



EXPERTISE

L'ENQUÊTE

Vue d'Abu Dhabi où CAAM, qui vient de renforcer sa présence au Moyen-Orient, dispose d'une force commerciale couvrant les entités d'Etat.

Les fonds souverains aiguisent les appétits

Des liquidités abondantes confèrent à ces fonds d'Etat une puissance de feu sans égale. Les gestionnaires d'actifs se pressent à leurs portes.

PAR VALÉRIE RIOCHET

Le monde occidental à genoux devant les fonds souverains. Ces fonds d'Etat émergent, non contents de voler au secours des grandes banques américaines et suisses secouées par la crise du *subprime*, se voient courtisés par nombre d'acteurs financiers. Banques de financement, gestionnaires d'actifs, fonds de *private equity*... frappent à la porte de ces fonds qui ne cessent d'engranger les excédents budgétaires. Il faut dire que « les relevés

des compteurs » ont de quoi attiser les convoitises des établissements financiers. L'actif sous gestion de ces fonds d'Etat atteint globalement 3.500 milliards de dollars, soit deux fois plus que l'industrie des *hedge funds*, et une étude menée par Merrill Lynch estime que ce montant pourrait atteindre les 8.000 milliards de dollars en 2011. Toujours selon cette étude, ces fonds, qui devraient avoir recours de plus en plus aux services de gérants étrangers, pourraient ainsi transférer entre 1.500 et 3.000 milliards de dollars...

Depuis des mois, pas une semaine ne s'écoule sans être ponctuée par les déclarations spectaculaires de ces nouveaux acteurs. C'est ici le fonds souverain sud-coréen Korea Investment Corp qui annonce avoir reçu 10 milliards de dollars destinés à financer une stratégie d'investissement plus opportuniste et alternative. C'est là le directeur financier de Dubai International Capital qui déclare investir prochainement 5 milliards de dollars en Chine, en Inde et au Japon.

Les prises de participation, dans



des entreprises américaines et européennes, ont été légion ces derniers mois. Les fonds souverains raflent la mise sous le regard effrayé de certains observateurs inquiets de voir les bijoux de la couronne passer entre des mains « ennemies ».

En ordre dispersé

« Or, avec les fonds souverains, il faut se rappeler que les modes d'investissement sont nombreux. Ils s'orientent vers quatre axes d'investissement : la prise de participation au capital d'entreprises cotées, la souscription à des obligations, la gestion alternative, et le non-coté », égrène Agnès Blazy, analyste ISR Gouvernance chez CM-CIC Securities, et par ailleurs co-auteur d'une étude au nom évocateur : *Fonds souverains, l'émergence d'un nouveau capitalisme*. « Ces fonds souverains sont aujourd'hui confrontés à une vraie problématique de diversification de leurs actifs, rappelle Adrienne Jablanczy, économiste et directrice générale de l'Iseg (Institut supérieur européen de gestion). Il leur faut obtenir le meilleur rendement, moyennant un risque contenu, car il s'agit ici d'épargne publique. » Signe des temps, Crédit Agricole Asset Management (CAAM), présent sur le segment des « entités d'Etat » depuis le milieu des années 60, vient de créer une ligne métier dédiée. « Cette activité s'adresse non seulement aux fonds de réserve souverains, mais également aux banques centrales, aux fonds de pension souverains et aux supranationaux (ONU...) », énu-

Fonds historiques et nouveaux entrants

Création	Pays	Nom	Encours en Mds \$	Origine richesse
Principaux fonds anciens et importants				
1953	Koweït	Kuwait Investment Authority (KIA)	250	Pétrole
1974 et 1981	Singapour	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	330	Commerce
1976	Emirats Arabes Unis	Abu Dhabi Investment Authority (Adia)	875	Pétrole
1990	Norvège	Government Pension Fund - Global (GPF)	322	Pétrole
Fonds créés depuis 2000				
2000	Qatar	Qatar Investment Authority (QIA)	40	Pétrole
2003	Russie	Stabilization Fund of the Russian Federation (SFRF)	127	Pétrole
2004	Australie	Australian Government Future Fund (AGFF)	50	-
2007	Chine	China Investment Co. (CIC)	200	Commerce extérieur

Sources : CM CIC Securities, Fonds monétaire international

mère Jean-Michel Bourgoïn, directeur adjoint de la clientèle internationale chez CAAM. « D'après nos estimations, poursuit-il, la masse des actifs externalisés est de l'ordre de 15 % à 20 % de leurs actifs totaux. » Mercer Investment Consulting établit ainsi que le fonds norvégien, Government Pension Fund-Global, à la tête de plus de 385 milliards de dollars à fin 2006, délègue 28 % de sa gestion auprès de 50 maisons externes, soit 80 mandats de gestion, ce qui représentait... 60 % du budget de risque de son portefeuille global. Récemment, le fonds a indiqué s'offrir la possibilité d'investir dans les *hedge funds* et la *private equity*...

Le point commun de ces entités d'Etat réside dans un objectif de parti-

cipation au « mieux-être » des générations futures qui leur permet d'investir sur le long, voire très long terme. « Du fait d'un horizon d'investissement lointain, les fonds souverains s'intéressent à toutes sortes de placements, même les moins liquides », explique Henri-Michel Tranchimand, membre du comité exécutif de Dexia AM. Infrastructures, immobilier, *private equity* côtoient actions et obligations. « Au Moyen-Orient, ces grands acteurs investissent dans les fonds alternatifs depuis plus de vingt ans, approchés à l'époque par les gérants anglo-saxons », souligne-t-il.

D'ailleurs, la maison franco-belge indique leur avoir largement vendu sa gestion *absolute return*. « Un fonds tel que Dubai International Capital (DIA) articule aujourd'hui ses placements autour de prises de participation stratégiques, mais aussi dans le domaine du *private equity* que ce soit par l'intermédiaire d'un fonds d'investissement ou en direct », confie Agnès Blazy.

Une gestion façon fonds de pension

Pour Dominique Senequier, présidente d'Axa Private Equity, ces grands investisseurs sont très proches de fonds de pension anglo-saxons, « à l'exception de la gestion actif/passif à laquelle sont tenus les fonds de retraite au regard de leurs engagements de retraite, et de contraintes réglementaires qui privent ces derniers de certains investissements, souligne-t-elle. Par ailleurs, alors que les fonds de pension doivent très largement rendre compte de leur politique d'investissement, il n'en est rien du côté des fonds souverains qui informent le seul gouvernement ». De là à imaginer qu'au regard de cette marge de manœuvre, ces fonds d'Etat n'observent pas les règles élémentaires en matière de gestion, il n'y a qu'un pas. « Il n'en est rien, martèle-t-elle. Ces portefeuilles sont exposés à hauteur de 10 % à 15 % en fonds de capital-investissement... comme de très nombreux fonds de retraite ! »

Du coup, les démarches d'approche différent-elles de celles retenues pour courtiser n'importe quel grand investisseur ? « Il est vrai que ces clients sont particulièrement attentifs à la pérennité des équipes de gestion, commente Dominique Senequier. Et penchent davantage pour des structures ►

La finance islamique peu présente

Pour les fonds constitués par des Etats du Golfe, l'aspect « *sharia compliant* » n'apparaît pas comme un critère déterminant dans leurs choix d'investissement. Néanmoins, quelques montages « islamiques » voient le jour, comme en témoigne la participation de Calyon à la mise en place d'une sorte de crédit-bail « *charia compatible* » d'un montant de 1,25 milliard de livres, destiné à l'acquisition des anciennes casernes de « Chelsea Barracks » au Royaume-Uni par Qatari Diar, filiale immobilière du fonds souverain Qatar Investment Authority. La syndication de l'opération a été organisée par cinq banques : Calyon, BNP Paribas, HSBC, ainsi que deux établissements locaux Qatar National Bank et Masraf Al Rayan (MAR),

le *roadshow* se déroulant du 3 au 10 mars. « Dès que nous avons été informés du projet de Qatari Diar, notre équipe spécialisée dans les montages islamiques les a sollicités, explique Amr Alkabbani, directeur régional des pays du Golfe à Bahreïn chez Calyon. Dans les faits, le montage mis en place est assez complexe puisqu'il s'agit d'une 'ijara' (crédit-bail islamique). » Le Coran interdisant le taux d'intérêt, un ensemble d'instruments a été développé afin d'être en ligne avec les principes coraniques. Il s'agit d'un contrat d'achat dans lequel Qatari Diar loue en crédit-bail à une entreprise (un « *land trustee* ») le bien immobilier qui lui reviendra à la fin du contrat.



Ces fonds emploient de véritables talents

indépendantes, gage, pour eux, d'absence de conflit d'intérêts. Pour notre part, nous avons misé sur la signature Axa, une réputation à laquelle ils sont particulièrement sensibles. » L'immobilier n'est évidemment pas en reste. La filiale « *real estate* » d'un assureur indique ainsi avoir perçu près de 2 milliards d'euros de la part de fonds souverains. Le rendement récurrent et stable que procure la pierre constitue une vraie stratégie de diversification. Il n'empêche que certains fonds se portent acquéreurs d'immeubles... pour le prestige. A l'image du fonds de Dubaï qui s'est offert il y a quelques semaines une propriété de la reine d'Angleterre : un des hôtels particuliers les plus luxueux de la capitale britannique, pour la bagatelle de 174 millions d'euros. « *Sans doute, dans le but d'y loger les membres du gouvernement lors de leurs déplacements à Londres* », présume un observateur.

Sophistication et mise en concurrence

Lors de son dernier appel d'offres sur les actions internationales, China Investment Corp. aurait reçu les réponses d'une centaine de sociétés de gestion. « *On compte généralement une quinzaine de candidatures pour une caisse de retraite française moyenne* », compare Henri-Michel Tranchimand. « *Ce sont des investisseurs toujours très exigeants et soucieux de s'aligner sur les meilleures pratiques financières du monde institutionnel*, souligne Thierry Brevet, directeur de Mercer Investment



L'AVIS DE... Guy Henriques,
head of official institutions chez Schroders à Londres

« *Ils n'ont pas peur de négocier activement les frais de gestion* »

Existe-t-il des différences d'allocations d'actifs dans la communauté des fonds souverains ?

Certains fonds sont gérés de façon très conservatrice, alors que d'autres ciblent des taux de rendement très agressifs. Certains détiennent encore l'essentiel de leurs actifs sur des marchés organisés comme des actions cotées ou des titres obligataires. D'autres préfèrent des investissements directs sur des marchés privés comme l'immobilier et le capital-investissement. La tendance récente a vu certains des fonds souverains les plus progressistes adopter un régime d'investissement similaire à celui des fondations d'universités américaines, du fait que leurs fonds sont destinés aux générations futures. Cela suggère un mouvement vers une allocation d'actifs qui privilégie les stratégies de performance absolue, l'investissement dans des marchés privés et les actions, avec une allocation moindre en obligations et en monétaire.

Comment se déroulent les appels d'offres ?

Il s'agit d'un marché très compétitif et un appel d'offres public peut parfois rassembler plus de 100 sociétés candidates. La plupart

des fonds d'Etat disposent de programmes de gestion externalisée bien établis, ainsi que de processus de sélection solides. Ce sont des experts dans la sélection de gérants externes ! Néanmoins, les consultants sont toujours largement utilisés, même si un certain nombre de fonds souverains sont arrivés à des niveaux de sophistication tels qu'ils préfèrent mener le processus de sélection seuls.

Sur quels critères s'effectuent la sélection du ou des gérants finaux ?

Sur la réputation de la société, le *track record* du gérant de fonds, le niveau de frais de gestion, la taille des encours sous gestion et le niveau de service client. Ils sont également bien informés sur les niveaux de frais de gestion pratiqués et n'ont pas peur de négocier activement. Après tout, ils sont responsables de fonds publics et ont un devoir d'arriver au meilleur prix. Ceux qui ont moins d'expérience vont parfois demander conseil auprès d'autres fonds d'Etat. Il existe une bonne coopération dans la communauté des fonds souverains, car il n'y a pas de concurrence entre eux.

Consulting France. *Ils sont en général à la recherche de mandats de gestion spécialisés.* » Et les sociétés de gestion n'hésitent pas à jouer des coudes pour remporter la mise. Pour deux raisons au moins. Au regard de l'importance des montants confiés, d'une part, et en termes de visibilité, d'autre part. « *Ces fonds souverains emploient en interne des talents formés dans les meilleures universités internationales. Pour un gérant externe, le fait d'être retenu peut être très porteur en termes de réputation...* », explique Jérôme de Dax, directeur général adjoint de Société Générale Asset Management (SGAM). Selon lui, cette manne, cible prioritaire de la société de gestion qui réfléchit à la création d'une structure d'approche dédiée, laisse entrevoir un processus long et structurant pour l'industrie tout entière, avec la mise en place de standards spécifiques. « *Ils sont à la recherche d'équipes de gestion de renom. Mais aussi de services*

pointus. Les 'global players' vont, sans doute, y trouver un fort axe de développement », anticipe le directeur général adjoint de SGAM. Bien que leur horizon de gestion soit lointain, il faut être capable « *d'envoyer un gérant pour faire le point régulièrement* », indique Henri-Michel Tranchimand. Posséder une implantation locale apparaît précieux. CAAM, qui vient de renforcer sa présence au Moyen-Orient, dispose d'une force commerciale couvrant les entités d'Etat dans le monde, à Paris, Abu Dhabi, Singapour et Hong-Kong. « *Ce sont des seniors ayant de fortes compétences techniques, qui doivent être reconnus par ces entités d'Etat, afin d'être intégrés dans leur processus d'appel d'offres* », explique Jean-Michel Bourgoin. Dernier argument parfois sorti de la manche de gestionnaires déterminés : casser les prix. Le nerf de la guerre se trouvant aussi dans une tarification compétitive. ■

Les 10.000 milliards franchis dans 6 ans

Projections de l'évolution des actifs

