

RAPPORT

SUR

LES FONDS SOUVERAINS

Etabli par

Alain DEMAROLLE
Inspecteur des Finances

Rapporteur Henri JOHANET

SOMMAIRE

| | |
|--|-----------|
| Introduction | 3 |
| I. LES FONDS SOUVERAINS : UN DEVELOPPEMENT INELUCTABLE ET POSITIF, QUI SUSCITE DES INTERROGATIONS DE NATURE POLITICO STRATEGIQUE..... | 4 |
| 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 |
| II. LES FONDS SOUVERAINS, NOUVEAU SUJET INTERNATIONAL..... | 14 |
| 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 |
| III. LE POSITIONNEMENT DE LA FRANCE FACE AUX FONDS SOUVERAINS .. | 21 |
| 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 |
| IV. ORIENTATIONS POUR LA STRATEGIE DE LA FRANCE : UN DIALOGUE CONFIANT ET PRODUCTIF FONDE SUR LE PRINCIPE DE RECIPROCITE..... | 30 |
| 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'accroître 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^{er} 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.

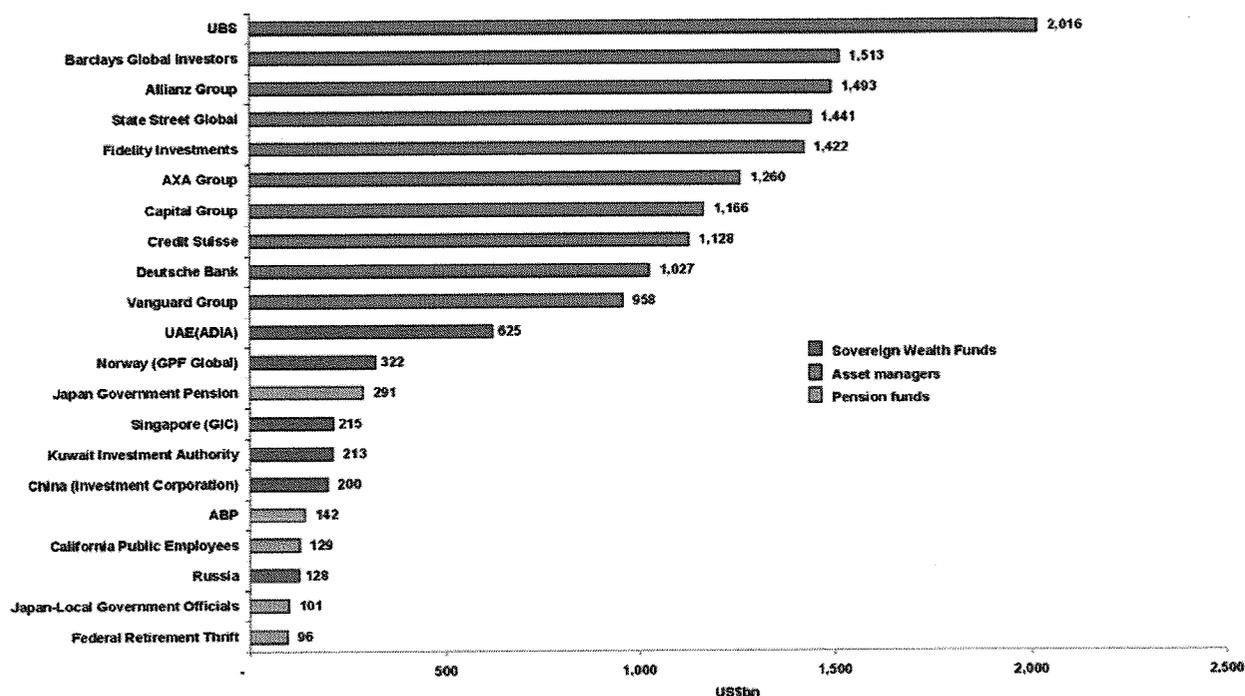
Les fonds souverains doivent être distingués d'autres entités publiques d'investissement :

- 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).

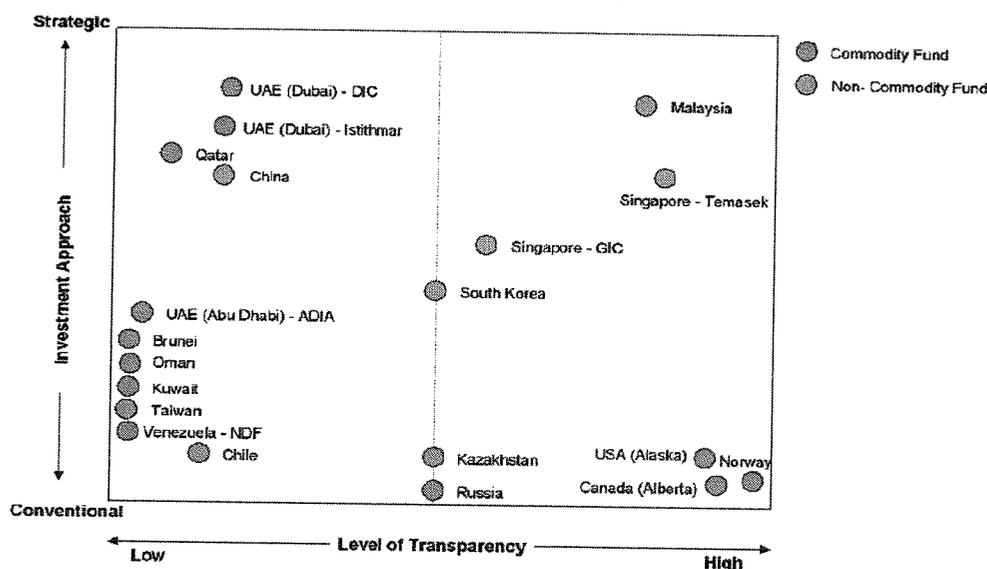
Ensuite, ceux que nous appellerons les « fonds d'investissement » (*investment funds*) qui se différencient de la première catégorie par la définition de critères d'investissement faisant plus largement place à une spécialisation sectorielle, qui peut résulter de choix stratégiques des autorités publiques. 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^{er} 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.

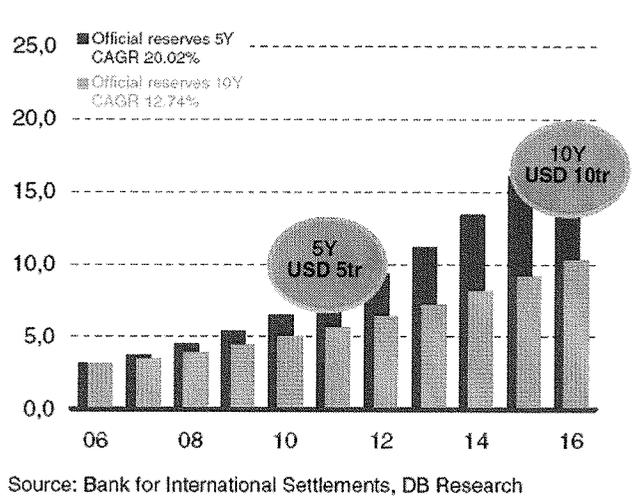
- Un fonds du bien-être national, doté de 32 milliards de dollars à sa création, dont la vocation est de contribuer au financement du déficit du système de retraites. A ce stade ses règles de gestion n'ont pas été définies. Elles doivent l'être avant le 1^{er} octobre 2008. Dans cette attente, ce sont 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

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

| | | |
|-----|--|---|
| DIC | | - 2 % de Daimler (automobile, Allemagne) - 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^{er} 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'Etats 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^{er} 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 ¹ | Accord Etats-Unis-Singapour – Abu Dhabi |
|--|---|--|---|
| Transparence | | | |
| 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 ² |
| 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 |

¹ 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.

² 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) |
| Gouvernance | | | |
| 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

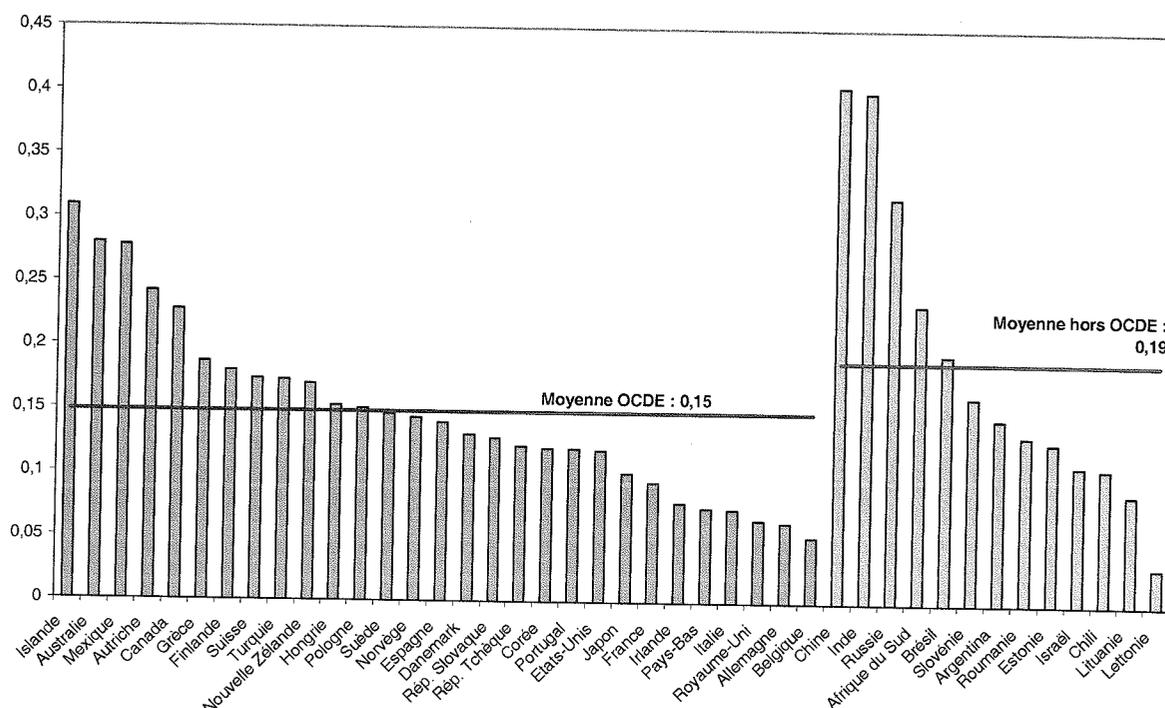
La France reste perçue selon nos interlocuteurs comme demeurant réticente aux investisseurs financiers, en y incluant les fonds souverains. Cette image a heureusement été corrigée notamment par le Président de la République dans son discours devant la communauté des affaires à Riyad le 14 janvier, lorsqu'il 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)³.

³ 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'euros⁴, 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

⁴ 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 publique⁵, 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

⁵ 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 aigue. 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.

ANNEXES

DU

RAPPORT

SUR

LES FONDS SOUVERAINS

Etabli par

Alain DEMAROLLE
Inspecteur des Finances

Rapporteur Henri JOHANET

LISTE DES ANNEXES

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION

ANNEXE 2 : LISTE DES PERSONNES RENCONTREES

ANNEXE 3 : PRESENTATION DES PRINCIPAUX FONDS SOUVERAINS

ANNEXE 4 : DECLARATIONS DU G7 ET DU CONSEIL EUROPEEN SUR LES FONDS SOUVERAINS

ANNEXE 5 : RAPPORT DU FMI PRESENTANT SON PROGRAMME DE TRAVAIL ET COMMUNIQUE DE PRESSE SUR LA TABLE RONDE

ANNEXE 6 : RAPPORT DE L'OCDE ET LETTRE DU SECRETAIRE GENERAL AUX MINISTRES

ANNEXE 7 : COMMUNICATION DE LA COMMISSION EUROPEENNE SUR LES FONDS SOUVERAINS

ANNEXE 8 : FONCTIONNEMENT DU DISPOSITIF AMERICAIN DE CONTROLE DES INVESTISSEMENTS ETRANGERS

ANNEXE 9 : PRINCIPALES LIMITATIONS A L'INVESTISSEMENT ETRANGER DANS LES PAYS D'ORIGINE DES FONDS SOUVERAINS

ANNEXE 1

LETTRE DE MISSION

Paris le

27 FEV 2008

Monsieur,

De nombreux pays ont créé au cours des dernières années des fonds d'investissement souverains (Sovereign Wealth Funds ou SWFs) donnant une actualité et une ampleur nouvelle à un phénomène ancien. En termes de montant d'actifs sous gestion, ces fonds constituent les investisseurs dont la croissance est la plus dynamique. Leur portefeuille d'actifs, qui est aujourd'hui de l'ordre de 2000 à 3000 Milliards de dollars, devrait continuer à croître, pour atteindre, selon des estimations concordantes, plus d'une dizaine de milliers de milliards de dollars d'ici quelques années.

Parallèlement, le développement des fonds souverains s'accompagne d'une diversification vers une gamme élargie de classes d'actifs, afin d'en accroître le rendement. Cette diversification devrait soutenir la demande d'actifs risqués et notamment les actions. En tant que telle, cette évolution comporte de nombreux aspects positifs. En offrant du capital dans une perspective de long terme, ces investisseurs contribuent à réduire la volatilité des marchés et constituent une source de financement bienvenue, aussi bien pour les pays industrialisés que pour les pays en développement, notamment dans le contexte actuel, marqué par des risques de réduction de la liquidité. Ainsi, plusieurs institutions financières de premier plan ont récemment accueilli à leur capital, par l'émission d'obligations convertibles, des fonds d'investissement originaires d'Asie et du Moyen-Orient. En outre, il est dans l'intérêt des pays en développement disposant de ressources naturelles d'en étaler le revenu dans le temps au profit des générations futures.

Cependant, l'intervention des fonds souverains suscite également des interrogations légitimes. Celles-ci portent d'abord sur la transparence de leurs objectifs et de leur politique d'investissement. Elles visent également les critères d'investissement de ces fonds. Dès lors qu'ils sont détenus par des gouvernements nationaux, une crainte parfois répandue est que leurs motivations ne soient pas exclusivement financières et servent également les objectifs stratégiques de ces gouvernements. Enfin, la question a été soulevée de la réciprocité de l'ouverture aux investissements étrangers.

Face à ces interrogations, la France a souhaité, avec ses partenaires de l'Union européenne et du G7, que soient identifiées de bonnes pratiques en matière de gouvernance, de gestion des risques, de transparence et de responsabilité des fonds souverains. Le FMI et la Banque Mondiale ont été mandatés en ce sens, l'objectif étant que leurs travaux puissent être examinés lors des réunions de printemps de ces deux institutions. L'OCDE doit également apporter une contribution à ces débats. Enfin, la Commission européenne doit prochainement nous faire part de ses vues sur le sujet.

Alain DEMAROLLE
Inspecteur des Finances
Inspection Générale des Finances
139, rue de Bercy
75572 PARIS CEDEX 12

Il apparaît également nécessaire que soit menée une réflexion stratégique sur l'impact du développement des fonds d'investissement souverains pour l'économie de notre pays, sur le positionnement que nous devons adopter vis-à-vis de ces nouveaux acteurs, et sur les exigences de réciprocité qui pourraient s'imposer aux pays d'origine de ces fonds.

Je vous confie donc la mission de mener cette réflexion.

Après avoir rappelé rapidement les principaux traits de la montée en puissance récente des fonds souverains et leur origine, vous établirez un bilan des différentes réflexions en cours, tant au niveau international qu'au niveau communautaire. Vous procéderez également à une évaluation de la pertinence du cadre juridique français, notamment au regard des dispositifs retenus par nos grands partenaires et des dispositions du droit communautaire.

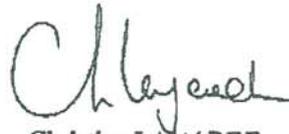
Dans un second temps vous proposerez des orientations qui pourraient être adoptées par la France vis-à-vis des fonds souverains. Cette position devra naturellement donner toute sa place à la pleine ouverture de la France aux investissements internationaux. Elle devra également prendre en compte le plein respect des exigences de transparence et de bonne gouvernance.

Vous ne vous interdirez pas, le cas échéant, de vous prononcer sur les évolutions de notre cadre législatif et réglementaire, ainsi que sur l'adaptation de notre politique d'attractivité à l'égard des investissements internationaux.

Les services du ministère de l'Economie, des Finances et de l'Emploi et notamment la Direction Générale du Trésor et de la Politique économique vous apporteront toute l'assistance nécessaire dans l'exercice de votre mission, qui sera achevée au 15 mai 2008.

Je vous prie d'agréer, Monsieur, l'expression de ma considération distinguée.

Bien à vous


Christine LAFARDE

ANNEXE 2

LISTE DES PERSONNES RENCONTREES

Liste des personnalités rencontrées dans le cadre de la mission

Outre les responsables administratifs qui ont bien voulu apporter leur concours au bon déroulement de cette mission, les personnalités ci-dessous voudront bien trouver ici l'expression de nos remerciements

1. Fonds souverains et investisseurs

- ADIA (Emirats Arabes Unis)

Saeed Mubarak Al Hajeri, Directeur du Département marchés émergents

Hareb Al-Darmaki, Directeur du Département Private Equity

Jean-Paul Villain, Chef de l'unité Stratégie

- China Investment Corporation (Chine)

Wang Shuilin, Directeur des Relations internationales

- Dubaï International Capital (filiale de Dubaï Holding, Emirats Arabes Unis)

Samir Al Ansari, Président et Directeur général

Gilles Djordjevic, Directeur de DIC Global Equities

Rainer Schwarz, Directeur général, Global Equities

- Dubaï World (Emirats Arabes Unis)

Abdul Wahid A. Rahim Al Ulama, Secrétaire Général

- Government of Singapore Investment Corporation (Singapour)

Anthony Lim, Président et Directeur de l'Unité Investissement alternatif

- Government Pension Fund – Global (Norvège)

Martin Skancke, Directeur général, Département de la Gestion des Actifs, Ministère des Finances

- Investment Corporation of Dubaï (Emirats Arabes Unis)

Faisal Mikou, Vice Président exécutif et Directeur des Fusions et Acquisitions

Saad Abdul Razak, Directeur général

Nicholas Hegarty, Directeur financier

- Istithmar World (Emirats Arabes Unis)

Adel Al Shirawi, Vice Président Directeur Général

- Koweït Investment Authority (Koweït)

Eid Al-Rayyes Al-Rasheedi, Président et Directeur général, Koweït Investment Office

- Mubadala (Emirats Arabes Unis)

Khaldoun Al Mubarak, Président et Directeur général

- Qatar Investment Authority (Qatar)

Kenneth Shen, Directeur de la Stratégie et du Private Equity

Hin-Yeong Koong, Stratégie et Private Equity

Aziz Al-Uthman, Stratégie et Private Equity

- Temasek Holdings (Singapour)

Ng Yat Chung, Directeur général, Portefeuille et Systèmes

2. Etablissements financiers

Gavin Alexander, Directeur général, Merrill Lynch Londres

Charles de Croisset, Conseiller international, Goldman Sachs International

Jon Fox, Senior Relationship Manager, Lehman Brothers

Richard Gnodde, Co Directeur général, Goldman Sachs International

John Holland, Directeur général, Management Board for Global Cash Equities, UBS

Philippe Lagayette, Président Directeur général, JP Morgan France

Terry Meguid, Partner, Perella Weinberg

Amr M. Nosseir, Partner, Perella Weinberg

Luc Rémont, Directeur général, Merrill Lynch Paris

Emmanuel Roman, co Président Directeur général, GLG Partners

Andrew Rozanov, Conseiller, State Street Global Markets

Mark Rutherford, Senior Relationship Manager, Lehman Brothers

Robert Ryan, Directeur général, Morgan Stanley

Carsten Stendevad, Directeur de l'Unité Stratégie financière, Citigroup

3. Dirigeants d'entreprises françaises

Henri Lachmann, Président du Conseil de surveillance, Schneider Electric

Jean-Bernard Lévy, Président Directeur général, Vivendi

Christophe de Margerie, Directeur général, Total

Gérard Mestrallet, Président Directeur général, Suez et Président de Paris Europlace

Jean-Charles Naouri, Président Directeur général, Casino

Augustin de Romanet, Directeur général, Caisse des Dépôts

Serge Weinberg, Président du Conseil de surveillance, Accor

4. Autres personnalités

Amr Al Kabbani, Responsable du Golfe, Calyon

Moreno Bertoldi, Chef de l'Unité Affaires économiques des pays du G7 et des questions multilatérales, Asie et Amérique latine, politique commerciale, aspects extérieurs de la zone euro, Direction générale des Affaires économiques et financières, Commission européenne

Francisco Caballero Sanz, Chef de l'Unité Liberté de mouvement du Capital et intégration financière, Direction générale du Marché intérieur et des Services, Commission européenne

Michael Doran, Avocat associé, Cabinet Gide Loyrette Nouel

Michel Hamenthienne, Directeur général, BNP Paribas au Qatar

Hisham Hussein, Responsable pour le Golfe, le Yémen et le sous continent indien, UBAF

Christian Lainé, Conseiller spécial Moyen Orient et institutions souveraines, Crédit Agricole

Patrick Norman, Directeur, Cartier

Philippe Petitgas, Responsable de la région Moyen-Orient, Natixis

Marco Peyron, Conseiller du Directeur financier, BNP Paribas

Olivier Prost, Avocat associé, Cabinet Gide Loyrette Nouel

Jean Sebeyran, Secrétaire général du groupe, Caisse des Dépôts

Petros Sourmelis, Chef de l'Unité Services et Investissement, Directeur général du Commerce, Commission européenne

Laurent Vigier, Directeur des Affaires européennes et internationales, Caisse des Dépôts

Henri Zoleyn, Avocat, Rycx Legal Consultants

ANNEXE 3

PRESENTATION DES PRINCIPAUX FONDS SOUVERAINS



Liberté • Égalité • Fraternité
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

MINISTÈRE
DE L'ÉCONOMIE, DE L'INDUSTRIE
ET DE L'EMPLOI

MINISTÈRE
DU BUDGET, DES COMPTES PUBLICS
ET DE LA FONCTION PUBLIQUE

SERVICE DE COORDINATION
A L'INTELLIGENCE ECONOMIQUE

PRESENTATION DES PRINCIPAUX FONDS SOUVERAINS¹

| Pays | Nom du fonds | Actifs (Mds US\$) | Date de création | Rôle de l'Etat ² | Principales participations – investissements récents |
|-----------|--|-------------------|------------------|---|--|
| Abu Dhabi | Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) | 250-875 | 1976 | Contrôle direct du ministère des finances | -Banques arabes -2% <i>Mediaset</i> - été 2007 -9% <i>Apollo Management</i> - fin 2007 -4,9% <i>Citiigroup</i> 7,5 Mds\$ - fin 2007 |
| | Mubadala | 10-120 | 2002 | Gestion confiée à Sheikh Mohammed Bin Zayed, frère de l'émir d'Abu Dhabi, qui préside le conseil d'administration | -Développement local - <i>Ferrari</i> 5% - <i>AMD</i> 8% fin 2007 -7,5% <i>Carlyle</i> 1,35 Mds\$ été 2000 |
| Singapour | Government of Singapore Investment Corporation (GIC) | 100-330 | 1981 | Contrôle conjoint du Président et du gouvernement | -Investissements immobiliers - <i>UBS</i> 9% 10 Mds\$ fin 2007 - <i>Citiigroup</i> 4% 7Mds\$ début 2008 -PROJET : +2Mds\$ dans un fond créé par TPG |

¹ Le tableau présente les principaux investisseurs participant au débat sur les fonds souverains, même si juridiquement certains prennent la forme de société (investisseurs de Dubaï) ou de département de la Banque centrale (SAFE).

² Sauf exception mentionnée, les fonds sont détenus par les Etats. La rubrique ici concernée fait référence à l'exercice de la tutelle

| | | | | | |
|--------------------|---|------------|-----------|---|---|
| | Temasek | 108 | 1974 | Contrôle conjoint du Président et du gouvernement | -Banques asiatiques - <i>Standard Chartered</i> 18% 2,5Mds\$ - <i>Barclays</i> 2% 2Mds \$ été 2007 - <i>Merrill Lynch</i> 10,5% 5 Mds \$ avril 2008 - PROJET : 9% Eastern china airlines 300MS -10% <i>Blackstone</i> 3Mds \$ été 2007 -10% <i>Morgan Stanley</i> 5Mds \$ fin 2007 - Partenariat de 4Mds \$ avec JC Flowers avril 2008 - Participations dans des banques australiennes via filiale Hong Kong - 1,6% dans Total pour 1,8 Mds € avril 2008 - 1% dans BP pour 2 Mds \$ avril 2008 -7% <i>Daimler</i> -2,5% BP -3Mds <i>Citigroup</i> et 2 Mds <i>Merrill Lynch</i> – début 2008 |
| Chine | China Investment Corporation (CIC) | 200 | 2007 | | |
| | State Administration of Foreign Exchange (SAFE) | 1650 | | Contrôle par la <i>People's Bank of China</i> | |
| Koweït | Koweït Investment Authority (KIA) | 200 | 1953/1982 | Contrôle du gouvernement et du Parlement | |
| Qatar | Qatar Investment Authority (QIA) | 60 | 2005 | Contrôle direct de la famille régnante | -20% <i>London Stock Exchange</i> (en augmentation) -5% <i>Groupe Lagardère</i> |
| Dubaï ³ | Istithmar | 8 Mds | 2003 | Filiale de <i>Dubai World</i> , contrôlée directement par le gouvernement | - <i>Standard Chartered</i> , 2,7% pour 1,2 Mds - <i>GLG</i> 3% - <i>Time Warner</i> 2,7% |
| | Dubaï International Capital (DIC) | 6 Mds | 2004 | Filiale de <i>Dubai Holding</i> , contrôlée directement par la famille régnante | - <i>Daimler</i> 2% (1 Mds) - <i>ICICI</i> 3% - <i>EADS</i> 3% - <i>Sony</i> 2 Mds - début 2008 |
| Corée | Korea Investment Corporation | 30 Mds | 2005 | Contrôle légal de l'Etat | - <i>Merrill Lynch</i> 2 Mds |
| Russie | Russia's Reserve Fund | 130 Mds \$ | 2008 | | -pas de participations notables à l'étranger pour l'instant -acquisitions de titres de dette souveraine |
| | Russia's National Wealth Fund | 32 Mds \$ | 2008 | | - pas de participation notable à l'étranger pour l'instant |

³ Les deux investisseurs de Dubaï ont la forme juridique de société

ANNEXE 4

**DECLARATIONS DU G7 ET DU CONSEIL EUROPEEN
SUR LES FONDS SOUVERAINS**

Déclarations du G7 et du Conseil européen sur les fonds souverains

1. Communiqués du G7

- 19 octobre 2007

« Cross-border, market-based investment is a major contributor to robust global growth. In this context, we agreed that sovereign wealth funds (SWFs) are increasingly important participants in the international financial system and that our economies can benefit from openness to SWF investment flows. We see merit in identifying best practices for SWFs in such areas as institutional structure, risk management, transparency and accountability. For recipients of government-controlled investments, we think it is important to build on principles such as nondiscrimination, transparency, and predictability. We are committed to strengthening our dialogue with countries involved and look forward to discussing these issues at our Outreach Dinner later this evening. We ask the IMF, World Bank, and OECD to examine these issues. We will explore opportunities to enhance investment flows between our economies and continue our discussions on mutual recognition of comparable securities regimes. »

- 9 février 2008

« We look forward to the outcome of the work under way at the IMF to identify best practices for sovereign wealth funds (SWFs) in such areas as institutional structure, risk management, transparency and accountability. We also encourage the OECD to build on its important work by identifying investment policy best practices for countries that receive cross-border investment from SWFs. »

- 11 avril 2008

« We also commend the OECD work on open investment and the IMF's commitment to deliver a set of best practices for Sovereign Wealth Funds by the IMF Annual Meetings in October. The policy principles put forward by Abu Dhabi, Singapore, and the United States should be helpful inputs into these processes. »

2. Conclusions du Conseil européen des 13 et 14 mars

« 36. Le Conseil européen accueille avec satisfaction la communication de la Commission sur les fonds souverains. L'Union européenne est résolument en faveur d'un environnement mondial ouvert en matière d'investissement, fondé sur la libre circulation des capitaux et le bon fonctionnement des marchés mondiaux de capitaux. Les fonds souverains ont joué jusqu'à présent un rôle très utile comme pourvoyeurs de capitaux et de liquidités dans une perspective d'investissement à long terme. Cependant, l'émergence de nouveaux acteurs dont la stratégie et les objectifs d'investissement sont peu transparents a suscité certaines inquiétudes concernant le risque de pratiques non commerciales. La ligne de démarcation entre les fonds souverains et d'autres entités n'est pas toujours clairement tracée. Le Conseil européen convient de la nécessité d'adopter une approche européenne commune qui tienne compte des prérogatives nationales, en

accord avec les cinq principes proposés par Commission, à savoir: attachement au principe d'ouverture aux investissements; appui aux travaux en cours au sein du FMI et de l'OCDE; recours aux instruments nationaux et à ceux de l'UE si nécessaire; respect des obligations liées au traité CE et des engagements internationaux; proportionnalité et transparence. Le Conseil européen soutient l'objectif de parvenir à un accord international sur un code de déontologie auquel souscriraient librement les fonds souverains et qui fixerait les principes qui s'appliquent aux pays destinataires, sur le plan international. L'UE devrait avoir pour objectif de contribuer à ce débat en cours, de manière coordonnée, et invite la Commission et le Conseil à poursuivre leurs travaux en ce sens. »

ANNEXE 5

**RAPPORT DU FMI PRESENTANT SON PROGRAMME DE TRAVAIL
(29 FEVRIER 2008)
ET COMMUNIQUE DE PRESSE SUR LA TABLE RONDE (30 AVRIL,
1^{ER} MAI 2008)**

INTERNATIONAL MONETARY FUND

Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda

Prepared by the Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review
Departments

In collaboration with other departments

Approved by Mark Allen and Jaime Caruana

February 29, 2008

| Contents | Page |
|--|------|
| List of Acronyms | 3 |
| I. Introduction | 4 |
| II. What Are SWFs and What Do They Do? | 5 |
| III. The Issues Surrounding SWFs | 10 |
| A. The Macroeconomic Impact of SWFs in Home (and Host) Countries | 10 |
| B. Implications for Global Financial Stability and Markets | 12 |
| C. SWFs' Investment Behavior, Corporate Governance, and the Risk of Financial Protectionism | 14 |
| D. Transparency and the Availability of Statistics | 16 |
| IV. Operational Implications for the Fund | 17 |
| A. The Fund's Mandate | 17 |
| B. Fund Surveillance | 21 |
| V. Identifying Best Practices | 22 |
| A. The Fund's Existing Standards of Governance and Transparency | 22 |
| B. Best Practices | 23 |
| C. What Group of Institutions Should Be Covered by Best Practices? | 26 |
| VI. Resource Costs | 27 |
| VII. Next Steps and Questions for the Board | 29 |
| Boxes | |
| 1. SWFs and Investment Strategies | 9 |

| | |
|--|----|
| 2. Regulation of SWF Activities by Recipient Countries..... | 19 |
| 3. The Work of the OECD..... | 20 |
| 4. Recent Initiatives to Increase Transparency of Private Pools of Capital | 25 |

Tables

| | |
|--|----|
| 1. Market Estimates of Assets under Management for SWFs..... | 7 |
| 2. Selected Indicators on the Size of the Capital Market, 2006 | 8 |
| 3. SWFs: Fund Resource Costs | 28 |

Annexes

| | |
|--|----|
| I. Portfolio Diversification by SWFs: A Study of the Implications for Global Financial Markets | 30 |
| A. Illustrative Portfolio Analysis..... | 30 |
| B. Methodology for the Capital Flows Simulations..... | 34 |
| C. Methodology for the Gravity Model | 35 |
| II. Selected Definitions of SWFs | 37 |

Annex Tables

| | |
|--|----|
| 1. Stylized Portfolio Asset Allocation and Currency Composition..... | 31 |
| 2. Gravity Model Estimates versus Actual Portfolio Allocations | 34 |

Annex Figure

| | |
|----------------------------|----|
| 1. Simulation Results..... | 33 |
|----------------------------|----|

LIST OF ACRONYMS

| | |
|---------|---|
| ADIA | Abu Dhabi Investment Authority |
| BoP | Balance of Payments |
| BP | British Petroleum |
| BPM6 | Balance of Payments Manual 6 |
| CalPERS | California Public Employees Retirement System |
| CIC | China Investment Corporation |
| CFIUS | Committee on Foreign Investment in the United States |
| COFER | Currency Composition of Foreign Exchange Reserves |
| CPIS | Coordinated Portfolio Investment Survey |
| FSA | UK Financial Services Authority |
| GCC | Gulf Cooperation Council |
| GDP | Gross Domestic Product |
| GFSR | Global Financial Stability Report |
| GIC | Singapore's Government Investment Corporation |
| GIMF5 | Global Integrated Monetary Fiscal Model |
| GPF | Norway's Government Pension Fund-Global |
| HFSB | Hedge Fund Standards Board |
| IIP | International Investment Position |
| IOSCO | International Organization of Securities Commissions |
| KIA | Kuwait Investment Authority |
| KIC | Korea Investment Corporation |
| NBER | National Bureau of Economic Research |
| OECD | Organization for Economic Cooperation and Development |
| PIMCO | Pacific Investment Management Company |
| PWG | President's Working Group on Financial Markets |
| SAA | Strategic Asset Allocation |
| SWFs | Sovereign Wealth Funds |
| UCITS | Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities |
| WEO | World Economic Outlook |

Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda

I. INTRODUCTION

1. **Sovereign Wealth Funds (SWFs) are becoming increasingly important in the international monetary and financial system, attracting growing attention.** SWFs are government-owned investment funds, set up for a variety of macroeconomic purposes. They are commonly funded by the transfer of foreign exchange assets that are invested long term, overseas. SWFs are not new, and some of the longer-established funds—for example those of Kuwait, Abu Dhabi, and Singapore—have existed for decades. However, high oil prices, financial globalization, and sustained, large global imbalances have resulted in the rapid accumulation of foreign assets particularly by oil exporters and several Asian countries. As a result, the number and size of SWFs are rising fast and their presence in international capital markets is becoming more prominent.

2. **SWFs offer various economic and financial benefits.** In their home countries, they facilitate the saving and intergenerational transfer of proceeds from nonrenewable resources and help reduce boom and bust cycles driven by changes in commodity export prices. They also allow for a greater portfolio diversification and focus on return than traditionally is the case for central-bank-managed reserve assets, thereby potentially reducing (or eliminating) the opportunity costs of reserves holdings. For economies with plentiful foreign reserve assets, greater and prudent diversification reflects sound and responsible asset management. From the viewpoint of international financial markets, SWFs can facilitate a more efficient allocation of revenues from commodity surpluses across countries and enhance market liquidity, including at times of global financial stress.

3. **The growth of SWFs has also raised several issues.** Official and private commentators have expressed concerns about the transparency of SWFs, including their size, and their investment strategies, and that SWF investments may be affected by political objectives. They also raise the issue of the expanded role of governments in international markets and industries. There are also concerns about how growing SWFs fit into the domestic policy formulation of countries with SWFs, and how their investments might affect recipient countries with shallow markets. At the same time, countries with SWFs are concerned about protectionist restrictions on their investments, which could hamper the international flow of capital. Some SWFs have argued that they are vulnerable to changes in the regulatory climate, and thus have to operate cautiously as change can be costly.

4. **A better understanding of the role and practices of SWFs could help economies with SWFs to strengthen their domestic policy frameworks and also alleviate concerns and reduce protectionist pressures.** In this regard, the IMFC, in its Communiqué of October 20, 2007, welcomed the Fund establishing a dialogue among and with SWFs, with the goal of identifying best practices. The Fund is also analyzing the relevant issues for investors and recipients of SWF flows. A set of best practices could include public governance and accountability principles, with a view to supporting enhanced understanding of SWF operations and investments.

5. **Fund staff has intensified work on several fronts.**¹ The Fund organized a first Roundtable of Sovereign Asset and Reserve Managers in November 2007, which facilitated a preliminary discussion of related issues with members and major SWFs. At the Roundtable, participants generally welcomed the Fund's efforts in starting a dialogue on best practices. Staff has also stepped up its analysis of SWFs, drawing out the macroeconomic and financial linkages and including assessments in the Global Financial Stability Report (GFSR), and has intensified contacts with financial market participants. Staff is coordinating its work with the OECD and is also liaising closely with the World Bank and others. The OECD is taking the lead on issues related to investment policies in host countries, including national security issues that are outside the purview of the Fund.

6. **This paper provides an overview of the key issues surrounding SWFs and the implications for the future work of the Fund.** It has two objectives. First, to set out ways to improve the Fund's surveillance over the operations of SWFs, given their importance for domestic economic policy and their effects on international financial markets. Second, to discuss the issues surrounding the development of a set of voluntary best practices which would provide guidance on how to improve institutional arrangements, organizational structures and risk management, and information dissemination practices.

7. **The paper is organized as follows.** Section II sets out what we know about SWFs; Section III explains the issues that they raise; Section IV discusses the operational implications for the Fund; and Section V focuses on identifying best practices. Section VI estimates resource costs, and Section VII lays out possible next steps and questions for the Board.

II. WHAT ARE SWFS AND WHAT DO THEY DO?

8. **SWFs are a heterogeneous group and may serve various purposes.** Five types of SWFs can be distinguished based on their main objective: (i) *stabilization funds*, where the primary objective is to insulate the budget and the economy against commodity (usually oil) price swings; (ii) *savings funds* for future generations, which aim to convert nonrenewable assets into a more diversified portfolio of assets and mitigate the effects of Dutch disease; (iii) *reserve investment corporations*, whose assets are often still counted as reserve assets, and are established to increase the return on reserves; (iv) *development funds*, which typically help fund socio-economic projects or promote industrial policies that might raise a country's potential output growth; and (v) *contingent pension reserve funds*, which provide (from sources other than individual pension contributions) for contingent unspecified pension liabilities on the government's balance sheet.

9. **These objectives may be multiple, overlapping, or changing over time.** For example, in some countries (e.g., Botswana, Russia) stabilization funds have evolved into funds with a

¹ Fund Management has set up an interdepartmental working group on SWFs, chaired by the FDMD. The group has been considering various policy, operational, and technical aspects of SWFs that are relevant for Fund surveillance.

savings objective, as accumulated reserves increasingly exceeded the amounts needed for short-term fiscal stabilization. The various objectives of SWFs imply different investment horizons and risk/return trade-offs which have led to different approaches in managing these funds. SWFs with a stabilization objective would put more emphasis on liquidity and have a shorter-term investment horizon than SWFs with a saving objective, where liquidity needs are low.

10. **SWFs are already sizeable and are projected to grow further.** Their growth reflects high oil and non-oil commodity prices and general reserve accumulation in other countries. Estimates of foreign assets held by sovereigns include about US\$7 trillion in international reserves (including gold) and an additional US\$2 to 3 trillion in SWFs (Table 1). SWFs exceed the size of hedge funds (US\$1.7 trillion), but the latter tend to be heavily leveraged, so that the comparison is somewhat misleading. While SWFs may still be relatively small in comparison with total global financial assets, estimated at US\$190 trillion (Table 2), and even smaller relative to total global financial and real assets, they are significant relative to both mature market stock market capitalization and emerging market economies' debt and capital markets. SWFs are likely to become even more important in the future. Current Fund projections show that some sovereigns will continue to accumulate foreign assets as a result of large and persistent current account surpluses. These projections indicate that foreign assets under management of SWFs could reach US\$6–10 trillion by 2013. Other commentators also project rapid growth over the next five to ten years. For example, Morgan Stanley projects that SWFs' assets could exceed official reserves by 2011, and Standard Chartered projects SWFs' assets to reach US\$13.4 trillion over the next decade.²

² See: "How Big Could Sovereign Wealth Funds be by 2015," Stephen Jen, Morgan Stanley (May 3, 2007), "*State Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds*," Gerard Lyons, Standard Chartered (November 13, 2007). A McKinsey study of a broader set of "power brokers"—petro-dollar investors, Asian central banks, hedge funds, and private equity firms—also points to rapid growth ("*The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity are Shaping Global Capital Markets*," McKinsey, October, 2007).

Table 1. Market Estimates of Assets Under Management for SWFs

Based on Latest Available Information (As of February 2008)
(In billions of U.S. dollars)

| | Name of Fund | Assets (range) | |
|---|---|----------------|--------------|
| | | Lower | Upper |
| I. Oil and Gas Exporting Countries | | | |
| UAE | Abu Dhabi Investment Authority | 250 | 875 |
| Norway | Government Pension Fund-Global | 380 | 380 |
| Saudi Arabia 1/ | <i>No designated name</i> | 289 | 289 |
| Kuwait | Reserve Fund for the Future Generations/ Government Reserve Fund | 213 | 213 |
| Russia | Reserve Fund | 125 | 125 |
| | National Welfare Fund | 32 | 32 |
| Libya | Libyan Investment Corporation | 50 | 50 |
| Qatar | State Reserve Fund/Stabilization fund | 30 | 50 |
| Algeria | Reserve Fund/Revenue Regulation Fund | 43 | 43 |
| USA (Alaska) | Alaska Permanent Reserve Fund | 40 | 40 |
| Brunei | Brunei Investment Authority | 30 | 30 |
| Kazakhstan | National Fund | 21 | 21 |
| Malaysia | Khazanah Nasional BHD | 19 | 19 |
| Canada | Alberta Heritage Savings Trust Fund | 16 | 16 |
| Nigeria | Excess Crude Account | 11 | 11 |
| Iran | Oil Stabilization Fund | 9 | 9 |
| Azerbaijan | State Oil Fund | 2.5 | 2.5 |
| Oman | State General Reserve Fund | 2 | 2 |
| Timor-Leste | Petroleum Fund of Timor-Leste | 1.4 | 1.4 |
| Venezuela | FIEM - Macroeconomic Stabilization Fund | 0.8 | 0.8 |
| Trinidad & Tobago | Revenue Stabilization Fund | 0.5 | 0.5 |
| II. Asian Exporters | | | |
| Singapore | Government Investment Corp. | 100 | 330 |
| China | China Investment Corporation | 200 | 200 |
| Singapore | Temasek Holdings | 108 | 108 |
| Korea | Korea Investment Corp. | 30 | 30 |
| Taiwan, Province of China | National Stabilisation Fund | 15 | 15 |
| III. Other Countries | | | |
| Australia | Australian Future Fund | 54 | 54 |
| Chile | Economic and Social Stabilization Fund | 14.9 | 14.9 |
| | Pension Reserve Fund | 1.5 | 1.5 |
| Botswana 1/ | Pula Fund | 4.7 | 4.7 |
| Kiribati | Revenue Equalization Fund | 0.4 | 0.4 |
| Total | | 2,093 | 2,968 |

Sources: Deutsche Bank; Morgan Stanley; news articles; Peterson IIE; PIMCO; and SWF websites.

1/ Part of the investment tranches of these countries' central banks.

Table 2. Selected Indicators on the Size of the Capital Market, 2006
(In trillions of U.S. dollars)

| | GDP | Stock market capitalization | Debt Securities | | | Bank Assets | Bonds, Equities, and Bank Assets |
|----------------|------|-----------------------------------|-----------------|---------|-------|----------------|---|
| | | | Public | Private | Total | | |
| World | 48.2 | 50.8 | 25.6 | 43.1 | 68.7 | 70.9 | 190.4 |
| North America | 14.5 | 21.3 | 6.9 | 21.1 | 28.0 | 12.1 | 61.5 |
| Japan | 4.4 | 4.8 | 6.8 | 2.0 | 8.7 | 6.4 | 19.9 |
| European Union | 13.6 | 13.1 | 7.7 | 15.5 | 23.2 | 36.6 | 72.9 |
| EMC | 14.1 | 11.7 | 3.9 | 2.2 | 6.1 | 11.3 | 29.0 |

Source: *Global Financial Stability Report*, October 2007 (page 139).

11. **While some information is available, there is no uniform public disclosure of the assets, strategies, and governance of SWFs, and a few funds reveal little at all.** Institutional arrangements, such as withdrawal and accumulation rules, investment management, and reporting channels are in a number of cases not publicly disclosed, and internal and external accountability arrangements are sometimes unclear. Furthermore, although the funds are clearly important for domestic policy management it is sometimes difficult to establish how the funds are integrated into domestic policy frameworks and macroeconomic data sets.³ However, some SWFs are leading the way in disclosure (Canada and Norway) and others are already taking steps to increase the amount of information they disclose (for example, in 2007, the Kuwait Investment Authority disclosed its total assets). And others are beginning to strengthen organizational structures and provide more information on their investment policies.⁴

12. **The information that is available suggests SWFs have been largely conservative investors.** While some SWFs have acquired significant ownership and control of companies, many funds—including e.g., Norway's Government Pension Fund-Global (GPF) and some of the larger funds from the Middle East—are known to behave as portfolio investors, investing relative to a market index, and holding only small stakes in individual companies (Box 1). Some SWFs—in particular the newer funds—rely mostly on external fund managers, while others have come to manage more of their investments in-house. In contrast to hedge

³ One example where information on the domestic policy framework is available is Singapore, where the SWFs are integrated in the fiscal framework through a constitutional rule that allows a transfer to the budget of up to 50 percent of dividends and interest earned. In practice, the allocation has been significantly less than this upper bound.

⁴ For example, at the 2007 IMF Roundtable, several funds pointed to the need to establish a benchmark for SWFs in the area of prudent management of sovereign wealth. And several SWFs have started using speeches, interviews, and press releases to explain objectives, investment strategies, and investment decisions.

Box 1. SWFs and Investment Strategies

SWFs are a heterogeneous group of investors that apply a wide range of investment strategies reflecting their different objectives. When executing their strategic asset allocation (SAA), some SWFs invest solely in publicly-listed financial assets (e.g., bonds and equities), while others invest across all major asset classes, including alternative investments. Some SWFs invest relative to market indices and sometimes put additional caps on the maximum holding of each company's shares with a view to ensuring diversification. Other SWFs that aim at maximizing absolute returns over longer time horizons may shift between different asset classes and acquire larger stakes in specific companies that they see as profitable investments. It is unclear how active a role they have in these companies. However, the evidence suggests that SWFs are generally passive and long-term investors with no desire to impact company decisions by actively using their voting rights.¹ Some apply social responsibility or ethical guidelines to rule out specific industries (e.g., tobacco, military) that may not conform with the social and ethical objectives of their governments.

Most SWFs actively use external managers, either to match index returns or to create active risk-adjusted return.² Although, public sector investment managers—such as reserve managers—have significant experience in fixed-income markets, they often have limited capacity for investment in other asset classes, such as equities. Thus, the SWFs rely on external fund managers to implement their strategic asset allocation in areas where their capacity is limited. Some SWFs have, however, established in-house capacity and operate as highly professional investment managers (e.g., Norway, Abu Dhabi, and Singapore), and rely less on external managers than in their past. Some commentators have highlighted that by using external managers and passive index-based investment strategies, SWFs may be able to obtain the desired asset class returns, while avoiding potential scrutiny of their investments and how they execute their voting rights.

¹ This means that they vote by proxy and often ask external managers to vote on their behalf.

² Some SWFs taking larger stakes in companies have explicitly relinquished their voting rights as a condition for entering into private transactions; this was for instance the case when China Investment Corporation acquired a stake in Blackstone Group of close to 10 percent in May 2007.

funds and private equity firms, SWFs' use of leverage is generally thought to be low, although some funds have used leverage.⁵

13. **SWF portfolios typically involve more diversified asset allocations than traditional reserves holdings, with considerable stakes in equities and a wider geographical dispersion.** More precise portfolio compositions are known for only a few funds, but the higher risk profile is evident, for instance, in Norway's GPF, which currently invests some 40 percent of holdings in equities (and the balance in fixed income) and aims for an allocation of 60 percent in equities by 2010. This portfolio composition resembles that of the larger public sector pension funds, such as the Canadian Caisse de Dépôt et Placement du Québec and the Dutch Algemeen Burgerlijk Pensioenfond, and some market observers expect newer SWFs to

⁵ See Setser and Ziemba, "Understanding the New Financial Superpower—The Management of GCC Official Foreign Assets," *RGE Monitor*, December 2007.

move in this direction.⁶ Consistent with their long-term orientation, SWFs are estimated to hold relatively large shares in emerging markets, which tend to be more volatile but generate higher returns in the long run.⁷ A few SWFs have also made alternative investments including in hedge funds, private equity, and real estate.

14. **In the recent financial turmoil, SWFs have demonstrated that they can have a stabilizing influence on markets.** This is illustrated by the recent announcements of substantial injections of capital into several large banks by SWFs from East Asia and the Middle East (totaling over US\$35 billion).⁸ These are likely to facilitate the replenishment of the capital bases of systemically important banks and should help contain the impact on credit markets of large bank losses, and safeguard the continuation of bank lending. This supports the view that SWFs can mitigate market stress. However, in other circumstances SWFs could pose risks and it is difficult to assess whether SWF positions would remain steady and resilient in the face of other major macroeconomic shocks.

15. **There is no clear evidence that SWF investments have been motivated by narrow political objectives.** Thus far, it has not been evident that SWF governments have directly interfered with individual investment decisions of their funds or used them for political objectives. However, SWF governments are typically involved in determining the overall objectives of the funds, the broad investment framework, and the level of risk tolerance within which their funds are allowed to operate. A few also subscribe to ethical guidelines, for example in Norway, where such guidelines are endorsed by parliament, and where the GPF is subject to associated recommendations from an ethics council.

III. THE ISSUES SURROUNDING SWFs

A. The Macroeconomic Impact of SWFs in Home (and Host) Countries

16. **A key question is how SWFs affect policy and policy coordination in the domestic economy.** SWFs' assets, and the returns they generate, are likely to have a significant impact on a country's public finances, monetary conditions, the balance of payments, and balance-sheet linkages. They may also affect public sector wealth, and have implications for private sector behavior. Well-designed SWFs can support sound fiscal and monetary policies, and mitigate Dutch disease effects. At the same time, SWFs may also create macroeconomic policy challenges, and appropriate coordination between the SWF and the fiscal and monetary

⁶ See Morgan Stanley (Stephen Jen) "*Currencies—A 25–45–30 Long-Term Model for SWFs*," research note, October 11, 2007.

⁷ For instance, it is estimated that 22 percent of investments from the Gulf are in Asia, the Middle East, and North Africa (McKinsey Global Institute).

⁸ Prominent recent investments include participations by GIC (Singapore) and ADIA (UAE) in Citigroup; by Temasek (Singapore), KIC (Korea), and KIA (Kuwait) in Merrill Lynch; by CIC (China) in Morgan Stanley; and by GIC (Singapore) in UBS.

authorities is therefore critical to achieve overall policy objectives. At least four policy angles are relevant: fiscal policy, monetary policy, balance sheet implications, and external stability.

17. **Fiscal policy.** An SWF can be a useful fiscal policy tool provided that it is well-integrated in a sound overall fiscal management framework. In particular, SWFs can facilitate fiscal stabilization, and/or the saving of fiscal resources for long-term purposes—for example, preparing for population aging or facilitating intergenerational transfers. They can also introduce more professional and comprehensive investment and risk management frameworks, and enhance the transparency and accountability in the management of government financial assets. Sound management of an SWF can result in higher risk-adjusted returns and could help to reduce (or eliminate) the opportunity costs of reserves holdings. However, SWFs may also pose fiscal risks when they are poorly managed. International experience has shown that oil funds with rigid operational rules and the authority to spend independently, or those that are involved in quasi-fiscal activities (including on-lending) have led to a fragmentation of the budget process. This has potential negative implications for the efficiency (and transparency) of resource allocation and cash management, in particular when control and monitoring mechanisms are weak.⁹ Moreover, since SWFs can potentially generate losses, the fiscal authorities, given their fiduciary role, have a direct stake in ensuring an adequate risk profile and sound management of their SWFs. Finally, SWFs need to be taken into account in public sector solvency and debt sustainability assessments.

18. **Monetary policy.** In some circumstances, the activities of SWFs could have a bearing on the exchange rate as investment abroad, followed by the repatriation of returns, involves currency transactions. If SWFs have discretion over whether they invest domestically or abroad, then decisions over investments will require careful coordination with the monetary authorities. Otherwise, a sizeable shift from foreign into domestic assets would pose difficulties for the monetary authorities' sterilization operations. Possible SWF investments in domestic assets also raises an additional set of issues as they add to domestic demand, can cause local asset price bubbles, and may complicate monetary policy by injecting liquidity into the system.

19. **Public-Sector Balance Sheets.** One of the motives for setting up an SWF is to enable better management of the public-sector balance sheet and to ensure that the asset management strategy of the SWF is consistent with an economy's underlying macro-fiscal objectives, while taking into account associated risks. The objectives of an SWF will have implications for its investment policy and asset management strategy. For instance, stabilization funds, which serve short- to medium-term objectives, are normally more conservative in their strategic asset allocation, using shorter investment horizons and low risk-return profiles. By contrast, SWFs with long-term objectives typically aim at generating higher returns over a long time horizon, and effectively have higher risk profiles. SWFs with objectives to hedge against country-specific risks may hold assets with negative correlation to the country's major exports

⁹ See "The Role of Fiscal Institutions in Managing the Oil Revenue Boom," March 5, 2007, www.imf.org/external/np/pp/2007/eng/030507.pdf.

to offset terms-of-trade shocks. SWFs with explicit (or even implicit) liabilities will need to take into account portfolio mismatches and the risks to balance-sheet soundness—for example, leveraging SWFs by borrowing domestically to accumulate foreign assets would substantially add to fiscal risks and call into question the adequacy of the overall policy mix. Where SWFs have multiple objectives, this can be problematic—especially if the different objectives conflict with each other. Therefore, clarifying and limiting the objectives of an SWF are important, as is effective coordination with the government and the monetary authorities.

20. **External stability.** SWFs may also have important implications for the assessment of members' external stability both in the current and capital account. These are relevant for both the surveillance of countries with SWFs and for countries that receive large SWF inflows.

- For countries with SWFs, the SWF is likely to be a key part of the assessment of external stability which requires the country's net external asset position to be evolving in a manner consistent with the country's structure and fundamentals, usually measured by the underlying current account.
 - For commodity exporters, it may be appropriate to run transitory current account surpluses during the period in which the resources are being extracted and exported, and to draw down the assets after the resources have been exhausted. And so the impact of transitory price shocks and the depletion of natural resources need to be taken into account when forming a view on a country's external stability position.
 - For other countries with SWFs—where the accumulation of net foreign assets may in some cases be related to exchange rate policies—the assessment of external stability is likely to be less affected by swings in commodity prices. In these cases, exchange rate policies may be aimed at an export-oriented development strategy or a desire to self-insure against economic and financial risks. The assessment of external stability would need to consider reserve adequacy.
- For countries that receive SWF inflows, these flows are likely to affect the capital and financial account, and relative prices, and thus may affect external stability. A better understanding of the character and motive of SWF-related inflows may lead to a better policy reaction, and could alleviate concerns that such flows might suddenly reverse. While the challenges in managing these capital flows will be small for large advanced economies, they may be acute for small open economies (if these flows are large relative to total capital flows), and for economies with nascent capital markets.

B. Implications for Global Financial Stability and Markets

21. **A key question is how SWFs affect global financial markets.** SWFs can play a stabilizing role in global financial markets. First, many commentators highlight that as long-term investors with no imminent call on their assets, and with mainly unleveraged

positions, SWFs are able to sit out longer during market downturns or even go against market trends. Second, large SWFs may have an interest in pursuing portfolio reallocations gradually so as to limit adverse price effects of their transactions. Third, SWFs' investments may enhance the depth and breadth of markets. Fourth, SWFs could, as long-term investors and by diversifying the global investor base, contribute to greater market efficiency and lower volatility. Currently, SWFs are generally not regarded as highly leveraged and there is little evidence of sudden shifts in portfolio allocations.

22. **Although SWFs appear to have been a stabilizing force thus far, given their size, there are circumstances in which they could cause volatility in markets.** Having large, and often unclear, positions in financial markets, SWFs—like other large institutional investors—have the potential to cause market disturbance. For instance, actual or rumored transactions may affect relative valuations in particular sectors and result in herding behavior, adding to volatility.¹⁰ Such effects could be especially pronounced in shallower markets. And so recipient countries with small markets would also need to consider how to manage these large capital inflows. Similarly, if SWFs begin to pursue riskier investment strategies, particularly involving the use of leverage and margin requirements that may be called quickly, they may act so as to amplify rather than stabilize cycles. Finally, involvement of SWFs in the financial sector—like any other foreign involvement—may complicate the crisis management and coordination efforts of a central bank in the face of financial turmoil.

23. **The shift from reserve assets to SWFs could have implications for the absolute and relative price of assets, the flow of funds between countries, and the evolution of global imbalances.** By their nature, SWFs are expected to invest in more diversified portfolios, and riskier assets, than traditional reserve holdings. And this is confirmed by recent private sector studies.¹¹ Fund staff research—using stylized scenarios of asset allocation for countries that are in the process of shifting away from holding reserves to more diversified assets—also suggest that the pattern of global capital flows will be affected by an increase in SWF assets (see Annex I for details).

24. **Significant effects may be felt on mature sovereign debt markets.** First, SWFs may increasingly diversify their existing portfolio away from low-risk, short-term instruments, such as U.S. Treasury bills, and into longer-term equity stakes. This may affect interest rates and equity prices. Second, if SWFs diversify away from dollar holdings, and invest more in line with global equity indices, a decline in capital inflows into the United States may cause an increase in real interest rate differentials and a dollar depreciation. However, at present this effect appears to have been offset to some degree by the announced large injections of capital

¹⁰ See for example: Corsetti, Dasgupta, Morris, and Shin, “Does One Soros Make a Difference? A Theory of Currency Crises with Large and Small Traders,” (September 2001).

¹¹ McKinsey notes that petrodollar investments are allocated more to emerging markets, particularly Asia. Setser (Council of Foreign Relations) notes that Gulf central banks invest heavily in U.S. dollars but speculates that ADIA has diversified away from U.S. equities toward emerging market assets.

into the U.S. banking sector. In the rest of the world, higher capital inflows would lead to lower real interest rates, more appreciated currencies (in real effective terms), and higher domestic demand. Estimates of this sort are inevitably subject to many caveats: these include uncertainties over shifts in asset allocation, and the fact that the reactions of other investors are not taken into account. But they demonstrate the likely direction of the effects, also supported by separate research based on a gravity model and other studies.¹²

25. Overall, SWFs carry important implications for multilateral surveillance and financial stability analysis. Their current and expected effects on capital flows and relative yields need to be examined. This is further discussed in Section IV.

C. SWFs' Investment Behavior, Corporate Governance, and the Risk of Financial Protectionism

26. Good corporate governance of SWFs is a key issue for domestic stakeholders. It provides the checks and balances that ensure that organizations are run efficiently and in accordance with the stated objectives of their owners. A clear relationship between the authorities and the SWF will also help improve the coordination and management of domestic economic policies. Many features of good corporate governance are universally applicable.¹³ For instance, general principles regarding the rights of the shareholder and key ownership functions, the role of stakeholders, disclosure and transparency, the flow of information between management and the governing board, and the composition and responsibilities of the board are all relevant for SWFs. Also, internal risk management arrangements of SWFs would need to address various specific risks. These include for instance general operational risks—which tend to be especially high in new organizations and in developing countries with capacity shortages—and reputational risks, which may arise when high profile investments incur temporary losses and threaten to dent the reputation of the fund's management. Internal risk management must also provide adequate oversight for outsourced functions (including external fund management, custodians, fund administration) in order to prevent and minimize misstatements or misappropriations by external service providers. SWFs need to ensure that adequate risk-management processes and human and systems resources are present to correctly measure and monitor the financial and operational risks, including those arising from external fund managers.

27. For the recipients of SWF investments, the most prominent concerns raised relate to SWFs' objectives and possible investment practices. While many of these issues are

¹² Foreign official investors are estimated to have kept 10-year U.S. Treasury nominal yields 100 bps lower than otherwise. "International Capital Flows and U.S. Interest Rates," NBER Working Paper 12560, Francis E. Warnock and Veronica C. Warnock, October 2006. Morgan Stanley estimates that over the next decade bond yields may rise by 30–40 basis points, while the equity risk premium falls by 50–70 basis points (Morgan Stanley: "Economics and Currencies—Sovereign Wealth Funds and Bond and Equity Prices," May 2007).

¹³ Relevant guidance includes the OECD Principles of Corporate Governance and evolving good practices such as the *Myners Review of the Governance of Life Mutuals*, H.M. Treasury (December 2004).

microeconomic in nature, they could have pronounced macroeconomic effects if others respond by impeding the flow of capital from SWFs. Although several observers believe that SWFs behave similarly to private and commercial entities, there are concerns that they may invest with political or “noncommercial” objectives or may target investments at areas perceived to be of strategic importance. This perception is likely to fuel resistance against investments, particularly those that are considered to jeopardize national security or that are seen as sensitive in other ways, and so could lead to arbitrary or targeted regulations on foreign investments and takeovers. Some are also worried that SWFs could potentially gain an unfair advantage in markets if their financial commitments are guaranteed by government or perceived to be so.¹⁴ A parallel concern, though not unique to SWFs, is regulatory arbitrage—with SWF investments being directed to the host countries with the lightest restrictions.

28. Some observers also worry that SWFs may reduce the effectiveness of corporate governance of the companies in which they invest. Although these concerns, too, are not unique to SWFs and have also affected large private sector investors, the government ownership of SWFs adds a further dimension. One view is that SWFs may have too great an influence over the strategic direction of the firms they invest in. However, others take the very different view that SWFs may be too passive and may relinquish, or abstain from using, voting rights in the companies they own. In this view, a hands-off approach by SWFs—whether rooted in their central bank or public sector background, or in concerns of being perceived as too activist—would result in weaker oversight of poorly run companies and undermine the effective corporate governance in the private sector.

29. Many observers have called for some ground rules or a standard for SWFs to allay prevailing concerns. Some have called for a standard that could cover objectives and investment strategy, governance, accountability, and transparency.¹⁵ Observers have also suggested specific changes to SWFs’ investment behavior that might reduce perceptions of political influence.

- One proposal is that SWFs should invest at arm’s length solely through intermediary asset managers, as is the case for some endowment funds.¹⁶ However, others do not think that the use of mandates and outside managers would be sufficient to eliminate potential conflicts of interest since the SWF would still provide guidance to the asset manager.

¹⁴ See Robert Kimmit, “Public Footprints in Private Markets, Sovereign Wealth Funds and the World Economy,” *Foreign Affairs* (January-February 2008).

¹⁵ For example: Edwin M. Truman (Peterson Institute for International Economics) argues that a standard should cover all international investment activities of governments. He suggests that a standard should cover their i) objectives and investment strategy; ii) governance; iii) transparency; and iv) behavior—the scale and speed at which portfolio adjustments are made. See Peterson Institute Policy Brief “Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability” (August 2007). Mervyn Davies (Standard Chartered) has called for SWFs to adopt minimum standards on transparency and governance (*Financial Times*, January 22, 2008).

¹⁶ Lawrence Summers, *Financial Times* (July 29, 2007).

- Other proposals include upper limits on the ownership and/or voting rights of SWFs in foreign private sector corporations with the limits set below the typical threshold for a controlling minority in a firm.¹⁷ A less onerous suggestion is that SWFs should publish a voting list on a regular basis.¹⁸
- There has also been discussion of a “negative list” of strategic and sensitive areas where SWFs should not invest.

While some of these proposals may be helpful, others may unduly inhibit the operations of SWFs and impinge upon the efficient flow of capital.

30. **Eliminating all the concerns about SWFs is likely to be difficult, but if left entirely unaddressed, they may fuel protectionism.** Yet such a response would be damaging, and could pose serious obstacles to the flow of capital and the investment of financial surpluses, as well as creating regulatory arbitrage, and decreasing underlying market transparency. Striking a balance between protecting sensitive sectors on national security grounds, and ensuring a free flow of capital through transparent and stable ground rules, will be necessary to avoid a slippery slope of retaliatory protectionism and restrictions on international investment flows.

D. Transparency and the Availability of Statistics

31. **For policymakers, the Fund, and other users, it is important that sufficient data on SWFs’ activities are captured in the relevant macroeconomic datasets.** The absence of SWF data can hinder economic analysis and potentially mislead policymakers, market participants, and other commentators about a country’s economic performance.¹⁹ The flows and positions of SWFs should be covered in the national accounts, fiscal, monetary and financial, and external

¹⁷ See Philipp Hildebrand (2008), who has also suggested that SWFs be given independence from governments along the lines of independent central banks to reduce perceptions of political interference; see, “*The Challenge of Sovereign Wealth Funds*,” www.teleos-eu.com.

¹⁸ Some institutional investors disclose their voting policy. In the United States, mutual funds are required to disclose their proxy voting policies and records and these are published on the SEC website. A number of U.K. institutional investors have voluntarily published their voting records (e.g., Corporate Insurance, Friends Provident, and the Universities Superannuation Scheme). The 2006 U.K. Companies Act (Sections 1277–1280) gives the government a reserve power to issue regulations, which would require institutional investors to report publicly on how they vote their shares. The institutions to which these provisions apply are unit trust schemes, open-ended investment companies, investment trusts, pension schemes, insurance businesses, and collective investment schemes.

¹⁹ Others argue that in the financial stability context, while transparency can be a powerful tool for limiting the moral hazard of investors and governments alike, care needs to be taken over the types of information provided. For example, Gai and Shin consider that the dissemination of information must be coherent and open but that disclosures may need to be selective. For example, in the midst of a crisis revealing more information about a troubled financial institution’s trading positions may exacerbate speculative attacks and add to the difficulties of the crisis manager. See Gai and Shin, “Transparency and Financial Stability,” Bank of England *Financial Stability Report* (December 2003).

accounts. SWFs' activities could significantly affect the generation and distribution of income, consumption behavior, and accumulation activities of the economy, and so need to be included in the national accounts. Capturing SWFs' activities in public finance statistics is also crucial, so that accurate assessments can be made of the integration of SWF operations with the overall fiscal accounts, and the fiscal risks on the public sector's balance sheet. Whether held directly or indirectly, the net assets of the SWFs should be encompassed in the government's net worth. SWFs are often a significant part of an economy's external wealth. SWFs' activities are also important for monetary and financial statistics as they may affect monetary policy formulation, financial analysis, and the consistency of monetary statistics with other macroeconomic data sets. Given the prominence of external assets in SWF portfolios, capturing them in the balance of payments (BoP) and international investment position (IIP) data of member countries is also important.²⁰

32. **There are currently significant gaps in the statistics on SWFs.** In a number of cases, data on SWFs are not included in a member's BoP and IIP positions or the member does not compile an IIP. Even where included in the data, the functional breakdown is often not available. There are also uncertainties over the coverage of economic datasets for many countries. And there are similar gaps in the Coordinated Portfolio Investment Survey. Efforts are underway to improve the coverage of SWFs in international statistics: for example, a voluntary data item on SWFs in the international investment position has been agreed for the draft Balance of Payments Manual.

IV. OPERATIONAL IMPLICATIONS FOR THE FUND

A. The Fund's Mandate

33. **The macroeconomic and financial stability implications of SWFs fall squarely in the Fund's mandate for surveillance and ensuring the effective functioning of the international monetary system.** The Fund already does—and should continue to—undertake assessments of the impact of SWFs on a member's economic management and vulnerabilities. Coverage of SWFs in the Fund's bilateral surveillance assessments should be evenhanded (i.e., affording similar treatment to members in similar relevant circumstances) across home and recipient countries. From the multilateral perspective, SWFs may affect international financial stability, for example, by having an impact on global liquidity conditions, asset prices, and capital flows.

34. **Activities of SWFs are also relevant for the Fund's mandate to provide technical assistance and advice to members on monetary, fiscal, and balance sheet risk management issues.** Given their importance in capital flows, SWFs may also be pertinent in the context of Fund advice to both SWF home countries and recipient countries, where the investment

²⁰ The draft sixth edition of the *Balance of Payments and International Investment Position Manual (BPM6)* includes guidance on the compilation and dissemination of external sector data on special purpose government funds, usually known as SWFs, in particular in relation to reserves.

behavior of one or more large SWFs may have significant implications for the capital account. Recommendations on the structure of SWFs and their integration into fiscal policy have been covered by fiscal ROSCs. And the Fund has traditionally addressed issues in foreign exchange reserve management based on the *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*.

35. **Some aspects of SWFs, however, are outside the purview of the Fund and are more appropriately addressed by others.** For example, under the Fund's Articles, members have the right to regulate international capital movements. To the extent that capital controls imposed by members with respect to SWFs' operations do not restrict payments for current international transactions or unduly delay transfers of funds in settlements of commitments, such controls would fall outside the Fund's jurisdiction.²¹ In addition, outside of the Fund's jurisdiction on exchange matters under Article VIII, the Fund is not in a position to regulate financial markets, e.g., through setting rules on market integrity issues; neither is the Fund in a position to determine members' national security interests.²² Market integrity issues are in the domain of domestic market regulators, such as the Securities and Exchange Commission in the United States and the Autorité des Marchés Financiers in France, and their activities are harmonized through the International Organization of Securities Commissions (IOSCO). National security issues are primarily in the domain of national safeguard procedures (e.g., the Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS)) and the OECD, which focuses its work on recipient countries and is developing good policy practices relating to the treatment of foreign investors with adequate safeguards for national security (Box 2 discusses relevant national regulations; Box 3 lays out the work of the OECD).

²¹ See e.g., "*Capital Movements—Legal Aspects of Fund Jurisdiction under the Articles*," SM/97/32, Supplement 3 (02/21/1997), www.ieso-imf.org/eval/complete/pdf/04202005/report.pdf (p.31, footnote 4). Article VI, Section 3 generally preserves the members' right to impose capital controls to regulate international capital movements, including by limiting or prohibiting inward and outward capital transfers.

²² However, where such issues have an impact on the member's domestic or external economic stability, or on international financial stability, they would fall under the Fund's surveillance authority.

Box 2. Regulation of SWF Activities by Recipient Countries

Investments by SWFs may be subject to regulation by various agencies in recipient countries:

Securities Regulation and Corporate Governance. The investment activities of SWFs can be subject to securities market and related rules in three key dimensions: (i) reporting requirements on SWF shareholdings; (ii) application of corporate governance rules of the invested company; and (iii) market integrity rules that could apply to an SWF as an investor.

- Acquisition by SWFs of shares in publicly-traded companies above certain thresholds (5 percent in the United States, 10 percent in the EU) typically trigger requirements for an SWF to report its ownership interest to the invested company and to the securities regulator.
- Application of corporate governance rules of publicly-traded companies could in principle be extended to address perceived concerns of noncommercial influence of SWFs in such companies. (This principle differs from addressing corporate governance rules for SWFs themselves.) For example, company by-laws may require investors to notify the company when they acquire shareholdings that have not yet triggered the regulatory notification requirements.¹ In addition, to the extent that SWFs acquire influence over directors of a company, legal principles on fiduciary responsibility and avoidance of conflicts of interest would apply to moderate risks of noncommercial behavior by directors and the company.²
- Market integrity rules, addressing insider trading and other forms of market manipulation, may apply to SWFs in a manner similar to other investors, recognizing that enforcement against SWFs may be more difficult due to the potential application of sovereign immunity rules. (In contrast, normal investor protection rules are generally inapposite to SWFs, because these entities typically do not have private investors.)

Foreign Investment Vetting Agencies. Investment by SWFs may be subject to limitations imposed under the foreign investment regime, e.g., through capital controls. A number of countries have special agencies charged with the review of investments based on national security considerations. For example, the Committee on Foreign Investments in the United States reviews transactions from the perspective of U.S. national security. Even where countries have liberalized their foreign investment regimes through multilateral or bilateral investment treaties, they typically reserve the right to oppose foreign investments on public order and national security grounds.³

Financial Institution Regulation. Certain investments by SWFs in supervised financial institutions (such as banks and insurance companies) are subject to prudential rules. Acquisitions of significant shareholdings above, e.g., 10 percent, may be subject to prior approval by supervisors on the basis of a “suitability test” to safeguard sound and prudent management of the financial institution.

Regulation of Strategic Sectors. Beyond the financial sector, industries that are considered to be of strategic or social importance (e.g., energy, media and telecommunications) would often be subject to special laws that would include regulation of market structure and behavior, which may be applied to SWFs.

Anti-Monopoly Agencies. Without limitation to any particular sector, investment activities of SWFs may be subject to scrutiny by regulatory agencies applying anti-monopoly or take-over regulations, principally on market structure grounds.⁴

¹ The recent reported investment by the subsidiary of China’s SWF of under 1 percent shareholdings in Australian banks illustrates the application of such reporting requirements.

² In this regard, the OECD’s Principles of Corporate Governance address standards on the responsibilities of Board members.

³ In the EU, there is no agency responsible for the vetting of foreign investments at the EU level. Subject to EU law provisions on the free movement of capital, individual EU member states retain authority to restrict capital inflows from third countries where justified on the basis, inter alia, of “public policy or public security.”

⁴ A well-known example involving an SWF arose from the review by the U.K. Monopoly and Mergers Commission of the investment by the Kuwaiti SWF in British Petroleum in 1988. The Commission decided that the Kuwaiti SWF, in having acquired 20 percent of BP’s shares, would exercise influence over BP and constrain BP from acting competitively. Following the Commission’s decision, the Kuwaiti SWF reduced its shareholding to 9.9 percent over a 12-month period.

Box 3. The Work of the OECD

The OECD has long been at the forefront in efforts to develop international rules relating to capital movements, international investment, and of trade in services. Member governments have established “rules of the game” for themselves and for multinational enterprises based in their economies by means of “instruments.” The principal instruments are:

- *Codes of Liberalization.* The Code of Liberalization of Capital Movements and the Code of Liberalization of Current Invisible Operations constitute legally binding rules for all members, stipulating progressive, nondiscriminatory liberalization of capital movements, the right of establishment and financial services, and other current invisible transactions.
- *Declaration and Decisions on International Investment and Multinational Enterprises.* The Declaration is a political agreement among adhering countries for co-operation on a wide range of investment issues. It contains four related elements, each governed by binding decisions on implementation: the National Treatment instrument, the Guidelines for Multinational Enterprises, an instrument on incentives and disincentives to international investment, and an instrument on conflicting requirements. All 30 OECD member countries, and eight nonmember countries have subscribed to the Declaration.

The instruments have been regularly reviewed and strengthened over the years to keep them up to date and effective. The OECD’s Investment Committee provides the structure where adhering countries meet to discuss application and implementation of these legal instruments through a peer review process. The existing investment codes recognize the right of countries to protect essential security interests.

Under the “Freedom of Investment, National Security and ‘Strategic’ Industries” project, launched in early 2006 and endorsed by the G-8 Communiqué of June 2007, the Investment Committee has set out to clarify the concepts of national security and strategic industries, with a view to updating the investment instruments. A progress report on this work is expected in the spring of 2008, and the update is to be completed in 2009.

Separately, a Working Group is looking at the existing OECD guidelines for the Corporate Governance of State-Owned Enterprises with a view to exploring the extent to which these may be relevant for SWFs and should be extended to them. The specific output of this work is yet to be determined, but it is not envisaged at this stage that any new guidelines for SWFs will be drafted.

B. Fund Surveillance

36. **Fund surveillance already covers SWFs but, given their increasing importance as active participants in the international monetary and financial system, a more systematic approach would be desirable.**
37. **Bilateral surveillance.** In the Article IV consultation process—for members where there are established SWFs and where new SWFs are being set up—the Fund should ensure that SWFs are fully captured in assessments of these countries' domestic and external stability, fiscal and monetary policy, and asset-liability management. This would also include highlighting any tensions between SWF activities and the effective coordination of monetary and fiscal policy, the spillover effects on other economies, and the implications for the external stability of members, paying special attention to the actual and potential implications of SWFs from the multilateral perspective.
38. **Multilateral surveillance.** The GFSR has already begun to analyze the growing impact of SWFs in financial markets and the policy implications, while previous work in the WEO and GFSR has looked at the impact of oil export revenues on global imbalances. The Fund is stepping up its multilateral surveillance to draw out in its analysis the macrofinancial linkages and the implications of SWFs; one example of this work is the analysis provided in Annex 1. Further work might consider the likely direction of capital flows, the effects on asset prices, and the impact on particular markets or institutions (such as the U.S. banking sector).
39. **Technical assistance and advice.** The Fund also needs to take account of SWFs in the context of managing balance sheet risks, reserve management, public finances, and financial stability work. Advice on the structure, workings, and policies of SWFs has been provided by the Fund through technical assistance missions and in the context of bilateral surveillance. The Fund could provide advice on SWFs, including on their governance structure and transparency arrangements. Such advice may be of interest to established SWFs but also, importantly, to those countries that are setting up new SWFs.
40. **Statistics.** The Fund should continue to work with countries to improve data provision consistent with existing data requirements such as promoting full coverage of SWFs in the BoP, IIP, public finance statistics, and national accounts. Adequate coverage of SWFs in the national accounts and public finance statistics, in line with other items, would require quarterly reporting (with a quarterly lag for aggregate balance sheets), and possibly some aspects of the

composition of assets. In addition, increased participation should be encouraged in relevant data initiatives, including the Fund's Currency Composition of Foreign Exchange Reserves initiative (COFER)—which is voluntary and confidential, the CPIS and the Coordinated Direct Investment Survey which will be conducted for the first time at year end-2009. Data on returns and income could also be useful. These issues need to be considered further in the context of developing best practices and would be discussed with relevant statistical committees, including the IMF Committee on Balance of Payments Statistics.

V. IDENTIFYING BEST PRACTICES

41. **Identifying a set of best practices for SWFs on which there is broad agreement among SWFs would serve various purposes.** Best practices would help members to strengthen their domestic policy frameworks, they would be beneficial for international financial markets, and would ease the concerns that have been raised. The Fund has helped provide comparable operational guidance to members in the past, notably in the fields of fiscal transparency—through the Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC)—and reserve management. And the Fund would thus seem well placed to coordinate the work on best practices for SWFs. An inclusive, collaborative approach would be pursued involving all relevant members, and the SWFs themselves. This section first briefly reviews the existing guidelines and their applicability to SWFs, and then proposes a tentative roadmap for best practices for SWFs.

A. The Fund's Existing Standards of Governance and Transparency

42. **There is already a range of existing Fund guidance for fiscal, monetary, and financial transparency and for reserve management that are widely applied.** They offer well-established internationally-accepted guidance on governance, transparency, accountability issues, and risk management frameworks.

- The fiscal transparency guidelines emphasize the clarity with which the legal structure of institutions specifies their roles, objectives, and responsibilities, the way in which their policy objectives and operations are coordinated, the flow of information, and assurances of integrity.²³
- The reserve management guidelines stress the importance of clarity of roles, responsibilities, and objectives of financial agencies responsible for reserve management. They also emphasize an open process for reserve management operations and the public availability of information on foreign exchange reserves, the accountability and assurances

²³ Relevant Fund standards include: *The Code on Good Practices on Fiscal Transparency*, *Special Data Dissemination Standards*, *General Data Dissemination System*, and the *Code on Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies*. These are supported by the *Guide on Resource Revenue Transparency* and the *Manual on Fiscal Transparency*.

of integrity by reserve management agencies, and the existence of a sound institutional and risk management framework.²⁴

43. **Several components of these guidelines could also be relevant for SWFs.** Common themes that are of particular relevance to SWFs include the need for:

- A clear legal framework that specifies the institutional structure within which a sovereign entity (and its subsidiaries) operates and ensures that its objectives, role, scope, and responsibilities are clearly laid out.
- Clear and publicly disclosed allocation of responsibilities and its relationships with counterparties (for reserve management entities).
- Mechanisms to ensure that the sovereign entity operates in a manner consistent with the pursuit of overall government policy objectives.
- A clearly specified risk management framework.²⁵
- Regular and timely publication of accurate and comprehensive data on the size of sovereign entities, their sources and uses of funds, and their operations. Where financial asset holdings are significant, balances should be reported quarterly on the composition of assets and liabilities, including by type and class.²⁶
- Annual independent external audits of the entity's financial statements that should be published in a timely fashion.
- Clear provisions to ensure the integrity of operations and of all published information.

B. Best Practices

44. **Given its wide membership, mandate, and experience, the Fund is well placed to coordinate work on a set of best practices, which would be adopted by SWFs on a voluntary basis.** These best practices would draw on the existing practices of SWFs. Where appropriate, they will also build on relevant existing guidelines, including those of the Fund (as discussed in the previous section) and the OECD. And they will be prepared with input from the SWFs, the OECD, the World Bank, other multilateral development banks, and others.

²⁴ The *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management* (GFERM).

²⁵ The fiscal transparency code suggests this should include a statement of objectives, the disclosure of investment guidelines, and measures to assess and audit the performance of the fund and its managers. The reserve management guidelines stress the need for a framework to identify and assess the risks of reserve management operations and that allows the management of risks within acceptable parameters and tolerance levels.

²⁶ The Fund's fiscal transparency manual also specifies the need to provide information on the returns obtained on financial assets.

45. **In line with the Fund’s mandate, best practices would focus on governance, institutional arrangements, and transparency.** The case for such a focus is two-fold: First, clear governance structures will help foster accountability and a disciplined and stable investment policy which reduces fiscal risk and promotes financial stability. Second, transparency contributes to the efficient allocation of resources by ensuring that markets and the public have information to identify risks and better assess SWF behavior. Having a blueprint which sets out the information needed, helps to create a level playing field and reduces the scope for different degrees of transparency between SWFs. By doing so this reduces uncertainty, and possibly volatility, in markets. This approach would also be consistent with those mentioned in the discussion documents on hedge funds and private equity companies which highlight the need for transparency of structure and accountability to the public (Box 4).
46. **Best practices would offer benefits to countries with SWFs.** They would allow countries to benefit from the experience of other countries, and may also provide a helpful benchmark against which existing or envisaged arrangements with respect to SWFs can be evaluated. In particular, best practices would help countries with an SWF—or that plan to establish an SWF—to strengthen their domestic policy frameworks and institutions. This would, for instance, help to ensure that SWFs further the interests of the country they serve, and safeguard against potential mismanagement and abuse.
47. **They would also help enhance the public understanding of how SWFs operate.** Best practices would help to improve the transparency and accountability of SWF-type arrangements. They would also make the investment process and objectives of SWFs more open and comprehensible to the public, markets, and recipient countries. Ways in which SWFs could improve accountability with respect to their operations and activities in using and managing sovereign wealth could also be addressed. SWFs could point to the principles and practices to demonstrate their adherence to standards accepted by the international community. In turn, this would help to ease concerns about SWF investment policies, and would contribute to an open global financial system.
48. **With respect to governance, a challenge well recognized by the SWFs is to ensure that investment decisions are autonomous.** Governance arrangements should provide for SWFs’ independence in their investment decisions, both in an operational and functional, and political sense. At the same time, governance structures would need to allow for the different legal forms in which SWFs are established, adequate coordination with macroeconomic policies, and clear lines of accountability.²⁷

²⁷ The different legal structures of SWFs have a bearing on institutional arrangements and governance. Some SWFs take the form of a pool of assets administered by—but not legally separate from—the government or central bank (e.g., Botswana, Norway), while others have been established as a legal entity separate from the government or central bank. Of those SWFs with separate legal personality, some have been established under a specific constitutive law (e.g., Korea, Kuwait) and others take the legal form of a private corporation governed by general company law (e.g., Singapore’s Temasek).

Box 4. Recent Initiatives to Increase Transparency of Private Pools of Capital

The recent rise in size and prominence of private pools of capital, such as hedge funds and private equity companies, has given rise to financial stability and consumer/investor protection concerns. These, in turn, prompted regulators and legislators to consider subjecting them to higher scrutiny and disclosure. These efforts have been directed mainly at ensuring that regulated banks that lend to these entities are well supervised with regard to their on-lending and other activities. In addition, there have been some voluntary efforts, and some countries have introduced direct regulations for those hedge funds that have access to the retail market.

The two most prominent efforts so far are the two sets of best practices for hedge funds and private equity, prepared by the Large Group and the Walker Group, respectively. A similar set of guidelines was also published by the Dubai International Financial Centre.

The Large Group, or the U.K. Hedge Fund Working Group, led by Sir Andrew Large, prepared in cooperation with hedge funds, a set of voluntary best practices on disclosure of information to investors and counterparties, valuation of assets, prudential and risk management issues, and governance.¹ They were accepted on January 22, 2008, by the 14 large hedge funds who co-drafted the practices, and who encouraged other funds to adopt them. Compliance will have to be reported to a Hedge Fund Standards Board (HFSB) following the 'comply or explain' principle, but there will be no enforcement of the standards and the FSA will not monitor compliance.

The Walker Group, or the Private Equity Working Group on Transparency and Disclosure, led by Sir David Walker, published in November 2007 a set of best practices for private equity firms and portfolio companies.² As with the Large Group, the practices were co-written by representatives of such firms, and the compliance will be voluntary but encouraged by the British Venture Capital Association. The practices will apply to firms that are managing or advising funds that own or control "large" U.K. companies, or that have a designated ability to invest in such companies. The best practices cover such areas as disclosure of annual reports, structure, investment approach, valuation of assets, and governance.

Other initiatives were undertaken by the U.S. authorities, the European Union, the OECD, and IOSCO. In the United States, the President's Working Group proposed in February 2007 a set of best practices for private pools of capital, including hedge funds and private equity.³ These are being finalized now by the U.S. Treasury and two working groups. In the EU, the authorities have been applying certain provisions of various EU directives to regulate investment funds, especially the UCIT directive, however, no separate set of best practices has been released. The OECD is working on applying the existing OECD Principles of Corporate Governance⁴ to such funds, and is also studying the general implications of alternative investment vehicles in corporate governance, while IOSCO has issued a consultation report containing a number of principles on hedge fund valuation.⁵

Finally, in Hong Kong, Japan, and Singapore, regulations and disclosure rules are set very clearly for hedge funds. The investment products they offer are treated as regular financial securities, and hedge funds are therefore subject to the same regulation and supervision as issuers of other financial securities. Hong Kong and Singapore also have special requirements for hedge fund registration.

¹ *HFSB Standards*, http://hfsb.org/files/hfsb_only_standards.pdf

² *Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity*, http://walkerworkinggroup.com/files/wwg_report_final.pdf

³ *Agreement Among PWG and U.S. Agency Principals on Principles and Guidelines Regarding Private Pools of Capital*, http://www.treasury.gov/press/releases/reports/hp272_principles.pdf

⁴ *Consolidated Directive 85/611/EEC on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)*, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:1985L0611:20050413:EN:PDF>

⁵ *Principles for the Valuation Of Hedge Fund Portfolios*, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD240.pdf>

49. **An important part of the work would be to decide what types of transparency are desirable.** Transparency is of interest to very different groups—including the general public, markets, counterparties, recipient countries, and regulators—but their needs differ. Transparency also can be broadly divided into three categories: transparency with respect to: (i) objectives; (ii) organizational structure and institutional arrangements; and (iii) investment portfolio (size, composition, returns, risk indicators). Of these three, transparency regarding the investment portfolio is likely to generate considerable discussion. Here, a balance will need to be found between the market sensitivity of data on the one hand and the minimum required to verify stated objectives on the other hand.

50. **Formulating best practices would need to be a collaborative process, involving the SWFs themselves.** The process could be modeled after that of the drafting of the IMF guidelines for *Foreign Exchange Reserve Management*. An already agreed first step in this process will be to survey the SWFs, with respect to their practices in relevant areas: (i) their legal and regulatory framework; (ii) roles, responsibilities, and objectives; (iii) funding and withdrawal rules, fiscal treatment, and noninvestment functions; (iv) governance structure; (v) accountability; (vi) investment policy; (vii) risk management practices; (viii) inclusion of SWFs in existing economic statistics; and (ix) public information services adopted by the SWFs. This work is under way. The Survey will provide a basis for assessing the range of current structures and practices of SWFs (although not all elements need to be included in the best practices). Subsequently, staff will work with members to develop best practices, building on the practices currently used by SWFs, and the existing Fund guidelines that have already gained wide acceptance.

C. What Group of Institutions Should Be Covered by Best Practices?

51. **There is a range of definitions for SWFs and so it is important to be clear about the institutions to be covered in these best practices.** Generally, SWFs are considered to be government-owned investment funds, set up for a variety of macroeconomic purposes and which are typically funded by foreign exchange assets that invest long term overseas. They are quite distinct from government-owned pension funds which have well-defined liabilities and from state-owned enterprises whose primary function is production or the provision of services. Arguably, any definition should generally not extend to pension funds, state-owned nonfinancial corporations, or state-owned banks which are in any case captured elsewhere in the statistics.

52. **Fund staff proposes the following working definition:**

SWFs are special purpose public investment funds, or arrangements. These funds are owned or controlled by the government, and hold, manage, or administer assets primarily for medium- to long-term macroeconomic and financial objectives. The funds are commonly established out of official foreign currency operations, the proceeds of privatizations, fiscal surpluses, and/or receipts resulting from commodity exports. These funds employ a set of investment strategies which include investments in foreign financial assets.*

**These, in principle, include: (i) fiscal stabilization funds; (ii) saving funds; (iii) reserve investment corporations; (iv) development funds; and (v) pension reserve funds (those without explicit pension liabilities), while it excludes inter alia: (a) government-employee pension funds; (b) social security funds; (c) government lending funds; and (d) government-owned banks.*

This definition is similar to those used by other institutions and commentators (Annex II) but spells out in detail the types of institutions, funding source, purpose, and investments. Inevitably, however, given the multi-faceted and evolving nature of SWFs, any dividing line on coverage is to some extent arbitrary.

53. The case for studying SWFs rather than a broader set of vehicles—including pension funds and highly leveraged institutions—rests on their differing purposes and issues raised. While there are similarities between SWFs, other state-owned enterprises, and investment vehicles such as pension funds or hedge funds, there are also important differences. The government ownership of SWFs brings with it higher standards of accountability for their investment decisions. They are also within the sphere of macroeconomic management, and there is potential scope for strategies driven by noncommercial motives. By contrast, pension funds have well-identified liabilities that constrain their investment policies and horizons, there are specific international guidelines that cover these institutions, they are included in macroeconomic datasets and they tend to be more closely regulated than SWFs.²⁸ Hedge funds and private equity firms are privately owned and therefore subject to the control of their owners. Hedge funds are often opaque but, unlike SWFs, tend to be highly leveraged and so a different set of issues such as counterparty risk is much more important and so they need to be treated separately. A number of private-sector-led initiatives are underway to improve the transparency of highly leveraged institutions. The related issues have been closely studied by regulators and supervisors. The Fund is following these initiatives in the context of its other financial sector work and is also coordinating with the Financial Stability Forum.

VI. RESOURCE COSTS

54. The program for identifying and developing best practices will entail some resource costs (Table 3). In addition to the staff costs that are borne under the existing budget, further travel-related costs will need to be budgeted to take into account staff visits to: (i) selected SWFs to conduct technical discussions related to the SWF survey; (ii) OECD and groups working on private sector transparency initiatives; (iii) SWF roundtables; and (iv) SWF outreach and dissemination. Costs related to technical advice and analysis, and the hiring of an external expert for work on transparency and disclosure will also need to be budgeted. Resources amounting to two staff years (US\$0.7 million) are expected to be required over the next fiscal year to cover the additional costs associated with these activities.

²⁸ Pension funds are covered by the OECD guidelines for Pension Fund Asset Management and are covered by the OECD guidelines on Corporate Governance for State-Owned Enterprises.

Table 3. SWFs: Fund Resource Costs

| | FY2008 | FY2009 | Total |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Number of missions | 7 | 15 | 22 |
| Survey tabulation | 3 | 0 | 3 |
| Coordination | 3 | 6 | 9 |
| Roundtables | 1 | 1 | 2 |
| Outreach | 0 | 8 | 8 |
| Days/mission | 11 | 8 | ... |
| Survey tabulation 1/ | 12 | 0 | ... |
| Coordination 1/ | 12 | 12 | ... |
| Roundtables 2/ | 7.5 | 7.5 | ... |
| Outreach 3/ | 0 | 5 | ... |
| Field time (in days) | 80 | 119 | 199 |
| Survey tabulation | 36 | 0 | 36 |
| Coordination | 36 | 72 | 108 |
| Roundtables | 8 | 7 | 15 |
| Outreach | 0 | 40 | 40 |
| Other costs (in days) 4/ | 60 | 260 | 320 |
| Total resource costs (days) | 140 | 379 | 519 |
| Total resource costs (years) | 0.5 | 1.5 | 2.0 |
| Total resource costs (US\$) 5/ | 110,939 | 330,037 | 440,977 |
| Mission travel (US\$) 6/ | 84,000 | 184,500 | 268,500 |
| Total Costs (US\$) | 194,939 | 514,537 | 709,477 |

Source: Staff calculations.

1/ Three IMF staff will participate per mission (4 day visits on average).

2/ Three IMF staff will participate per mission (2.5 day visits on average).

3/ Two IMF staff will participate per mission (2.5 day visits on average).

4/ One external consultant in FY2008 and one staff year in FY2009 for technical advice.

5/ Based on standard costs for A9-15 staff and that of a short-term expert.

6/ Based on an average of 11 and 8 staff-days per mission in FY2008 and FY2009, respectively, and cost inflation of 2.5 percent in FY2009.

VII. NEXT STEPS AND QUESTIONS FOR THE BOARD

55. **If Directors agree, staff would begin to work with members and SWFs to facilitate the development of best practices.** The intention would be to draw principles for the establishment and operation of SWFs and to identify best practices currently used by them. The intention is not to develop a prescriptive code—but to have a set of best practices as a point of reference for members that operate or plan to establish SWFs, and that would inform the Fund's policy advice.

56. **The plan is to establish an international Working Group of SWFs and a Roundtable of SWFs will be convened in April to begin technical discussions and the drafting work.** Following discussion with the SWFs, subgroups would be established to undertake technical drafting work to set out the practices. The survey results will be processed and presented to SWFs along with a brief structure of what could constitute the SWF principles and practices.

57. **During the drafting process, the staff will also confer with others outside the Fund, and coordinate with the OECD as appropriate.** Consultations will cover agencies such as multilateral development banks, selected academics, market participants, international accounting and auditing bodies, legal practitioners, and others relevant to the field. The World Bank will provide technical inputs as the SWF practices are identified and elaborated. Meanwhile, it is important to set out how the economic statistics on SWFs need to be improved.

58. **A draft of the SWF principles and practices could be prepared by August 2008 and circulated for wider consultation over the following two months.** Further outreach with other stakeholders is also planned. The draft would also be issued to the Board for feedback and further guidance. Following consultations, a revised set of principles and practices would be sent to the Board for discussion ahead of the 2008 Annual Meetings.

59. **Do Directors agree with the approach proposed?** In particular:

- Has staff identified all aspects of SWFs that are relevant for the Fund's work?
- Do Directors share staff's assessment of the operational implications for bilateral and multilateral surveillance?
- Do Directors agree with the working definition of SWFs?
- Do Directors agree with the direction and thrust of the work on best practices?
- Are there any additional elements that Directors feel should be included in best practices?
- Do Directors have views on the types of transparency that should be included in best practices and what elements should be outside the scope of a set of best practices?
- Do Directors have any comments on process or timetable?

Annex I. Portfolio Diversification by SWFs: A Study of the Implications for Global Financial Markets²⁹

A. Illustrative Portfolio Analysis

1. SWFs typically have medium- to long-term investment horizons, suggesting that they are less likely to make abrupt portfolio shifts which could affect market stability. That said, even a benign shift toward greater portfolio diversification of reserve assets by sovereigns would have implications for the absolute and relative price of assets, the flow of funds between countries, and the evolution of global imbalances.³⁰ An analysis of the impact of potential asset diversification by SWFs is, however, challenging because of the lack of transparency of several large SWFs about their asset allocations.
2. To understand the possible implications of the growing presence of SWFs, illustrative scenarios of asset allocation were prepared for countries that are in the process of shifting away from holding reserves to more diversified assets through SWFs. The analysis assumes that countries that have either recently established SWFs (or announced their intention to establish one) will channel a portion of their prospective reserve accumulation to their respective SWFs.³¹ More specifically, the exercise provides a range of estimates based on the assumption that these countries transfer between 25 percent (lower bound) and 50 percent (upper bound) of newly available foreign currency inflows to their SWFs to be invested in foreign assets. This results in a range of estimates for the impact on capital flows and asset prices (see Section II for details on the assumptions).
3. A note of caution is warranted on the scope of the exercise. As in many modeling exercises, the results are highly sensitive to the underlying assumptions. For instance, by focusing solely on new sovereign investments, the exercise provides only a partial picture of the possible magnitude of the impact on capital flows and asset prices arising from the diversification strategy, since sovereigns may also choose to diversify the existing stock of their reserve assets. That said, this limited exercise provides a sense of the direction and magnitude of the possible impact on markets.
4. The analysis suggests that the pattern of global capital flows would be affected, with industrial countries facing lower capital inflows and emerging market countries attracting substantially larger inflows (Section II for the methodology).
 - Relative to reserve assets, which are predominantly dollar-denominated and generally held in the form of U.S. Treasury bills, SWFs are presumed to invest in more diversified

²⁹ Prepared by the Research Department.

³⁰ Foreign official investors are estimated to have kept 10-year U.S. Treasury nominal yields 100bps lower than otherwise. "International Capital Flows and U.S. Interest Rates," NBER Working Paper 12560 (October 2006).

³¹ This includes China, Russia, Korea, and Saudi Arabia.

and therefore riskier portfolios. This suggests lower inflows into government bond markets, with attendant implications for interest rates. The shift away from reserve assets could have the most significant effect on markets in the United States, if countries diversify away from dollar holdings.

- Estimates show that inflows into the United States could decline by $\frac{1}{4}$ – $\frac{1}{2}$ percent of U.S. GDP per year on average depending on the stylized asset allocation strategy that is used to capture investments by the prospective SWFs. Portfolios that are more weighted to emerging economies—such as the stylized diversified portfolio shown in Annex 1, Table 1—would result in lower flows into both dollar and euro assets, while flows to emerging economies would tend to increase substantially. By contrast, a portfolio similar to Norway's—which is heavily weighted to investments in Europe—would suggest somewhat lower investment in dollar assets and a less sizeable, but still positive, inflow to emerging markets.

Annex 1. Table 1. Stylized Portfolio Asset Allocation and Currency Composition
(In percent)

| Asset allocation | COFER 1/ | Norway 2/ | Diversified Portfolio |
|-----------------------------|----------|-----------|-----------------------|
| Bonds | 100.0 | 40.0 | 23.0 |
| Equities | ... | 60.0 | 55.0 |
| Real estate | ... | ... | 7.0 |
| Hedge funds | ... | ... | 7.5 |
| Private equity | ... | ... | 7.5 |
| Currency Composition | | | |
| U.S. dollar | 59.0 | 31.8 | 38.0 |
| Euro | 29.7 | 35.0 | 13.9 |
| Pound | 5.8 | 13.6 | 13.9 |
| Yen | 3.0 | 6.9 | 10.2 |
| Other | 2.4 | 12.7 | 24.0 |

Source: Research Department, IMF.

1/ Aggregate data. COFER is an IMF database that maintains data on the currency composition of official foreign exchange reserves.

2/ At present, Norway's investments are invested in 40 percent equity and 60 percent bonds. However, the parliament has approved a change of the investment strategy to 60 percent equity and 40 percent fixed income.

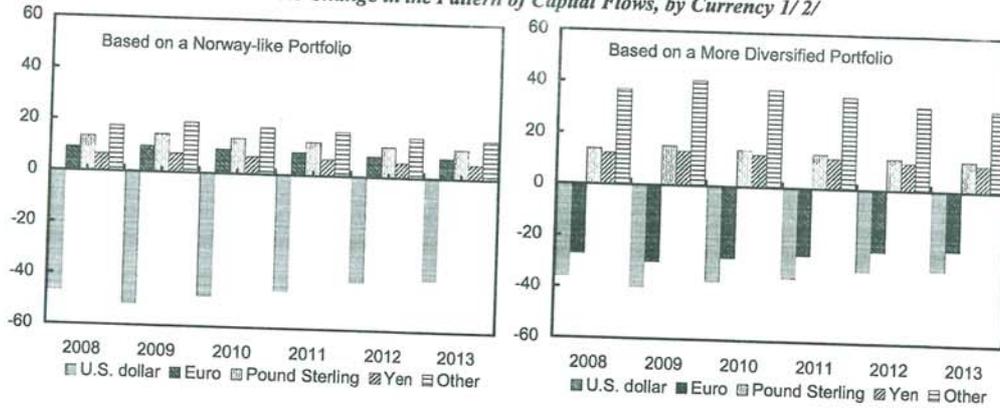
- To quantify the implications of these potential changes in the pattern of capital flows on interest rates and exchange rates, simulations were undertaken using the IMF's GIMF5 model.³² The results focus on the effects for the United States (Annex 1, Figure 1). They point to a 10–20 bp increase in U.S. real interest rates and a 2–5 percent depreciation of the U.S. dollar. The U.S. current account deficit could improve by $\frac{1}{4}$ – $\frac{1}{2}$ percentage point of GDP—a consequence of a higher country risk premium driven by lower demand for U.S. assets. In the rest of the world, higher capital inflows would lead to lower real interest rates (and thus a larger interest rate differential with the United States) and more appreciated currencies (in real effective terms)—and domestic demand would be boosted. However, inflation in Asia would increase as a result of its continued reliance on a currency peg to the dollar.

³² Simulations were performed on a five-region version of the Global Integrated Monetary Fiscal Model (GIMF5). GIMF5 is an extended version of the Kumhof and Laxton model and includes separate models for the United States, the Euro area, Japan, emerging Asia, and “remaining countries.” See Kumhof and Laxton, “A Party Without a Hangover? On the Effects of U.S. Fiscal Deficits,” IMF WP 07/202 (August 2007), www.imf.org.

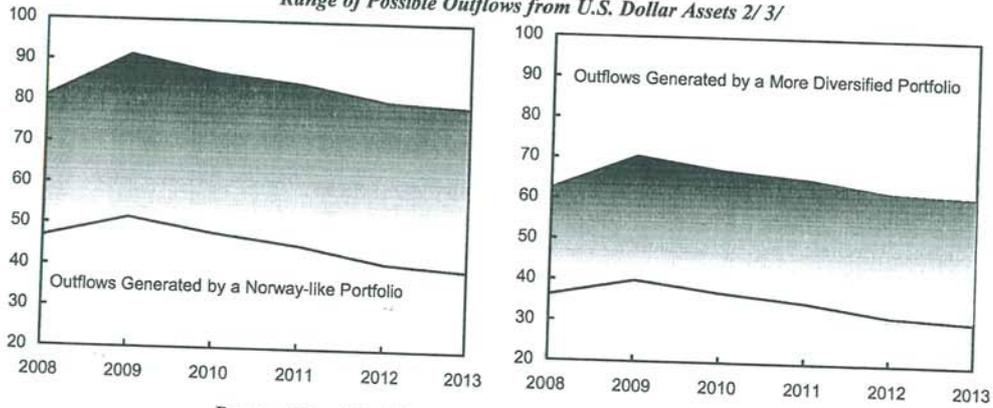
- While the model estimates do not suggest a disorderly depreciation of the U.S. dollar, or a disorderly unwinding of global imbalances, they do not take into account possible second round effects as other investors react to the change in the behavior of SWFs. Overall, the results suggest that the more difficult financing of the U.S. current account deficit would move the U.S. current account further in the right direction and help alleviate the overvaluation of the dollar. Without adjustment on the part of the surplus countries, the model predicts that current account deficits will appear in other regions—most notably Europe.

Annex I. Figure I. Simulation Results
(In billions of U.S. dollars, unless otherwise indicated)

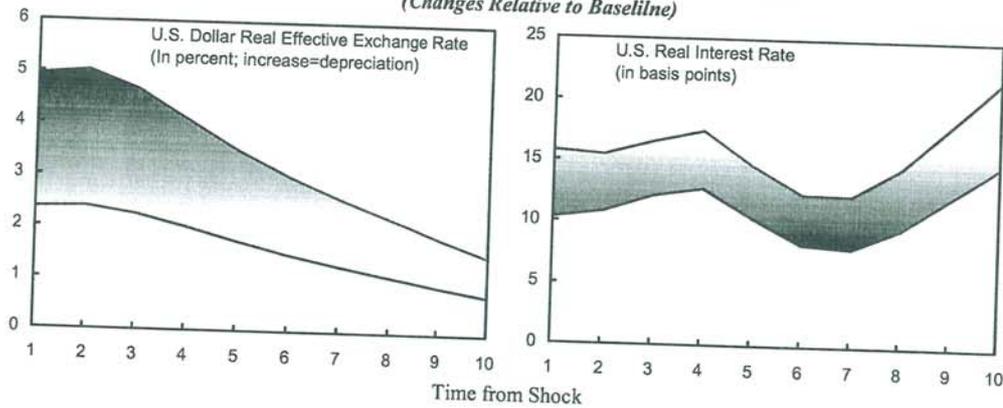
Possible Change in the Pattern of Capital Flows, by Currency 1/ 2/



Range of Possible Outflows from U.S. Dollar Assets 2/ 3/



Range of Possible Effects on U.S. Exchange and Interest Rates 2/ 3/
(Changes Relative to Baseline)



Sources: World Economic Outlook; and Fund staff estimates.

1/ Based on assumption that 25 percent of available foreign currency flows to countries setting up new SWFs are placed with the SWF and invested in foreign assets.

2/ Includes China, Korea, Russia (National Welfare Fund only), and Saudi Arabia. This list aims to capture SWFs that are likely to change their investment behavior going forward.

3/ Lower bound of range is based on an assumption that 25 percent of available foreign exchange for countries listed in footnote 2 is placed with the SWF and invested in foreign assets. Upper bound assumes 50 percent.

5. In the absence of reliable information both on assets under management and of the asset allocation strategy for several of the large SWFs, a separate exercise—using a gravity model—was also carried out to assess the geographic distribution of SWF assets. The exercise was conducted for Norway and Temasek (Singapore)—two SWFs for which data are available.

- The results of the gravity model reinforce the result that the geographic diversification of sovereign asset holdings may increase with the shift from reserve holdings to assets under the management of SWFs.³³ In particular, using the model to estimate the portfolio choices of existing SWFs shows that the United States and other advanced economies would likely receive lower inflows if assets are held by SWFs rather than as reserves. The model does a reasonably good job of predicting the pattern of investment for Norway, but does a poorer job for Temasek, which invests heavily in Asia (Annex I, Table 2; see Section III for details on the methodology).

Annex 1. Table 2. Gravity Model Estimates versus Actual Portfolio Allocations
(In percent)

| | Equity | | Debt | |
|-------------------------|---------|--------|---------|--------|
| | Gravity | Actual | Gravity | Actual |
| Norway 1/ | | | | |
| Asia and Pacific | 8 | 15 | 12 | 5 |
| Europe and Central Asia | 64 | 50 | 60 | 61 |
| Latin America/Caribbean | 1 | 2 | 1 | 0 |
| Africa and Middle East | 2 | 1 | 0 | 0 |
| North America | 26 | 32 | 27 | 35 |
| Temasek 2/ 3/ | | | | |
| Asia 4/ | 46 | 65 | ... | ... |
| OECD 5/ | 51 | 32 | ... | ... |
| Other | 3 | 3 | ... | ... |

Source: Research Department, IMF.
 1/ Actual portfolio as of September 2007.
 2/ Actual portfolio as of March 2007. Excludes investments in Singaporean assets.
 3/ Temasek provides only broad geographic groupings for its portfolio allocation.
 4/ Excludes Australia, Japan, and New Zealand. Includes Korea.
 5/ Excludes Korea. Includes Australia, Japan, and New Zealand.

6. In sum, the above analysis indicates that it is important for the Fund to monitor the behavior of investments by SWFs, with a view to assessing changes in capital flows to countries and the asset prices, all of which could have implications for financial stability.

B. Methodology for the Capital Flows Simulations

7. **Assumptions.** The analysis pertains only to newly available foreign exchange flows; the allocation of existing stocks of foreign exchange assets is assumed unchanged. It is assumed that all new flows into SWFs are invested abroad. The new flows are calculated as the sum of each country's current account balance and net private capital flows, based on WEO projections for 2008–13. For countries that are in the process of setting up SWFs, and for which projections do not yet distinguish between reserve accumulation of asset accumulation in SWFs, new flows are calculated as the sum of the current account balance and net private capital flows. For these cases, it is assumed that 25–50 percent of all new funds flow to the SWF, with the 25 percent assumption forming the lower bound of the range estimates and the 50 percent assumption forming the upper bound.

³³ The gravity model uses data from the Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) to predict investment patterns by broad geographic regions.

8. **Stylized Portfolios.** For the simulations reported in this work program, the focus is countries that are in the process of setting up SWFs, and which are most likely to be changing their investment behavior. At this preliminary stage of analysis, we are attempting to ascertain what would happen to global capital flows if countries shifted out of reserve holdings into more diversified portfolios. Two stylized, diversified portfolios are calibrated, and compared with a stylized portfolio of reserve assets (see Annex I, Table 1 above):

- The first stylized portfolio mimics that of Norway, with its objective to move to an allocation of 60 percent of assets invested in equities and 40 percent in bonds. The current currency composition of Norway's assets under management is used.
- The second portfolio is an attempt to reproduce a portfolio of a diversified well-established SWF. No hard data are available on asset allocation, but the stylized portfolio is based on information on asset allocation and currency composition provided in market analysis.³⁴ Assumptions are made for some asset classes.
- Using aggregate COFER data, we derive a stylized reserves portfolio, where it is simplistically assumed that assets are allocated exclusively to government bonds according to the COFER currency composition.³⁵

9. **Capital Flow Simulations.** Using the three portfolios above, we simulate how these future flows into SWFs might be allocated (by currency) under each of the portfolios. We also simulate future flows into government bonds for the three portfolios. The capital flows generated by the two stylized SWF portfolios are compared with capital flows under a scenario where these assets are retained as reserves.

10. The result of these simulations is a set of "differences" in capital flows between each of the stylized SWF portfolios and the reserve portfolio. These differences can be interpreted as possible changes in the pattern of capital flows if the newly established SWFs do indeed shift from holding reserve assets to holding more diversified portfolios.

C. Methodology for the Gravity Model

11. **Data sources:** Equity and debt holdings are from the IMF's *Coordinated Portfolio Investment Survey*, bank loans from the BIS, FDI from the OECD, and trade from the IMF's *Direction of Trade Statistics*. Capital controls data are constructed by Fund staff based on the IMF's *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. All dependent variables in natural logarithms, and measured in end-of-year 2004 U.S. dollars.

³⁴ See, for example, "ADIA Unveils its Secrets," *Euromoney* (April 2006), Vol. 37, Issue 444.

³⁵ COFER is an IMF database that keeps end-of-period quarterly data on the currency composition of official foreign exchange reserves.

12. **Estimation:** The gravity estimation of country *i*'s private holdings of debt, equity, or FDI in country *j* is:

$$\log(\text{Holding}_{ij}) = b_{\text{dist}} \cdot \log(\text{dist}_{ij}) + b_{\text{border}} \cdot \text{border}_{ij} + b_{\text{comlang}} \cdot \text{comlang}_{ij} + X_{ij}b + u_i + u_j + e_{ij} \quad (1)$$

where *dist_{ij}* is the geographic distance between countries *i* and *j*, and *border* is a dummy variable which indicates whether countries *i* and *j* have a common border. *Comlang* is a dummy variable which indicates whether countries *i* and *j* share a common language. *X_{ij}* contains common colonial history, common legal origin, three dummy variables indicating whether (1) only country *i* has no capital controls, (2) only country *j* has no capital controls, and (3) whether both countries have no capital controls. *u_i* and *u_j* are country-specific fixed effects.³⁶

Estimated betas from gravity model

| <u>Equity</u> | <u>Debt</u> | <u>FDI</u> |
|--------------------|--------------------|--------------------|
| b_dist=-.7649499 | b_dist=-.8023374 | b_dist=-1.286229 |
| b_contig=.6357502 | b_contig=.1403246 | b_contig=.6324757 |
| b_comlang=.4907374 | b_comlang=.2249871 | b_comlang=.5407307 |

Prediction of gravity for individual country i using equation (1)

- Take the estimated coefficients for distance, contiguity (contig) and common language and plug into (1). This gives a predicted value of log(Holding_{ij}) conditional on these three variables. Note that we do use other X variables given that they are not as relevant to exercise (e.g., colonial heritage), and data limitations.
- Convert log holdings to a natural number and multiply by some economic mass variable for the recipient countries *j* (which would be captured by the fixed effect *u_j*). This economic mass variable can be stock market capitalization, bond market capitalization, or GDP.
- Aggregate final predicted capital holding variable by region and world and take ratio for equity, debt, and FDI. This gives numbers presented in Equity, Debt, and FDI gravity tables.

³⁶ Source and host country specific (fixed) effects are 0/1 time-invariant dummy variables (*u_i* and *u_j* in the regression) that control for all variables that vary at the individual country-level (such as market size, quality of domestic institutions, financial development, etc.). These fixed effects do not control for variation at the country-pair level. For this reason, variables (such as distance and similarity of institutional arrangements) are included separately in the regression to account for this latter "bilateral" variation.

Annex II. Selected Definitions of SWFs

1. OECD: November 2007 in international investment of sovereign wealth funds:
 “Government-owned investment vehicles that are funded by foreign exchange assets.”
2. Investopedia—Internet site for Forbes Media: December 2007
 “Pools of money derived from a country’s reserves, which are set aside for investment purposes to benefit the country’s economy and citizens. The funding for SWFs comes from central bank reserves that accumulate as a result of budget and trade surpluses, and even from revenue generated from the exports of natural resources.”
3. Edwin M. Truman—before the U.S. House Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, November 2007
 “Separate pools of international assets owned and managed by governments to achieve a variety of economic and financial objectives. They sometimes hold domestic assets as well.”
4. Deutsche Bank, September 2007
 “Sovereign wealth funds—or state investment funds—are financial vehicles owned by states which hold, manage, or administer public funds and invest them in a wider range of assets of various kinds. Their funds are mainly derived from excess liquidity in the public sector stemming from government fiscal surpluses or from official reserves at central banks.”
5. U.S. Treasury, June 2007
 “There is no single universally accepted definition of an SWF. [In this paper,] the term “SWF” means a government investment vehicle which is funded by foreign exchange assets, and which manages those assets separately from the official reserves of the monetary authorities.”
6. BPM6: March draft following world-wide consultation
 “Some governments create special-purpose government funds, usually called sovereign wealth funds, to hold assets of the economy for long-term objectives. The funds to be invested commonly arise from commodity sales, the proceeds of privatizations, and/or the accumulation of foreign financial assets by the authorities.”
7. McKinsey Global Institute, October 2007
 “Sovereign wealth funds are usually funded by the nation’s central bank reserves and have the objective of maximizing financial returns within certain risk boundaries.” McKinsey contrast these funds with government holding corporations such as Temasek (Singapore) and Khazanah (Malaysia).

8. Morgan Stanley, October 2007

“An SWF needs to have five ingredients: sovereign; high foreign currency exposure; no explicit liabilities; high-risk tolerance; and long-term investment horizon.”

Création d'un groupe de travail international sur les fonds souverains pour faciliter l'élaboration de principes applicables à titre facultatif

Communiqué de presse n° 08/97
le 1^{er} mai 2008

Le Groupe de travail international sur les fonds souverains a publié la déclaration suivante aujourd'hui à Washington :

Une réunion de représentants des fonds souverains s'est tenue au siège du FMI à Washington les 30 avril et 1^{er} mai 2008. Elle a permis un échange de vues utile entre fonds souverains, pays bénéficiaires et représentants de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et de la Commission européenne. Les participants se sont accordés à reconnaître que les fonds souverains investissent en fonction de considérations de risque économique et financier et de rendement. Le Groupe de travail international sur les fonds souverains (GTI) officiellement créé dans le cadre de cette réunion a été chargé de présenter, d'ici octobre 2008, un ensemble de principes rendant compte de façon satisfaisante des pratiques et objectifs de placement des fonds souverains.

Le GTI regroupe les représentants de 25 pays membres du FMI¹, sous la coprésidence d'un haut représentant de l'Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) et du directeur du Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI, qui ont été désignés par les fonds souverains participants.

L'objectif du GTI est de parvenir un accord sur une série de principes que les fonds souverains pourront appliquer s'ils le souhaitent, en s'inspirant pour cela des principes et pratiques en vigueur, afin d'aider à maintenir la libre circulation des investissements transfrontières ainsi que l'ouverture et la stabilité des systèmes financiers. La création du GTI répond également aux appels lancés par le Comité monétaire et financier international (CMFI) en octobre 2007 et avril 2008.

Le GTI tiendra des réunions de travail de haut niveau dans les mois à venir. Il offrira aux fonds souverains la possibilité de donner et de recevoir des informations, et s'efforcera de favoriser une bonne entente entre ses membres et les autres parties prenantes.

Le FMI aidera le GTI dans cette entreprise en assurant son secrétariat afin de faciliter les discussions et les réunions du groupe.

¹ Les pays membres du GTI sont l'Arabie saoudite, l'Australie, l'Azerbaïdjan, Bahreïn, le Botswana, le Canada, le Chili, la Chine, la Corée, les Émirats arabes unis, les États-Unis, la République islamique d'Iran, l'Irlande, le Kazakhstan, le Koweït, la Libye, le Mexique, la Norvège, la Nouvelle Zélande, le Qatar, la Russie, Singapour, le Timor Oriental, Trinité & Tobago et le Vietnam. L'Arabie saoudite, la Banque mondiale et l'OCDE y participeront à titre d'observateurs permanents.

DÉPARTEMENT DES RELATIONS EXTÉRIEURES DU FMI

Relations publiques

Téléphone: 202-623-7300

Télécopie: 202-623-6278

Relations avec les médias

Téléphone: 202-623-7100

Télécopie: 202-623-6772

ANNEXE 6

**RAPPORT DE L'OCDE ET LETTRE DU SECRETAIRE GENERAL
AUX MINISTRES**



FONDS SOUVERAINS ET POLITIQUES DES PAYS D'ACCUEIL

Messieurs les Ministres, Madame le Ministre,

J'ai le plaisir de vous présenter le rapport du Comité de l'investissement de l'OCDE sur les « Fonds souverains et les politiques des pays d'accueil ». Ce document a été établi à la suite de la demande formulée à l'automne dernier par les ministres des Finances des pays du G-7 et d'autres pays de l'OCDE qui souhaitent que l'Organisation formule des conseils sur la politique des pays d'accueil face aux investissements réalisés par ces fonds. L'OCDE a répondu à cette demande dans le cadre d'un projet en cours sur la Liberté d'investissement et la Sécurité nationale qui avait été lancé en réaction à une montée du protectionnisme dans le domaine de l'investissement et dans le souci de maintenir l'ouverture des marchés.

Ce rapport est le fruit du travail des trente pays de l'OCDE, de quatorze économies non Membres associées au projet et de la Commission européenne. Il s'est appuyé sur des consultations avec les fonds souverains et les partenaires des milieux d'affaires et des organisations syndicales. Je pense que ce processus nous permet déjà de faire bien mieux comprendre les problèmes posés aux pays d'accueil et je suis certain qu'il facilitera aussi les travaux en cours dans le cadre du FMI en vue de définir des pratiques exemplaires à l'intention des fonds souverains.

Nos observations et conclusions montrent que ces fonds présentent des avantages pour les pays d'origine et d'accueil et que les instruments existants de l'OCDE en matière d'investissement sont tout à fait adaptés à la formulation de conseils à l'intention des pays destinataires d'investissements des fonds souverains. Ces instruments appellent à un traitement équitable des investisseurs. Ils engagent les pays adhérents à respecter les principes de transparence, de non-discrimination, de libéralisation et de statu quo, et à intégrer ce traitement équitable dans leur politique de l'investissement. Ils prévoient en outre que l'observation de ces engagements par les pays adhérents fera l'objet d'« examens par les pairs ».

Les instruments de l'OCDE en matière d'investissement reconnaissent par ailleurs le droit des pays à prendre des mesures pour protéger leur sécurité nationale. Les pays d'accueil peuvent en effet se demander si les objectifs des investissements des fonds souverains sont d'ordre commercial ou s'ils sont motivés par des considérations politiques, de défense nationale ou de politique étrangère. Dans le rapport de l'OCDE, les participants au projet sur la Liberté d'investissement conviennent que les pays d'accueil doivent user avec modération de la clause de sécurité nationale des instruments de l'OCDE en matière d'investissement. Ils se sont mis d'accord sur un certain nombre de principes essentiels – transparence et prévisibilité, proportionnalité et responsabilité – qui doivent guider les pouvoirs publics lorsqu'ils élaborent et appliquent des mesures relatives à l'investissement visant à répondre à des préoccupations de sécurité nationale. Ces principes doivent aussi prévaloir pour les investissements des fonds souverains.

Texte de la lettre transmettant le rapport du Comité de l'investissement aux ministres des Finances des pays du G-7.



En observant des normes exigeantes et en communiquant des informations adéquates et d'actualité, les fonds souverains faciliteront les efforts des pays d'accueil pour respecter leurs engagements vis-à-vis de l'OCDE et les recommandations de l'Organisation tendant à préserver l'ouverture des marchés tout en protégeant la sécurité nationale. Les conclusions du FMI sur les pratiques exemplaires à l'intention des fonds souverains seront bienvenues à cet égard.

L'OCDE poursuivra ses travaux sur la façon dont les pouvoirs publics peuvent respecter leur engagement en faveur de politiques d'ouverture en matière d'investissement international – y compris pour les fonds souverains – tout en protégeant les intérêts essentiels de leur sécurité nationale. Le dispositif qui en résultera favorisera les situations mutuellement avantageuses dans lesquelles les fonds souverains bénéficieront d'un traitement équitable sur les marchés des pays d'accueil tandis que ces pays pourront résister en toute confiance aux pressions protectionnistes. À cet effet, l'esprit de coopération qui a caractérisé les discussions qui se sont déroulées jusqu'ici continuera d'inspirer les consultations et le dialogue entre les pays d'origine et d'accueil et entre le FMI et l'OCDE.

Nous présenterons les résultats de nos travaux lors de la réunion ministérielle de l'OCDE les 4 et 5 juin prochains. Le rapport final du projet sur la Liberté d'investissement sera publié au printemps 2009.

Nous attendons avec intérêt de poursuivre nos travaux avec vous sur ce très important projet.

Veillez agréer les assurances de ma haute considération.

Angel Gurría
Secrétaire général de l'OCDE



FONDS SOUVERAINS ET POLITIQUES DES PAYS D'ACCUEIL

Rapport du Comité de l'investissement

Depuis quelques années, des transformations profondes intervenues au niveau de la sécurité nationale et de l'économie internationale ont conduit de nombreux pays membres et non membres de l'OCDE à réévaluer leurs politiques d'investissement. La montée en puissance des fonds souverains issus d'un large éventail de pays d'origine constitue un élément majeur de la mutation de l'économie mondiale.

Le mandat de l'OCDE

Depuis sa création, l'OCDE soutient résolument la libre circulation des capitaux et leurs avantages à long terme. L'OCDE est le principal forum international pour l'analyse des politiques et l'élaboration d'orientations sur les bonnes pratiques en matière d'investissement. Ces orientations prennent parfois la forme d'instruments d'investissement endossés par les États, faisant autorité et juridiquement contraignants.

C'est pourquoi les ministres des Finances du G7 et les autres membres de l'OCDE ont demandé à l'Organisation d'élaborer des orientations concernant les politiques des pays d'accueil à l'égard des investissements des fonds souverains. Les travaux correspondants ont été engagés dans le cadre du projet du Comité de l'investissement sur la « liberté d'investissement, la sécurité nationale et les secteurs 'stratégiques' », avec la participation de pays non membres de l'OCDE. Ce projet est indépendant mais complète les efforts actuellement déployés par le Fonds monétaire international (FMI) pour mettre au point des pratiques exemplaires volontaires pour les fonds souverains.

Ce rapport a été adopté by le Comité de l'investissement de l'OCDE le 4 avril 2008. Les pays non membres qui participent au projet sur la « liberté d'investissement » incluent : les 10 pays non membres adhérents à la Déclaration de l'OCDE sur l'investissement international et les entreprises multinationales (Argentine, Brésil, Chili, Égypte, Estonie, Israël, Lettonie, Lituanie, Roumanie et Slovaquie). En outre, la Russie a assisté à tous les débats, et d'autres pays (Afrique du Sud, Chine, Inde et Indonésie) ont assisté à un ou plusieurs d'entre eux. Par ailleurs, le 31 mars 2008, l'OCDE et la « place financière » de Londres ont organisé conjointement une conférence qui a permis aux fonds souverains de s'associer aux travaux de l'OCDE.

La présente note explique le contexte général de ces travaux, rend compte des résultats préliminaires et présente les prochaines étapes.

Les fonds souverains procurent des avantages au pays d'origine comme au pays d'accueil

L'augmentation rapide du nombre et de la taille des fonds souverains reflète la croissance des avoirs en devises qui proviennent principalement des gains sur les marchés des matières premières ou de l'intervention sur le marché des changes. Les recettes budgétaires sont également importantes dans certains cas. Les fonds souverains représentent les efforts des propriétaires de ces actifs pour les gérer d'une façon plus proactive et sophistiquée.

Les fonds souverains offrent de nombreux avantages. Récemment, l'injection de capitaux par des fonds souverains dans plusieurs institutions financières de la zone OCDE a eu un effet stabilisateur car elle est intervenue à un moment critique, lorsque les investisseurs prêts à prendre des risques se faisaient rares et que le pessimisme régnait sur les marchés. Ils contribuent à recycler l'épargne à l'échelle internationale et sont généralement des investisseurs stables sur la durée. Ils participent au développement économique de leur pays d'origine ; par exemple, ils protègent leur économie de la volatilité sur les marchés des matières premières, améliorent l'arbitrage entre le risque et le rendement des portefeuilles contrôlés par l'État, et peuvent renforcer les capacités de gestion financière et budgétaire. Dans les pays d'accueil, les fonds souverains peuvent procurer les avantages généralement rattachés à l'investissement étranger, notamment stimuler l'activité des entreprises et créer des emplois. L'OCDE, qui compte parmi les principaux défenseurs d'un régime d'investissement ouvert, se félicite de ces avantages pour les pays d'origine et d'accueil.



Les principes existants de l'OCDE exigent un traitement équitable des fonds souverains

Mais comme c'est souvent le cas lorsque de nouveaux acteurs apparaissent sur la scène financière internationale, il convient de s'y intéresser de plus près. Le rôle croissant des fonds souverains soulève des questions relatives au bon fonctionnement des marchés financiers et des interrogations quant aux politiques d'investissement, en suscitant des préoccupations légitimes dans les pays d'accueil soucieux de protéger leur sécurité nationale. Le dialogue intergouverne-

mental améliorera la compréhension et permettra d'élaborer des stratégies en pleine connaissance de cause, contribuant à éviter les réactions protectionnistes qui risquent de freiner la croissance et le développement. Par ce dialogue, les fonds souverains et les gouvernements des pays d'accueil pourront concevoir et mettre en œuvre des stratégies propres à renforcer la franchise et la confiance mutuelle.

Les instruments existants de l'OCDE pour l'investissement contiennent d'ores et déjà des principes fondamentaux utiles pour orienter les actions des pays d'accueil. En adhérant aux instruments de l'OCDE pour l'investissement, les membres de l'OCDE et d'autres gouvernements adhérents se sont engagés en faveur des règles de transparence, de

Encadré 1. L'Acquis de l'OCDE – Principes établis en matière d'investissement

Les principaux instruments de l'OCDE pour l'investissement sont le Code de l'OCDE de la libération des mouvements de capitaux adopté en 1961 et la Déclaration de 1976 sur l'investissement international et les entreprises multinationales, dans sa version révisée en 2000. Ces textes prévoient des procédures de notification et de surveillance multilatérale, sous la supervision générale du Conseil de l'OCDE, afin de garantir leur respect. Ces instruments comportent les principes suivants:

- *Non discrimination.* Les investisseurs étrangers ne doivent pas être soumis à un régime moins favorable que les investisseurs nationaux dans les mêmes circonstances. Bien que les instruments de l'OCDE protègent directement la liberté d'investissement des fonds souverains établis dans les pays membres, ils obligent également les membres à tout faire pour étendre les avantages de la libération à tous les membres du Fonds monétaire international. En pratique, l'expérience a montré que les gouvernements des pays de l'OCDE adoptent presque toujours des mesures de libération sans opérer de discrimination à l'égard des pays non membres : les investisseurs de ces pays bénéficient des mêmes avantages de liberté d'accès au marché que les résidents de pays membres de l'OCDE. Toute discrimination flagrante envers des investisseurs non établis dans la zone OCDE reviendrait à s'écarter considérablement de la tradition de l'OCDE.
- *Transparence.* Les informations sur les restrictions à l'investissement étranger doivent être complètes et accessibles à tous.
- *Libération progressive.* Les membres s'engagent à supprimer progressivement les restrictions à la libre circulation des capitaux dans leurs pays.
- *Statu quo.* Les membres s'engagent à ne pas mettre en place de nouvelles restrictions.
- *Libération unilatérale.* Les membres s'engagent également à faire bénéficier tous les autres membres des mesures de libération qu'ils prennent et à ne pas les conditionner à celles engagées par d'autres pays. La non-réciprocité est un principe important pour l'OCDE. Les instruments de l'OCDE sont basés sur la conviction que la libération profite à tous, et notamment au pays qui en est à l'origine.



non-discrimination et de libération, qui sont résumées dans l'encadré 1. Ces instruments : 1) expriment l'adhésion commune au principe d'équité de traitement des investisseurs étrangers, fonds souverains compris ; 2) engagent les gouvernements adhérents à inscrire l'équité de traitement dans leurs politiques d'investissement ; et 3) prévoient un « examen par des pairs » du respect de ces engagements par les gouvernements.

La sécurité nationale est une préoccupation légitime mais ne doit pas servir de prétexte à des politiques protectionnistes

Les instruments de l'OCDE pour l'investissement reconnaissent le droit des pays membres de prendre les mesures qu'ils jugent nécessaires à la protection de leur sécurité nationale (Article 3, Ordre et sécurité publics, des Codes de l'OCDE de la libération des mouvements de capitaux et des opérations invisibles courantes).

Les investissements contrôlés par des États étrangers, tels que les fonds souverains, peuvent susciter des inquiétudes quant aux objectifs poursuivis par l'investisseur et sur le fait de savoir s'ils sont motivés par des objectifs commerciaux ou par des considérations politiques ou tenant à la politique étrangère. Ils peuvent susciter la crainte qu'un gouvernement étranger accède à des technologies de défense ou les contrôle – par exemple, le risque que de tels investissements ne constituent pour le pays en question un moyen d'acquérir à des fins militaires des technologies à double usage ou de priver le pays d'accueil de la technologie ou d'autres actifs essentiels à sa défense nationale, ou d'aider les agences de renseignement d'un pays étranger hostile au pays d'accueil.

Toutefois, les membres de l'OCDE ont admis que la clause relative à la sécurité nationale contenue dans les instruments de l'OCDE pour les investissements devait être appliquée avec retenue et ne devait pas être invoquée afin de se soustraire à leur engagement pour des politiques d'investissement ouvertes.

Les mesures de protection de la sécurité doivent être aussi ouvertes que possible

Depuis 2006, les pays membres et non membres de l'OCDE débattent des moyens de sauvegarder leur intérêt légitime de sécurité nationale tout en préservant et en renforçant l'ouverture du système d'investissement international. Ces débats se tiennent dans le cadre du projet du Comité de l'investissement de l'OCDE sur la « liberté d'investissement, la sécurité nationale et les secteurs 'stratégiques' », par le biais d'une série de discussions organisées lors des réunions ordinaires du Comité de l'investissement. Les stratégies des pays d'accueil à l'égard des fonds souverains et les pratiques exemplaires en la matière sont abordées à l'occasion de cet examen plus général.

L'examen des stratégies menées par les pays participants et les analyses et discussions correspondantes ont montré que la plupart des pays appliquent une ou plusieurs mesures visant l'investissement afin de sauvegarder leur sécurité nationale. Toutefois, rares sont ceux qui ont défini une stratégie explicite ciblant les investisseurs contrôlés par des États étrangers, comme les fonds souverains. Quatre membres sur trente ont des législations qui restreignent l'investissement sous contrôle étranger. Un membre inscrit le contrôle par un État étranger au nombre des critères relevant de l'intérêt général appliqués pour examiner les fusions, conformément à sa législation sur la concurrence. Deux autres mentionnent explicitement que ce contrôle est un facteur à prendre en considération dans leur processus d'examen des investissements. Plusieurs membres ont mis en place des processus d'examen des investissements qui, en raison de leur champ d'application très large, peuvent inclure comme critère l'existence d'un contrôle par un État étranger, même s'il n'est pas défini de manière explicite.

Les participants au projet se sont accordés sur un certain nombre de principes fondamentaux qui doivent orienter les pouvoirs publics lorsqu'ils conçoivent et mettent en œuvre des mesures visant à sauvegarder leur sécurité nationale dans le contexte de



Encadré 2. Principes orientant la politique d'investissement issu du projet sur la liberté d'investissement

Les participants se sont accordés sur les orientations suivantes pour la politique d'investissement afin de préserver la sécurité nationale :

Non-discrimination – les pouvoirs publics doivent suivre le principe de non-discrimination. D'une manière générale, les pouvoirs publics doivent recourir à des mesures d'application large qui réservent un traitement similaire aux investisseurs dans des circonstances similaires. Lorsque ces mesures sont jugées inaptes à protéger la sécurité nationale, les mesures spécifiques prises pour tel ou tel investissement doivent être conçues en fonction des particularités de l'investissement qui constitue un risque pour la sécurité nationale.

Transparence/prévisibilité – il est certes dans l'intérêt des investisseurs et des gouvernants d'assurer la confidentialité des informations sensibles, mais les objectifs et les pratiques réglementaires doivent être aussi transparents que possible afin d'améliorer la prévisibilité des résultats.

- *Codification et publication.* La législation et les textes d'application doivent être codifiés et portés à la connaissance du public sous une forme appropriée (ex. dans un registre public ou sur l'Internet). En particulier, les critères d'évaluation utilisés dans les examens doivent être connus du public.
- *Notification préalable.* Les pouvoirs publics doivent prendre des mesures pour informer les parties concernées de tout projet de modification des politiques d'investissement.
- *Consultation.* Les pouvoirs publics doivent solliciter les points de vue des parties concernées lorsqu'ils envisagent de réviser leurs politiques d'investissement.
- *Équité et prévisibilité des procédures.* L'examen des procédures relatives aux investissements étrangers doit être assorti de délais stricts. Les informations commercialement sensibles fournies par l'investisseur doivent être protégées. Dans la mesure du possible, il convient d'envisager des règles prévoyant l'approbation des transactions si aucune action n'est engagée dans un délai spécifique pour les restreindre ou les conditionner.
- *Divulgaration des actions menées dans le cadre de la politique d'investissement.* C'est la première étape pour assurer la responsabilité. Les pouvoirs publics doivent veiller à faire dûment connaître les actions qu'ils engagent au titre de la politique d'investissement (ex. par des communiqués de presse, des rapports annuels ou des rapports au Parlement), tout en protégeant les informations classifiées et commercialement sensibles.

Proportionnalité des réglementations – les restrictions à l'investissement ou les conditions rattachées à une transaction ne doivent pas être plus sévères que nécessaire pour protéger la sécurité nationale, et doivent être évitées si d'autres mesures existantes sont appropriées pour répondre à une préoccupation de sécurité nationale.

- *Les préoccupations essentielles liées à la sécurité relèvent de l'autodétermination.* Les instruments de l'OCDE pour l'investissement reconnaissent que chaque pays est fondé à déterminer les mesures nécessaires à la protection de sa sécurité nationale. Ce choix doit s'opérer en utilisant des techniques d'évaluation des risques rigoureuses et qui tiennent compte des circonstances, des institutions, des ressources et des ressources propres au pays. La relation entre les restrictions à l'investissement et les risques identifiés pour la sécurité nationale doit être claire.
- *Ciblage précis.* Les restrictions à l'investissement doivent cibler directement les préoccupations liées à la sécurité nationale.
- *Expertise adéquate.* La conception des mesures de restriction de l'investissement motivées par des impératifs de sécurité doit bénéficier d'une expertise adéquate en matière de sécurité nationale et de l'expertise requise pour mettre en balance les répercussions des actions et les avantages d'une politique de l'investissement ouverte et appréhender l'impact des restrictions.
- *Réponses adaptées.* Si elles sont appliquées, les mesures de restriction doivent être adaptées aux risques spécifiques posés par les projets d'investissement. Cela implique de prévoir des mesures (notamment des accords d'atténuation des risques) qui prennent en compte les préoccupations de sécurité, sans pour autant bloquer totalement les investissements.
- *Dernier ressort.* Les mesures éventuelles de restriction de l'investissement doivent être prises en dernier ressort, lorsqu'aucune autre action (ex. délivrance de licences dans un secteur, politique de la concurrence, réglementation des marchés financiers) ne peut être engagée pour remédier aux préoccupations en matière de sécurité.

Rendre des comptes – Pour que la responsabilité des autorités chargées de l'application soit effective, il convient d'envisager des procédures de supervision parlementaire, un contrôle juridictionnel, des évaluations périodiques d'impact et l'obligation que les décisions de blocage d'un investissement soient prises à un échelon hiérarchique élevé. L'examen du principe de "rendre des comptes" au titre du projet sur la liberté d'investissement aura lieu à la fin de l'année 2008.



l'investissement étranger. Ces principes sont la transparence et la prévisibilité, la proportionnalité et la responsabilité. Les participants estiment que ces principes sont tout aussi pertinents pour répondre aux préoccupations de sécurité nationale que soulève l'investissement des fonds souverains. L'encadré 2 décrit ces principes et formule des orientations préliminaires basées sur les discussions qui se sont déroulés à ce jour.

Le projet comporte un processus d'examen régulier par des pairs, dans lequel les pays signalent les mesures prises ou envisagées et reçoivent des commentaires de leurs pairs à la lumière des principes de transparence/prévisibilité, proportionnalité et responsabilité, et des engagements pris par les membres de l'OCDE au titre de ses instruments pour l'investissement. Le processus a montré que six membres de l'OCDE ont pris de nouvelles mesures et que ces mesures visaient à codifier ou à clarifier les législations existantes. Dans le cadre de son programme de travail, le Comité continuera à suivre les développements à cet égard.

Les investisseurs et les pays d'origine peuvent apaiser les inquiétudes grâce à la transparence

Bien que les travaux de l'OCDE ciblent les actions menées par les pays d'accueil, le respect par les fonds souverains de normes élevées de transparence, gestion des risques, communication d'informations et responsabilité peut avoir une incidence sur l'environnement politique et stratégique dans les pays d'accueil. En particulier, le fait pour les investisseurs d'observer des normes rigoureuses devrait influencer positivement sur la façon dont les pays d'accueil mettent en œuvre les obligations et les recommandations de l'OCDE lorsqu'ils conçoivent et appliquent des politiques visant à protéger leur sécurité nationale tout en respectant leur engagement d'ouverture des marchés. La disponibilité par les fonds souverains d'informations suffisantes et en temps voulu, y compris sur les buts de leurs investissements, facilite cet objectif. Outre qu'il favorise la confiance des pays d'accueil, le respect de normes de gouvernance élevées par ces investisseurs améliorera leur gestion financière et, plus généralement,

l'efficacité avec laquelle ils satisfont à leurs responsabilités fiduciaires à l'égard des propriétaires et des actionnaires et répondent aux attentes des autres parties prenantes.

L'OCDE soutient également les travaux menés par le FMI sur les pratiques exemplaires applicables aux fonds souverains, attire l'attention sur les normes volontaires de l'OCDE en matière de gouvernement d'entreprise et de bonnes pratiques de gestion et souligne leur pertinence pour les travaux en cours du FMI. Ces normes incluent les Lignes directrices de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise des entreprises publiques, les Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales et les Lignes directrices de l'OCDE sur la gouvernance des fonds de pension. L'OCDE est impatiente de connaître les résultats des travaux du FMI et pourraient en tenir compte lors de l'examen des propositions de travaux futurs dans ce domaine au sein de l'OCDE.

Prochaines étapes

L'OCDE continuera de traiter cette problématique dans le cadre du projet sur la liberté d'investissement afin d'approfondir la réflexion sur la façon dont les États peuvent honorer leur engagement à long terme en faveur de politiques ouvertes pour l'investissement international – fonds souverains compris – tout en préservant leurs intérêts essentiels de sécurité.

Le programme de travail s'emploiera à éclaircir les pratiques exemplaires pour la mise en œuvre des trois principes directeurs, notamment le « rendu des comptes ». Des travaux supplémentaires pourraient être entrepris à la lumière des résultats des travaux du FMI.

Le cadre issu de ces travaux favorisera les situations avantageuses pour tous : les fonds souverains bénéficieront d'un traitement équitable sur les marchés du pays d'accueil et les pays d'accueil pourront résister en toute confiance aux pressions protectionnistes. À cette fin, l'esprit de coopération qui caractérisait les débats relatifs au projet sur la liberté d'investissement sera maintenu grâce à la concertation et au dialogue entre pays d'origine et pays d'accueil comme entre le FMI et l'OCDE.



Les discussions relatives au projet sur la liberté d'investissement, qui auront lieu trois fois par an, comprendront une session spéciale consacrée aux investisseurs contrôlés par l'État. Des rapports de synthèse sur ces discussions continueront d'être publiés. Un rapport final relatif au projet sur la liberté d'investissement, qui rassemblera toutes les conclusions de ces travaux, sera achevé d'ici le milieu de l'année 2009.

Les orientations formulées consisteront en un ensemble de pratiques exemplaires compatibles avec les instruments existants de l'OCDE et avec les principes de transparence et de prévisibilité, de proportionnalité et de responsabilité. Les recommandations pourraient également contenir des suggestions de révisions/clarifications d'instruments existants de l'OCDE.

PLUS D'INFORMATIONS

Ces documents sont disponibles sur le site web de l'OCDE www.oecd.org/daf/investissement :

Liberté d'investissement, sécurité nationale et secteurs « stratégiques ». Rapport d'étape du Comité de l'investissement, avril 2008

Sixième table ronde de l'OCDE sur la liberté d'investissement, la sécurité nationale et les secteurs 'stratégiques', 13 décembre 2007

Tour d'horizon des évolutions récentes, documents de l'OCDE « pour usage officiel » (octobre 2007, décembre 2007 et mars 2008)

Protection of 'critical infrastructure' and role of investment policies relating to national security, mai 2008

Transparency and predictability for investment policies addressing essential security interests: A survey of practices, avril 2008

Proportionality of measures: A survey of practices, mai 2008

Competition, International Investment and Energy Security, avril 2008

Consultations on Freedom of Investment, National Security and "Strategic" Industries: Submissions by BIAC www.biac.org and TUAC www.tuac.org

Identification of Ultimate Beneficial Ownership and Control of a Cross-Border Direct Investor, *Perspectives d'investissement international, OCDE, 2008 (à paraître)*

Liberté d'investissement, sécurité nationale et secteurs « stratégiques ». Rapport d'étape du Comité de l'investissement, *Perspectives d'investissement international, OCDE, 2007*

Economic and other impacts of foreign corporate takeovers in OECD countries, *Perspectives d'investissement international, OCDE, 2007*

Essential Security Interests under International Investment Law, *Perspectives d'investissement international, OCDE, 2007*

ANNEXE 7

**COMMUNICATION DE LA COMMISSION EUROPEENNE
27 FEVRIER 2008**



COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

Bruxelles, le 27.2.2008
COM(2008) 115 final

**COMMUNICATION DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN, AU
CONSEIL, AU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL EUROPÉEN ET AU COMITÉ
DES RÉGIONS**

Approche européenne commune en matière de fonds souverains

**COMMUNICATION DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN, AU
CONSEIL, AU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL EUROPÉEN ET AU COMITÉ
DES RÉGIONS**

Approche européenne commune en matière de fonds souverains

(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

I. INTRODUCTION

Les fonds souverains (FSv) sont généralement définis comme des instruments d'investissement publics, qui gèrent un portefeuille diversifié d'actifs financiers nationaux et internationaux. Ils ont été créés dans les années 1950, période où certains pays gros exportateurs de produits de base, en particulier les pays riches en pétrole, cherchaient un moyen d'investir les fonds provenant de leurs réserves de change. S'ils existent depuis plus de cinquante ans, ils ont connu au cours de la dernière décennie un véritable essor qui en fait une source d'investissement d'importance systémique. Bien qu'ils puissent constituer une source d'investissements et de liquidités lorsque les marchés sont sous pression, certains d'entre eux peuvent générer d'inquiétudes eu égard au risque que leurs investissements pourraient perturber le fonctionnement normal des économies de marché. Selon toutes les estimations, les FSv devraient continuer à croître rapidement, tant en nombre qu'en volume, amplifiant ainsi les possibilités qu'ils offrent mais accentuant également les préoccupations qu'ils suscitent.

Il n'est donc pas surprenant que leur montée en puissance ait attiré l'attention dans plusieurs pays développés et déclenché un débat au sein des enceintes internationales. Dans l'Union européenne, plusieurs États membres réfléchissent aux mesures qu'ils pourraient prendre pour faire face à ce phénomène.

L'Union européenne affirme de longue date son attachement au principe d'ouverture aux investissements et à la libre circulation des capitaux, qui représentent la clé du succès dans un système international de plus en plus mondialisé. Première puissance commerciale mondiale, première source et première destination des investissements étrangers directs, elle a tout à gagner d'un système économique mondial ouvert. Elle est déterminée à veiller à ce que ses marchés restent ouverts aux investissements¹.

Tant l'intérêt légitime des citoyens et des acteurs du marché en Europe que les avantages qu'un cadre stable présente pour les fonds souverains eux-mêmes attestent la nécessité de renforcer la transparence, la prévisibilité et la cohérence dans ce domaine. En sa qualité d'acteur mondial de premier plan, l'UE a tout au même temps la capacité et de bonnes raisons d'encourager l'adoption d'une stratégie commune de réponse aux défis posés par ces fonds et de faire entendre pleinement sa voix dans le débat en cours dans les enceintes économiques mondiales. Cette approche commune doit être considérée comme complémentaire des

¹ Cette position est développée en détail dans les communications «Une Europe compétitive dans une économie mondialisée», COM (2006) 567 du 4.10.2006, et «L'intérêt européen: réussir le défi de la mondialisation», COM(2007) 581 du 3.10.2007.

prérogatives dont jouissent les États membres en ce qui concerne l'application de leur législation nationale dans le respect du traité.

La présente communication aborde les questions que posent les FSv en tant que catégorie spécifique d'investissements transfrontaliers. Elle montre comment l'adoption d'une approche commune permet d'établir un juste équilibre entre la prise en compte des préoccupations suscitées par ces fonds et le maintien des avantages communs offerts par un environnement ouvert aux investissements.

II. INVESTISSEMENTS DES FONDS SOUVERAINS: DEFINIR LES ENJEUX ET TROUVER DES SOLUTIONS

2.1. Contexte: la montée en puissance des FSv dans le système financier international

Au cours des dix dernières années, les FSv ont connu une croissance rapide. Ils ne concernaient au départ qu'un nombre limité de pays. À l'heure actuelle, plus de trente pays disposent d'un tel fonds², vingt nouveaux FSv ayant été créés depuis l'an 2000. Les excédents affichés année après année par les pays producteurs de pétrole et les pays d'Asie leur ont permis d'accumuler des réserves bien supérieures au niveau nécessaire pour la gestion de leur taux de change. Certaines de ces réserves ont été placées dans des FSv. Les actifs gérés par ces fonds sont compris, selon les estimations, entre 1500 et 2500 milliards de dollars, ce qui correspond à près de la moitié des réserves officielles mondiales ou aux actifs cumulés de l'ensemble des fonds de pension et des fonds d'investissement privés. Ces fonds représentent ainsi une partie faible mais non négligeable de la capitalisation boursière mondiale, qui atteint 50 000 milliards de dollars. Même si les estimations diffèrent quant à leur volume futur, il est clair que cette tendance à la hausse se poursuivra³.

Ce qui distingue les FSv des autres instruments d'investissement, c'est qu'ils sont alimentés par des fonds publics. En règle générale, ils sont financés à partir des réserves de change accumulées dans les pays dont ils dépendent mais leur gestion est distincte de celle des réserves officielles. Les FSv adoptent habituellement une stratégie d'investissement diversifiée et acceptent un niveau de risque plus élevé en échange de retours supérieurs. Les portefeuilles des FSv incluent un éventail plus large d'actifs financiers, dont des titres à revenu fixe mais aussi des actions, des biens immobiliers et des investissements alternatifs.

2.2. Les problèmes liés aux FSv

Les investissements des FSv offrent des possibilités aux pays destinataires...

Si la plupart des investissements effectués par les FSv sont ciblés sur l'économie nationale des pays dont ils dépendent, ces fonds opèrent également au niveau international. Ils contribuent ainsi au bon fonctionnement du marché mondial des capitaux et apportent leur pierre à l'investissement mondial. Comme leur perspective stratégique vise généralement le long terme, ils peuvent également renforcer la stabilité du système financier international.

² Les fonds les plus importants sont détenus par les Émirats arabes unis (deux fonds), la Norvège, la Russie, l'Arabie saoudite, le Koweït, la Chine et Singapour (deux fonds).

³ Selon certaines prévisions, le montant de ces fonds pourrait quadrupler au cours de la prochaine décennie, de sorte que leurs actifs pourraient atteindre 12 000 milliards de dollars d'ici 2015.

La situation financière actuelle a mis en évidence le rôle positif que peuvent jouer les FSv en tant que facteur de stabilité. Les difficultés rencontrées sur les marchés du crédit depuis le milieu de l'année 2007 ont entraîné une pénurie de liquidités sur plusieurs marchés financiers clés et accru les tensions pesant sur les fonds propres des institutions financières. Plusieurs d'entre elles ont été recapitalisées grâce aux apports de fonds souverains. Ces investissements ont ainsi contribué à renforcer le système bancaire mondial et la confiance dans l'ensemble du système financier international.

Un autre avantage potentiel offert par les FSv, et qui présente un intérêt particulier pour l'UE, est lié à l'euro. Étant donné la tendance à la diversification de leurs investissements, les FSv pourraient soutenir le rôle international de l'euro à moyen terme. Les réserves de change cherchent à se placer en avoirs sûrs et liquides, libellés dans une monnaie entraînant de faibles frais de conversion, ce qui tend à favoriser le dollar américain. Les FSv ont, quant à eux, une plus grande liberté pour le choix de leurs investissements, si bien qu'il est probable qu'à l'avenir ils augmenteront la part de leurs encours en euros. Une utilisation accrue de l'euro au niveau international présenterait certes des avantages indéniables, mais des tensions à la hausse indésirables sur le taux de change de l'euro pourraient apparaître si les FSv se mettaient tout d'un coup à opter pour des avoirs libellés dans la monnaie européenne, scénario qui doit être évité.

Mais ils suscitent également des préoccupations.....

Même si les investissements des FSv offrent incontestablement des opportunités, des pays destinataires, notamment dans l'UE, ont fait part de certaines inquiétudes. Au niveau macroéconomique, l'essor de ces Fonds met en évidence la gravité des déséquilibres des paiements courants au niveau mondial, imputables aux politiques de gestion des taux de change menées par certains des pays qui bénéficient d'excédents. L'accumulation de réserves destinées à être placées par les FSv ne devrait pas devenir une fin en soi. Les pays qui détiennent ces fonds doivent montrer qu'ils ne freinent pas l'appréciation de leur monnaie afin d'accumuler plus d'avoirs de change pour leurs fonds.

Une préoccupation plus spécifique suscitée par les investissements en capital effectués par les FSv, et qui les distingue d'autres fonds d'investissement, a trait à l'opacité du fonctionnement de certains FSv et à l'utilisation qui pourrait en être faite comme instrument d'acquisition d'un contrôle stratégique. Le fait que, quelle que soit la motivation initiale, les investissements des fonds dans certains secteurs pourraient servir à d'autres fins que la recherche d'un rendement maximal, fait naître un certain malaise. Ainsi, des objectifs en matière d'investissement peuvent traduire le désir d'obtenir une technologie et un savoir faire susceptibles de servir des intérêts nationaux stratégiques, et non la poursuite d'intérêts commerciaux normaux s'attachant au développement de nouveaux produits et marchés. De même, des participations pourraient influencer sur la prise de décision d'entreprises opérant dans un domaine d'intérêt stratégique ou contrôlant des circuits de distribution présentant un intérêt pour les pays détenant les fonds. De manière plus générale, une influence pourrait s'exercer sur les décisions commerciales et d'investissement, dans l'intérêt politique des pays détenteurs des fonds. Si dans la plupart des cas, les FSv sont des investisseurs en portefeuille et ont évité de prendre des participations de contrôle ou de jouer un rôle officiel dans le processus décisionnel des entreprises, la possibilité qu'ils cherchent à acquérir des participations de contrôle dans des entreprises a suscité des préoccupations. Certains pays détenant des fonds sont conscients des inquiétudes touchant à la sécurité nationale et souhaitent disposer d'un cadre clair et fiable concernant les investissements pouvant être effectués et d'indications précises au sujet des secteurs auxquels les fonds pourraient ne pas avoir accès.

2.3. Débat international sur les FSv: entamer la recherche de principes communs

La question des fonds souverains déborde les frontières de l'Europe. Ces fonds revêtent, de par leur nature même, une dimension internationale. Le rôle qu'ils jouent dans le système financier international a fait l'objet d'un débat tant dans les pays détenteurs de ces fonds que dans les pays destinataires.

Ces derniers ont souligné que les décisions d'investissement prises par les FSv devraient se fonder sur des objectifs strictement économiques et que ces fonds devraient livrer une concurrence loyale aux investisseurs du secteur privé. Ils ont demandé à cette fin que ces fonds fassent preuve d'une plus grande transparence, ce qui suppose la prise en compte de certains aspects (normes de publicité concernant la valeur des actifs gérés, objectifs et stratégies en matière d'investissement, répartition cible des portefeuilles, systèmes de gestion des risques et contrôles internes...). Le renforcement de la transparence est également important car il convient d'assurer que la surveillance des marchés financiers au niveau mondial s'applique également aux FSv. Les pays destinataires ont en outre demandé l'établissement de structures adéquates de gouvernance au sein de ces fonds, propres à garantir une répartition claire des droits et obligations entre les gouvernements détenant des FSv et les gestionnaires de ces fonds, ainsi que l'instauration d'un système efficace d'équilibre des pouvoirs pour les décisions d'investissement. Ils ont admis en revanche que la fixation d'une limite éventuelle aux investissements de fonds souverains devrait s'appuyer sur une appréciation objective de la situation dans un cadre stable de règles et de procédures.

Certains pays destinataires ont déjà examiné ou annoncé leur intention d'examiner les investissements des FSv afin de protéger leurs intérêts légitimes nationaux. Les États-Unis ont modifié leur législation relative à l'examen de certaines opérations impliquant un contrôle par un gouvernement étranger et touchant à la sécurité nationale. Ils ont souligné les responsabilités incombant aux pays détenteurs comme aux pays destinataires de fonds et énoncé certains principes que devraient respecter les investisseurs. En octobre 2007, les ministres des Finances du G7 ont invité les grandes organisations multilatérales, telles que le FMI et l'OCDE, à engager une réflexion sur le rôle des FSv et sur les mécanismes permettant de répondre aux défis qu'ils présentent.

Le FMI élabore actuellement un code de déontologie des fonds souverains, en coopération avec les pays qui possèdent ces fonds. Ce code pourrait couvrir la structure institutionnelle/de gouvernance, la gestion des risques, la transparence/divulgence des informations et l'obligation de rendre des comptes. Certains pays détenant ces fonds sont sensibles aux préoccupations exprimées et ont soutenu l'idée d'élaborer un code de déontologie ou des meilleures pratiques. Une table ronde organisée en novembre 2007 par le FMI, réunissant les gestionnaires d'avoirs et de réserves publics, a été consacrée essentiellement à la question de la transparence des fonds souverains. Une évaluation des pratiques en cours au sein des FSv est actuellement menée dans ce cadre et une communication sur les meilleures pratiques sera présentée ultérieurement. Au sein de l'OCDE également, les pays destinataires des investissements des fonds recensent les meilleures pratiques en ce qui concerne le cadre applicable aux investissements de ces fonds, en s'appuyant sur les principes de non-discrimination, de transparence, de prévisibilité et d'obligation de rendre des comptes.

III. AMELIORER LE CADRE APPLICABLE AUX INVESTISSEMENTS DES FONDS SOUVERAINS

3.1. Réglementation internationale et cadre européen applicables aux investissements des fonds souverains

Si la question de l'amélioration de la gouvernance des fonds souverains occupe le devant de la scène depuis quelques temps, cela ne signifie nullement que ces fonds opèrent dans un vide juridique. Il existe actuellement en Europe, aux niveaux de l'Union européenne et des États membres, un régime exhaustif qui régle l'établissement et les opérations des investisseurs étrangers et s'applique aux fonds souverains exactement comme à tout autre investisseur étranger. Dès lors que ces fonds investissent dans des actifs européens, ils doivent respecter la législation économique et sociale de niveau communautaire et national à laquelle sont soumis tous les autres investisseurs.

Le cadre juridique international n'est pas aussi développé mais un ensemble de règles de l'OMC et de l'OCDE, ainsi que d'accords bilatéraux et sectoriels, fixent un certain nombre d'obligations internationales déterminant le champ d'action de l'Union européenne.

La Communauté européenne et ses États membres sont liés par ces obligations lorsqu'ils envisagent d'engager des mesures ciblant les investissements effectués par les fonds souverains, de la même manière que pour les mesures prises à l'égard de toute autre forme d'investissement. Simultanément, tant les accords conclus dans le cadre de l'OMC que les accords bilatéraux avec la Communauté européenne prévoient des exceptions pour des raisons d'ordre public ou de sécurité publique, permettant l'adoption de mesures pour de réels motifs de sécurité nationale.

Pour ce qui est du cadre juridique de l'Union européenne, les investissements réalisés dans l'Union par des fonds souverains sont soumis aux règles et aux contrôles applicables à toutes les autres formes d'investissements, qu'ils soient étrangers ou intérieurs, dans le respect des principes de libre circulation des capitaux entre les États membres eux-mêmes et entre ceux-ci et les pays tiers, énoncés à l'article 56 CE.

La libre circulation des capitaux n'est pas absolue. En tant que principe fondamental du traité, elle peut être réglementée au niveau européen à deux égards, en vertu de l'article 57, paragraphe 2, CE: en premier lieu, la Communauté, statuant à la majorité qualifiée, peut adopter des mesures relatives aux mouvements de capitaux en provenance de pays tiers, lorsqu'ils impliquent des investissements directs. En second lieu, la Communauté peut toujours, par une décision à l'unanimité, introduire des mesures limitant les investissements directs.

Le règlement sur les concentrations permet aux États membres de prendre des mesures appropriées pour assurer la protection d'intérêts légitimes autres que ceux de la concurrence, pour autant que ces mesures soient nécessaires, non discriminatoires et proportionnées, et restent compatibles avec les autres dispositions du droit communautaire. Sont considérées comme intérêts légitimes la sécurité publique, la pluralité des médias et les règles prudentielles; la Commission peut juger légitimes, après examen au cas par cas, d'autres intérêts qui lui auront été notifiés.

En matière de législation nationale, les États membres disposent d'instruments nationaux qui pourraient être utilisés pour contrôler et soumettre à certaines conditions les

investissements de fonds souverains ou ceux de tout autre investisseur; ils peuvent aussi mettre au point de nouvelles mesures permettant de répondre à d'éventuels besoins spécifiques, pour autant qu'elles soient compatibles avec le traité, proportionnées et non discriminatoires, et conformes aux obligations internationales.

La Cour de justice des Communautés européennes a précisé la manière dont les États membres peuvent appliquer ces mesures nationales d'une façon compatible avec le traité, en insistant sur le fait que des motifs purement économiques ne peuvent jamais justifier la mise en place d'entraves interdites par le traité⁴. La Cour a également exposé les critères qui permettent d'évaluer la proportionnalité des régimes d'autorisation: ceux-ci doivent avoir pour but la protection d'un intérêt général légitime et prévoir des délais stricts pour l'exercice des pouvoirs d'opposition; les actifs ou les décisions de gestion visés doivent être nommément répertoriés; enfin, les critères objectifs et stables du régime doivent faire l'objet d'un contrôle juridictionnel efficace⁵.

En dernier lieu, il est possible de surveiller et de contrôler de manière continue le comportement des fonds souverains, en tant qu'investisseurs, grâce au cadre réglementaire qui offre un outil efficace de protection des intérêts publics, quel que soit le détenteur des actifs. Cela vaut en particulier pour les entreprises de réseau.

3.2. Les raisons pour une approche commune

L'Union européenne dispose donc d'instruments pour remédier à des problèmes pouvant résulter d'opérations des fonds souverains. De même, le traité confère aux États membres les compétences requises pour traiter les questions d'ordre et de sécurité publics. Par ailleurs, les fonds souverains se sont comportés à ce jour comme des investisseurs fiables et leurs activités n'ont pas perturbé le fonctionnement du marché intérieur. Toutefois, l'expérience récente montre que l'opacité de certains fonds souverains peut engendrer des réactions défensives. De fait, au cours des derniers mois, plusieurs États membres ont été amenés à examiner la possibilité de mettre à jour leur législation nationale et de définir des exceptions à l'application des principes de libre circulation des capitaux et de liberté d'établissement. La pression exercée ne peut être que renforcée par la croissance attendue des fonds souverains en volume et en importance. Il apparaît donc justifié d'accroître la transparence, la prévisibilité et l'obligation des fonds souverains de rendre des comptes. En éliminant les préoccupations inutiles, il devient plus facile de maintenir un environnement ouvert à l'investissement, dans lequel l'Union européenne et ses États membres peuvent continuer à recueillir les bénéfices des investissements réalisés par les fonds souverains.

Il existe trois raisons de concevoir une stratégie commune de l'Union européenne à l'égard des fonds souverains.

- En premier lieu, les FSv constituant un enjeu mondial, les solutions multilatérales sont plus avantageuses que des réactions nationales individuelles. Une approche internationale peut offrir un certain niveau de sécurité et permettre aux fonds souverains de prendre des décisions d'investissement dans le cadre d'une ligne de conduite commune. Les initiatives

⁴ De plus, comme requis par l'article 58, paragraphe 3, CE, les mesures adoptées par les États membres ne doivent constituer ni un moyen de discrimination arbitraire ni une restriction déguisée à la libre circulation des capitaux telle que définie à l'article 56 CE.

⁵ Voir par exemple l'arrêt du 4 juin 2002 dans l'affaire C-503/99, Commission des Communautés européennes/Royaume de Belgique, points 48-52.

en cours au niveau multilatéral favoriseront une vision commune des défis soulevés par les fonds souverains et des mécanismes éventuels à mettre en œuvre pour y répondre. Une approche européenne commune permettrait à l'Union européenne d'exercer une influence maximale dans les discussions internationales. Il en va de même pour le dialogue à poursuivre avec les pays tiers, notamment ceux qui possèdent et/ou exploitent des fonds souverains.

- En deuxième lieu, la nécessité de maintenir le bon fonctionnement du marché intérieur, fondé sur une réglementation ouverte et non discriminatoire, exige de suivre une approche commune. Un ensemble disparate de réactions aurait pour effet de fragmenter le marché intérieur et serait préjudiciable à l'économie européenne dans sa globalité. Sur un marché intérieur intégré, les avantages présentés par des mesures isolées peuvent être illusoire. De fait, la diversité des interprétations et des approches risque de créer de nouveaux moyens de contourner les règles et de détourner les investissements de l'Europe — elle aurait ainsi un effet dissuasif sur les fonds souverains, qui pourrait s'étendre à d'autres investisseurs potentiels. Ces risques sont bien réels si les États membres devaient agir seuls, sans aucune coordination, et mettre au point des mécanismes lourds et contraignants pour contrôler les investissements ou les soumettre à certaines conditions. Appliquer les dispositions du traité constitue le moyen de se prémunir contre de tels risques.
- Enfin, un des principaux objectifs de la politique commerciale de l'Union est d'ouvrir les marchés des pays tiers aux investisseurs européens, sur la base des principes appliqués au marché intérieur. Cette tâche pourrait s'avérer plus difficile si l'Union donnait l'impression de créer des entraves au sein de l'Union européenne.

IV. ALLER DE L'AVANT: PRINCIPES D'UNE REPOSE EUROPEENNE A L'EGARD DES FONDS SOUVERAINS

4.1. Options envisageables pour une approche commune de l'UE en matière de fonds souverains

La stratégie de l'Union européenne vise à assurer le maintien d'un environnement juridique clair, prévisible et fiable, encourageant des investissements et des marchés de capitaux ouverts dans le monde entier. L'UE et ses États membres peuvent et devraient être en mesure d'assurer la protection d'objectifs stratégiques légitimes sans tomber dans le piège du protectionnisme. Dans le même temps, l'UE doit maintenir l'équilibre entre les mesures prises à l'égard des investissements des pays tiers et les actions menées vis-à-vis des investissements UE dans le contexte du marché intérieur.

Au cours du débat public sur ce sujet, plusieurs propositions de pistes envisageables ont été évoquées dans le but d'intensifier la réponse européenne à la question des fonds souverains. Il a notamment été question de créer un comité UE des investissements étrangers, de manière à refléter les dispositions adoptées aux États-Unis, d'établir un mécanisme de sélection à l'échelle européenne ou un système de «golden shares» pour les investissements étrangers non UE. Toutes ces propositions risquent cependant d'envoyer un signal équivoque laissant entendre que l'UE reviendrait sur son attachement au principe d'ouverture du système d'investissement. Il serait par ailleurs difficile de concilier ces mesures avec le droit européen et les obligations internationales qui incombent à l'UE.

La Commission estime qu'il conviendrait plutôt d'adopter une démarche visant à promouvoir un effort commun de la part des fonds souverains, des pays destinataires de ces fonds et de ceux qui les détiennent pour établir un ensemble de principes garantissant la transparence, la prévisibilité et la justification des investissements des fonds souverains. Il est essentiel que tous les acteurs concernés participent activement à l'établissement d'un cadre stable et équilibré applicable à ces investissements et qu'ils s'approprient de ce processus.

Cette démarche présente une double dimension. La Communauté espère que les fonds souverains s'engageront volontairement à respecter certaines normes en matière de transparence et de gouvernance afin d'assurer une clarté suffisante pour apaiser les craintes des citoyens. À cet égard, il convient d'appuyer sans réserve les efforts déjà déployés par le FMI pour élaborer un code de déontologie en matière de FSv et par l'OCDE pour recenser les meilleures pratiques dans le domaine des investissements des FSv dans les pays destinataires. L'Union européenne devrait jouer un rôle moteur pour encourager la poursuite des travaux menés à cet égard sur le plan international. Dans le même temps, le respect de ces normes par les fonds souverains contribuera à garantir aux pays investisseurs un cadre d'investissement clair, prévisible et stable au sein de l'UE et de ses États membres, ainsi que dans d'autres pays destinataires.

La Commission propose dès lors d'adopter une approche commune qui permettrait à l'UE de contribuer aux efforts accomplis au niveau international pour instaurer un cadre visant à améliorer la transparence, la prévisibilité et l'obligation des fonds souverains de rendre des comptes.

4.2. Principes régissant l'adoption d'une approche commune de l'UE face aux FSv en tant qu'investisseurs

L'approche commune de l'Union européenne vis-à-vis des fonds souverains en tant qu'investisseurs devrait reposer sur les principes suivants:

- **Attachement au principe d'ouverture aux investissements:** conformément à la stratégie de Lisbonne pour la croissance et l'emploi, l'UE devrait réaffirmer son engagement à l'égard de marchés ouverts aux capitaux étrangers et d'un climat d'investissement favorable aux investisseurs. Toute action protectionniste ou toute initiative perçue comme telle risque d'inciter les pays tiers à faire de même et de déclencher une spirale protectionniste négative. L'UE, dont la prospérité dépend de son degré d'ouverture sur le reste du monde – et aux investissements qu'elle réalise à l'étranger –, figurerait dès lors parmi les premiers à subir les conséquences d'une tendance au protectionnisme. Parallèlement, l'UE devrait s'efforcer d'ouvrir les pays détenteurs de fonds souverains aux investisseurs européens et de leur assurer un traitement juste et équitable, notamment dans le cadre de négociations en vue d'un accord de libre-échange.
- **Appui aux actions multilatérales:** l'UE devrait s'employer activement à faire avancer les travaux entrepris par des organisations internationales, notamment le FMI et l'OCDE. Elle est favorable à l'établissement d'un dialogue ouvert avec les pays qui détiennent des fonds souverains et reconnaît les avantages que présente une démarche globale en vue de l'élaboration d'un cadre commun pour les investissements des fonds souverains.
- **Utilisation des instruments existants:** l'UE et ses États membres disposent déjà d'instruments spécifiques leur permettant d'apporter des réponses appropriées aux risques

ou aux difficultés posés par les investissements transfrontaliers, notamment des fonds souverains, pour des raisons d'intérêt public et de sécurité publique.

- **Respect des obligations liées au traité CE et des engagements internationaux:** l'UE et ses États membres continueront d'agir d'une manière qui soit pleinement conforme aux principes établis dans le traité instituant la CE ainsi qu'aux obligations internationales de l'UE.
- **Proportionnalité et transparence:** les mesures adoptées en matière d'investissement pour des raisons d'intérêt public ne devraient pas aller au-delà de ce qui est nécessaire pour atteindre un objectif justifié, conformément au principe de proportionnalité, et le cadre juridique devrait être prévisible et transparent.

Il y a lieu de définir l'approche commune de l'UE à la lumière de ces principes fondamentaux et de la proposer comme point de départ d'un accord entre les pays destinataires de FSv sur le traitement à réserver aux investissements des fonds souverains. Transposée à l'échelle internationale, cette approche commune devrait s'appuyer sur les principes définis ci-dessus d'ouverture aux investissements transfrontaliers, de préférence pour des solutions multilatérales, de respect des obligations internationales existantes, de proportionnalité et de prévisibilité des règles.

4.3. Renforcer la confiance dans le fonctionnement des FSv: la contribution européenne à un code de conduite à l'intention des FSv et des pays qui les détiennent

Deux éléments jouent un rôle capital pour répondre efficacement aux préoccupations liées à l'imprévisibilité des fonds souverains et aux incertitudes qui les entourent; ils devraient être au cœur de la contribution européenne aux travaux menés, à l'échelle mondiale, pour établir un cadre commun pour les investissements des fonds souverains. Le premier élément consiste à obtenir une plus grande clarté et une meilleure connaissance de la gouvernance de ces fonds. Le deuxième réside dans la garantie d'une transparence accrue des activités et des investissements réalisés par ces fonds. Les fonds souverains et les pays qui les détiennent doivent s'employer à prendre en compte ces deux éléments.

a) Gouvernance

Pour dissiper l'inquiétude liée à l'existence d'intérêts politiques et d'autres considérations non commerciales dans le fonctionnement d'un FSv, il est impératif de faire la lumière sur le degré d'interférence politique possible dans le cadre de ce fonctionnement. Les «*Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*»⁶, élaborées par le FMI en 2001, définissent des principes importants qui pourraient être étendus aux fonds souverains. De la même manière, les «*Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*»⁷ (Lignes directrices sur le gouvernement d'entreprise des entreprises publiques) de l'OCDE présentent des principes applicables aux investissements transfrontaliers effectués par des FSv.

Les principes de bonne gouvernance comprennent notamment:

⁶ <http://www.imf.org/external/np/mae/ferm/eng/index.htm>.

⁷ <http://www.oecd.org/dataoecd/46/51/34803211.pdf>.

- la répartition et la séparation claire des responsabilités dans la structure de gouvernance interne d'un fonds souverain;
- l'élaboration et la publication d'une stratégie d'investissement définissant les objectifs généraux des investissements des fonds souverains;
- l'existence d'une autonomie de fonctionnement permettant à l'organisme d'atteindre les objectifs qu'il s'est fixés;
- la publication des principes généraux déterminant la relation entre un fonds souverain et l'autorité gouvernementale;
- la communication des principes généraux de gouvernance interne offrant des garanties d'intégrité;
- l'élaboration et la publication de stratégies en matière de gestion des risques.

b) Transparence

La transparence exerce un effet disciplinaire sur la gestion des actifs souverains étant donné que les acteurs concernés peuvent, dans une certaine mesure, surveiller les activités des investisseurs et vérifier si les fonds s'écartent ou non de leurs objectifs déclarés. Dans ce contexte, la transparence contribue à responsabiliser les fonds. Dans le cas des fonds souverains, elle permet non seulement d'encourager la discipline de marché mais aussi de réduire les incitations à l'intervention des pouvoirs publics. Il s'agit donc d'un élément capital pour assurer la confiance qui est à la base d'un climat d'investissement ouvert.

Les fonds souverains étant gérés indépendamment des réserves de change d'un pays, ils ne sont pas couverts par les mécanismes de transparence tels que la norme spéciale de diffusion des données (NSDD) appliquée aux réserves de change par le FMI. Il y a lieu d'envisager d'étendre aux fonds souverains l'application de normes spécifiques en matière de transparence. Les lignes directrices actuelles du FMI et de l'OCDE contiennent déjà des normes dans ce domaine, et certains fonds souverains, notamment ceux de Norvège et de Singapour, sont régis par des principes qui pourraient être considérés comme une référence en la matière. Il ne faut toutefois pas s'attendre à ce que soient appliquées aux FSV des pratiques en matière de transparence qui iraient au-delà de celles du FMI et de l'OCDE et qui sont déjà utilisées à l'égard d'investisseurs publics similaires.

Les pratiques pouvant être envisagées en matière de transparence sont, notamment:

- la publication annuelle des positions d'investissement et de la répartition des actifs, en particulier en ce qui concerne les investissements entraînant une prise de participation majoritaire;
- l'exercice des droits de propriété;
- la divulgation de l'utilisation de l'effet de levier et la communication de la ventilation par devise;
- l'importance et la provenance des ressources d'un organisme;

- la publication de la réglementation du pays d'origine et des règles de surveillance applicables aux fonds souverains.

V. CONCLUSION

Le Conseil européen de printemps offre aux États membres l'occasion d'adopter une approche cohérente à l'égard des investissements effectués par des fonds souverains, en réponse aux préoccupations qui se font jour. Cette approche coordonnée n'empiète pas sur les prérogatives et les compétences nationales en matière de protection d'objectifs et d'intérêts stratégiques légitimes. Elle vise à formuler des attentes communes concernant le renforcement de la transparence, de la prévisibilité et de la justification des activités des fonds souverains et à conférer un plus grand poids à la contribution européenne à la recherche de solutions au problème rencontré.

Conformément aux principes inscrits dans le traité et à la stratégie renouvelée de Lisbonne, l'Europe doit rester fidèle à sa tradition d'ouverture aux investissements en capital, qui représentent un atout essentiel pour les économies européennes à l'ère de la mondialisation. Simultanément, pour renforcer la pertinence de ce choix de l'ouverture, les fonds souverains doivent être invités à coopérer et à améliorer leurs normes de gouvernance et la qualité des informations qu'ils fournissent aux marchés, et cela non pas dans le seul intérêt de l'Union européenne mais dans l'intérêt mutuel des pays destinataires et des pays détenteurs des fonds.

Cette approche commune de l'Union européenne se veut une contribution aux travaux du FMI consacrés à l'élaboration d'un code de conduite à l'intention des fonds souverains et de leurs propriétaires et à ceux de l'OCDE portant sur la formulation de principes appliqués par les pays destinataires dans leurs transactions avec ces fonds. Elle devrait permettre de parvenir, de préférence d'ici la fin de 2008, à un accord sur une série d'orientations propres à établir la confiance nécessaire dans le fonctionnement équitable et transparent des fonds souverains.

ANNEXE 8

**FONCTIONNEMENT DU DISPOSITIF AMERICAIN DE CONTROLE
DES INVESTISSEMENTS ETRANGERS**

Présentation du fonctionnement du dispositif de contrôle des investissements étrangers en vigueur aux Etats-Unis, incluant des éléments sur FINSA et sa mise en œuvre

Le dispositif américain de contrôle des investissements étrangers a été réformé en 2007 par le Foreign Investment and National Security Act (ci-après FINSA), signé par le Président Bush le 26 juillet 2007 et entré en vigueur le 24 octobre 2007.

Cette réforme met un terme à plusieurs mois d'intense débat au Congrès né à la suite de deux transactions controversées : la proposition d'acquisition en 2005 de la société pétrolière américaine Unocal par une filiale d'une entreprise d'Etat chinoise et la tentative d'acquisition en 2006 d'une entreprise britannique contrôlant les opérations de plusieurs ports américains par une entreprise d'Etat des Emirats arabes unis (Dubai Ports World, ci-après DPW).

FINSA renforce le contrôle opéré sur des transactions touchant à des infrastructures et des technologies critiques ou impliquant des gouvernements étrangers. Pour le reste, la plupart des changements apportés par FINSA codifie des pratiques existantes.

1. Le contrôle exercé par CFIUS avant FINSA

Créé en 1975 par un Executive Order du Président Ford, le « Committee on Foreign Investments in the US » (CFIUS) est un organe interministériel, placé sous la présidence du Département du Trésor, dont la fonction était initialement de suivre l'impact des investissements étrangers aux Etats-Unis et de coordonner la politique américaine en matière d'investissement.

Inquiet de la vague d'acquisitions d'entreprises américaines par des investisseurs japonais dans les années 1980, le Congrès américain a adopté en 1988 l'Omnibus Trade and Competitiveness Act qui a instauré un système formel d'examen des transactions. Cette loi, qui amende la section 721 du Defense Production Act de 1950 (dit Amendement Exon-Florio), donne l'autorité au Président des Etats-Unis de suspendre ou interdire une opération de fusion ou acquisition d'une entité américaine par une entité étrangère qui présenterait un risque pour la sécurité nationale du pays (avant l'Amendement Exon-Florio, une transaction ne pouvait être bloquée que si le Président déclarait l'état d'urgence nationale ou si la transaction ne respectait pas le droit de la concurrence, par exemple).

Depuis, les transactions, notifiées sur une base volontaire à CFIUS, sont soumises à un examen initial de 30 jours, suivi le cas échéant d'une enquête supplémentaire de 45 jours, à l'issue de laquelle CFIUS soumet une recommandation au Président qui doit prendre une décision dans les 15 jours. La revue de CFIUS ne s'applique qu'à des transactions qui donneraient à des personnes étrangères le contrôle d'entreprises américaines.

En 1992, le Congrès est à nouveau intervenu, en adoptant le National Defense Authorization Act for Fiscal Year 1993 (connu sous le nom d'Amendement Byrd), pour imposer une enquête supplémentaire obligatoire pour les transactions dans lesquelles (i) l'acquéreur est contrôlé par ou agit au nom d'un gouvernement étranger et (ii) l'acquisition pourrait mettre en péril la sécurité nationale. Jusqu'à une date récente, cependant, CFIUS a interprété étroitement cette disposition et n'a pas requis d'enquêtes supplémentaires pour de nombreuses transactions impliquant un gouvernement étranger. La transaction DPW, validée en 2006 par CFIUS après 30 jours, en est une illustration.

En termes chiffrés, sur les 1500 notifications effectuées entre 1988 et 2005, CFIUS aurait décidé de conduire une enquête supplémentaire dans 25 cas. Sur ces 25 cas, 13 transactions auraient été retirées par les parties suite à la décision d'enquête supplémentaire (on peut en déduire que les transactions n'ont pas

été poursuivies) et 12 auraient été adressées au Président. Sur ces 12 transactions, une seule aurait été interdite (décision du Président « Bush I » à propos du rachat d'un fournisseur de Boeing par une société chinoise).

2. Les critiques du système et les inquiétudes liées à l'émergence des fonds souverains

C'est bien la transaction DPW de 2006 qui a été le déclencheur de la plupart des critiques de CFIUS et de sa réforme de 2007.

Une des critiques était que les questions économiques prévalaient sur les questions de sécurité nationale en raison de la présidence de CFIUS par le Département du Trésor. La réglementation, qui ne définit pas la notion de sécurité nationale, mais indique une liste non exhaustive de critères pour déterminer s'il y a ou non une menace à la sécurité nationale, était également considérée comme trop vague. Le Congrès se plaignait en outre que le processus n'était pas suffisamment transparent et pas suffisamment encadré.

L'intensification des activités des fonds souverains, qui sont étroitement liés à des Etats étrangers, ont aussi expliqué certains gains d'inquiétudes et le souhait d'une surveillance accrue de ces transactions.

De récentes transactions ont montré que les investisseurs types pour de grosses acquisitions, comme par exemple le grand magasin anglais Sainsbury's, les banques Barclays et Citigroup ou le NASDAQ, sont des entreprises d'Etat chinoises et des fonds souverains de riches Etats du Golf.

Les entreprises américaines, cibles souvent privilégiées des fonds souverains, sont sans doute plus vulnérables que d'autres depuis la dépréciation du dollar en 2007 qui rend les actifs américains moins chers pour des entités étrangères.

3. Les changements apportés par FINSA

FINSA répond à ces critiques, mais ne change pas de manière fondamentale le processus CFIUS.

- Structure adaptée avec une formalisation du rôle du Directeur des renseignements généraux

La composition de CFIUS n'était jusqu'à présent pas encadrée par une loi. Les représentants de 12 agences étaient nommés par le Président¹. FINSA prévoit désormais que doivent être membres de CFIUS le Secrétaire du Trésor, le Secrétaire d'Etat, le Secrétaire à la Défense, le Secrétaire à la Sécurité Intérieure, le Secrétaire au Commerce, le Ministre de la Justice, ainsi que le Secrétaire à l'Energie, le Secrétaire du Travail et le Directeur des renseignements généraux.

FINSA prévoit que le Directeur des renseignements généraux doit fournir à CFIUS, dans les 20 jours de sa saisine, une analyse sur les implications de sécurité nationale de la transaction. Il est désormais un membre de CFIUS (sans droit de vote). Cette mesure devrait apaiser les craintes selon lesquelles les questions de sécurité nationale étaient reléguées au second plan en raison de la présidence de CFIUS par le Département du Trésor. La proposition extrême qui voulait confier la présidence de CFIUS au Département de la Sécurité intérieure n'a finalement pas été retenue.

C'est bien le Département du Trésor qui continue d'assurer la présidence de CFIUS, mais une agence responsable de la transaction (*lead agency*) devra désormais être désignée pour chaque transaction. Elle

¹ Le Secrétaire du Trésor, le Secrétaire d'Etat, le Secrétaire à la Défense, le Secrétaire à la Sécurité Intérieure, le Secrétaire au Commerce, le Ministre de la Justice, le Directeur de l'Office of Management and Budget, l'USTR, le Président du Council of Economic Advisers, le Directeur de l'Office of Science and Technology Policy, le Conseiller du Président pour la Sécurité Nationale, le Conseiller du Président pour la Politique Economique.

aura la charge de négocier tout accord de limitation de risque à la sécurité nationale et de veiller au respect de cet accord.

- Procédure renforcée pour les transactions impliquant des gouvernements étrangers ou des infrastructures critiques

FINSA ne change pas la nature volontaire de la notification auprès de CFIUS et CFIUS peut toujours initier une revue de sa propre initiative, ce qui est certes moins fréquent en pratique. FINSA codifie la pratique existante qui permet à CFIUS d'imposer des accords de limitation des risques identifiés dans les transactions. FINSA continue également de permettre aux parties à une transaction de rencontrer de manière informelle le staff de CFIUS avant la période de notification afin de s'assurer que la notification contiendra toutes les informations nécessaires. Les parties doivent prendre en compte cette période de pré-notification dans la programmation de la conclusion (*closing*) de leur transaction. Cette période incluse, il faut compter en moyenne entre deux et six mois pour obtenir la validation (*clearance*) d'une transaction par CFIUS.

FINSA maintient les délais de procédure :

- Examen initial de 30 jours : CFIUS a 30 jours après sa saisine pour décider de lancer ou non une enquête de 45 jours s'il détermine que la transaction risque de compromettre la sécurité nationale des Etats-Unis. Si CFIUS conclut, à l'unanimité, à la fin des 30 jours que la transaction ne présente pas un tel risque, l'examen prend fin et la transaction est validée.

- Enquête supplémentaire de 45 jours : FINSA prévoit que CFIUS doit conduire une enquête lorsque (i) CFIUS estime que la transaction risque de compromettre la sécurité nationale et ce risque n'a pas été corrigé pendant l'examen initial de 30 jours, (ii) l'acquéreur est contrôlé par ou agit au nom d'un gouvernement étranger, (iii) CFIUS estime que la transaction pourrait aboutir au contrôle d'une infrastructure critique ou d'une technologie critique comme, par exemple des entreprises dans le domaine des télécommunications, de l'énergie ou des transports, (iv) l'agence désignée responsable le demande et CFIUS accepte. A la conclusion de l'enquête, CFIUS rédige un rapport au Président dans lequel il lui recommande de suspendre ou interdire l'investissement. Le Président doit agir dans les 15 jours de la réception du rapport.

L'automaticité pure et simple du recours à une enquête de 45 jours pour les transactions impliquant des gouvernements étrangers ou impliquant des infrastructures critiques, initialement prévue par la réforme, a été évitée grâce à une exception dans FINSA pour les transactions ne portant pas atteinte à la sécurité nationale. Il n'y aura ainsi pas d'enquête si le Secrétaire du Trésor et le représentant de l'agence responsable déterminent conjointement, sur la base de l'examen de 30 jours, que ces transactions ne portent pas atteinte à la sécurité nationale.

FINSA opère enfin un changement important en supprimant l'immunité (*safe harbor*) qui s'attachait à toute transaction validée par CFIUS (CFIUS ne pouvant pas revenir sur une transaction après son closing pour imposer, par exemple, la vente de certaines branches d'activités ou pour défaire la transaction), dans le cas où les parties enfreignent intentionnellement les termes de l'accord de limitation des risques conclu avec l'administration et si CFIUS estime qu'il n'existe pas d'autres solutions pour remédier à cette situation.

- Liste des critères de détermination de l'impact sur la sécurité nationale étendue

FINSA étend la liste des critères utilisés par CFIUS pour déterminer l'impact d'une transaction sur la sécurité nationale. Ces critères portent traditionnellement sur les aspects de défense nationale des transactions soumises (effet sur la production nationale nécessaire pour de futurs besoins liés à la défense nationale et effet sur la capacité de l'industrie nationale de satisfaire de futurs besoins liés à la défense

nationale) ainsi que sur leurs implications en matière de sécurité nationale (effet sur le contrôle d'industries nationales par des ressortissants étrangers qui affecterait la capacité des Etats-Unis de faire face à des exigences de sécurité nationale, effets potentiels sur la vente de biens militaires, d'équipements et de technologies à des pays soutenant le terrorisme et effets potentiels sur l'avancée technologique internationale des Etats-Unis dans des domaines affectant la sécurité nationale).

La nouvelle liste ajoute notamment : les effets potentiels d'une transaction sur une infrastructure critique (FINSA donne, pour la première fois, la définition d'une infrastructure critique²), notamment dans le domaine de l'énergie, ou sur une technologie critique et, pour les transactions impliquant des gouvernements étrangers, l'adhésion de ces pays à des accords, entre autres, de non prolifération.

L'addition de ces critères à prendre en compte par CFIUS traduit une conception extensive du concept de sécurité nationale et suggère que le processus sera désormais plus poussé.

- Surveillance accrue du Congrès

FINSA renforce le rôle joué par le Congrès. CFIUS doit désormais, après la conclusion de la procédure, informer les *majority* et *minority leaders* du Sénat et de la Chambre des Représentants, ainsi que les présidents des commissions parlementaires compétentes, de l'ensemble des transactions après les 30 jours d'examen et après les 45 jours d'enquête. CFIUS doit décrire la transaction, indiquer les critères utilisés et certifier qu'il n'y a pas de problèmes de sécurité nationale non résolus. CFIUS doit également soumettre des rapports annuels au Congrès. Ce dernier peut en outre demander à recevoir des informations sur une transaction qui a été examinée (les documents fournis à CFIUS revêtent néanmoins un caractère confidentiel et ne peuvent pas être communiqués au Congrès) ou en cas de problème avec un accord de limitation de risque qui ne serait pas respecté.

Ces mesures, bien que significatives, ne permettent pas au Congrès de bloquer une transaction en s'immisçant dans le processus décisionnel de CFIUS puisque la transmission d'information au Congrès n'est exigée qu'après la conclusion de la procédure et non plus, comme il avait été initialement envisagé, pendant l'examen de la transaction. Elles favorisent en revanche une plus grande transparence et devraient permettre de dissiper les inquiétudes des membres du Congrès sur la question du respect de la sécurité nationale suite à l'affaire DPW.

4. L'après FINSA : amendement de l'Executive Order fondateur et future adoption de la réglementation d'application de FINSA

Le 23 janvier 2008, le Président Bush a amendé l'Executive Order 11858 de 1975 qui a créé CFIUS pour y refléter les dispositions de FINSA relatives au fonctionnement de CFIUS. Cette procédure concerne l'organe CFIUS et ne concerne pas la réglementation d'application de FINSA que le Département du Trésor est en train de finaliser pour la fin du mois d'avril 2008. D'après Clay Lowery, Assistant Secretary for International Affairs, FINSA n'exigeait pas de prendre un Executive Order, mais ce choix se justifiait d'un point de vue administratif afin de faciliter la communication et le travail entre les agences membres de CFIUS.

L'amendement est effectif depuis le 23 janvier. Il souligne que la politique des Etats-Unis en matière d'investissements étrangers est une politique d'encouragement en conciliation avec la protection de la sécurité nationale.

Par ailleurs une réglementation est actuellement en cours de préparation pour achever la mise en œuvre de FINSA.

² « Any systems and assets, whether physical or cyber-based, so vital to the United States that the degradation or destruction of such systems or assets would have a debilitating impact on national security, including national economic security and national public health or safety. »

ANNEXE 9

PRINCIPALES LIMITATIONS A L'INVESTISSEMENT ETRANGER DANS LES PAYS D'ORIGINE DES FONDS SOUVERAINS

| Les principales limitations à l'investissement étranger d'après les engagements pris à l'OMC pour les pays détenteurs de fonds souverains : | | |
|---|-----------------|---|
| Arabie Saoudite, Chine, Emirats Arabes Unis, Norvège, Qatar, Russie*, Singapour** | | |
| Limitations horizontales à l'investissement étranger*** | Arabie Saoudite | Les opérateurs étrangers doivent obtenir l'accord de la "Saudi Arabian General Investment Authority" |
| | Chine | La part de l'investissement étranger dans une coentreprise avec participation au capital doit représenter au moins 25% du capital de la coentreprise. |
| | EAU | L'établissement d'une entreprise dont le capital étranger est limité à 49% est soumise à la loi des EAU. |
| | Norvège | Aucune |
| | Qatar | Investissement limité à 49% dans des "joint ventures" établis localement avec un partenaire qatarite qui possède au minimum 51% du capital |
| Services bancaires | Russie | Aucune |
| | Singapour | Une entreprise qui souhaite s'établir à Singapour doit employer un dirigeant ("manager") local: soit un citoyen de Singapour, soit un résident permanent soit un détenteur d'un "Employment pass" |
| | Arabie Saoudite | Participation étrangère dans une SA limitée à 60% |
| | Chine | Aucune pour les opérations en devise. Restrictions géographiques pour les opérations en monnaie locale qui prendra fin 5 ans après l'accession ****. Etablissement d'une succursale, d'une filiale ou d'une coentreprise soumises à des conditions de montant d'actifs (10 milliards \$ pour les filiales, et 20 milliards \$ pour les succursales). |
| | EAU | Aucun engagement sauf pour les bureaux de représentations pour lesquels il n'existe aucune limitation |
| Télécommunications | Norvège | Limitation à 10% du capital d'une banque commerciale, d'un centre de dépôt de titres ou d'un établissement de crédit, ou d'une caisse d'épargne. Autorisation pour détenir jusqu'à 25% sauf pour les chambres de compensation, ou dans le cadre d'un accord d'alliance stratégique. Dérogation accordée par le Ministère des finances. Filiales en propriété partielle (associées à des banques ou des établissements financiers) ou à 100%. Obligation de se constituer en SA. |
| | Qatar | Capital étranger limité à 40%. Application d'un test de nécessité économique |
| | Russie | Le quota de capital étranger dans le système bancaire russe est limité à 50% |
| | Singapour | Pour les banques commerciales, limitation à la participation étrangère de 5% des parts (banque locale), et 40% des parts (banque nationale). Pour les compagnies financières, autorisation délivrée par la "Monetary Authority of Singapour" si la participation étrangère franchit les seuils de 5%, 12% et 20% et avant le contrôle effectif d'une telle compagnie. Etablissement de guichet de retrait d'argent (ATMs) non autorisé |
| | Arabie Saoudite | Capital étranger limité à 49% au moment de l'accession à l'OMC, à 51% fin 2007 et à 60% fin 2008 |
| Transport maritime | Chine | Services de base : capital étranger limité à 50%. Forme sociale : "coentreprises". Pour téléphone mobile : restriction géographique qui prend fin 5 ans après l'accession & investissement étranger limité à 49%. Pour les services nationaux/internationaux de téléphonie : restriction géographique & investissement étranger limité à 25%; puis dans un délai de 6 ans après l'accession, investissement étranger limité à 49%. |
| | EAU | Capital étranger limité à 49%. Duopole jusqu'à fin 2015. Après 2015, présence commerciale, et capital étranger limité à 49%, autorisation nécessaire |
| | Norvège | Aucune |
| | Qatar | Aucune |
| | Russie | Capital étranger ("voting shares") limité à 49% pendant les quatre ans qui suivent l'accession à l'OMC |
| Transport maritime | Singapour | Capital étranger limité à 73,99% (49% d'investissement direct et 24,99% d'investissement indirect) |
| | Arabie Saoudite | Aucune |
| | Chine | Part de l'investissement étranger limitée à 49%. Forme sociale: coentreprise. Président du CA et DG de la coentreprise désignés par la partie chinoise |
| | EAU | Capital étranger limité à 49% |
| | Norvège | Plafond minimum de 60% pour les ressortissants de l'EEE. Et pour les non ressortissants qui possèdent plus de 40% du capital, la gestion doit être assurée par une entreprise norvégienne. |
| Transport maritime | Qatar | Fermé |
| | Russie | Obligation de former une personne juridique russe. Opérations sur des navires battant pavillon russe fermées aux entreprises étrangères. Participation étrangère limitée à 51 % pour les services de manutention. |
| | Singapour | Aucune |

* La Russie n'est pas encore membre de l'OMC. Les engagements cités dans le tableau proviennent de l'offre d'accession qu'elle a déposée en 2004.

** Dates d'accession à l'OMC : Arabie Saoudite : 11 décembre 2005 / Chine : 11 décembre 2001 / EAU : 10 avril 1996 / Norvège : 1 janvier 1995 / Qatar : 13 janvier 1996 / Singapour : 1 janvier 1995.

*** Les limitations horizontales s'appliquent à tous les secteurs offerts

**** Les établissements financiers étrangers titulaires d'une licence pourront offrir leurs services aux clients de n'importe quelle autre région qui aura été ouverte à la prestation de ces services