

# LA CRISE MONDIALE DE LA TITRISATION ET LA DYNAMIQUE DES FONDS SOUVERAINS

JUSTIN O'BRIEN \*

Les *pools* d'actifs contrôlés par des gouvernements jouent un rôle essentiel dans les apports de liquidités visant à réduire les problèmes de solvabilité nés de la crise financière mondiale. À la suite d'intenses négociations sous l'égide du FMI, un accord a été conclu sur un ensemble de principes et pratiques généralement acceptés pour les fonds souverains, les Principes de Santiago. Ces principes définissent les stratégies juridiques, institutionnelles et macroéconomiques auxquelles souscrivent tous les fonds adhérents. Selon le co-président du Groupe de travail international (International Working Group - IWG) qui a rédigé ces principes, « les dispositions en matière de gouvernance et de responsabilisation apportent d'importantes assurances dans le domaine de la séparation entre les opérations des fonds et leurs propriétaires, les politiques d'investissement et la gestion des risques, tandis que d'autres dispositions visent à faire apparaître que les fonds souverains agissent pour des motifs commerciaux et nuls autres » (Murray, 2008). Bien qu'aucun organisme officiel de surveillance ne soit envisagé, l'homologue de Murray, le sous-secrétaire aux Finances d'Abu Dhabi, a formellement donné l'assurance que le respect des principes sera vérifiable (Al Suwadi, 2008). Les Principes de Santiago, bien que reposant sur le volontariat, font beaucoup pour répondre à la perception d'un manque de responsabilisation.

291

---

\* Professeur de gouvernance des entreprises, Centre for Applied Philosophy and Public Ethics, université de Charles Sturt (Australie).

Mais la réglementation des fonds souverains et d'autres sources de capitaux publics ne représentent qu'une des composantes du processus d'investissement. La réduction des réticences politiques ne sera cependant garantie que si la clarification s'applique également aux procédures d'examen des investissements étrangers dans les pays récipiendaires. Cet article étudie comment les changements dans la nature de la crise financière mondiale ont affecté la dynamique du processus de réglementation. Nous commençons par mesurer les dimensions de la crise. Ensuite, nous examinons les possibilités et les risques liés à l'expansion des capitaux publics.

*UN NOUVEL ORDRE MONDIAL :  
LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE  
ET LE POUVOIR FINANCIER*

Le 13 octobre 2008, le Premier ministre britannique, Gordon Brown, s'est rendu au siège de Reuters, à Canary Wharf. Le choix du lieu où il a prononcé son manifeste pour un nouvel ordre mondial était fortement symbolique. Au cours des vingt dernières années, le centre de gravité de la City de Londres s'était progressivement déplacé vers ce quartier qui a connu ses propres difficultés. Conçu et ouvert dans les années 1990 sans disposer des infrastructures adéquates, ses difficultés initiales ont illustré les limites de la planification dans un marché libre. Ce jour-là, Gordon Brown a estimé que ces défauts étaient aussi ceux des produits conçus et commercialisés dans ces gratte-ciel qui dominent l'un des quartiers les plus défavorisés de la capitale. La transparence, l'intégrité, la responsabilité et de saines pratiques bancaires devaient, a-t-il soutenu, être incorporées dans un système supérieur de surveillance (Brown, 2008). À un monde qui change, Gordon Brown envoyait le message que Londres pouvait - et devait - jouer un rôle central dans la création d'une structure crédible qui refrénerait les prises de risques irresponsables et générerait une croissance économique et sociale durable.

Si le Royaume-Uni a été à l'avant-garde des efforts pour une réforme mondiale, ses autorités ont été affaiblies par la défaillance systémique de son système tant vanté de réglementation fondé sur la mesure du risque. Cinq jours après le manifeste de Gordon Brown à Canary Wharf, le président français, Nicolas Sarkozy, a rencontré son homologue américain à Washington, en compagnie du président de la Commission européenne. Ils ont repris l'appel de Gordon Brown en faveur d'un « nouvel ordre économique mondial », mais ont exigé une réglementation beaucoup plus étendue pour remédier aux « pratiques détestables » qui avaient conduit à la crise actuelle (BBC News,

19 octobre 2008). Le président Bush a demandé que les inévitables changements réglementaires et institutionnels préservent l'innovation. « Il importe », a-t-il dit, « que nous préservions les fondements du capitalisme démocratique - un engagement en faveur du libre-échange et de la libre entreprise » (BBC News, 19 octobre 2008). Ses visiteurs européens ont proposé un programme très ambitieux. L'innovation, ont-ils fait valoir, devrait être soumise à une supervision stricte et intégrée, et les responsables de la crise devraient être poursuivis. Pour le président français, il n'était plus possible, ni politiquement acceptable, que la société mondiale soit exposée aux errements des marchés. « Nous ne pouvons aller de l'avant qu'avec un sens des responsabilités et [il faut] que ceux qui ont commis des fautes supportent le poids de leurs erreurs et assument leurs responsabilités ». Agir autrement serait « une trahison de la nature du capitalisme en laquelle nous croyons » (BBC News, 19 octobre 2008).

Alors que les discussions se poursuivent sur ce qui devrait être fait, il y a un accord général sur la gravité de la crise et ses conséquences pour la structure des réglementations et des marchés en Europe (voir, par exemple : Lomax, 2008 ; McCreevy, 2008a ; McCreevy, 2008b), aux États-Unis (voir, par exemple : Bernanke, 2008 ; Geithner, 2008a, 2008b ; Greenspan, 2008 ; President's Working Group on Financial Markets, 2008) et dans les organisations internationales (voir, par exemple : Financial Stability Forum, 2008a, 2008b ; Strauss-Kahn, 2008). Lorsque les dirigeants mondiaux se sont réunis à Washington en novembre pour le premier d'une série de sommets gouvernementaux, les difficultés de la coordination d'une réponse mondiale sont apparues, cependant, au grand jour. Dans un tel vide, rien d'étonnant à ce que les envolées rhétoriques abondent. Elles furent encore plus fleuries lors d'une réunion des pays de la Coopération économique Asie-Pacifique à Lima, la semaine suivante, qui coïncida avec la menace d'une faillite de Citigroup, qui fut jadis une des banques les plus puissantes du monde. Le Premier ministre chinois, Hu Jintao, devait résumer la gravité de la situation dans cette affirmation : « l'architecture politique et économique mondiale connaît [actuellement] les changements les plus profonds et les plus complexes depuis la guerre froide » (Walker, 2008).

La présence des BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) à la conférence de Washington a démontré les changements subtils mais profonds dans la puissance économique. L'absence de propositions concrètes a montré qu'avoir un siège à la table de négociations ne se traduisait pas par un avantage manifeste. Et donc, si l'on reconnaissait que la recherche d'une solution crédible ne pouvait se faire sans la liquidité apportée par les économies en développement, leur possibilité de

traduire cette réalité en actes par des politiques commerciales et d'investissement direct restait faible. Ce qui a changé, c'est le rôle de l'État dans les marchés de capitaux. Le débat acharné sur la question de savoir si les fonds souverains menaçaient des intérêts nationaux légitimes ou, plus grave encore, la capacité de préserver la cohésion sociale dans les pays d'accueil, a été fondamentalement transformé. Avec des pans entiers du secteur bancaire aujourd'hui contrôlés par l'État dans les pays du G20, y compris les États-Unis eux-mêmes, après un effondrement quasi général des marchés financiers (Strauss Kahn, 2008), il est admis que les fonds souverains représentent une des rares sources de capitaux disponibles. Le problème politique qui reste à surmonter est l'assurance que les bénéfiques normatifs d'une plus grande transparence et d'une responsabilisation soient intégrés à des améliorations concomitantes dans la gouvernance des processus d'investissement étrangers.

### *LES CAPITAUX PUBLICS DANS UNE ÉPOQUE DE TURBULENCE ET DE CRÉDULITÉ*

La Commission européenne a reconnu que les fonds souverains représentaient actuellement une importante courroie de transmission dans le moteur de la mondialisation financière (Commission des Communautés européennes, 2008). Au début de l'année, les responsables de Londres et de Bruxelles ont déclaré franchement que le nœud du problème était la manière d'amener Pékin à participer. Le président du très influent Treasury Select Committee, John McFaul, a déclaré qu'il y « avait une forme de paranoïa, notamment à Washington, au sujet de la Chine » (interview, Glasgow, 7 avril 2008). Un des principaux régulateurs européens nous a déclaré qu'il était important d'être « d'une franchise brutale, qu'il ne s'agissait pas de Singapour ou de la Norvège ou même des fonds souverains du Golfe, mais qu'il s'agissait du pouvoir de la Chine » (interview, Bruxelles, 15 avril 2008). L'aggravation de la situation économique, cependant, a progressivement réduit l'importance de chaque risque identifié.

#### *Le risque de contagion financière*

Des banques importantes ont assuré leur survie immédiate en se tournant vers des fonds souverains basés au Moyen-Orient et en Asie de l'Est ou du Sud-Est. À plusieurs titres, ceci est compréhensible. C'est précisément parce que (principalement) ils sont à l'abri des pressions à court terme des marchés et de toute responsabilité immédiate qu'ils disposent d'un pouvoir aussi inhabituel. Les diverses manières dont les stratégies d'investissement des fonds souverains sont déclarées sont fort différentes. Leur degré d'opacité variable a empêché d'évaluer si

une expansion inadéquate ou malavisée de leurs investissements pouvait provoquer des distorsions sur les marchés. Il a été avancé qu'il serait nécessaire d'obtenir beaucoup plus d'informations sur les critères utilisés pour définir les performances de certains fonds pour éviter ou au moins obtenir des renseignements sur l'éventualité de sorties soudaines de capitaux (Lowery, 2007). Aucune preuve n'a cependant été apportée que ce risque soit autre chose qu'une hypothèse. Les principaux fonds ont souligné la qualité de leurs conseillers extérieurs et de leurs contrôles internes (Israel, 2008 ; Skancke, 2008). Les banquiers d'affaires de Londres et de New York se montrent positifs sur leurs échanges avec ce secteur. Un directeur de la recherche a même laissé entendre que les grands fonds attireraient les vedettes montantes de la gestion d'actifs (interview, Londres, 19 juillet 2008). Quels que soient leur niveau et leur expertise, il n'y a aucun moyen de savoir, avant que n'éclate un conflit à propos d'une transaction ou d'une question politique, si ces agents sont en mesure d'exercer une influence modératrice sur leurs maîtres politiques.

Un plus vaste domaine de préoccupation est celui des relations complexes entre les fonds souverains et les opérateurs financiers (Johnson, 2007, 1). Une conséquence inévitable est l'augmentation potentielle des manipulations de marchés, qui sont déjà à des niveaux élevés. Des régulateurs soupçonnent que des fonds spéculatifs se sont associés pour manipuler les cours de certaines actions (FSA, 2008 ; SEC, 2008), mais il n'y a aucune preuve que les fonds souverains aient financé ou participé directement à de telles stratégies de gestion d'actifs à court terme. Une autre préoccupation est que les fonds souverains puissent avoir accès et tirer parti d'informations susceptibles d'influer sur les prix. De plus, il importe de souligner que ce risque est purement hypothétique. Paradoxalement, cependant, les dénonciations de plus en plus stridentes en provenance des pays récipiendaires augmentent l'interaction entre les fonds souverains et le capital-investissement. Cette relation accroît l'opacité liée aux acquisitions et aux cessions des sociétés de portefeuilles. Si l'objectif des responsables politiques est de limiter le biais de court terme des pratiques actuelles des marchés, il est certainement contre-productif de favoriser un mariage arrangé entre deux secteurs fort peu réglementés de l'économie financière.

### *Le pouvoir d'influence (soft power)*

Les fonds souverains représentent un changement fondamental dans la dynamique des marchés précisément en raison de la fusion (potentielle) d'impératifs politiques et commerciaux. Leur croissance confirme que l'idée selon laquelle la diffusion dans le monde entier des politiques économiques occidentales conduirait inévitablement à

la disparition des États (Fukuyama, 1992) est, au mieux, prématurée. Elle renforce l'idée que des stratégies d'investissement pourraient être utilisées comme un instrument d'influence (*soft power*) (NYE, 2005). Nombre de préoccupations plausibles viennent ainsi à l'esprit. Le rachat de sociétés et l'acquisition de participations stratégiques (notamment si elles s'accompagnent d'une entrée au conseil d'administration) donnent à des acteurs publics accès à la propriété intellectuelle des sociétés. Sans des contrôles et des mesures de régulation adéquats et exécutoires, la divulgation de telles informations pourrait favoriser les concurrents de la société dans le pays d'origine des fonds (Tafara, 2008). Un risque similaire est que l'investissement pourrait influencer les objectifs stratégiques (par exemple, en pesant sur les priorités de financement en faveur des projets préférés des pays donateurs), ce qui diminuerait l'efficacité des dispositifs normaux de gouvernance des sociétés (Allen et Caruana, 2008, 14).

Bien qu'il n'existe aucune preuve qu'un fonds souverain ait jamais été utilisé au bénéfice d'un objectif politique, s'assurer des motivations de gouvernements mystérieux et autoritaires est un exercice particulièrement ardu. Malgré les avantages que peuvent présenter plus de déclarations dans les efforts pour deviner les intentions, il est important de souligner que les fonds souverains ne représentent qu'une composante de l'influence économique de l'État. Le degré d'opacité augmente quand les investissements stratégiques sont effectués par des sociétés publiques. Il devient total quand l'acquisition est effectuée par des oligarques ayant des liens manifestes mais informels avec des régimes autoritaires. Le problème délicat qui se pose dans ce contexte est que toute tentative pour imposer des restrictions aux fonds souverains pourrait provoquer la création de mécanismes d'investissement encore plus opaques.

Le secteur des fonds souverains a traditionnellement fui la publicité. On observe déjà des signes de fébrilité lorsque l'on évoque ce qui est considéré comme une réécriture partielle et égoïste des règles gouvernant l'ordre financier mondial. C'est particulièrement le cas de l'Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) (Otaiba, 2008). Celle-ci souligne que des experts financiers gèrent 80 % de ses investissements. Il est indiqué que l'ADIA s'est « comportée de manière prédominante en investisseur passif, et que la grande majorité de ses investissements sont des prises de participation minoritaires dans des sociétés, sans droits de contrôle, ni sièges aux conseils d'administration, ni participation à la gestion ou à la direction des sociétés récipiendaires » (Otaiba, 2008). La déclaration est instructive par son ambiguïté. Le caractère passif des investissements est prédominant, mais pas absolu, et l'on ne sait pas si la répartition du portefeuille est exprimée en taille ou en valeur.

En outre, l'absence de contrôle, de représentation au conseil et de participation aux décisions ne s'applique peut-être pas dans tous les cas. Plus généralement, il est faux de croire que l'absence de droits de vote empêche toute influence. Aucune direction en difficulté n'est susceptible d'ignorer la voix ou les intérêts (supposés) d'un actionnaire important. Le problème est que l'absence actuelle de toute déclaration fait qu'il n'y a aucun moyen de savoir quel avis, le cas échéant, a été prodigué. Dans cet ordre d'idées, les Principes de Santiago constituent un mécanisme permettant de réduire les critiques.

### *La protection des intérêts nationaux*

De nombreux pays imposent des restrictions aux investissements directs étrangers dans les technologies à double usage ou protègent leurs principaux portails de communication et transporteurs d'une influence étrangère indue (GAO, 2008 ; OCDE, 2008a, 6). Les restrictions peuvent être totales, partielles ou reposer sur une procédure d'examen, laquelle peut - ou non - mettre l'accent sur des questions de sécurité plus étendues. Les préoccupations de sécurité nationale sont particulièrement vives aux États-Unis, où les préconisations en matière de « guerre contre le terrorisme » ont attisé la contradiction potentielle entre profiter des échanges mondiaux ou protéger les infrastructures essentielles du pays. Les problèmes politiques sont d'autant plus aigus qu'il n'existe pas de définition de la sécurité nationale, ni dans la législation qui s'y rapporte, ni dans les procédures réglementaires. Le Département de la sécurité intérieure, par exemple, déclare qu'une partie de son mandat consiste à protéger « les systèmes et les biens, physiques ou virtuels, importants pour les États-Unis au point que leur paralysie ou leur destruction aurait pour effet d'affaiblir la sécurité nationale » (OCDE, 2008c, 3). Le fait de ne pas avoir ordonné des impératifs commerciaux ou militaires potentiellement inestimables a sérieusement compromis l'intégrité du système.

Le Foreign Investment and National Security Act (2007) avait pour but de corriger ce défaut en codifiant la totalité de la procédure d'examen des investissements étrangers. Mais il faut remarquer que le secteur des services financiers ne figure pas dans la liste des secteurs contrôlés dans le texte de la loi. Les diverses agences ont cependant maintenu le secteur parmi les infrastructures essentielles. Dans ce contexte, le Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS) reste un organisme exposé aux difficultés politiques. D'autant plus que la législation pertinente demande au Comité de prendre en considération « la relation entre le pays acquéreur et les États-Unis, particulièrement dans le domaine de sa coopération dans la lutte contre le terrorisme » (GAO, 2008, 34).



Cette ambiguïté est particulièrement problématique pour les investisseurs domiciliés en Chine (Kirchgaessner, 2008a, 30 ; 2008b, 30), même si l'acquisition envisagée reste dans les niveaux autorisés. Tous les investissements récents dans le secteur financier ont été conçus pour rester en dessous des seuils d'examen obligatoires fixés par le gouvernement. La loi américaine dispose que si l'investissement n'est pas assorti de droits de vote (ou s'il est inférieur à 10 %), l'investissement projeté est considéré comme passif et n'est pas soumis à examen. D'autre part, comme nous l'avons évoqué plus haut, le vote du Foreign Investment and National Security Act avait volontairement retiré les services financiers de la liste des secteurs interdits. Sa réintégration dans cette liste a provoqué une colère compréhensible de la part des fonds souverains qui ont vu dans le débat en cours un jeu géopolitique manquant de cohérence.

Dans la communauté scientifique, cette obligation de neutralisation a provoqué un débat encore plus vif. Deux éminents juristes américains (Gilson et Milhaupt, 2008) avancent que le souci « d'assurer que les régimes capitalistes à économie de marché soient protégés contre les incursions de nouveaux régimes mercantilistes » pourrait être résolu par « une simple astuce de gouvernance des sociétés » qui dirait que « le capital d'une société américaine acquis par une entité contrôlée par un gouvernement étranger perdrait les droits de vote afférents, mais les retrouverait si le capital était transféré à une société qui ne serait pas détenue par un État » (Gilson et Milhaupt, 2008). Obliger les fonds souverains à renoncer à leurs responsabilités de propriétaires serait extrêmement problématique. Une caractéristique de la crise actuelle, après tout, est que les investisseurs institutionnels n'ont pas assumé assez sérieusement leurs obligations de propriétaires. Les Principes de Santiago exaltent les vertus normatives et pratiques du contrôle actionnarial. « Les fonds souverains considèrent les droits de propriété de leur actionnaire comme un élément fondamental de la valeur de leurs prises de participation. Tout fonds souverain qui décide d'exercer son droit de propriété doit le faire de manière compatible avec sa politique d'investissement et de façon à protéger la valeur financière de ses placements » (Principe 21).

Les conséquences économiques sont, à tout le moins, plus profondes dans le secteur des matières premières, comme l'a découvert - à grands frais - l'Australie avec l'introduction de restrictions à l'encontre des entreprises publiques. La demande mondiale de matières premières est un des facteurs principaux qui a permis à l'Australie d'être relativement épargnée par la crise du crédit. Le pays dispose d'importantes ressources d'aluminium, zircon et tantale, de gaz naturel, de nickel et de fer, surtout dans sa partie ouest. Les sociétés chinoises sont devenues les



principaux concurrents des holdings nationaux, BHP Billiton et Rio Tinto (qui sont tous deux également cotés sur le marché de Londres) et le Fortescue Metals Group, en pleine expansion. La Chine est devenue le principal partenaire commercial de l'Australie Occidentale. Bien qu'à l'heure actuelle, les investissements aient été des coentreprises circonstancielles, les grandes sociétés chinoises ont commencé à lancer des OPA hostiles contre des sociétés australiennes de taille moyenne (Freed, 2008). Un raid stratégique de Chinalco sur les actions de Rio Tinto à Londres, alors que celle-ci elle était elle-même la cible d'une OPA (aujourd'hui abandonnée, elle aurait été la plus importante OPA dans l'histoire de la finance) de BHP Billiton, avait semé la consternation à Canberra. Deux semaines après ce raid, le gouvernement australien a tenté de revenir aux principes de concurrence en affinant les principes en vigueur sur la manière d'identifier les transactions commerciales pouvant poser problème. La démarche n'a fait qu'augmenter l'incertitude sur les marchés.

Dans la loi australienne, les procédures régissant les investissements étrangers sont contenues dans le Foreign Acquisitions and Takeovers Act (1975). Celui-ci confère la responsabilité de la procédure au Trésor qui, pour sa part, est conseillé par un Foreign Investment Review Board (FIRB). La loi souligne le caractère consultatif du FIRB. La décision finale appartient donc au Trésor. La portée de ces principes n'est pas toujours très claire. Le premier principe porte sur l'indépendance de l'investisseur par rapport au gouvernement de son pays d'origine (et vise à déceler tout contrôle gouvernemental étranger). Mais il n'est pas précisé quel degré d'indépendance est exigé. En outre, il n'est pas certain que ce principe puisse être appliqué à une entité cotée en Bourse dans laquelle un gouvernement national ou régional aurait une participation. Deuxièmement, le FIRB doit examiner les antécédents contentieux de l'investisseur et ses « normes habituelles de comportement commercial » (c'est-à-dire le degré de précision de l'exposé des objectifs commerciaux de l'investisseur et la qualité de sa gouvernance d'entreprise). Il n'est pas certain que ceci puisse s'appliquer à une société récemment inscrite à la cote ou qui n'a jamais connu de contentieux. Troisièmement, le FIRB doit évaluer les conséquences de l'investissement sur la concurrence (en consultation avec l'Australian Consumer and Competition Commission). Une telle ligne de conduite peut présenter un intérêt dans le cas d'une acquisition majeure comme la tentative de BHP Billiton sur Rio Tinto. On peut s'interroger sur les conséquences que pourrait avoir la prise de contrôle d'une société moyenne sur la politique de la concurrence, ce qui rend cette suggestion pratiquement sans objet. Quatrièmement, le FIRB doit évaluer les conséquences de l'investissement proposé sur les recettes

du gouvernement et sur ses autres politiques, y compris la fiscalité et la protection de l'environnement. Il est difficile de voir comment cette disposition pourrait être utilisée contre un investissement public sans remettre en cause le principe de l'égalité de traitement. Cinquièmement, le FIRB doit étudier les questions de sécurité nationale, lesquelles comprennent des « intérêts stratégiques » qui ne sont pas davantage précisés. Sixièmement, le FIRB devra apprécier les conséquences du projet d'investissement et de ses opérations et de sa gestion en sa qualité d'entreprise australienne, « ainsi que la contribution de celle-ci à l'économie australienne et à la communauté au sens large », qui implique de prendre en compte « les intérêts des employés, des créanciers et des autres parties prenantes ». La logique de cette attitude interventionniste a été explicitement justifiée par une référence au débat international sur les fonds souverains (Swan, 2008). La forte baisse des prix des matières premières et la détérioration de la capacité des sociétés minières nationales à obtenir des financements commerciaux ont mis en évidence les conséquences involontaires d'une telle attitude. Les difficultés sont encore aggravées par le fait que des pans entiers du secteur bancaire mondial sont actuellement sous la tutelle, entière ou partielle, d'autorités nationales.

300

Il est parfaitement normal que les gouvernements protègent leurs intérêts nationaux légitimes. Cependant, si la démarche est opaque, elle peut en même temps perdre en légitimité. Les autorités doivent fixer des critères clairement définis. En outre, les raisons doivent être expliquées et appliquées d'une manière uniforme et équitable. Dans le cas contraire, on se heurte aux principes d'équité pour les investissements internationaux établis de longue date. Comme le déclare l'OCDE, la transparence « implique que l'on donne aux parties intéressées la possibilité d'exprimer leurs vues concernant les nouvelles lois et réglementations, de communiquer les objectifs politiques des changements proposés, de laisser le temps au débat public et de permettre la communication avec les autorités compétentes » (OCDE, 2008c, 2). En outre, l'OCDE insiste sur la nécessité d'une coopération internationale. Celle-ci est nécessaire « pour garantir la transparence des politiques en définissant des critères communs (équité de la procédure) et soutenir la procédure de revue par les pairs et l'accroissement des capacités » (OCDE, 2008c, 2). Ces nobles aspirations ne se sont pas concrétisées sur le terrain.

Les recommandations de l'OCDE sur la transparence et la visibilité insistent longuement sur de graves insuffisances dans la responsabilisation au niveau des pays récipiendaires. L'absence d'obligations officielles de publier des décisions, de présenter des rapports aux organes législatifs ou de publier un rapport annuel donnant suffisamment d'informations

pour identifier certaines tendances est la norme dans tous les pays, à l'exception des États-Unis et (en partie) de l'Australie (OCDE, 2008c, 9). L'accumulation progressive de décisions politiques au gré d'accords bilatéraux va à l'encontre des principes de l'OCDE. En Australie, la rédaction des principes du FIRB n'a pas été soumise à un débat public, ni à un agrément. L'initiative a, au contraire, été présentée comme une explication administrative. En tant que telle, il n'était pas nécessaire de la notifier aux parties intéressées, ni de consulter celles-ci. Dans les deux cas, l'introduction de nouveaux critères à l'approbation des investissements d'entités détenues ou contrôlées par un État révèle des pulsions discriminatoires. L'augmentation spectaculaire d'investissement en provenance de Chine, de Russie ou du Golfe, rend cette attitude intenable à plus long terme.

La publication des Principes de Santiago a beaucoup contribué à réduire le manque de responsabilisation dans le secteur des fonds souverains. Les principes sont exhaustifs et, bien que fondés sur le volontariat, ils fournissent un cadre cohérent pour évaluer les risques concernant les institutions, le crédit, la régulation et la réputation. En outre, l'adhésion déclarée aux droits de propriété des actionnaires, y compris la représentation au conseil d'administration, témoigne d'une prise de conscience par les fonds du fait que l'activisme pourrait être nécessaire pour protéger la valeur de leur investissement. Le secteur a été une force de stabilisation tout au long de la crise financière mondiale, mais ses possibilités restent affaiblies par l'opacité qui règne dans les procédures d'examen des pays récipiendaires. Comme le montre cet article, une ambiguïté inacceptable persiste dans les propositions en provenance de Washington ou de Canberra. Chacun conserve une discrétion politique sur des intérêts stratégiques mal définis. La crise des marchés mondiaux implique que les pays récipiendaires reconnaissent que la libéralisation de la finance a engendré des acteurs institutionnels habiles dont les préoccupations doivent être prises en compte. L'exigence de responsabilisation est un processus symbiotique. Si les propositions visant à réglementer les fonds souverains ne servent qu'à dissimuler un protectionnisme naissant, la cause de la libéralisation financière reculera. Mais plus encore, l'occasion de perfectionner ce que Joseph Schumpeter avait si bien appelé « la destruction créatrice » du capitalisme aura été manquée. Dans cette hypothèse, les prêteurs et les débiteurs seront formidablement appauvris.

## BIBLIOGRAPHIE

- AL SUWAIDI H. (2008), Conférence de presse, International Working Group of Sovereign Wealth Funds, Santiago, 2 septembre.
- ALLEN M. et CARUANA J. (2008), « Sovereign Wealth Funds : a Work Agenda », FMI.
- ARNOLD M. (2008), « Wealth Funds Fill Bank Gap for Buy-Out Groups », *The Financial Times*, 28 février.
- BERNANKE B. (2008), *Risk Management in Financial Institutions*, discours prononcé à la Federal Reserve Bank de Chicago, 15 mai.
- BRITISH BROADCASTING CORPORATION (2008), « US to Host Global Finance Summit », *BBC News*, 19 octobre.
- BROWN G. (2008), *The Global Economy*, discours prononcé au Reuters Building à Londres, 13 octobre.
- BURTON J. (2008), « Wealth Funds Exploit Credit Squeeze », *The Financial Times*, 24 mars.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (2008), « A Common European Approach to Sovereign Wealth Funds », Bruxelles.
- EFRATI A. (2008), « Are Borrowers Free to Lie », *The Wall Street Journal*, 31 mai.
- ENRICH D., SIDEL R. et CRAIG S. (2008), « World Rides to Wall Street Rescue », *The Wall Street Journal*, 16 janvier.
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (2008), « Financial Services Authority Introduces Disclosure Regime for Significant Short Positions in Companies Undertaking Rights Issues », communiqué de presse, 13 juin, <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2008/057.shtml>.
- FINANCIAL STABILITY FORUM (2008a), *Observations on Risk Management Practices during the Recent Market Turbulence*, Senior Supervisors Group's Report, Bâle : Forum de stabilité financière.
- FINANCIAL STABILITY FORUM (2008b), *Enhancing Market and Institutional Resilience*, Report of the Financial Stability Forum, Bâle : Forum de stabilité financière.
- FREED J. (2008), « Sinosteel Gets Control but Likely to Have Company at Midwest », *Sydney Morning Herald*, 8 juillet (édition en ligne).
- FUKUYAMA F. (1992), *The End of History and the Last Man*, New York : The Free Press.
- GEITHNER T. (2008a), *Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System*, discours prononcé à l'Economic Club de New York, New York, 9 juin.
- GEITHNER T. (2008b), *The Current Financial Challenges : Policy and Regulatory Implications*, discours prononcé au Council on Foreign Relations, New York, 6 mars.
- GILSON R. et MILHAUPT C. (2008), « Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance : a Minimalist Response to the New Mercantilism », *Sanford Law Review*, vol. 60, n° 5.
- GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE (2008), *Foreign Investment : Laws and Policies Regulating Foreign Investment in 10 Countries*, Washington DC : Government Accountability Office.
- GRAHAM E. et MARCHICK D. (2006), *US National Security and Foreign Direct Investment*, Washington DC : Institute for International Economics.
- GREENSPAN A. (2008), « We Will Never Have a Perfect Model of Risk », *The Financial Times*, 17 mars.
- INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (2008), *Sovereign Wealth Funds - Generally Accepted Principles and Practices - Santiago Principles*, octobre.
- ISRAEL S. (2008), Evidence to House Committee on Financial Services, US Congress, Washington DC, 5 mars.
- JOHNSON S. (2007), « The Rise of Sovereign Wealth Funds », *Finance and Development*, vol. 44, n° 3, pp. 56-57.
- KIRCHGAESSNER S. (2008a), « US Insiders Point to Bain Errors over 3Com », *The Financial Times*, 4 mars.
- KIRCHGAESSNER S. (2008b), « Washington Obstacle Course Sees Chinese Companies Re-Examine their US Ambitions », *The Financial Times*, 4 mars.
- LIPSKY J. (2008), *Dealing with the Financial Turmoil : Contingent Risks, Policy Challenges and the Role of the IMF*, discours prononcé au Peterson Institute, Washington DC, 12 mars.

- LOMAX R. (2008), *The State of the Economy*, discours prononcé à l'Institute of Economic Affairs, Londres, 26 février.
- LOWERY C. (2007), *Sovereign Wealth Funds and the International Financial System*, discours prononcé à l'Asian Financial Crisis Revisited Conference, Federal Reserve Bank de San Francisco, San Francisco, 21 juin.
- MCCREEVY C. (2008b), *The Credit Crisis and its Aftermath*, discours prononcé à la Society of Business Economists, Londres, février.
- MURRAY D. (2008), conférence de presse, International Working Group of Sovereign Wealth Funds, Santiago, 2 septembre.
- NYE J. (2005), *Soft Power : the Means to Success in World Politics*, New York : Perseus Books.
- OCDE (2008a), *Protection of Critical Infrastructure and the Role of Investment Policies Relating to National Security*, OCDE.
- OCDE (2008b), *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, OCDE.
- OCDE (2008c), *Transparency and Predictability for Investment Policies Addressing National Security Concerns : a Survey of Practices*, OCDE.
- OTAIBA Y. (2008), « Our Sovereign Wealth Plans », *The Wall Street Journal*, 19 mars.
- PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS (2008), *Policy Statement on Financial Market Developments*, Washington DC : President's Working Group on Financial Markets.
- RUAN V. (2008), « China's Investment Fund Pushes Back », *The Wall Street Journal*, 7 mars.
- SCHWARTZMAN S. (2008), « Reject Sovereign Wealth Funds at Your Peril », *The Financial Times*, 20 juin.
- SKANCKE M. (2008), Evidence to House Committee on Financial Services, US Congress, Washington DC, 5 mars.
- STEPHENS P. (2008), « Uncomfortable Truths for a New World of Them and US », *The Financial Times*, 30 mai.
- STRINE L. (2007), « Towards Common Sense and Common Ground : Reflections on the Shared Interests if Managers and Labor in a More Rational System of Corporate Governance », *Journal of Corporation Law*, vol. 33, n° 1, pp. 1-20.
- SWAN W. (2008), *Australia, China and this Asian Century*, discours prononcé à l'Australia-China Business Council, Melbourne, 4 juillet.
- TAFARA E. (2008), Evidence to House Committee on Financial Services, US Congress, Washington DC, 5 mars.
- US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2008), « Emergency Order », parution n° 58166, <http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58166.pdf>.
- WALKER T. (2008), « APEC Talks Confronting », *Australian Financial Review*, 25 novembre.
- WONG E. (2008), « An Emboldened China Scolds US over Economy », *International Herald Tribune*, 17 juin.

