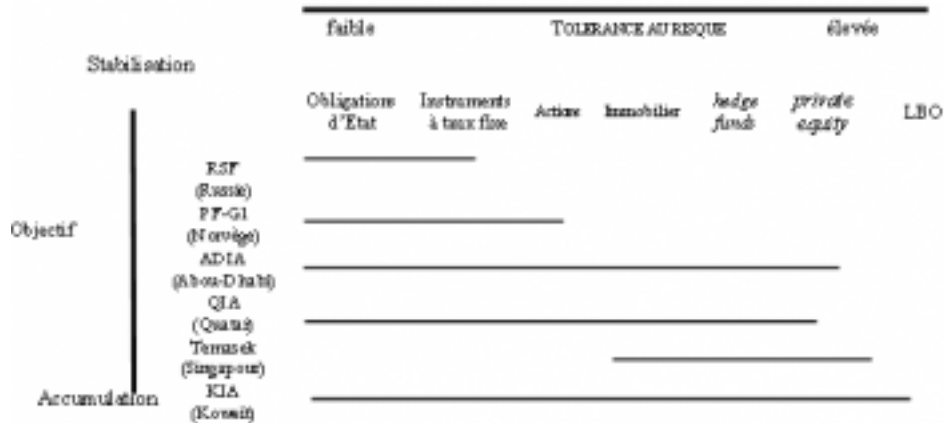
- 10 Le rôle stabilisant des fonds souverains sur les marchés financiers ne tient pas uniquement à leur horizon de long terme ou leur stratégie de gestion, mais bien aussi à la nature raisonnable de leurs objectifs financiers, proche de la rentabilité économique du capital. L'étude du FMI susmentionnée a ainsi pu mettre en évidence que 29% des fonds souverains interrogés n'avait pas d'autre objectif financier que de réaliser des profits sur le long terme tandis que 42% d'entre eux n'adoptaient qu'un style de gestion très conventionnel, proche de la gestion dite « active ». Les fonds souverains ne s'engagent en outre traditionnellement pas dans des prises de participation majoritaire et demeurent des investisseurs « passifs », n'exerçant pas leurs droits de vote et ne réclamant pas de siège au conseil d'administration.
- 11 La conjonction de cet horizon de long terme, de ces ambitions financières mesurées et de cette passivité tend à faire des fonds souverains, des investisseurs « idéaux », nécessaires au bon fonctionnement de la sphère financière. Pour Artus (2007) notamment, la crise des subprimes s'explique en partie par un recours massif au levier d'endettement et d'une exigence de rentabilité du capital particulièrement élevée. Ayant une faible rotation de leur portefeuille, s'impliquant sur le long terme et n'imposant pas un rendement sur fonds propres exorbitant comme condition d'investissement, les fonds souverains apparaissent comme une des solutions permettant d'assurer la stabilité du système financier. Gieve (2008) souligne à ce titre que les fonds souverains sont à la fois la conséquence des déséquilibres économiques et financiers internationaux et une condition d'un retour à l'équilibre. En instaurant des fonds souverains en quête de rémunération, les pays émergents affirment dans une certaine mesure leur volonté de ne plus financer à moindre coût les déficits courants des pays industrialisés en refusant d'acquiescer des titres trop faiblement rémunérés. Ceci pourrait à terme favoriser la dépréciation des monnaies des pays industrialisés et ainsi limiter leur propension à être financé par le reste du monde.

1.4. Un profil-type en trompe-l'œil

- 12 Il serait trompeur de considérer que les fonds souverains n'adoptent que des stratégies stabilisantes. Certains fonds, à l'image du fonds singapourien Temasek Holdings ou des fonds des Emirats Arabes Unis, se sont en effet engagés dans des stratégies financières plus offensives. Comme le montrent Butt *et alii* (2008), il existe une corrélation entre les objectifs financiers d'un fonds et sa tolérance au risque. Si des fonds, tels que le fonds de stabilisation de la fédération de Russie ou le Government Pension Fund-Global norvégien n'investissent que sur des actifs très conventionnels, d'autres, tels que Dubai Holding et ses filiales (Dubai International Capital et Dubai Group) ainsi que Dubai World et ses filiales (Istithmar et Dubai

Ports), tendent à être, en revanche, plus offensifs en ciblant des investissements stratégiques visant à assurer la diversification de l'économie des pays qui les possèdent.

Les supports d'investissement des fonds souverains



Source : Butt, Shivdasani, Carsten, Wyman (2008)

13 Les fonds du Golfe et de Singapour, tels que Temasek Holdings, ADIA ou Dubai World (via sa filiale Istithmar World Capital) apparaissent ainsi comme des acteurs de premier rang dans le *private equity*. En août 2008, le fonds de Singapour a notamment abondé, de près d'un milliard de dollars, un fonds de *private equity* qui devrait être investi dans des entreprises chinoises. ADIA détient en outre des positions dans deux sociétés de *private equity* : Ares Management (20%) et Apollo Management (9%). En septembre 2007, c'est 7,5% du groupe Carlyle qui fut vendu au gouvernement d'Abu-Dhabi. S'éloignant de leur image d'investisseurs de long terme, certains fonds souverains ont de plus investi, directement ou indirectement via leurs filiales, dans des fonds spéculatifs (*hedge funds*) connus pour rechercher des niveaux de rentabilité particulièrement élevés, à travers des stratégies spéculatives offensives. Dubai International Capital a ainsi, via sa filiale DIC zahir, pris une participation de 9,9% dans le capital du hedge fund Och-Ziff Capital Management, dont la valeur des actifs sous gestion est proche de 30 milliards de dollars⁹. Le fonds de Singapour GIC consacre de la même façon 3% de son portefeuille aux stratégies dites « *absolute returns* », propre aux fonds spéculatifs. Dans le contexte actuel de chute massive des places boursières internationales et de manque de visibilité sur la situation macroéconomique des prochains mois, la volonté de certains fonds souverains de s'ancrer sur des secteurs d'investissement dont la performance est *a priori* décorrélée de celle des actifs financiers traditionnels, ne devrait pas manquer de se renforcer. On estimait, fin 2007, que près de 350 milliards de dollars avaient d'ores et déjà été investis par les fonds souverains dans le secteur du *private equity* et des *hedge funds*¹⁰. Il est enfin important de remarquer que 44% des actifs des fonds souverains font l'objet d'une gestion sous mandat. ADIA confie ainsi plus de 70% de ces avoirs à des gestionnaires de fonds externes, ce qui laisse présupposer que leur stratégie de gestion est proche de celle adoptée par des investisseurs institutionnels privés.

14 En conséquence, si l'on accepte l'hypothèse selon laquelle les fonds souverains sont rationnels, leur capacité à exercer une influence stabilisante sur les marchés financiers ne doit pas être surestimée. Il est en outre probable que les investissements des fonds souverains soient appréhendés comme un signal d'achat de la part des autres opérateurs sur les marchés. Une étude menée par Kotter et Lel (2008) reposant sur l'analyse de 163 annonces de prises de participations par des fonds souverains démontre que les cours boursiers des entreprises bénéficiant de tels investissements connaissent des rendements anormaux sur les vingt jours suivant l'annonce. Stabilisants dans leurs stratégies de « *buy-and-hold* », les fonds souverains

pourraient encourager les autres acteurs du marché en quête d'une rentabilité de court terme à adopter des comportements d'imitation et ainsi contribuer involontairement à accroître l'instabilité des cours boursiers.

2. Des prises de participation aux motivations ambiguës durant la crise financière

- 15 Les fonds souverains ont pris de nombreuses et significatives participations dans les organismes financiers occidentaux durant la crise financière. S'il est difficile de conclure de manière définitive sur ce point, il semble néanmoins légitime de considérer que ces engagements sont davantage l'expression de stratégies opportunistes que d'une volonté de contribuer au sauvetage du système bancaire international.

2.1. Evaluation et analyse des prises de participation des fonds souverains dans les institutions financières occidentales.

- 16 Le tableau ci-dessous recense les principales prises de participation des fonds souverains dans les organismes financiers occidentaux en 2007 et 2008. Les chiffres doivent être considérés avec beaucoup de prudence : nous avons recensé les prises de participation rendues publiques en tentant d'avoir une démarche la plus exhaustive possible, mais il est probable que les chiffres avancés sous-estiment l'engagement des fonds car certaines entrées au capital ont pu être passées sous silence en raison de leur caractère « non significatif » ou pour préserver le secret de l'opération.
- 17 Au total, entre l'été 2007 et la fin de l'année 2008, le montant des prises de participation s'élève selon nos calculs à environ 83 milliards de dollars. À titre de point de repère, les sommes engagées par les fonds souverains dans les institutions financières occidentales étaient évaluées à seulement 1,7 milliards de dollars en 2006 (avec par exemple une entrée de 600 millions de dollars de ADIA dans le fonds américain Apollo Management). Il y a bel et bien eu un changement de régime en la matière à l'occasion de l'éclatement de la crise financière.

Prises de participations des fonds souverains dans les institutions financières occidentales (2007-2008)

Date	Fonds (pays)	Institutions financières (pays)	Montants annoncés en monnaies locales	Montants en milliards de dollars	Part dans le capital après l'opération
2007					
2 mai	ICD (Dubai)	HSBC (Royaume-Uni)	1,2 milliard de dollars	1,2	
Juin	CIC (Chine)	Blackstone (États-Unis)	3 milliards de dollars	3	9,9%
23 juillet	CDB (Chine)	Barclays (Royaume-Uni) Barclays (Royaume-Uni)	2,2 milliards d'euros	environ 3	3,1%
23 juillet	Temasek (Singapour)		1,4 milliards d'euros	environ 1,9	2,1%
22 septembre	Mubadala development fund (Abou Dhabi)	Carlyle (États-Unis)	1,35 milliard de dollars	1,35	7,5%
26 novembre	ADIA (Abu Dhabi)	Citigroup (États-Unis)	7,5 milliards de dollars	7,5	4,9%
Décembre	CIC (Chine)	Morgan Stanley (États-Unis)	5 milliards de dollars	5	9,9%
17 décembre	GIC (Singapour)	UBS (Suisse)	11,5 milliards de francs suisses	environ 10-11	9%

24 décembre	Temasek (Singapour)	Merrill Lynch (États-Unis)	5 milliards de dollars (4,4 + 0,6)	5	
24 décembre	Korean IC (Corée du Sud)	Merrill Lynch (États-Unis)	2 milliards de dollars	2	
26 décembre	Temasek	Standard Chartered (Royaume-Uni)	1,4 milliard de dollar	1,4	18%
2008					
15 janvier	Kuwait IA (Koweït)	Merrill Lynch (États-Unis)	2 milliards de dollars	2	
15 janvier	GIC (Singapour)	Citigroup (États-Unis)	6,88 milliards de dollars	6,88	3,7%
15 janvier	KIA (Koweït)	Citigroup (États-Unis)	3 milliards de dollars	3	1,6%
18 février	QIA (Qatar)	Crédit Suisse (Suisse)	600 millions de dollars	0,6	1%
Juillet	Temasek (Singapour)	Barclays (Royaume-Uni)	200 millions de livres	environ 0,33	2,5 à 3%
Juillet	QIA (Qatar)	Barclays (Royaume-Uni)	1,76 milliard de livre	environ 2,85	6,42%
Juillet	Challenger (Qatar)	Barclays (Royaume-Uni)	533 millions de livres	Environ 0,86	3%
Juillet	Temasek (Singapour)	Merrill Lynch (États-Unis)	3,4 milliards de dollars	3,4	
16 octobre	Qatar Holding	Crédit Suisse	10 milliards de francs	Environ 8,8	
Novembre	Qatar Holding	Barclays	7,05 milliards de livres	Environ 11,4	12,7%

Sources : Reconstitution des auteurs à partir de la presse financière (Financial Times, La Tribune, Les Echos) et du site www.swfinstitute.org pour le début de la période.

- 18 Durant la crise financière les fonds les plus actifs dans les opérations de recapitalisation des banques occidentales furent les fonds du Golfe (les fonds qataris représentent environ 30% du total considéré dans le tableau, ADIA d'Abou Dhabi 9%) et les fonds asiatiques (Temasek et GIC de Singapour fournissent eux aussi 30% du total, les fonds chinois 13%). Ces investissements se sont dirigés uniquement vers des organismes financiers américains, britanniques et suisses. Les plus grandes banques mondiales ont été ciblées (Citigroup, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Barclays, Crédit Suisse et UBS) ainsi que certains fonds d'investissement. À la suite de ces opérations, les fonds souverains sont devenus actionnaires de référence auprès de certains organismes (Qatar Holding détient 12,7% du capital de la Barclays ; Temasek possède 18% du britannique Standard Chartered tandis que le fonds chinois CIC détient 9,9% de Blackstone et 9,79% de Morgan Stanley...). Il est intéressant d'observer qu'aucune prise de participation n'a été recensée dans les banques allemandes, françaises, espagnoles ou italiennes qui elles aussi ont eu d'importants besoins de capitaux propres. Les fonds souverains ont-ils redouté un plus grand activisme des États de la zone euro dans la gestion de leurs banques nationales en temps de crise, ou bien ont-ils choisi de monter au capital des banques occidentales les plus rentables ?
- 19 Le risque de contagion systémique de la crise financière aurait incontestablement été plus élevé si les fonds souverains n'avaient pas engagé leurs capitaux. Ils sont apparus comme des organismes réactifs, capables d'engager des sommes substantielles. Ils sont également apparus comme des investisseurs qui ne redoutent pas une dépréciation à court terme des actifs financiers contrairement à d'autres opérateurs (comme par exemple les assureurs...) prisonniers du spectre du « *mark to market* » c'est-à-dire de l'obligation de comptabiliser la valeur des actifs au prix du marché et non au prix d'acquisition. L'action des fonds a été

stabilisante au sens strict du terme (Johnson (2007)). Les fonds ont joué un rôle décisif dans certains montages. Lorsqu'en décembre 2007 Merrill Lynch a levé entre 12,7 et 12,8 milliards de dollars de capitaux, la participation des fonds souverains a été de l'ordre de 9 milliards de dollars, le reste étant apporté par des fonds d'investissement et des fonds de pension. De même en janvier 2008 lorsque la banque universelle Citigroup a procédé à une augmentation de capital de 12,5 milliards de dollars, 9,9 milliards de dollars furent apportés par les fonds souverains.

2.2. Des montants engagés trop faibles pour prétendre au statut de sauveur du système

20 Le statut de sauveur est étroitement lié à la notion de prêteur en dernier ressort. Selon Walter Bagehot (*Lombard Street*, 1873) le prêteur en dernier ressort doit accorder des prêts à toute banque non liquide mais solvable, sans restriction sur la quantité de crédits mais en appliquant un taux de pénalité. Face à l'impossibilité pour les banquiers centraux de faire dans l'urgence la différence entre des situations d'illiquidité et des situations d'insolvabilité (Bordo (1990)), le principe dit du « *too big to fail* » est appliqué dans les actions de sauvetage au XX^e siècle. Une aide est apportée à toute institution financière dont le poids fait peser un risque systémique élevé même si elle induit un aléa moral. La défaillance d'une institution de grande taille aurait trop d'effets induits et menacerait la continuité des paiements au sein de l'économie. Au sens strict, un prêteur de dernier ressort doit être émetteur de monnaie ultime afin de pouvoir approvisionner sans restriction un système en liquidités. Une institution comme le FMI qui accorde des crédits en quantité limitée n'a ainsi pas les attributs d'un véritable prêteur en dernier ressort. Sur ces bases, les fonds souverains, malgré leurs moyens apparemment significatifs et leur réactivité, et même s'ils ont parfois des liens fonctionnels avec leur banque centrale, ne peuvent pas être considérés comme des prêteur en dernier ressort, ni des acheteurs en dernier ressort.

21 En définitive, les montants gérés par les fonds souverains peuvent être considérés comme faibles : ils représentent seulement 3% de la capitalisation boursière mondiale. Les sommes engagées par les fonds souverains durant la crise apparaissent, eux aussi, relativement faibles comparées aux montants d'actions de sauvetages engagées par les autorités américaines et européennes. Ainsi dès le début de la crise le 9 août 2007 la Banque centrale européenne et la Réserve fédérale injectèrent des liquidités à hauteur respectivement de 94,8 milliards d'euros et 24 milliards de dollars. Dans un registre différent lorsqu'à la mi-septembre 2008 le premier assureur mondial AIG connut des difficultés, les pouvoirs publics américains prirent le contrôle de 80% de son capital et lui accordèrent 85 milliards de dollars de prêts sur deux ans. La montée au capital des États dans certains organismes financiers a atteint des chiffres plus élevés encore : lorsque Fannie Mae et Freddie Mac, des organismes de refinancement hypothécaire, ont été placés sous la tutelle du Trésor américain en septembre 2008, 200 milliards de dollars ont été mobilisés pour les sauver.

2.3. Des pratiques devenues opportunistes

22 À travers leurs prises de participations les fonds souverains ont saisi l'occasion d'intensifier leurs relations avec de grandes banques américaines, britanniques et suisses dont le rôle central dans la gestion d'actifs avait été démontré depuis le début des années 2000. Les fonds souverains, qui ne disposent parfois pas de tous les moyens matériels et humains nécessaires, entendent ainsi pouvoir bénéficier de l'expertise des grandes banques américaines et britanniques pour optimiser leurs performances. Le fonds GIC de Singapour affirmait en 2006 déjà vouloir augmenter ses investissements dans le *private equity* et les *hedge funds*, deux classes d'actifs qui avaient, à ses dires, fait la preuve récente de leur forte rentabilité. Il est intéressant d'observer que, si la fusion entre la banque Barclays et la banque ABN

AMRO avait eu lieu, le fonds Temasek et la banque China Development Bank auraient dû investir 9,8 milliards d'euros supplémentaires pour accompagner le développement de la banque britannique. En septembre 2007 moins de trois mois après avoir ouvert son capital au fonds chinois CIC, le fonds Blackstone était autorisé par les autorités chinoises à acquérir 20% l'entreprise chimique China National Bluestar Corp. Une telle acquisition semble de l'intérêt à long terme des deux parties.

23 Fin 2007 - début 2008, les nombreuses prises de participation des fonds souverains dans les banques sont certes *de facto* stabilisantes mais elles apparaissent plus comme la manifestation d'une stratégie de « chasse aux bonnes affaires » que d'une volonté de contribuer à la stabilisation financière mondiale au nom d'une nécessaire coopération internationale. S'il est, une fois encore, difficile d'être catégorique sur cette question, il convient de remarquer à ce titre qu'un certain nombre de fonds actifs durant la crise financière, disposent de structures de gouvernance assurant leur indépendance opérationnelle vis-à-vis du pouvoir politique. Certains d'entre eux ont de la même façon recours à des gestionnaires de fonds extérieurs, ce qui exclut, selon toute vraisemblance, toute ambition politique dans leur stratégie d'investissement.

24 Nombre de fonds considéraient en réalité au début de la crise que les organismes financiers étaient largement sous valorisés et qu'il convenait d'y prendre des participations afin de réaliser des plus-values de long terme. Face à la dépréciation continue des actifs financiers, les fonds ont par la suite ralenti le rythme de leur engagement dans les banques. De nombreux rapprochements semblent avoir échoués faute de visibilité sur la rentabilité des opérations. Les discussions entre Lehman Brothers et le fonds Korea Development Bank échouèrent ainsi avant que la quatrième banque d'affaires des États-Unis ne soit mise en faillite le 15 septembre 2008. ADIA, premier actionnaire de Citigroup, ne participa pas au sauvetage de la banque. À l'automne 2008, KIA du Koweït, gros investisseur au sein de Merrill Lynch, ne répondit pas aux sollicitations de son repreneur Bank of America. Enfin, lorsque, fin 2008, Qatar Holding accepta de monter au capital des banques Barclays et Crédit Suisse, ces exigences financières furent très élevées (achat de titres obligataires en dessous de leur valeur de marché et offrant des taux d'intérêt particulièrement attractifs).

25 Les pertes subies par les fonds souverains ne furent bien évidemment pas indolores et ont contribué à modifier leurs stratégies d'investissement. Les responsables politiques chinois s'étaient ainsi émus fin 2008 des pertes réalisées par les fonds souverains en Occident. En décembre 2008, le président du Fonds chinois CIC déplorait l'incertitude quant au mode de sauvetage des banques occidentales et semblait regretter d'avoir investi dans ces organismes. La Chine pourrait d'ailleurs faire évoluer son régime de croissance et orienter l'action de ses fonds vers le financement de projets nationaux (Jacquet (2008)). Il convient à cet égard de remarquer que CIC a sous gestion les actifs de Central Huijin dont la vocation est d'investir dans le secteur bancaire chinois et de le soutenir. Cette institution s'est, à ce titre, portée acquéreuse d'actions de l'Industrial and Commercial Bank of China, la plus grande banque de détail chinoise, ainsi que d'actions de Bank of China et de China Construction Bank Corp. Les fonds du Golfe ont eux aussi été échaudés par l'effondrement des cours des banques et entendent recentrer leurs investissements sur le Proche Orient dont les secteurs bancaires et financiers sont en plein développement.

2.4. Un recours aux fonds souverains pour échapper à des normes étatiques plus rigides ?

26 À la mi-octobre la confédération helvétique a proposé son aide à ses deux principales banques, UBS et Crédit Suisse, en proie à un besoin de recapitalisation. La commission bancaire suisse a conditionné l'aide à l'augmentation du niveau des fonds propres afin de mieux asseoir la stabilité financière. Le Crédit Suisse, après avoir annoncé une perte de 1,3 milliard de

francs suisses, a augmenté son capital de 10,4 milliards de francs, préférant lever cette somme auprès de grands investisseurs (essentiellement Qatar Holding) plutôt que de recourir aux capitaux publics. De la même façon, pour répondre à l'exigence du régulateur britannique (la Financial Services Authority) d'améliorer avant fin 2008 ses ratios de fonds propres, la banque britannique Barclays annonçait le 31 octobre 2008 la levée de 7,05 milliards de livres¹¹. Plutôt que d'accepter l'aide du gouvernement britannique à des conditions financières avantageuses, elle préféra se tourner vers les fonds Qatar Holding déjà présent dans son capital et le fonds d'Abou Dhabi. Les termes de l'accord furent très avantageux pour les fonds souverains. Barclays augmenta son capital en recourant à deux instruments. Elle émit en premier lieu des obligations convertibles à hauteur de 4,3 milliards de livres permettant aux fonds d'obtenir un très important rabais de 22,5% par rapport à la valeur de marché de l'action et un taux d'intérêt de 9,75% jusqu'en 2019. Le deuxième instrument mobilisé à hauteur de 3 milliards (« Reserve Capital Instruments ») offrait quant à lui un taux d'intérêt de 14% jusqu'en 2019. Une telle stratégie s'explique par la volonté des dirigeants de préserver l'indépendance de la Barclays et, vraisemblablement, la possibilité de conserver des salaires élevés pour les hauts cadres alors que Gordon Brown avait l'intention de réglementer les rémunérations des dirigeants des banques.

- 27 Au final, le choix de certaines grandes banques de préférer une recapitalisation plus coûteuse des fonds souverains plutôt que des États semble démontrer une volonté de préserver une autonomie de gestion et de ne pas se voir imposer de nouvelles normes en matière de rémunérations des dirigeants, des traders, de prises de risques divers... Sur ces bases, la nouvelle régulation du capitalisme financier est appelé à venir directement des États et non de fonds souverains dont le statut d'investisseurs classiques ne les met pas en capacité de définir et d'imposer des normes stabilisantes aux marchés financiers¹².

Conclusion

- 28 Après avoir été largement critiqués pour leur manque de transparence, les fonds souverains furent perçus, non seulement comme une force de rappel sur les marchés financiers en adoptant un comportement stabilisant, mais aussi comme des sauveurs du système bancaire des pays industrialisés au début de la crise financière. Sur ces bases, certains avaient vu en eux des acteurs capables d'imposer de nouvelles règles de fonctionnement au sein du capitalisme financier. Si leur influence bénéfique ne peut être contestée, nous montrons que leurs motivations furent au demeurant conventionnelles, alliant la volonté d'investir sur le long terme à un opportunisme financier propre aux investisseurs privés. Ils marquent cependant l'émergence d'un monde financier multipolaire dans lequel les pays émergents auront inévitablement voix au chapitre dans la réforme du système monétaire et financier international.

Bibliographie

- Aglietta M. (2008), « Les fonds souverains et l'avenir du capitalisme. », in Betbèze J.-P. (dir.), *Fonds souverain : à nouvelle crise, nouvelle solution ?*, Les cahiers du cercle des économistes, Puf, p. 81-93.
- Artus P. (2007), « Pourquoi les fonds souverains nous sont nécessaires. », *Flash économie*, n° 494, 26 décembre, Natixis.
- Aglietta M., Berrebi L. (2007), *Désordres dans le capitalisme mondial*, Paris, Odile Jacob.
- Betbèze J.-P. (2008), « Fonds souverains : les termes du dossier. », in Betbèze (dir.), *Fonds souverain : à nouvelle crise, nouvelle solution ?*, Les cahiers du cercle des économistes, Puf, p. 11-23.
- Bikhchandani S., Sharma S. (2001), "Herd Behavior in Financial Markets", *IMF Staff Papers*, vol. 47, n° 3, p. 279-310.

- Bordo M. (1990), "The Lender of Last Resort : Alternative View and Historical Experience", Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review, janvier/février.
- Butt S., Shivdasani A., Carsten S., Wyman A., "Sovereign Wealth Funds : A Growing Global Force in Corporate Finance" (2008), *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 20, n° 2, décembre.
- Commission des finances du Sénat, *Les fonds souverains : une menace à relativiser, un partenariat à construire*, Rapport d'information.
- Corden W., Neary J. P. (1982) "Booming Sector and De-Industrialisation in a Small Open Economy", *The Economic Journal*, vol. 92, n° 368, p. 825-848.
- Davis J., Ossowski R., Daniel J., Barnett S. (2001a), "Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources : Experience and Fiscal Policy Implications", *Occasional paper*, n° 205, Fonds monétaire international, 2001.
- Davis J., Ossowski R., Daniel J., Barnett S. (2001b), « Les fonds pétroliers : des problèmes sous couvert de solutions », Fonds monétaire international, *Finance et Développement*, décembre 2001.
- Demarolle A. (2008), *Rapport sur les fonds souverains*, La Documentation française.
- De la Rosière J. (2008), « Les nouvelles dynamiques de la finance mondiale : un rééquilibrage par les pays émergents », *Politique étrangère*, n° 2.
- Deutsche Bank Research (2007), "Sovereign Wealth Funds: State Investment on the Rise", *mimeo*, 10 septembre.
- Kotter J., Lel U. (2008), "Friends or Foes ? The Stock Price Impact of sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets", *International Finance Discussion Papers*, n° 940, août.
- Fotak V., Bortolotti B., Megginson, W. (2008), "The Financial Impact of Sovereign Wealth Fund Investments in Listed Companies", *mimeo*, Université d'Oklahoma, septembre.
- García D., Sangiorgi F., Urošević (2007), "Overconfidence and Market Efficiency with Heterogeneous Agents", *Economic Theory*, vol. 30, n° 2, p. 313-36.
- Gieve J. (2008), "Sovereign Wealth Funds and Global Imbalances", *Bank of England Quarterly Bulletin*, n° 2.
- Hammer C., Petrova I., Kunzel P. (2008), "Sovereign Wealth Funds : Current Institutional and Operational Practices", International Monetary Fund working paper, n° 08/254.
- Jacquet P. (2008), « Les fonds souverains, acteurs du développement », in Betbèze J.-P. (dir.), *Fonds souverain : à nouvelle crise, nouvelle solution ?*, Les cahiers du cercle des économistes, Puf, p. 59-75.
- Jégourel Y., Restelli L. (2008), « Enjeux et zones d'ombre des principes de Santiago », *Capital finance*, n° 907, 3 novembre.
- Johnson S. (2007), « La montée en puissance des fonds souverains », *Finances et développement*, septembre.
- Monk A. (2008), "Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate : Trust, Legitimacy and Governance", *mimeo*.
- Orléan A. (1992), « Contagion des opinions et fonctionnement des marchés financiers », *Revue Économique*, vol. 43, n° 4, juillet, p. 685-697.
- Radon J., Thaler J. (2008), "Staatsfonds vor den Toren", *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, n° 28, février.
- Scharfstein D., Stein J. (1990), "Herd Behavior and Investment", *American Economic Review*, vol. 40, p. 465-479.
- Truman E. (2008), "The Rise of Sovereign Wealth Funds : Impacts on US Foreign Policy and Economic Interests", *mimeo*, The Brookings Institution, 21 mai.

Notes

1 Le premier fonds souverain (Küwait Investment Board) fut en effet créé au Koweït en 1953 afin de diversifier les sources de financement du pays. Devenu le Küwait Investment Office en 1963, sous l'égide du Küwait Investment Authority (KIA), ce fonds souverain se subdivise en deux entités : le Reserve for future generations et le General reserve fund.

2 Certains économistes du FMI écrivaient notamment : « Par nature, les fonds pétroliers sont généralement en dehors des systèmes budgétaires en place et ne relèvent souvent que d'une poignée de responsables nommés par le gouvernement en fonction, ce qui les rend particulièrement sujets aux abus et aux ingérences politiques. Les règles de diffusion et d'audit de ces comptes sont souvent peu contraignantes et, du fait qu'ils ne sont pas intégrés au budget, il est plus difficile pour le Parlement et le public de contrôler l'emploi des deniers publics en général. » (Davis *et alii* (2001b)).

3 L'information a été depuis démentie par Adia qui reconnaît avoir investi 132 millions de dollars dans un fonds d'investissement lui-même exposé aux stratégies de Bernard Madoff.

4 Environ quarante.

5 Fonds souverain norvégien.

6 Une étude récente du Fonds monétaire international (Hammer *et alii* (2008)) précise les cadres légaux nationaux définissant l'existence des fonds souverains, leurs objectifs macroéconomiques, mais aussi leurs stratégies d'investissement. Elle repose cependant sur une base déclarative, provenant des fonds souverains eux-mêmes, et ne concerne pas la totalité d'entre eux.

7 Mubadala Aerospace, filiale du fonds souverain d'Abu-Dhabi Mudabala Development Company, et EADS ont de la même façon conclu un accord de coopération le 15 juillet 2008 afin que des pièces d'avions en matériaux composites soient produites dès 2010 dans l'émirat d'Abu-Dhabi.

8 Le groupe de travail international sur les fonds souverains (International Working Group – IWG), co-présidé par Jaime Caruana, directeur du département marché financiers du Fonds monétaire international (FMI) et Hamad al Suwaidi, sous-secrétaire aux finances d'Abu-Dhabi et membre du directoire d'Adia, l'IWG rassemble le FMI – qui en assure le secrétariat – et 23 fonds souverains. Il fut créé le 1^{er} mai 2008, en réponse à une demande du G7, afin de faciliter le dialogue entre les fonds souverains et les pays d'accueil. Il permit notamment la définition des principes de Santiago, au nombre de 23, qui édictent des règles favorisant l'amélioration de la transparence de ces investisseurs publics. L'initiative n'est pas nouvelle : le 20 mars 2008, un accord a été trouvé, sous l'égide du secrétaire d'État Henri Paulson, entre les États-Unis et les fonds souverains d'Abu Dhabi et de Singapour, les engageant mutuellement à respecter un certain nombre de principes : pour les fonds souverains, de fonder notamment leurs décisions d'investissement « sur des bases commerciales » et pour les États-Unis de ne pas ériger de barrières protectionnistes à l'encontre des fonds souverains. Pour une analyse des principes de Santiago, voir notamment Monk (2008) ainsi que Jégourel et Restelli (2008).

9 Données septembre 2007.

10 McKinsey Quarterly, "Sovereign Wealth Funds Tracker", décembre 2007.

11 Ce qui permet l'augmentation de son ratio *tier one* de 9,1 à 11,3%.

12 Ceci n'exclut bien évidemment pas la politique de dialogue aujourd'hui menée avec les acteurs des marchés financiers, et notamment les fonds souverains.

Pour citer cet article

Référence électronique

Bertrand Blancheton et Yves Jégourel, « Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ? », *Revue de la régulation* [En ligne], n°5 | 1er semestre 2009, mis en ligne le 11 juin 2009. URL : <http://regulation.revues.org/index7500.html>

À propos des auteurs

Bertrand Blancheton

GREThA UMR CNRS 5113, Université Montesquieu Bordeaux IV, bertrand.blancheton@u-bordeaux4.fr

Yves Jégourel

LARE-efi, Université Montesquieu Bordeaux IV, jegourel@u-bordeaux4.fr

Droits d'auteur

© Tous droits réservés

Résumé / Abstract

Cet article s'interroge sur les motivations qui ont présidé aux prises de participation massives des fonds souverains dans le capital d'entreprises, notamment bancaires, américaines ou européennes. Réputés pour être des investisseurs dotés d'une puissance financière considérable, privilégiant des stratégies passives et de long terme, les fonds souverains ont longtemps été perçus comme une force de rappel sur les marchés financiers, permettant d'atténuer les pratiques spéculatives déstabilisantes de certains opérateurs institutionnels. Au cours de l'année 2007, leurs injections massives de liquidité dans les secteurs bancaires des pays industrialisés auraient pu laisser penser que ces investisseurs agissaient comme des sauveurs du système bancaire mondial. Leur montée en puissance pouvait alors être interprétée comme une mutation positive du capitalisme financier dans lequel des États auraient un rôle tant d'investisseurs que de régulateurs. Une analyse plus fine de leur politique d'investissements fait apparaître que beaucoup d'entre eux ont adopté durant la crise financière des stratégies d'acquisitions opportunistes, conformes à celles d'investisseurs institutionnels privés.

Mots clés : fonds souverains, régulation, investissement, marchés financiers

This article investigates the factors that motivated sovereign wealth funds (SWFs) in their massive investment operations in European or US company equity, especially banking institutions. Considered to be investors with considerable financial clout, albeit passive and long-term, SWFs have long been seen as a restoring force in financial markets able to soften the impact of the destabilizing speculative strategies practiced by certain institutional operators. Over 2007, their massive cash injections into the banking sectors of industrialised countries could even go as far as having us believe that these investors were acting as saviours of the system. The rise of SWFs could hence be seen, at that time, as a change in financial capitalism in which States would act both as investors and regulators. Nevertheless, a sharper analysis of strategies conducted by SWFs shows that some of them are opportunistic, comparable to the strategies implemented by private institutional investors.

Keywords : investment, regulation, Sovereign wealth funds, financial markets.