

## Les fonds souverains

L'importance croissante des investissements opérés par les fonds souverains ont placé ces derniers sous les feux des projecteurs. Dans certains milieux, on craint que leurs décisions d'investissement soient fondées sur des considérations de politique industrielle. Des efforts en vue de restreindre la liberté d'investissement des fonds souverains ont d'ailleurs été observés récemment.

### Position d'economiesuisse

L'ouverture des marchés des capitaux et la liberté d'investissement sont deux facteurs essentiels pour la croissance économique et la prospérité. Les entreprises suisses sont tributaires des capitaux des investisseurs étrangers. Quant aux investissements suisses à l'étranger, ils sont une des clés qui expliquent les succès de notre pays dans l'économie globalisée. Restreindre au niveau national la liberté d'investissement des fonds souverains n'est pas une solution.

7 mai 2008

Numéro 8

# dossierpolitique



## Les fonds souverains

### 1 Introduction

Les fonds souverains (Sovereign Wealth Funds, SWF) font parler d'eux en raison de l'importance croissante de leurs investissements, notamment en lien avec la crise des crédits hypothécaires aux États-Unis et les besoins en capitaux qui en résultent pour différentes banques. Certains observateurs craignent que l'engagement des fonds souverains se fonde sur des motivations de politique industrielle. Des efforts en vue de restreindre la liberté d'investissement des fonds souverains ont d'ailleurs été observés récemment.

**Position d'economiesuisse** L'ouverture des marchés des capitaux et la liberté d'investissement sont deux facteurs essentiels pour la croissance économique et la prospérité. Les entreprises suisses sont tributaires des capitaux des investisseurs étrangers. Quant aux investissements suisses à l'étranger, ils sont une des clés qui expliquent les succès de notre pays dans l'économie globalisée. Restreindre de manière autonome la liberté d'investissement des fonds souverains n'est pas une solution, car cette mesure peut provoquer une course au protectionnisme. Il serait sage de s'abstenir de tout activisme politique, tel qu'on peut le voir à l'étranger. En Suisse, il n'apparaît pas nécessaire de légiférer.

**Position du Conseil fédéral** Le 30 janvier 2008, le Conseil fédéral a pris la décision d'observer attentivement l'évolution des fonds étatiques et des investisseurs comparables. Il juge qu'il n'est pour l'instant pas nécessaire de mettre en route un processus législatif à ce sujet. Au niveau international, les services fédéraux compétents sont appelés à participer aux discussions relatives aux normes en matière de transparence et aux pratiques commerciales des fonds souverains. Du point de vue d'economiesuisse, la position du Conseil fédéral mérite soutien. L'objet du présent document, qui a été adopté par la Commission de politique économique extérieure et par le Comité d'economiesuisse, est de présenter les réflexions et la position de l'économie suisse en matière de fonds souverains.

### 2 Définition et importance des fonds souverains

**Véhicule d'investissement étatique** Les fonds souverains sont des véhicules d'investissement étatiques alimentés par des capitaux de sources diverses et gérés séparément des réserves de politique monétaire. Ils constituent une possibilité d'investissement parmi d'autres pour les États. Ces derniers peuvent aussi investir directement ou détenir indirectement des actifs via des entreprises étatiques. Que ce soit sous l'angle de la transparence, des objectifs d'investissement ou de la propension au risque, des différences notables existent dans le domaine des fonds souverains.

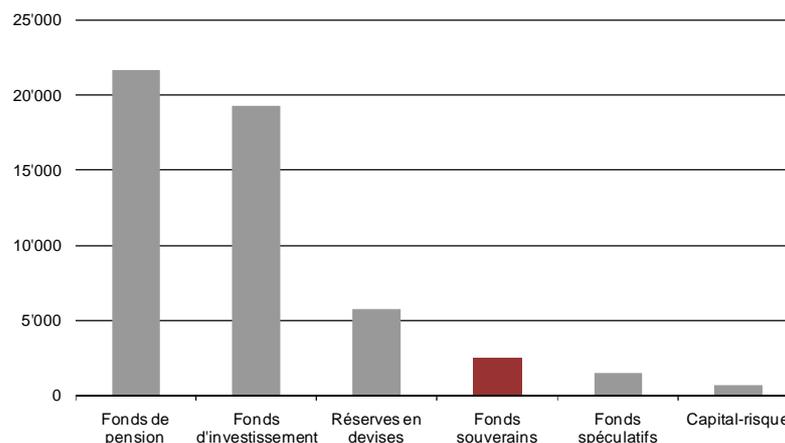
**Croissance rapide des fonds souverains** Les fonds souverains ne sont pas un phénomène nouveau, ils existent depuis plusieurs décennies. Leur croissance rapide, ces dernières années, s'explique par les déséquilibres économiques à l'échelle mondiale (forte hausse du déficit de la balance des paiements courants américaine depuis les années 1990, excédents dans les pays d'Asie du sud-est et les pays exportateurs de pétrole). Dans ces deux dernières régions, les structures politico-économiques font qu'une grande partie des devises issues de l'exportation de matières premières et d'autres produits est versée dans des fonds étatiques.

**Les trois quarts des fonds souverains sont domiciliés au Moyen-Orient et en Asie** Selon les estimations, les quinze plus grands fonds souverains du monde – près de la moitié d'entre eux se trouvent au Moyen-Orient et un quart en Asie – gèrent entre 2 000 et 3 000 milliards de dollars d'actifs (cf. tableau page 2). Une comparaison avec les montants sous gestion dans les fonds de placement (19 300 mrd USD) et les fonds de pension (21 600 mrd USD) s'impose. Il en ressort que les fonds souverains pèsent nettement moins lourd que ces deux autres catégories de fonds, dont les capitaux sont en grande partie placés à l'échelle internationale. Selon les estimations du secteur de la finance, les montants gérés par les fonds souverains représentent le double de ceux gérés par les hedge funds, mais un septième seulement des montants gérés par les fonds de placement (cf. graphique page 2).

Les fonds étatiques continueront de jouer un rôle important à l'avenir. Les actifs sous gestion devraient atteindre 5 000 milliards USD dans cinq ans et 10 000 milliards USD dans dix ans. Cependant, ces capitaux seront davantage investis sous la forme de participations au capital et moins dans des titres à taux d'intérêt fixe.

Selon les estimations du secteur de la finance, les montants gérés par les fonds souverains représentent le double de ceux gérés par les hedge funds, mais un septième seulement des montants gérés par les fonds de placement.

#### Actifs sous gestion à l'échelle mondiale En mrd USD



Source : Hildebrand, Philipp M. (2007) : The Challenge of Sovereign Wealth Funds

La majorité des fonds souverains sont domiciliés au Moyen-Orient et en Asie. Ils reflètent les déséquilibres économiques mondiaux.

#### Les principaux fonds souverains Estimations : fin 2007<sup>1</sup>

Région	Pays	Nom	Année de création	Actifs sous gestion (mrd US)
Asie	Singapour	Temasek	1974	10
	Singapour	Government of Singapore Investment Co. GIC	1981	100-300
	Chine	China Investment Co.	2007	20
	Brunei	Brunei Investment Authority	1983	3
	Japon	Le Japon a annoncé son intention de créer un fonds.	n.d.	n.d.
	Corée du Sud	Korea Investment Corporation	2006	2
Moyen-Orient et Afrique	Emirats arabes unis	ADIA (Abu Dhabi)	1976	250-87
	Arabie saoudite	Plusieurs fonds	n.d.	250
	Koweït	Kuwait Investment Authority (KIA) et Futures Generation Fund	1953	160-250
	Algérie	Revenue Regulation Fund	2000	4
	Libye	Libya Investment Authority	2007	4
	Qatar	Qatar Investment Authority	2005	5
Autres marchés émergents	Russie	Stabilization Fund	2003	12
Pays industrialisés	Norvège	Government Pension Fund – Global	1996	30
	États-Unis (Alaska)	Alaska Permanent Reserve Fund	1976	3
	Australie	Australian Future Fund	2004	4
<b>Total</b>				<b>1755-2700</b>

<sup>1</sup> Hildebrand, Philipp M. (2007) : The Challenge of Sovereign Wealth Funds

	3	Les risques
Inversement des flux de capitaux		Jusqu'à présent, les capitaux affluaient des centres économiques mondiaux vers la « périphérie ». Aujourd'hui, la tendance semble s'inverser, ce qui représente un changement inattendu pour de nombreux acteurs économiques et le grand public. Dans les pays industrialisés, les activités des fonds souverains suscitent de l'inquiétude, pour plusieurs raisons :
	Opacité	— Certains fonds souverains sont peu transparents quant à leurs objectifs, la structure du capital, la surveillance, le portefeuille et les stratégies d'investissement.
	Objectifs politiques	— La question de savoir si les fonds sont utilisés avant tout pour maximiser les bénéfices ou atteindre des objectifs de politique monétaire industrielle reste ouverte. Les secteurs économiques ou les entreprises, en particulier dans le domaine des infrastructures, qui ont développé des technologies clés ou qui disposent de droits de propriété intellectuelle, peuvent susciter l'intérêt des fonds souverains en vue d'une prise de contrôle. Mais ce raisonnement vaut aussi pour les investisseurs privés. Certains craignent encore que des fonds souverains étrangers rachètent des entreprises suisses puis transfèrent les emplois dans leur pays. Là encore, il faut être conscient qu'il n'est pas possible de simplement déplacer des technologies, des sites de production et des emplois sans tenir compte des avantages comparatifs d'une place économique. Jusqu'à présent, on ne connaît pas de motivation de politique industrielle aux fonds souverains. Ils jouent un rôle stabilisateur ou sont utilisés pour constituer une épargne, notamment au profit des générations futures. Il est dans leur intérêt de placer les actifs de l'État de manière rentable. Par conséquent, les fonds souverains sont favorables à des marchés d'investissement ouverts. Il est aussi de leur intérêt d'éviter de provoquer des poussées de fièvre protectionniste dans les pays cibles. Les observations empiriques parlent d'elles-mêmes : on ne connaît aucun cas où un fonds souverain aurait agi pour des motifs purement politiques.
	Stabilité des marchés financiers	— Le comportement grégaire et les risques de contagion, deux risques pouvant menacer la stabilité des marchés financiers, ne sont pas des phénomènes spécifiques aux fonds souverains. Ils peuvent être le fait d'autres acteurs du marché. Il n'existe pas de preuve empirique que les risques systémiques soient plus élevés dans le cas des fonds souverains, au contraire. Ces fonds, qui sont plutôt orientés sur le long terme, peuvent avoir un effet stabilisateur.
	Étatisation	— Les fonds souverains ne sont pas soumis aux dispositions légales conventionnelles en matière de surveillance. Certains estiment que leurs interventions peuvent provoquer une nationalisation ou étatisation de secteurs qui ont été privatisés. Mais cet argument ne tient pas, car les investissements de fonds souverains étrangers ne représentent pas une nationalisation au sens où on l'entendait jusqu'ici. Les décisions des entreprises ne sont pas influencées par la politique locale ou nationale.
	4	Réactions diverses selon les pays
Protection de secteurs « stratégiques »		Après des décennies de libéralisation progressive, certains États adoptent une attitude plus défensive. La nécessité de protéger des secteurs stratégiques est invoquée dans la majorité des cas. Ces secteurs ne se limitent pas à l'industrie de l'armement ; ils incluent aussi l'énergie, les ressources naturelles, les infrastructures ou le secteur financier. Cette évolution est dangereuse. Plusieurs « mesures de protection » existent ou font l'objet de débats :
Plafonds pour les participations étrangères		— Interdiction des participations supérieures à un seuil donné dans les entreprises étrangères de secteurs économiques d'importance stratégique : En Russie, par exemple, 39 secteurs sont considérés comme « stratégiques ». En Allemagne circule l'idée d'une réglementation permettant d'entraver les investissements de 25 % et plus s'ils menacent la sécurité nationale.
Examen des investisseurs		— Ailleurs, les projets d'investissement étrangers doivent, dans certains cas, être soumis à une évaluation générale. En France, par exemple, tous les projets d'investissement

	étrangers font l'objet d'un examen. Certains sont refusés notamment lorsque la prise de participation menace l'ordre public ou la sécurité nationale. Les États-Unis ont introduit des entraves supplémentaires pour compléter le processus du CFIUS <sup>2</sup> . Désormais, tous les projets d'investissement auxquels des États étrangers participent sont examinés à la loupe.
Exigence de réciprocité	— De plus en plus souvent, la réciprocité est exigée : Cela signifie que seuls les fonds souverains de pays ne restreignant pas les investissements étrangers peuvent investir. Cette réciprocité pourrait d'ailleurs être utilisée comme un instrument offensif pour obtenir l'ouverture de marchés étrangers. Mais, sachant que la majorité des fonds souverains sont domiciliés dans des pays dont l'ouverture aux mouvements de capitaux est moins grande que celle des pays de l'OCDE, l'exigence de la réciprocité entraînerait un certain nombre de restrictions. Dans ces conditions, une partie des investissements des fonds souverains ne serait plus disponible.
	5 La situation juridique en Suisse
Instrumentes juridiques nombreux	Dans le cadre de la révision du droit de la société anonyme de 1991, le Parlement a très justement rejeté l'idée de soumettre les fusions d'entreprises à un examen étatique visant à protéger les intérêts publics majeurs. Une des raisons avancées est que la Suisse dispose de nombreux instruments juridiques. Deux remarques s'imposent : Premièrement, les dispositions juridiques mentionnées ci-après ont été adoptées indépendamment de la discussion sur les fonds souverains. Deuxièmement, les transactions impliquant des capitaux étrangers sont soumises aux mêmes prescriptions que celles appliquées aux entreprises actives dans l'espace judiciaire suisse.
Secteurs étatiques	— En Suisse, plusieurs secteurs sont aux mains de l'État. Il s'agit principalement de la Banque nationale, de toutes les entreprises ayant le statut d'institut (EPF, Poste, SUVA) ainsi que des sociétés anonymes de droit spécial (CFF, Swisscom) et de droit privé (RUAG, Skyguide) appartenant à la Confédération.
Infrastructures : sécurité de l'approvisionnement	— Dans le domaine des infrastructures, les obligations en matière de sécurité d'approvisionnement résultent des dispositions légales en vigueur et des exigences des autorités de régulation (concessions). Elles sont identiques pour tous les concessionnaires.
Droit des sociétés	— Il donne aux entreprises la possibilité de restreindre statutairement des droits de vote et de transmissibilité des actions nominatives ou à droit privilégié. Ce faisant, une entreprise peut plafonner la participation d'actionnaires individuels. Dans le cas des entreprises ayant émis un grand nombre d'actions au porteur ou d'actions nominatives dont les détenteurs ne se sont pas inscrits au registre des actions (actions dispo), on ignore qui détient la participation économique. Dans le droit des sociétés anonymes, des mesures s'imposent donc indépendamment du débat autour des fonds souverains. Il conviendra que la révision en cours du droit de la société anonyme permette aux entreprises de se préserver de l'influence d'actionnaires minoritaires importants.
Offres publiques d'achat	— L'obligation de déclaration découlant de la loi sur les bourses crée la transparence en matière de prise de contrôle des sociétés cotées. Elle ne permet pas de limiter ni d'empêcher la prise de participation d'investisseurs individuels.
Secteur financier	— Un fonds souverain devrait obtenir une autorisation de l'autorité de surveillance pour prendre une participation dans une banque dans la mesure où cette dernière tomberait en mains étrangères. L'autorité de surveillance devrait examiner la prise de participation de fonds souverains dans des banques, des assurances, des négociants en valeurs suisses au cas par cas. Si elle arrivait à la conclusion que la participation menacerait une activité commerciale irréprochable, elle disposerait de plusieurs moyens d'action.
Droit de la concurrence	— Le contrôle des fusions permet de refuser la fusion de certaines entreprises ou d'y mettre des conditions afin d'éviter les distorsions de concurrence. Lorsque la fusion de deux entreprises donne naissance à une nouvelle entité jouissant d'une position dominante

<sup>2</sup> Committee on Foreign Investment in the US

Compétence du Conseil fédéral

ou qu'elle renforce une position dominante, les entreprises concernées peuvent se voir infliger des sanctions considérables.

- Compétence constitutionnelle du Conseil fédéral d'édicter des ordonnances (Cst art. 184, 185) : En cas de menace imminente sérieuse de la sécurité intérieure et extérieure ainsi que de l'ordre public, le Conseil fédéral peut édicter des ordonnances et prendre des décisions l'autorisant à agir rapidement et de manière ciblée pour protéger des intérêts prépondérants. L'utilisation de cette compétence suppose une menace imminente. Il ne peut être utilisé que ponctuellement et en cas de nécessité absolue.

6 Thèses

6.1 Des marchés des capitaux ouverts sont indispensables

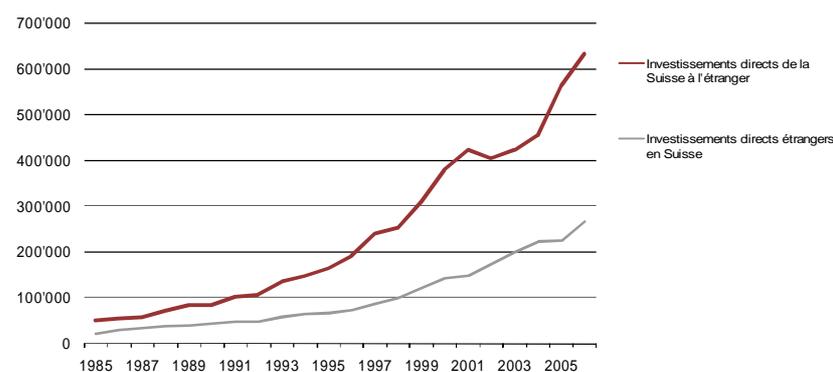
Les investissements directs contribuent à la prospérité

Il est de l'intérêt de notre pays, petite économie ouverte qui s'appuie sur une place financière forte, de disposer d'un marché des capitaux libre, non discriminatoire et transparent. Nos entreprises ont besoin d'apports de capital, de savoir-faire et de technologies. A l'instar d'autres pays, la Suisse s'efforce d'attirer des investissements étrangers (cf. graphique ci-dessous). Quant aux investissements suisses à l'étranger, ils sont une des clés des succès remportés par notre pays dans l'économie globalisée.

L'économie suisse s'engage clairement en faveur de marchés des biens, des services et des investissements ouverts. L'expérience montre que les économies ouvertes sont mieux à même de tirer profit des échanges internationaux. Ces derniers leur permettent de renforcer leur compétitivité et leur productivité ainsi que d'augmenter les investissements privés, ce qui favorise la création d'emplois. A long terme, la prospérité et la croissance économique s'en trouvent renforcées.

En 2006, les investissements directs étrangers réalisés en suisse se montaient à 266 mrd fr. La même année, les investissements directs de la Suisse à l'étranger s'élevaient à 632 mrd fr., ce qui représente 130 % du PIB. La Suisse domine le classement mondial.

Investissements directs : montant des capitaux investis En mio.fr.



Source : BNS, Bulletin mensuel de statistiques économiques 3/2008

Des entraves aux investissements étrangers seraient incompatibles avec la liberté économique

6.2 Eviter l'activisme politique que l'on observe à l'étranger

Instaurer des contrôles d'accès généralisés pour les investissements étrangers serait incompatible avec la liberté économique et les engagements de droit international public de la Suisse. Une telle intervention, ou ne serait-ce que des signaux dans ce sens, auraient pour effet de réduire l'attrait de notre économie pour les investisseurs. Les flux de capitaux diminueraient. Acquérir du capital coûterait plus cher aux entreprises; la position des actionnaires serait affaiblie, ce qui aurait des conséquences négatives sur la productivité de l'économie suisse. De plus, les investisseurs suisses pourraient être la cible de mesures de rétorsion à l'étranger.

Les critères d'évaluation et de distinction sont arbitraires: Dans quels cas les investisseurs étrangers sont-ils étatiques ou privés? Quels sont les intérêts politiques des

fonds souverains ? Quels sont leurs intérêts économiques ? Qu'est-ce qu'une participation déterminante (seuil) ?

La transparence et la concurrence limitent les abus

### 6.3 *Les lois suisses sont suffisantes*

Si les risques mentionnés doivent être pris au sérieux, ils ne doivent cependant pas servir de prétexte pour une discrimination des investisseurs étrangers. Avant d'introduire une quelconque mesure étatique, il faut évaluer la nécessité d'une réglementation et ses conséquences. La Suisse dispose déjà de nombreux instruments dans le droit de la concurrence, le droit des sociétés et le droit des offres publiques d'achat. Pour l'instant, il n'est pas nécessaire de légiférer. Dans le domaine des infrastructures en particulier, les entraves aux participations helvétiques et étrangères sont plutôt élevées. D'une manière générale, il faut que le Conseil fédéral renonce à utiliser sa compétence d'édicter des ordonnances, seul instrument spécifique permettant légalement d'empêcher une prise de participation dans des entreprises privées helvétiques par des fonds souverains. Une telle mesure pourrait occasionner des dommages politiques et économiques considérables.

En vertu de la réglementation actuelle, les transactions impliquant des capitaux étrangers doivent être soumises aux mêmes prescriptions que celles qui s'appliquent à toutes les entreprises opérant dans l'espace judiciaire suisse (traitement national). En outre, on peut se référer aux principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales ainsi qu'à son code de la libéralisation des mouvements de capitaux.

D'une manière générale, la transparence et la concurrence sont des outils adaptés pour limiter les abus.

Protection multilatérale et bilatérale des investissements

### 6.4 *Accès au marché et protection des investissements directs suisses*

Malgré l'importance économique des investissements transfrontières à l'échelle mondiale, le droit international public ne connaît pas de réglementation exhaustive en matière d'investissements directs. L'accord général sur le commerce de service (GATS), qui porte sur l'accès au marché des investissements dans le secteur des services, constitue une exception. Il est donc important de poursuivre les discussions relatives à l'élaboration d'un accord mondial sur les investissements dans le cadre de l'OMC. L'objectif est de garantir des conditions-cadre transparentes, permanentes et prévisibles pour les investissements transfrontières. Les principes de base - transparence et non-discrimination - ainsi qu'un dispositif efficace de règlement des conflits, doivent être établis dans un cadre multilatéral.

Les accords de libre-échange conclus par la Suisse, notamment sous l'égide de l'AELE, instaurent l'accès au marché pour les investissements également hors du secteur tertiaire, mais seulement pour les secteurs ne connaissant pas de restrictions à l'échelle nationale. De plus, la Suisse possède un réseau de 125 conventions bilatérales de protection des investissements (CPI). Elles garantissent aux investisseurs le principe de non-discrimination, une protection internationale et, pour les nouvelles conventions, le droit, en cas de litige, de poursuivre l'État hôte directement devant un tribunal arbitral international.

Contre des mesures protectionnistes

### 6.5 *Privilégier la modération en matière de coordination internationale*

Les récentes turbulences sur les marchés financiers ont montré que les flux de capitaux s'organisent de plus en plus au niveau mondial. Cela implique l'ouverture des marchés et des discussions au sein de diverses organisations mondiales, comme le Fonds monétaire international (FMI) et l'OCDE. Un consensus se dessine : le FMI mettra l'accent sur les questions relatives à la transparence et à la gouvernance des fonds souverains (code de conduite volontaire), alors que l'OCDE se concentrera sur les moyens qui permettent d'éviter de restreindre inutilement l'accès au marché des pays cibles (recommandations). Le dénominateur commun entre ces deux organisations est relativement faible. Au niveau international, la modération est de rigueur. Par ailleurs, il convient de contre les initiatives potentiellement protectionnistes des États membres.

Pour toutes questions :  
[gregor.kuendig@economiesuisse.ch](mailto:gregor.kuendig@economiesuisse.ch)  
[peter.flueckiger@economiesuisse.ch](mailto:peter.flueckiger@economiesuisse.ch)