

FONDS SOUVERAINS ET GOUVERNANCE D'ENTREPRISE : UNE RÉPONSE MINIMALISTE AU NOUVEAU MERCANTILISME

RONALD J. GILSON *
CURTIS J. MILHAUPT **

Keynes enseignait, il y a bien longtemps, que les flux internationaux de capitaux étaient toujours politiques¹. La réaction de l'Occident à l'énorme accroissement du nombre et des actifs des fonds souverains et d'autres véhicules d'investissement contrôlés par les gouvernements, qui sont souvent regroupés sous l'étiquette de fonds souverains, a montré que Keynes avait raison. Pour leurs détracteurs les plus sévères, les fonds souverains représentent une menace pour la souveraineté des nations dans les entreprises dans lesquelles ils investissent. La vigueur des métaphores est à la hauteur du volume des griefs. Les pays dont les grandes entreprises sont la cible d'investissements sont menacés d'être réduits à la condition d'États « métayer » si la propriété de leurs industries passe entre les mains de propriétaires absentéistes de gouvernements étrangers². Les critiques plus modérés redoutent que les fonds souverains ne prennent des décisions pour des raisons politiques, et non pour des raisons économiques. Les appels à une régulation tant nationale qu'internationale en matière d'investissement des fonds souverains sont désormais quotidiens³. Dans cet article, nous esquissons une réponse minimaliste aux préoccupations concernant les fonds souverains.

373

* Professeur de droit de la chaire Charles J. Meyers, Stanford Law School, professeur de droit et des affaires de la chaire Marc et Eva Stern, Columbia Law School, et associé de European Corporate Governance Institute.

** Professeur de droit japonais de la chaire Fuyo, professeur de droit de la chaire Albert E. Cinelli Enterprise, et directeur du Center for Japanese Legal Studies, Columbia Law School.

Cet article est une version courte de l'article « Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance : a Minimalist Response to the New Mercantilism », *Stanford Law Review*, vol. 60, n° 5, 2008, pp. 1345-1370.

La vive controverse sur la montée des fonds souverains est l'une - parmi d'autres - des frictions qui résultent de l'interaction entre deux conceptions très différentes du rôle du gouvernement dans une économie capitaliste - « capitalisme d'État contre capitalisme de marché »⁴. Dans la forme de capitalisme de marché qui s'est développée dans les économies avancées, certes par à-coups, l'entreprise individuelle représente l'unité dont la valeur est maximisée. Les interdictions liées aux subventions et aux préférences gouvernementales inscrites dans les règles de l'OMC et de l'Union européenne visent à empêcher les gouvernements de déplacer le niveau de maximisation des profits de l'entreprise vers l'État. Au contraire, certains grands pays en développement (et notamment la Chine) tendent de plus en plus vers une forme de capitalisme d'État - ce que nous appelons le nouveau mercantilisme. Dans ce cas de figure, c'est l'État qui devient l'unité dont la valeur doit être maximisée, avec une augmentation correspondante du rôle du gouvernement national en tant que participant direct et coordonnateur des efforts. Pour les économies développées, la conviction que le libre-échange et la concurrence entre les entreprises augmentent le PIB au plan national est un article de foi : le marché régit cette tautologie. Pour les économies en développement, et particulièrement celles dont les entreprises sont en concurrence avec des sociétés de pays plus avancés, l'État, agissant à travers des fonds souverains, par la propriété directe de sociétés et par la réglementation, cherche à égaliser les chances. Pour le nouveau capitalisme mercantile, le gouvernement s'efforce de faire en sorte que le comportement des sociétés conduise à une maximisation des avantages économiques, sociaux et politiques du pays.

Bien que les fonds souverains ne soient que l'un des mécanismes de la participation de l'État dans l'économie, ils ont attiré une grande attention parce que pour certains commentateurs, ils représentent le visage actuel de cette tension entre les capitalismes concurrents.

Lawrence Summers a souligné que les activités transfrontalières des fonds souverains et d'autres véhicules d'investissements souverains ont renversé la tendance à la privatisation qui a déferlé sur le monde pendant le dernier quart de siècle⁵. Les gouvernements accumulent désormais des participations dans ce qui était des entités purement privées. Comme le dit un commentateur, ces tendances, liées à la croissance des fonds souverains et à leurs activités d'investissement, entraînent une augmentation dramatique du rôle des gouvernements dans la propriété et la gestion des actifs nationaux. Cette particularité est troublante et inquiétante. Elle remet en question nos postulats les plus fondamentaux sur la structure et le fonctionnement de nos économies et du système financier international⁶.

Au-delà de la rhétorique, les investissements des fonds souverains ont attiré l'attention en raison de deux facteurs, l'un économique, l'autre lié à la réglementation nationale. Sur le plan économique, il y a les énormes accumulations de richesses gouvernementales que représentent les fonds souverains, ainsi que la manière dont cette richesse est investie. Le grand succès des pays exportateurs asiatiques, de la Chine surtout, et la hausse rapide des prix du pétrole ont dramatiquement augmenté les réserves de change des pays ayant une économie reposant sur le commerce et les matières premières. Les 1 400 Md\$ de réserves de change de la Chine sont mentionnés presque quotidiennement dans les médias américains. Les analystes du secteur privé estiment qu'avec les prix du pétrole revenus au niveau, aujourd'hui modeste, de 70 dollars le baril, 2 Md\$ de nouveaux pétrodollars arrivent tous les jours sur les marchés financiers internationaux⁷.

En outre, les pays à fortes réserves ont commencé à modifier leurs stratégies d'investissement. Jusqu'à récemment, ces réserves étaient investies de manière prudentielle, principalement en valeurs du Trésor américain et obligations gouvernementales d'autres pays. Les capitaux étaient recyclés sans perturbations économiques ou politiques. Ce schéma a changé, mais plutôt pour des raisons économiques qu'en raison de modifications dans les relations internationales ou de politique étrangère. De nombreux gouvernements ont annoncé récemment leur intention de modifier leur stratégie d'investissement des actifs souverains et de passer de la détention prudente d'obligations d'État à des investissements au ratio risque/rendement plus élevé comme les achats d'actions et prises de participation dans des sociétés. Même le fonds de pension gouvernemental norvégien, le plus conservateur des fonds souverains, a augmenté de moitié ses allocations d'actifs en faveur d'actions - de 40 % à 60 % de son portefeuille. La Chine a également fait connaître son intention d'augmenter ses investissements en actions, aussi bien dans ses fonds souverains que dans le portefeuille du fonds de pension gouvernemental. La raison officielle de ces changements de stratégie de portefeuille est claire. À l'instar du plan de l'administration Bush qui prévoyait d'investir les fonds de la Sécurité sociale sur les marchés de capitaux, les pays riches en réserves disent qu'ils recherchent les meilleurs rendements et la plus grande diversification associée à l'investissement dans une gamme plus large de classes d'actifs.

Cette décision a déclenché un boom spectaculaire des investissements et très controversé. L'Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) a récemment acquis des titres de dette convertibles représentant 4,9 % de ses actions ordinaires, ce qui ferait d'ADIA l'un des principaux actionnaires de la banque. Un fonds chinois a acquis un peu moins de 10 % du fonds de Blackstone en 2007. Des entités chinoise et

singapourienne discutent d'une participation significative dans Barclays. Une autre entité d'Abu Dhabi a acquis 8,1 % d'actions ordinaires d'Advanced Micro Devices, un fabricant américain de puces électroniques ayant des contrats avec le Département de la Défense. Tout aussi important, mais moins controversé, les fonds souverains ont investi des milliards de dollars dans des banques d'investissement américaines comme Citigroup, Morgan Stanley et Merrill Lynch, dont le capital a été laminé par la crise des *subprimes*⁸. Dans leur ensemble, les fonds souverains ont investi approximativement 60 Md\$ dans les banques occidentales depuis mai 2007⁹.

L'aspect réglementaire de la controverse sur les fonds souverains est un peu plus nuancé. Il faut reconnaître que les tensions entre les versions du capitalisme d'État et du capitalisme de marché se transforment d'elles-mêmes en deux types d'investissement en actions très différents. Le premier est l'acquisition de prises de participation dans des sociétés nationales par des sociétés détenues ou contrôlées par des entités gouvernementales étrangères. Un exemple frappant est la tentative d'acquisition manquée d'Unocal par la China National Offshore Oil Corporation (CNOOC) en 2005, une compagnie pétrolière contrôlée par le gouvernement chinois. Pour financer cette tentative, la CNOOC devait recevoir des prêts à taux d'intérêt bas d'une banque d'État et de son actionnaire majoritaire, également détenu par l'État. La plupart des pays ont déjà des dispositifs réglementaires destinés à déceler des investissements potentiellement dangereux de ce type. Aux États-Unis, par exemple, de telles entrées de capitaux sont régies par la loi Exon-Florio¹⁰, modifiée très récemment en 2007¹¹. En vertu du dispositif Exon-Florio, une commission regroupant plusieurs départements ministériels, le Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS), examine les déclarations de projets d'acquisition de contrôle de sociétés américaines et peut recommander au président que des opérations spécifiques soient interdites en raison de la menace qu'elles représentent pour la sécurité nationale. La définition du « contrôle » dans la réglementation du CFIUS est très large. Il ne s'agit pas de vérifier simplement la propriété ; le CFIUS, au contraire, examine si l'acquéreur a les capacités fonctionnelles pour exercer le contrôle. La réglementation prévoit qu'il n'y a pas de contrôle lorsque les parts avec droits de vote sont détenues « aux seules fins d'investissement », ce qui signifie en termes généraux que l'acquéreur « n'a pas l'intention de dicter ou d'orienter les décisions fondamentales des opérations de l'émetteur ».

Le CFIUS est officiellement chargé de déterminer « si la transaction envisagée est une opération contrôlée par un gouvernement étranger ». À quelques exceptions près, une transaction impliquant un gouver-

nement étranger déclenche une période d'examen de 45 jours, impose plusieurs obligations d'information au Congrès, et exige que le président publie la décision finale d'approbation ou de rejet de l'opération. D'autres lois américaines interdisent la prise de participation de certains secteurs, comme les transports aériens ou l'énergie nucléaire. Dans d'autres secteurs, comme les banques commerciales, l'acquisition du contrôle - par une entité nationale ou étrangère - soumet l'acquéreur à un régime réglementaire détaillé qui prévoit des déclarations, des restrictions d'activités et une surveillance telle que seules des firmes très spécialisées peuvent mettre en œuvre. Bien que les mécanismes réglementaires nationaux varient, pratiquement tous les pays principaux ont déjà mis en place des protections réglementaires contre les menaces sur leurs intérêts nationaux sous forme de prises de contrôle¹².

La controverse actuelle sur les fonds souverains, qui nous occupe ici, porte sur un deuxième type d'investissement en actions : l'acquisition de participations significatives, mais pas de contrôle, dans des sociétés nationales par des investisseurs de portefeuille liés à des gouvernements étrangers. En d'autres termes, notre attention se porte sur le type d'investissements en actions qui ne tombe pas sous le coup du processus d'examen du CFIUS. Par exemple, tous les investissements décrits plus haut sont de ce second type, et seul un petit nombre de fonds souverains adoptent des stratégies d'investissement prévoyant la prise de contrôle de sociétés étrangères. À l'heure actuelle, il n'existe aucune réglementation spécifique, nationale ou multilatérale concernant les investissements de portefeuille des entités gouvernementales étrangères. Cependant, même les participations minoritaires d'une entité étrangère sont considérées comme posant un certain nombre de problèmes, et plus particulièrement dans le domaine de la sécurité nationale, en raison des craintes concernant l'influence que peut avoir une entité étrangère sur le comportement de la société. Pour y répondre, les États-Unis, l'Union européenne, l'Allemagne et le Royaume-Uni ont tous réclamé un dispositif de régulation. Les propositions sont nombreuses : exigence d'information élargie et de transparence, restrictions sur les types d'instruments boursiers dans lesquels les fonds souverains pourraient investir, appel à plusieurs cycles de négociations multilatérales¹³. Notons que l'Australie a adopté récemment un ensemble de six principes qui seront appliqués aux investissements des fonds souverains par son Foreign Investment Review Board, lequel examine notamment si les opérations des fonds souverains « sont indépendantes par rapport au gouvernement étranger concerné »¹⁴. De même, la Commission européenne a récemment recommandé au Parlement européen et aux autres agences de l'Union européenne (UE)

d'étudier une politique commune à l'égard des fonds souverains, qui comporte des obligations détaillées en matière de gouvernance et de déclaration¹⁵. Les organisations internationales se sont également saisies du problème, et le FMI, par exemple, a recommandé un code de bonnes pratiques pour les fonds souverains¹⁶.

Une réponse réfléchie à la controverse sur les fonds souverains demande que nous reconnaissons clairement les tensions entre les deux très différentes faces des investissements sans prise de contrôle par des entités gouvernementales étrangères. D'un côté, ces investissements sont simplement un autre moyen de recycler des excédents commerciaux sur les marchés de capitaux. Cette nouvelle source de placements boursiers apporte de la liquidité aux marchés et fait baisser le coût du capital pour les entreprises privées, de la même manière que les investissements de gouvernements étrangers ont réduit les taux d'intérêt à long terme américains (d'un montant récemment estimé à 130 points de base)¹⁷. En outre, l'accroissement des investissements de gouvernements étrangers sur le marché des actions pourrait être une menace stratégique moindre que la poursuite de ces placements sur les seuls marchés de la dette américaine ; les actions n'ayant pas besoin d'être refinancées. Les injections récentes de capital apportées aux institutions financières américaines ont également contribué à atténuer les effets de la crise des *subprimes*¹⁸.

378

C'est l'autre face des investissements boursiers souverains étrangers qui alimente la controverse. Vu de ce côté, les préoccupations de sécurité nationale constituent une extrémité d'un continuum de questions sur ce qui peut se passer lorsque les intérêts d'un gouvernement étranger diffèrent de ceux d'un actionnaire ordinaire. Pour illustrer ce point, imaginons que les adversaires de l'investissement du fonds souverain d'Abu Dhabi dans AMD fassent état de leurs craintes dans le domaine de l'espionnage industriel, et pas seulement de la sécurité nationale¹⁹. De même, examinons les injections rapides de capital par les fonds souverains dans les banques commerciales et d'investissement américaines pendant la crise des *subprimes*. Peu d'institutions financières nationales ont été à même de fournir du capital. Si les opportunités d'investissement étaient intéressantes sur un plan purement commercial, pourquoi les fonds souverains ont-ils été les principaux investisseurs ? Peut-être que les investissements étaient attractifs pour les fonds souverains parce qu'ils obtenaient quelque chose de plus qu'un simple investissement financier. Ou peut-être que les investissements des fonds souverains étaient particulièrement attractifs pour les dirigeants en place des banques d'investissement, accablés par les pertes des *subprimes*, parce qu'ils pouvaient intervenir rapidement, et qu'ils n'étaient pas susceptibles de réclamer des changements, ou de

vouloir prendre le contrôle, une attitude inhabituelle pour des investisseurs dans des sociétés dont les stratégies opérationnelles avaient, en réalité, créé des besoins massifs d'investissement de capitaux²⁰. La Commission européenne a souligné que la politique d'investissement des fonds souverains « pourrait refléter le désir d'acquérir des technologies et des savoir-faire en faveur de leurs intérêts stratégiques nationaux, plutôt que d'être motivés par des intérêts commerciaux normaux dans l'expansion de nouveaux produits et de marchés »²¹. De même, les principes adoptés par les États-Unis, Abu Dhabi et Singapour imposent que les investissements des fonds souverains « doivent être basés seulement sur des considérations commerciales plutôt que de poursuivre, directement ou indirectement, les objectifs géopolitiques des gouvernements qui les contrôlent ».

Les efforts pour diminuer la tension entre la face bénigne et la face menaçante des investissements en actions des fonds souverains réclament une stratégie de minimalisme réglementaire, qui n'irait pas au-delà de la résolution du conflit d'intérêt potentiel entre les gouvernements étrangers et les actionnaires ordinaires, afin de ne pas compromettre les avantages décisifs des marchés de capitaux du recyclage des énormes déficits commerciaux. C'est ici que la gouvernance d'entreprise fait son entrée dans cette analyse : administrer les conflits d'intérêts entre les partenaires au sein de la firme a toujours été une tâche majeure de la gouvernance d'entreprise.

Nous proposons un simple dispositif de gouvernance d'entreprise qui fournit une telle stratégie minimaliste. Selon cette approche, la participation dans une société américaine acquise par une entité contrôlée par un gouvernement étranger perdrait ses droits de vote, mais les récupérerait dès qu'elle ne serait plus sous contrôle étatique. Il en résulterait une séparation entre le contrôle et la valeur de l'investissement ; les rendements attendus pour l'investisseur étatique étranger demeurant les mêmes que pour les autres actionnaires, les entités gouvernementales étrangères perdraient toute influence directe sur la direction. Les investisseurs souverains dont les motivations sont essentiellement financières continueraient d'investir, la proposition n'augmentant pas le coût de leurs investissements. Les investisseurs souverains qui veulent tirer des avantages stratégiques de leurs investissements, en revanche, trouveront les fonds souverains moins attractifs pour arriver à leurs fins. Cette adaptation désamorce le conflit d'intérêts potentiel qui anime le débat sur les fonds souverains sans affecter les avantages que les fonds souverains représentent pour les marchés de capitaux.

Certains pourraient considérer notre proposition comme protectionniste. Mais ce serait mal comprendre les effets de la suspension des

droits de vote. Cette suspension n'est protectionniste que dans le sens où elle agit sur les frictions entre les versions concurrentes du capitalisme ; les régimes de capitalisme de marché sont protégés contre les incursions des régimes néo-mercantilistes. Mais à la différence de mesures réellement protectionnistes visant à protéger les intérêts commerciaux des entreprises nationales plutôt que l'intégrité de la structure d'une forme de capitalisme, notre proposition ne réduirait pas les valeurs des investissements pour les investisseurs étrangers pour la seule raison de leur nationalité ou de leur allégeance à un État souverain. En outre, comme nous le disons ci-dessous, nous anticipons totalement sur le fait que les autres pays réagiraient en instaurant un traitement réciproque sur les fonds d'investissement contrôlés par des entités gouvernementales américaines.

Notre proposition n'est pas une solution parfaite aux tensions provoquées par les fonds souverains. Elle ne résout pas tous les problèmes, car l'influence peut être exercée par d'autres moyens que le vote ; un actionnaire significatif n'a pas toujours besoin de voter pour influencer sur les dirigeants. Elle peut aussi en créer d'autres, car même ce minimalisme réglementaire peut affecter des secteurs qui ne sont pas visés. Nous nous attendons à ce que les pays dont les fonds souverains seraient soumis à la règle de la suspension des droits de vote aux États-Unis répondent de la même manière ; et donc, que les fonds d'investissement publics américains, tel l'Alaskan Permanent Revenue Fund (l'un des plus grands fonds souverain du monde), soient traités réciproquement par d'autres pays²². Malgré ses imperfections, la suspension des droits de vote peut contribuer à réduire l'une des principales sources de préoccupation concernant les investissements des fonds souverains sans créer un obstacle au recyclage des excédents commerciaux.

Certes, la suspension des droits de vote ne répond pas à des frictions plus profondes et importantes qui découlent des interactions entre les différents systèmes capitalistes et qui comportent des aspects réellement protectionnistes. Cependant, elle répond bien à la préoccupation publique notoire suscitée par les fonds souverains qui, si l'on n'y répond pas ou si l'on y répond trop fortement, serait capable de perturber gravement le marché mondial des capitaux par des réglementations trop lourdes et du protectionnisme.

Dans cet article, nous commençons par explorer les deux faces des investissements boursiers des fonds souverains - l'une bénigne, l'autre menaçante. La face bénigne est le désir ordinaire de tout investisseur d'obtenir des rendements plus importants et une plus grande diversification, notamment à la suite des changements sur les marchés mondiaux et à l'alourdissement des passifs qui résulte de

l'évolution démographique. La face menaçante est la possibilité que les fonds souverains puissent investir pour des motifs stratégiques plutôt que pour des motifs purement d'investissement, avec les spectres de menaces sur la sécurité nationale, de l'espionnage industriel et d'autres atteintes aux intérêts fondamentaux de tout pays souverain. Démêler ces deux faces offre une meilleure perspective pour trouver une réponse à la controverse sur les fonds souverains. Ensuite, nous présentons notre solution minimaliste - la suspension des droits de vote pour les investissements des fonds souverains. Nous expliquons pourquoi cette solution répond au côté potentiellement menaçant des investissements boursiers des fonds souverains tout en laissant en paix la face bénigne. Nous examinons ensuite les insuffisances de notre solution et expliquons pourquoi les avantages de la suspension des droits de vote l'emportent sur ces insuffisances. Puis, nous concluons.

LES DEUX FACES DES INVESTISSEMENTS BOURSIERS DES FONDS SOUVERAINS

À première vue, il pourrait sembler difficile de comprendre pourquoi les placements boursiers sans prise de contrôle des fonds souverains posent problème. Les avantages sont évidents. Les investissements en actions servent à recycler les excédents commerciaux et à accroître l'apport de fonds aux marchés d'actions, réduisant le coût du capital, tout comme les placements de réserves de change de gouvernements étrangers dans des instruments de la dette américaine ont réduit les taux d'intérêt aux États-Unis. Si on les compare aux investissements sur le marché de la dette, les investissements boursiers sont également plus stables, puisque leurs retraits sont moins perturbants que des retraits du marché de la dette. En effet, puisque les investissements boursiers reflètent des valeurs à long terme, les fonds souverains se retrouvent otages des économies où prospèrent les entreprises dans lesquelles ils ont investi. À la différence des dettes gouvernementales, les fonds souverains ne peuvent détenir des actions jusqu'à leur échéance, puis décider de ne pas réinvestir. Au contraire, les investissements en actions doivent être vendus à un acheteur intéressé à la lumière de changements de circonstances, y compris les actions détenues par un fonds souverain. Ces fonds souverains et leurs gouvernements supportent les coûts de toute baisse du marché. C'est pourquoi l'on peut dire qu'un accroissement des investissements boursiers par les fonds souverains du régime néo-mercantiliste est un meilleur moyen de recycler les fonds entre les capitalismes d'État et de marché que les investissements dans les dettes souveraines. Enfin, les fonds souverains apportent une source de liquidités dans des circonstances où elles

peuvent être très nécessaires. Les investissements des fonds souverains dans les banques commerciales et d'affaires américaines dont le capital avait été dévasté par la crise des *subprimes* - par exemple dans Citigroup, Bear Stearns, Merrill Lynch et Morgan Stanley - ont apporté les capitaux nécessaires qui n'auraient pas été disponibles autrement.

Alors, où est le problème ? À en juger par les termes de la controverse publique provoquée par les fonds souverains, le principal, mais sûrement pas le seul, danger viendrait d'un manque de transparence. Certains des fonds souverains qui ont effectué les investissements les plus retentissants, comme ceux d'Abu Dhabi, du Qatar et de la Chine, fournissent très peu d'informations sur leurs stratégies d'investissement et sur leurs actifs, à la différence du fonds norvégien qui publie des informations sur ces deux sujets dans ses rapports annuels. Le président Cox de la Securities and Exchange Commission (SEC) a récemment laissé entendre que cette absence de transparence pourrait dissimuler des abus de marché comme des délits d'initiés²³, qui s'ils étaient étendus pourraient renchérir le coût du capital en dégradant la confiance des investisseurs dans le marché. Mais quel que soit le nombre de fois qu'elle est invoquée, cette absence de transparence ne peut pas être le vrai problème, et donc une plus grande transparence ne peut pas être la solution.

382

En réalité, toutes les participations en actions sont opaques, à moins qu'une loi spécifique n'impose des obligations de déclaration. Par exemple, la législation américaine impose la publication rapide de l'identité de tout actionnaire détenant 5 % d'une société cotée et de ceux qui tentent de peser sur le contrôle par des procurations ou des OPA, ainsi que la publication périodique des actifs des fonds communs de placement. En outre, la vente par une société cotée d'une part importante de son capital, même inférieure à 5 %, doit être promptement rendue publique. Ce fut le cas de l'investissement du fonds souverain d'Abu Dhabi dans Citigroup. Cependant il n'y a pas d'obligation générale d'information pour les actionnaires qui détiennent moins de 5 % du capital d'une société. En conséquence, les actifs des *hedge funds*, par exemple, ne sont pas plus transparents que ceux des fonds souverains. Les règles de déclaration dans l'Union européenne et les principaux pays asiatiques sont pratiquement similaires. Pour expliquer la controverse, il faut que les fonds souverains posent d'autres problèmes que cette absence de transparence de leurs actionnaires. La publication rapide des conditions de l'investissement du fonds souverain d'Abu Dhabi dans Citigroup n'a pas atténué l'inquiétude du Wall Street Journal qui lui a consacré un éditorial intitulé : « Citi of Arabia »²⁴.

La logique économique des sociétés cotées met en évidence un

problème qui différencie les fonds souverains des autres actionnaires non transparents. Dans une société dont le capital est largement réparti dans le public, la richesse des actionnaires n'est affectée par la performance de la société qu'à travers le cours de son action, une situation qui découle de ce que les actionnaires détiennent des portefeuilles diversifiés dans un marché de capitaux efficient. Dans cette situation, tous les actionnaires conviendront que la société doit maximiser la valeur de ses actions (bien qu'ils puissent avoir des avis différents sur la façon d'y parvenir) - c'est ce que les économistes appellent « le principe d'unanimité ». Cependant, cet engagement commun à maximiser le profit ne tiendra pas si un actionnaire peut profiter des activités de la société d'une manière qui n'est pas accessible aux autres. Par exemple, un actionnaire qui tient un café en face de l'une des usines de la société aura une opinion différente des autres actionnaires sur la fermeture de cette usine ; il pourrait s'opposer à la fermeture de l'usine même si celle-ci est bénéfique pour la société. Dans le même ordre d'idées, un fonds souverain peut avoir un objectif stratégique en plus, ou en lieu et place, d'un objectif d'investissement. Le fonds peut vouloir aider des sociétés de son pays à acquérir des technologies ou d'autres savoir-faire, grâce à une société qu'il a en portefeuille, même si ce transfert s'effectue au détriment de ce portefeuille. La perte de la société est subie par tous les actionnaires, alors que le bénéfice du transfert échoit seulement au fonds souverain et à son gouvernement. Un examen attentif du débat en cours sur les fonds souverains donne à penser que la principale inquiétude concernant leurs investissements boursiers est que ceux-ci pourraient avoir un caractère stratégique intéressé. La crainte subsiste que les fonds souverains utilisent leur influence sur les sociétés qu'ils ont en portefeuille pour acquérir des technologies (la question a été ouvertement évoquée à propos de l'investissement d'Abu Dhabi dans AMD), accéder à des ressources naturelles, ou améliorer la compétitivité de certaines de leurs sociétés nationales, et cela d'une manière qui a des conséquences pour la sécurité nationale du pays où la société a son siège social. Assurément, personne ne peut citer un seul cas d'un tel comportement. Cependant, dans le débat, la probabilité (et la logique) d'un tel comportement est prise très au sérieux.

*UNE SOLUTION MINIMALISTE :
LA SUSPENSION DES DROITS DE VOTE*

Si le problème des investissements des fonds souverains est que certains fonds puissent avoir des objectifs stratégiques plutôt que d'investissement, ou ont la capacité d'appuyer des opérations straté-

giques si les circonstances changeaient dans l'avenir (en fait, une valeur d'option stratégique), la réponse appropriée est très claire, au moins sur le plan conceptuel : imposer des restrictions aux investissements stratégiques et laisser les autres investissements inchangés. Pour ce qui est des investissements traditionnels, les intérêts et les contributions des fonds souverains sont identiques à celles des autres actionnaires, et ils apportent la même gamme d'avantages macroéconomiques importants que nous avons déjà évoqués. Donc, la ligne est toute tracée. La question est de savoir si cela est possible.

En réalité, définir une telle réglementation minimaliste est considérablement compliqué par le fait que les motifs d'investissement d'un fonds souverain ne sont pas transparents, quelles que soient les obligations qui lui sont imposées - déclarations publiques, rapports ou notifications. Imaginons que, conformément aux nouvelles obligations réglementaires définies par un code de bonnes pratiques établi par une ONG, un fonds souverain annonce qu'il opère de manière totalement indépendante de son gouvernement et propriétaire. Pourquoi quiconque croirait-il cette déclaration ? Même si elle était vraie dans le passé, elle ne sera vraie dans l'avenir que si le gouvernement en décide ainsi - l'argument de l'option stratégique. Qui pourrait croire sincèrement que les gérants de la China Investment Corporation ou de Temasek de Singapour raccrocheraient le téléphone au nez d'un haut responsable du gouvernement (en Chine, le Parti) qui leur donne son avis sur la manière dont le fonds doit traiter un certain investissement afin de favoriser les intérêts du pays, plutôt que ceux du fonds²⁵ ? Encore une fois, la transparence, qu'elle soit obligatoire ou encouragée par des codes de bonnes pratiques - l'omniprésente réponse politique actuelle aux préoccupations soulevées par les fonds souverains - ne résout pas le problème réel²⁶. Des déclarations supplémentaires ne peuvent tout simplement pas faire la différence entre investisseurs stratégiques et non stratégiques.

En réalité, une obligation de déclaration risque d'indisposer les propriétaires gouvernementaux du fonds souverain, et peut-être de détourner leurs investissements des pays développés, même si cette solution risque d'être inefficace. Les principes de gouvernance que les États-Unis, l'Union européenne et le FMI s'efforcent d'imposer aux fonds souverains s'adressent directement au pouvoir des gouvernements de gérer leurs avoirs et leurs entités. Utiliser au sujet de ces codes le terme de « volontaire » est quelque peu trompeur. La pratique européenne qui consiste à appliquer (les principes) ou à expliquer (l'exception) (*comply or disclose approach*), dont dérive la démarche de transparence appliquée aux fonds souverains, présume que le marché va faire respecter les normes volontaires si une société ne s'y conforme

pas. Mais quand celui qui ne se conforme pas est un fonds souverain, la seule autorité capable de faire respecter les règles est le gouvernement du fonds souverain. Donc, soit les codes proposés sont totalement inopérants, soit ils débouchent sur une intrusion dans la souveraineté du gouvernement propriétaire du fonds souverain.

Ceci nous amène à une réponse qui est fondée sur la gouvernance d'entreprise. Le système de la gouvernance d'entreprise représente l'ensemble des mécanismes par lesquels une société prend ses décisions. Il comprend les pratiques de direction et les dispositifs d'organisation, ainsi que les procédures officielles définies dans les lois commerciales et mises en œuvre par les décisions judiciaires des tribunaux de l'État dans lequel la société est domiciliée. Donc, la gouvernance d'entreprise est aussi la structure par laquelle un investisseur souverain doit diriger ses efforts pour amener l'entreprise qui est dans son portefeuille à servir ses intérêts propres, plutôt que ceux de l'entreprise.

Dans des circonstances importantes, les éléments officiels de la gouvernance d'entreprise ont une grande importance. Même les éléments officieux, non juridiques, peuvent agir dans l'ombre des structures de décision officielles, juridiquement définies. Imaginons qu'un important dirigeant de la société résiste quand un important fonds souverain actionnaire lui demande d'influer sur les décisions de la société en faveur du fonds souverain, par exemple en refusant d'autoriser un transfert de technologies vers des sociétés placées sous l'autorité de ce fonds souverain. Dans ce cas, le fonds souverain peut essayer d'obtenir que le conseil d'administration remplace le dirigeant récalcitrant. Si cela ne marche pas, le fonds peut également chercher à convaincre d'autres actionnaires de se joindre à lui pour remplacer le conseil. Donc, l'influence informelle du fonds souverain dépend, en fin de compte, de son influence formelle - des droits de vote provenant de ses actions.

Si l'influence d'un fonds souverain dépend de son pouvoir de voter, le moyen évident de prévenir tout comportement stratégique - un comportement qui favorise le fonds ou ses propriétaires souverains mais qui ne profite pas de la même manière aux autres actionnaires - est de limiter les droits de vote du fonds souverain. Les actions de sociétés américaines acquises par un fonds souverain perdraient leurs droits de vote (ou, autre probabilité, ceux-ci seraient répartis automatiquement dans la même proportion que les votes des autres actionnaires)²⁷.

Évidemment, l'objection prévisible à la suppression des droits de vote des actions détenues par les fonds souverains est qu'elle réduira la valeur de ces actions - les actions sans droits de vote valent moins que celles disposant de ces droits. C'est cette observation qui alimente l'idée

erronée selon laquelle notre proposition est protectionniste car elle réduit la valeur des actions détenues par les fonds souverains étrangers. Le problème prend une ampleur accrue parce que les motivations du fonds souverain ne peuvent pas être observées avec précision ; et telle quelle la proposition ne réussit pas à discriminer exactement les investisseurs stratégiques de ceux non stratégiques. Comme une déclaration du fonds souverain selon laquelle il opère indépendamment de son propriétaire gouvernemental ou qu'il n'a que des motifs d'investissement non stratégiques n'est pas crédible, tous les fonds souverains doivent être privés de droits de vote, même si la plupart d'entre eux n'ont en fait que des motifs d'investissement traditionnels (la valeur de l'option stratégique pour un fonds en particulier - disons la Norvège - est mince). Le résultat, selon ce raisonnement, serait de décourager tous les fonds souverains d'investir, pas seulement ceux qui auraient les motivations stratégiques redoutées ; tous les fonds souverains paieront les prix des actions avec droits de vote, mais n'obtiendront que des actions sans droits de vote de moindre valeur. On pourrait donc s'attendre à ce que les aspects bénéfiques importants du recyclage des capitaux des fonds souverains soient compromis. Ce n'est pas vraiment une réglementation minimaliste, et notre proposition ne serait pas réalisable si elle s'arrêtait là.

386

Le reproche d'aller trop loin peut se résoudre si les droits de vote des actions détenues par les fonds souverains sont seulement suspendus. La deuxième partie de notre proposition est que ces actions retrouvent leurs droits de vote lorsqu'elles sont revendues par le fonds à un tiers sans liens avec un gouvernement. Dans notre proposition, un fonds souverain achète des actions avec droits de vote et vend des actions avec droits de vote. Ainsi, le fonds souverain conserve la faculté de vendre des actions avec droits de vote sur le marché, d'apporter des actions avec droits de vote à une offre publique ou de vendre un bloc d'actions avec droits de vote à un acheteur intéressé²⁸. La perte des droits de vote tant que le fonds souverain détient les actions - c'est-à-dire l'incapacité d'utiliser les mécanismes formels et informels de gouvernance d'entreprise à des fins stratégiques - ne sert qu'à séparer les fonds souverains ayant des motifs stratégiques, dont les investissements devraient être découragés, des fonds souverains ayant seulement des motifs d'investissement et dont les investissements doivent être encouragés. Plus important encore du point de vue d'une réglementation minimaliste, l'élimination des droits de vote des actions détenues par les fonds souverains n'a pas besoin d'un examen administratif des motivations d'investissement des fonds souverains, ce qui impliquerait le désagrément manifeste d'obliger des gouvernements souverains à justifier leurs opérations sur les marchés des capitaux dans une procé-

de dure conduite par un autre gouvernement. Au contraire, la suspension des droits de vote aboutit à une autodiscipline de la part des fonds souverains eux-mêmes, parce que la règle génère un équilibre de séparation : les fonds souverains qui accordent de l'importance à la valeur stratégique n'investiront tout simplement pas, alors que les fonds souverains qui, comme les autres actionnaires, ne sont intéressés que par la valeur de l'investissement, ne seront pas dissuadés²⁹. Et à la différence des codes de bonnes pratiques, la suspension des droits de vote ne suppose pas de contraintes sur la manière dont un gouvernement souverain gère ses actifs ou ses entités.

LES LIMITES DE LA SUSPENSION DES DROITS DE VOTE

La suspension des droits de vote des actions des fonds souverains, si elle représente une attitude minimaliste en matière de réglementation, ne réussit pas à éliminer complètement les obstacles réglementaires ; elle va en effet à la fois trop loin et pas assez. Le reproche du « pas assez loin » est le plus important, même si ses effets sont politiquement moins dangereux que les effets du « trop loin ». En fin de compte, ni l'un, ni l'autre ne présentent un important obstacle à la nature auto-réalisatrice de la suspension des droits de vote.

387

Le problème du « pas assez loin »

Le principal reproche que l'on puisse faire à la suspension des droits de vote des actions détenues par un fonds souverain découle du simple fait que le recours au système formel de gouvernance d'entreprise pour influencer, directement ou indirectement, sur les décisions d'une entreprise détenue en portefeuille n'est pas la seule manière dont un fonds souverain peut tenter d'obtenir un avantage stratégique d'une société qu'il a en portefeuille. En outre, un fonds souverain n'est pas le seul véhicule par lequel un gouvernement peut agir sur le plan stratégique pour influencer sur les décisions d'une société.

Bien que cette préoccupation ne puisse être totalement écartée, il existe des mesures qui peuvent contourner les arrangements de réciprocité stratégiques. Surtout, les obligations de déclaration applicables aux sociétés cotées dans les économies développées fourniront un niveau de transparence qui limitera la liberté de la société en portefeuille d'obtenir davantage de capitaux en favorisant les intérêts stratégiques du fonds souverain. Dans la plupart des économies développées, une émission d'actions nouvelles d'importance suffisante pour qu'une contrepartie soit envisageable devra être déclarée. Une telle déclaration des intérêts du fonds souverain alertera les autres grands actionnaires, ainsi que le gouvernement du pays, du risque d'influence stratégique.

Il est également probable que les règles de déclaration en vigueur obligeront la société en portefeuille à déclarer les transactions commerciales de taille importante pour favoriser de manière significative les intérêts du gouvernement de ce fonds souverain. Par exemple, aux États-Unis, une transaction concrète entre une société en portefeuille et son actionnaire contrôlé par un gouvernement entraînerait probablement une obligation de déclaration explicite dans le cadre des obligations normales de déclaration définies par la législation boursière américaine. Cette déclaration pourrait, à son tour, conduire à appliquer la législation sur les conflits d'intérêts.

Certes, on pourrait imaginer qu'un fonds souverain entreprenne un échange mutuel non pas en achetant de nouvelles actions, mais en achetant des titres sur le marché secondaire dans le but de soutenir artificiellement le cours de l'action de la société en portefeuille et donc de réduire son coût. Mais un tel schéma présente également un problème de déclaration. L'émission du nouveau capital au cours soutenu par le fonds souverain obligera la société en portefeuille à déclarer la réciprocité prévue (si la société ne sait rien de la stratégie, la réciprocité est impossible), ce qui aura pour effet de dissiper les effets du soutien des cours. Négliger de déclarer le projet de réciprocité exposerait les dirigeants de la société en portefeuille à des actions disciplinaires. Si la suspension des droits de vote ne va conceptuellement « pas assez loin », en pratique la portée du problème est probablement minime.

388

Mais au-delà de la réciprocité entre un fonds souverain et une société en portefeuille, un gouvernement étranger peut agir de manière stratégique envers une société donnée à travers d'autres entités qu'un fonds souverain. Dans les pays qui disposent d'importants fonds souverains, les gouvernements détiennent généralement des participations importantes dans les sociétés commerciales. La Chine et Singapour sont des exemples bien connus. Une société commerciale contrôlée par le gouvernement peut avoir les moyens d'obtenir des concessions stratégiques d'une société étrangère comme condition à des achats commerciaux de sa part à la société étrangère ou en échange de l'entrée sur le marché grâce à une coentreprise (*joint venture*). La suspension des droits de vote des actions détenues par les fonds souverains n'affecterait aucune de ces techniques, car elles sont sans lien avec les fonds souverains. Contrairement aux fonds souverains, elles ne découlent pas du rôle d'un gouvernement en tant qu'investisseur, mais du rôle du gouvernement dans le capitalisme d'État. Les difficultés qui existent dans la tectonique des plaques entre les systèmes capitalistes dans lesquels les gouvernements jouent des rôles totalement différents sont beaucoup plus importantes et beaucoup plus compliquées que

celles liées aux fonds souverains. La suspension des droits de vote n'agit que sur ces derniers.

Le dernier exemple du « pas assez loin », et sans doute le moins important, est la faculté des fonds souverains d'acquérir des droits de vote indépendamment du nombre d'actions qu'ils détiennent réellement, par le biais de ce qu'on appelle le vote sans titre (*empty voting*) - l'acquisition de droits de vote sans détenir les actions correspondantes (l'inverse de la suspension des droits de vote). Ceci est possible lorsque le fonds souverain (ou n'importe quelle autre entité) obtient des droits de vote sans investir dans les actions, soit en empruntant des actions ou par des montages à partir de dérivés³⁰. Dans les rares circonstances où ces techniques ont été observées, la société ne coopère généralement pas avec la partie qui cherche à influencer sur son comportement³¹. Le débat sur les fonds souverains, au contraire, porte principalement sur des arrangements en toute coopération, dans lesquels les investissements des fonds souverains sont souhaités par la société. Dans des circonstances de non coopération, la volonté d'éviter la suspension des droits de vote peut être décelée par la société et peut être contestée sur la base du droit des sociétés. Si elles sont techniquement possibles, nous ne considérons pas les techniques permettant le vote sans titre comme un facteur notable dans le débat sur les fonds souverains.

Le problème du « trop loin »

La suspension des droits de vote des titres détenus par les fonds souverains va aussi « trop loin », car elle affectera des entités autres que les fonds souverains. Jusqu'ici, notre discussion a considéré les investissements boursiers des fonds souverains et des fonds de pension gouvernementaux comme représentant des risques équivalents de comportement stratégique. Dans l'étude des situations où la mesure proposée irait « trop loin », la question des fonds de pension gouvernementaux prend une importance particulière. Du point de vue des États-Unis, le problème découle du fait que l'on doit s'attendre à ce que les gouvernements dont les fonds souverains et les fonds de pension verraient leurs droits de vote suspendus provoqueraient des suspensions similaires pour les actions détenues par des entités gouvernementales américaines comparables. À moins que le système fédéral américain de Sécurité sociale ne soit réorganisé pour l'autoriser à investir dans les actions, comme l'administration Bush l'a proposé sans succès, les conséquences d'une telle réaction affecteraient principalement des fonds de pension, comme CalPERS, et les rares fonds souverains des États fédérés, comme l'Alaska Permanent Revenue Fund, qui tous détiennent des volumes croissants d'actions étrangères, pour les mêmes

raisons que les fonds souverains étrangers voués à l'investissement se sont tournés vers les investissements en actions : augmenter les rendements et la diversification.

À première vue, la suspension des droits de vote des investissements boursiers des fonds de pension américains ne devrait pas affecter la performance de ces fonds, pour la même raison qu'elle ne décourage pas les investissements en actions américaines par les fonds souverains qui n'ont pas d'objectifs stratégiques.

Dans la mesure où les fonds de pension gouvernementaux américains sont traités de manière réciproque - à savoir : la suspension des droits de vote est levée quand les actions sont vendues -, la durée de la suspension ne réduit pas la valeur d'investissement des actions. En y regardant de plus près, toutefois, quelque chose est perdu : l'effet positif de l'activisme actionnarial que les fonds de pension américains, et notamment CalPERS, ont exercé sur les normes de gouvernance d'entreprise dans les autres pays³². Ces efforts, qui ne sont pas stratégiques, car tous les actionnaires en bénéficient également, ont besoin des droits de vote. Leur perte se fera sentir pas seulement sur les fonds américains ayant investi - les investissements futurs se feront à des prix qui refléteront la perte des moyens de pression en faveur d'une bonne gouvernance - mais aussi par les autres sociétés qui vendent des actions sur ces marchés, où une réduction de la pression en faveur d'une meilleure gouvernance devrait faire augmenter le coût des capitaux. Un point de vue optimiste est que le coût sera relativement faible. Le succès du mouvement en faveur de meilleures normes de gouvernance d'entreprise dans l'ensemble du monde développé réduit l'importance du rôle que les fonds de pension américains ont joué dans ce domaine. Assurément, cela représente un coût, mais à notre avis il n'est pas élevé.

L'importante controverse née du changement de cap des fonds souverains vers les investissements en actions n'est qu'une des frictions qui résultent de l'interaction entre deux conceptions très différentes du rôle du gouvernement dans une économie capitaliste. Mais parce que cette forme d'investissement de portefeuille dans des sociétés privées par des fonds contrôlés par les gouvernements, à la différence des participations de contrôle, échappe actuellement aux réglementations nationales, elle a provoqué d'importantes préoccupations concernant une éventuelle perte de souveraineté et une distorsion des marchés. Il n'est donc pas surprenant que les fonds souverains aient suscité une vague de sentiments protectionnistes dans la mesure où l'attachement aux marchés est le plus grand.

La suspension des droits de vote des fonds souverains répond à l'un des aspects de la concurrence entre le capitalisme de marché et le capitalisme néo-mercantiliste. Il résout le problème immédiat qui est posé - l'utilisation de la structure de gouvernance d'une société détenue pour influencer sur ses décisions d'une manière qui tourne à l'avantage du propriétaire gouvernemental du fonds souverain au détriment des autres actionnaires de la société et, éventuellement, du pays hôte lui-même. Cette solution ne peut pas résoudre les problèmes plus vastes que suscite l'interaction entre des conceptions différentes de capitalisme, mais elle peut répondre au principal risque posé par les fonds souverains : que la crainte d'un comportement stratégique des entités contrôlées par des gouvernements étrangers provoque une violente réaction protectionniste. Si la suspension des droits de vote réduit la menace d'une riposte protectionniste, elle permettra aux marchés mondiaux de démontrer que, à plus long terme, les gouvernements sont des capitalistes inefficaces, notamment quand l'innovation est la pierre de touche. Gagner du temps pour que la concurrence entre les deux systèmes de capitalisme se réduise n'est pas une mince affaire.

NOTES

1. Voir : John Maynard Keynes, « National Self-Sufficiency », *The Yale Review*, vol. 22, p. 755, juin 1933.
2. David R. Francis, *Will Sovereign Wealth Funds Rule the World ?*, The Christian Science Monitor, 26 novembre 2007, (citant Warren Buffett).
3. Voir par exemple : Bob Davis, « US Pushes Sovereign Funds to Open to Outside Scrutiny », *The Wall Street Journal*, 26 février 2008 ; Robert M. Kimmitt, « Public Footprints in Private Markets : Sovereign Wealth Funds and the World Economy », *Foreign Affairs*, janvier/février 2008 ; Peter Thal Larsen, « SWFs Warned to Adopt Code », *The Financial Times*, 23 janvier 2008 ; James Surowiecki, « Sovereign Wealth World », *The New Yorker*, 26 novembre 2007.
4. Voir par exemple : Peter S. Goodman et Louise Story, « Overseas Investors Buying US Holdings at Record Pace », *The New York Times*, 20 janvier 2008 (citant Prof. Jeffrey E. Garten, Yale School of Management).
5. Lawrence Summers, Op-Ed, « Sovereign Funds Shake the Logic of Capitalism », *The Financial Times*, 30 juillet 2007.
6. « Sovereign Wealth Fund Acquisitions and other Foreign Government Investments in the United States : Assessing the Economic and National Security Implications », audience devant le Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 110th Cong. (2007), (témoignage de Edwin M. Truman, Senior Fellow, Peterson Institute for International Economics).
7. McKinsey and Company, *The New Power Brokers : How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity Are Shaping Global Capital Markets*, 45 (2007).

8. Voir : David Enrich, Robin Sidel et Susanne Craig, « How Wall Street Firms Reached Out to Asia Now Flush with Cash, Investors Find Deals on Trophy Properties », *The Wall Street Journal Asia*, 17 janvier 2008.
9. Katharina Pistor, « Global Network-Finance : Understanding East-West Linkages between Sovereign Wealth Funds and Private Banks », 6-7 janvier 2008.
10. 50 USCA app. § 2170 (2008).
11. Foreign Investment and National Security Act of 2007, PUB. L. N° 110-49, 121 Stat. 246. Le Foreign Investment and National Security Act codifie et précise le processus d'examen et d'approbation des prises de contrôle étrangères.
12. Voir par exemple : Cynthia Day Wallace, « The Multinational Enterprise and Legal Control : Host State Sovereignty in an Era of Economic Globalization », 2002.
13. Voir par exemple : Joshua Aizenman et Reuven Glick, « Sovereign Wealth Funds : Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization ? », *FRBSF Economic Letter* (Federal Reserve Bank of San Francisco), 14 décembre 2007 (qui encourage les fonds souverains à investir seulement dans des instruments basés sur les indices) ; Bob Davis, « How Trade Talks Could Tame Sovereign Wealth Funds », *The Wall Street Journal*, 29 octobre 2007 (recommandant des négociations commerciales multilatérales) ; Edwin M. Truman, « Sovereign Wealth Funds : the Need for Greater Transparency and Accountability » (Peterson Institute for International Economics, Policy Brief PB07-6, 2007) (qui plaide pour plus de transparence).
14. Henny Sender et Peter Smith, « Australia to Step up Scrutiny of Wealth Funds », *The Financial Times*, 19 février 2008.
15. Commission des communautés européennes, communication de la Commission au Parlement européen, le Conseil, la Commission économique et sociale et la Commission des régions, COM (2008) 115 final (27 février 2008).
16. John Burton et Chris Giles, « IMF Urges Action on Sovereign Wealth », *The Financial Times*, 24 janvier 2008.
17. McKinsey and Company, *supra* note 7.
18. Voir : Enrich, Sidel et Craig, *supra* note 8.
19. Voir : Don Clark et Chip Cummins, « AMD's Infusion from Emirate May Be Only Respite », *The Wall Street Journal*, 17 novembre 2007 (qui souligne la déclaration de la société selon laquelle « aucune information concernant la sécurité nationale » ne sera concernée) ; Richard Wray, « Abu Dhabi Buys into US Chip Firm », *The Guardian* (London), 19 novembre 2007 (qui décrit les préoccupations politiques concernant le danger que des pays arabes investissent dans des sociétés travaillant dans des secteurs sensibles).
20. Voir : Homan W. et Jenkins Jr., « Sovereign Wimp Funds », *The Wall Street Journal*, 23 janvier 2008 (s'inquiétant de ce que « les investisseurs souverains pourraient soutenir des corporatismes inadaptés » car ils sont recrutés en tant qu'amis de la direction en place).
21. Commission des communautés européennes, *A Common Approach to Sovereign Wealth Funds*, *supra* note 15.
22. Bien qu'il n'ait pas toutes les caractéristiques d'un fonds souverain, nous pensons que même CalPERS pourrait être soumis à la réciprocité à l'étranger.
23. Voir : Kara Scannell, « Cox Cites Concerns over Sovereign Funds », *The Wall Street Journal*, 25 octobre 2007.
24. Editorial, « Citi of Arabia », *The Wall Street Journal*, 29 novembre 2007.
25. Nous ne souhaitons pas stigmatiser un ou des gouvernements étrangers qui auraient une grande influence sur les acteurs économiques. Tous les gouvernements ont une telle influence. Rappelons qu'il n'y eût qu'une compagnie de téléphonie américaine pour refuser la demande de la National Security Agency de lui remettre les registres de leurs communications dans l'intérêt de la sécurité nationale - une demande dont la légalité était contestable et au sujet de laquelle le Congrès a été invité en vain à accorder une immunité rétroactive. Les trois principales compagnies de télécommunications ont transmis sans objection l'historique de leurs appels. Voir : Leslie Cauley, « NSA Has Massive Database of Americans' Phone Calls », *USA Today*, 11 mai 2006.

26. Par exemple, un haut responsable du Trésor américain énumère cinq principes qui devraient être suivis par les fonds souverains. Parmi ceux-ci, le premier est que les fonds souverains devraient investir sur des bases commerciales, et non politiques. Le deuxième est que les fonds souverains devraient être transparents au sujet de leurs investissements afin d'afficher une intégrité digne des investisseurs de classe mondiale. Kimmitt, *supra*, note 3. Bien que ces objectifs soient totalement louables, l'engagement d'un fonds souverain de respecter ces principes n'est pas crédible car il n'y a aucun mécanisme qui oblige les fonds à tenir leurs promesses.

27. Notez le parallélisme inverse avec la règle du *break through* dans la directive américaine *Takeover*. En vertu de celle-ci, les restrictions sur les droits de vote des actionnaires prévues par la charte de l'entreprise ou par contrat ne s'appliquent pas lorsque l'offrant a obtenu 75 % des actions de la cible. Ce qui veut dire que dans certaines conditions, des actions sans droits de vote deviennent des actions avec droits de vote. Council Directive 2004/25, art. 11, 2004 OJ (L. 142) 12.

28. Ainsi, l'influence des positions des fonds souverains dans des opérations de contrôle et de marché pour le contrôle des sociétés ne serait pas perturbé. Les actions des fonds souverains retrouveraient leurs droits de vote si elles étaient achetées, par exemple, par l'auteur d'une offre hostile au nom d'une société de portefeuille. Notre régime de suspension des droits de vote ne s'appliquerait pas si le fonds souverain obtenait suffisamment d'actions pour prendre le contrôle (encore une inversion de la règle du *break through*). Cette acquisition serait soumise au CFIUS, ce qui éliminerait la règle de la suspension des droits de vote puisque le processus d'approbation s'intéresse directement aux préoccupations stratégiques.

29. Plus précisément, la suspension des droits de vote fonctionne comme un équilibre de séparation, par lequel les fonds souverains qui n'ont pas de motivations stratégiques continuent d'investir et ceux qui en ont n'investissent pas - sans autre intervention gouvernementale. Le succès de cette solution dépendra de ce que les fonds ayant des objectifs stratégiques puissent trouver des solutions de remplacement - comme des acquisitions de contrôle - qui sont plus intéressantes pour eux en raison de leur valeur stratégique, et qui ne seraient pas plus intéressantes pour les investisseurs non stratégiques.

30. Voir : Henry T.C. Hu et Bernard Black, « The New Vote Buying : Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership », *Southern California Law Review*, vol. 79, p. 811 (2006) ; Henry T.C. Hu et Bernard Black, « Equity and Debt Decoupling II : Importance and Extensions », University of Texas School of Law, Law & Economics Research Paper n° 122.

31. Voir par exemple : Marcel Kahan et Edward B. Rock, « Hedge Funds in Corporate Governance and Control », *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 155, 1021, 1075-77 (2007).

32. Voir : California Public Employees' Retirement System (CalPERS), « Global Principles of Accountable Corporate Governance », 13 (2007).

