

2010)², soutien de la Chine à la candidature du Costa Rica à un siège de membre non permanent au Conseil de sécurité de l'ONU (qu'il a finalement obtenu entre 2008 et 2009)³, et autres maquignonnages autant politiques qu'anecdotiques⁴. L'accord comprenait également un volet pécuniaire par lequel la Chine s'engageait à fournir une assistance financière non remboursable de 130 millions de dollars américains⁵ et à acquérir pour 300 millions de dollars de bons du Trésor du Costa Rica⁶. L'exécution de cette dernière obligation par la Chine a permis de lever le voile sur cet accord.

La presse s'est intéressée aux circonstances et conditions de ces acquisitions. Ayant essuyé un refus des autorités chinoises et costariciennes qui invoquaient une obligation de confidentialité, le quotidien *La Nación* forma un recours d'*amparo* devant la cour constitutionnelle costaricienne afin d'obtenir la publication de ce memorandum. Se fondant sur le droit à l'accès à l'information des administrés, notamment en ce qui concerne les finances publiques, la cour exigea la communication de tous les accords relatifs à l'acquisition de ces bons du Trésor⁷. C'est ainsi qu'ont été dévoilées les modalités de cette opération. Les obligations costariciennes avaient été souscrites via la *State Administration of Foreign Exchange* (SAFE), entité opaque chargée d'investir les réserves de change chinoises et qui a longtemps refusé d'admettre l'existence de filiales constituées au sein de centres financiers *offshore* à partir desquelles elle opère certains de ses investissements, qu'elle refuse par ailleurs de rendre publics⁸. La SAFE, principal fonds souverain chinois en termes de montant des actifs sous gestion⁹, est ainsi apparu comme le bras – économiquement – armé de la politique étrangère de Pékin, et plus spécialement de son offensive diplomatique à l'encontre de Taiwan¹⁰. Au-delà de son intérêt en matière de séparation des pouvoirs et de transparence de la politique étrangère des États, cette affaire met en relief l'un des multiples enjeux posés par l'activité des fonds souverains, lesquels peuvent être sommairement définis comme des véhicules d'investissement créés, alimentés et contrôlés par les États¹¹.

Le contexte de cette affaire est également très instructif. Si elle a provoqué quelques remous politiques au Costa Rica¹², cette révélation est passée relativement inaperçue ailleurs, et pour cause, elle intervint au moment de la débâcle de

2. Article III-3 du *Memorando de Entendimiento* (op. cit. note 1). Cet accord de libre échange a finalement été conclu le 8 avril 2010. Il est disponible sur le site internet de l'OMC : [www.wto.org].

3. Article III-7 du *Memorando de Entendimiento* (op. cit. note 1).

4. Entre autres : allocation de vingt bourses gouvernementales afin de poursuivre des études en Chine (article III-4), désignation du Costa Rica comme destination touristique auprès des citoyens chinois (article III-5), incitation des entreprises chinoises à considérer en priorité le Costa Rica comme destination de leurs investissements en Amérique centrale (article III-6) et appui de la participation du Costa Rica au sein de l'APEC (article III-7).

5. Article III-1 du *Memorando de Entendimiento* (op. cit. note 1).

6. *Ibid.*, article III-2. Ce même article précise également les caractéristiques de ces bons du trésor et, entre autres, qu'ils devront être rémunérés à un taux de 2 % annuel.

7. Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, Expediente n° 08-003718-0007-CO, Sentencia n° 2008-013658, 5 septembre 2008.

8. Jamil ANDERLINI, « Secretive Beijing Agency Uses Forex Reserves to Isolate Taiwan », *Financial Times*, 12 septembre 2008.

9. Sur les activités de la SAFE et la question de savoir si elle peut être qualifiée de fonds souverain, voy. Yann MARIN, « Fonds souverains chinois : État des lieux », *Revue d'économie financière*, 2009 (hors série), p. 110.

10. Éric HELLEINER, « The Geopolitics of Sovereign Wealth Funds : An Introduction », *Geopolitics*, vol. 14, 2009, p. 302 ; Jean-Marc PUEL, *Les fonds souverains – Instruments financiers ou armes politiques ?*, Paris, Éditions Autrement, 2009, pp. 72 et s.

11. La question de la définition des fonds souverains sera abordée *infra* I.-A.

12. « Gobierno mintió al país sobre venta de bonos a China », *La Nación*, 11 septembre 2008 ; « Costa Rica : Le président Arias reconnaît avoir menti à propos de Taiwan », *Agence France Presse*, 13 septembre 2008.

la banque *Lehman Brothers* qui fit vaciller le système financier international¹³. Les États craignaient davantage que les fonds souverains ne liquidassent massivement leurs investissements, et l'histoire retiendra que la mise en faillite de *Lehman Brothers* a été prononcée après l'échec d'ultimes négociations conduites avec plusieurs fonds souverains qui avaient été pressentis afin d'y injecter des capitaux propres¹⁴. La diplomatie chinoise fut cependant très contrariée de la publicité négative – quoique mise en sourdine par la crise – faite à la SAFE au moment où son autre fonds souverain, la *China Investment Corporation* (CIC), redoublait d'efforts afin d'être perçue comme un investisseur sérieux, respectable et n'étant guidé que par la rentabilité financière de ses acquisitions¹⁵.

L'agacement des autorités chinoises est à replacer dans l'atmosphère plus générale de méfiance et de suspicion à l'encontre des fonds souverains qui prévalait avant la crise financière de l'automne 2008. Ces derniers avaient en effet mené certaines opérations couronnées de succès, mais ayant suscité un certain émoi (par exemple les prises de participation de la CIC dans le fonds d'investissement *Blackstone* et la banque *Morgan Stanley* en 2007)¹⁶, alors que des projets d'acquisitions transfrontières conduits par des entreprises publiques – qui n'étaient pas des fonds souverains – dans des secteurs d'activité plus sensibles (par exemple celui des ports américains par la société *Dubai Ports World* en 2006 ou celui de la société pétrolière américaine *Unocal* par la *China National Offshore Oil Corporation*) se sont heurtés à une forte opposition politique aux États-Unis pour des raisons de sécurité nationale et ont finalement échoué¹⁷. C'est d'ailleurs à la suite de ces dernières affaires que la législation américaine relative au contrôle des investissements étrangers a été amendée¹⁸.

Les percevant à la fois chevaliers blancs d'une finance internationale exsangue et cheval de Troie d'une politique étrangère plus ou moins avouable, l'attitude des États d'accueil des investissements des fonds souverains semble quelque peu schizophrénique. Sans doute les espoirs, inquiétudes et fantasmes qu'ils suscitent se trouvent exacerbés par l'image qu'ils renvoient de la perte d'influence des pays occidentaux sur la scène internationale. Cependant, l'usage par les États de leur puissance économique à des fins de politique étrangère n'est pas en soi une nouveauté ; il s'agit certainement d'une constante des relations internationales. Le développement des fonds souverains modifie néanmoins profondément les modalités d'exercice de cette influence économique puisque celle-ci n'emprunte pas les canaux diplomatiques traditionnels ou leurs affluents officieux, mais prend pour support des mécanismes de libéralisation des investissements internationaux qui ont été mis en place afin de favoriser les opérations d'acteurs économiques censées n'être guidées *in fine* que par des motivations financières. Il est dès lors légitime de se demander si les États, via leurs fonds souverains, peuvent être considérés comme des investisseurs étrangers comme les autres. Cette perspective, qui constitue certainement la clef de voute des problématiques liées aux fonds souverains,

13. J.-M. PUEL, *op. cit.* note 10, p. 72.

14. Chip CUMMINS / Evan RAMSTAD, « Crisis on Wall Street : Sovereign Funds Choose to Wait », *The Wall Street Journal*, 16 septembre 2008.

15. Andrew BATSON, « China Used its Reserves to Win Over Costa Rica », *The Wall Street Journal Asia*, 15 septembre 2008.

16. Friedrich WU / Arifin SEAH, « The Rise of China Investment Corporation : A New Member of the Sovereign Wealth Club », *World Economics*, vol. 9, n° 2, 2008, pp. 45 et s.

17. J.-M. PUEL, *op. cit.* note 10, p. 46 ; Colleen BAKER, « Sovereign Wealth Funds », in John R. BOATRIGHT (ed.), *Finance Ethics – Critical Issues in Theory and Practice*, Hoboken, John Wiley & Sons, 2010, p. 253.

18. Cet aspect sera abordé *infra* II.-A.-1. Pour un aperçu des réactions des États dans ce contexte, voy. Fabio BASSAN, « Host States and Sovereign Wealth Funds, Between National Security and International Law », *European Business Law Review*, vol. 21, n° 2, 2010, pp. 182 et s.

n'épuise pas à elle seule l'ensemble des questions soulevées par leurs activités, celles-ci étant particulièrement fertiles en problèmes juridiques tout autant inédits que transversaux et intéressants, entre autres, la stabilité financière, l'intégrité des marchés, la régulation monétaire, la gouvernance d'entreprise, les règles de concurrence et les droits de l'homme. Un retour préalable sur certaines idées reçues circulant fréquemment sur ces fonds en fournit un bref aperçu.

En premier lieu, les objectifs poursuivis par ces fonds ne sont pas nécessairement directement guidés par les intérêts particuliers des États. Au-delà d'acquisitions dispendieuses « de prestige » ou d'actifs « trophées », tels que les clubs de football ou des marques de luxe¹⁹, certains fonds souverains désirent s'assurer que leurs investissements soient réalisés au sein d'entreprises respectant les droits fondamentaux et engagées dans des activités respectables. C'est le cas du fonds norvégien *Government Pension Fund – Global* qui s'est doté d'un comité d'éthique afin d'orienter ses placements et qui exclut, entre autres, les prises de participation au sein d'entreprises produisant du tabac, participant à la production d'armes prohibées par le droit international humanitaire, impliquées dans des activités de corruption, des violations massives des droits de l'homme ou des dommages causés à l'environnement²⁰. Certains de ses désinvestissements ont été particulièrement retentissants, en particulier l'inscription sur sa liste noire de l'entreprise de grande distribution américaine *Wal-Mart* en 2006 pour « *complicity in serious or systematic violations of internationally recognised standards for human rights and labour rights* »²¹, décision occasionnant de vives protestations de l'ambassadeur des États-Unis en Norvège accusant cette dernière de vouloir exporter ses standards éthiques²².

En second lieu, ces fonds n'ont pas vocation à uniquement réaliser des investissements à l'étranger. La France dispose en effet d'au moins deux instances constituant ou s'apparentant à un fonds souverain : le Fonds de réserve pour les retraites créé en 1999 et le Fonds stratégique d'investissement créé en 2008²³. Ce dernier, communément désigné comme un « fonds souverain à la française »²⁴, investit dans des petites et moyennes entreprises ainsi que dans des secteurs stratégiques afin de stabiliser leur actionnariat et préserver les emplois nationaux. Les conditions économiques de ces investissements peuvent ainsi générer des distorsions concurrentielles susceptibles d'être prises en compte tant du point de vue des règles de l'OMC que de celles de l'UE.

19. J.-M. PUEL, *op. cit.* note 10, p. 85-86. C'est notamment le cas de la *Libyan Investment Authority* qui avait acquis 7,5 % du club de football de la Juventus de Turin, ce qui avait permis à l'un des fils de Mouammar Kadhafi de siéger au sein de son conseil d'administration et même de lancer sa carrière de footballeur en Italie ; Lina SAIGOL, « Opaque Libyan Fund Built Diverse Portfolio », *Financial Times*, 21 février 2011.

20. Simon CHESTERMAN, « The Turn to Ethics : Disinvestment From Multinational Corporations for Human Rights Violations – The Case of the Norway's Sovereign Wealth Fund », *American University International Law Review*, vol. 23, 2009, pp. 577 et s.

21. COUNCIL ON ETHICS FOR THE NORWEGIAN PENSION FUND – GLOBAL, *Annual Report 2006*, p. 27.

22. S. CHESTERMAN, *op. cit.* note 20, pp. 612 et s ; Eric C. ANDERSON, *Take the Money and Run – Sovereign Wealth Funds and the Demise of American Prosperity*, Westport/London, Praeger, 2009, pp. 127 et s ; Edwin M. TRUMAN, *Sovereign Wealth Funds – Threat or Salvation ?*, Washington DC, Peterson Institute for International Economics, 2010, pp. 41 et s. À l'inverse, le fonds norvégien a plus récemment décidé de réintégrer la société américaine *L-3 Communications* à la suite de son annonce de cessation de la production de composants nécessaires à la fabrication de bombes à sous-munitions prohibées par la convention d'Oslo de 2008 (« Éthique : le fonds souverain norvégien exclut un groupe chinois », *Agence France Presse*, 15 mars 2011). Cette décision est basée sur la recommandation de son comité d'éthique allant en ce sens ; COUNCIL ON ETHICS FOR THE NORWEGIAN PENSION FUND – GLOBAL, *Recommendation*, 15 novembre 2010.

23. J.-M. PUEL, *op. cit.* note 10, pp. 20 et s.

24. Jean ARTHUIS / Philippe MARINI, « Les fonds souverains : potentiel et conditions de partenariat », *Revue d'économie financière*, 2009 (hors série), p. 349.

En troisième lieu, même les fonds souverains présentant toutes les garanties de respectabilité ne sont pas à l'abri des critiques pour des activités considérées comme litigieuses. Le fonds norvégien *Government Pension Fund – Global*, déjà évoqué, qui se place en tête des classements internationaux en matière de transparence des fonds souverains qui ont fleuri ces dernières années, a ainsi été publiquement critiqué par Reykjavík pour avoir en 2006 vendu massivement des obligations islandaises quelques mois après leur acquisition, générant ce faisant à l'époque une courte crise financière²⁵. Cette opération avait été réalisée malgré l'existence d'un « *Nordic mutual-defence pact against financial destabilisation* », rappelée par le premier ministre islandais qui a, dans cette affaire, évoqué un acte inamical de la Norvège²⁶.

Les problèmes posés par les fonds souverains dépassent ainsi amplement le seul risque de détournement à des fins politiques. La puissance financière de ce nouveau capitalisme d'État est aussi susceptible d'affecter le fonctionnement des marchés économiques et financiers²⁷. Ce n'est qu'à l'aune de cette perspective plus large que doit s'appréhender la question de la régulation des activités des fonds souverains (II). Avant de l'évoquer, il convient de procéder à une identification plus précise de ces entités à double visage, souveraines par leur origine mais privées par leurs investissements (I).

I. – LE FONDS SOUVERAIN, UN – RELATIF – INCONNU DU DROIT INTERNATIONAL

Alors que les premiers fonds d'investissement créés par les États ont écloués au début des années 1950²⁸, l'expression anglaise *Sovereign Wealth Funds* (SWFs) permettant de les désigner n'est apparue qu'en 2005²⁹. Elle a connu depuis un succès éclatant, au point que son créateur regrette qu'elle ait été galvaudée par un usage extensif et inapproprié³⁰. La confusion la plus commune consiste à confondre ces fonds avec d'ordinaires entreprises publiques, telle la *China National Offshore Oil Corporation* qui avait tenté d'acquérir l'entreprise américaine *Unocal* en 2006³¹. Si les fonds souverains et les entreprises publiques soulèvent des inquiétudes communes, par exemple en matière d'atteinte à la sécurité nationale, les premiers présentent des caractéristiques spécifiques qu'il convient d'examiner (A). Celles-ci

25. E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, p. 41 ; Daniel W. DREZNER, « Sovereign Wealth Funds and the Insecurity of Global Finance », *Journal of International Affairs*, vol. 62, n° 1, 2008, p. 118 ; ASSEMBLÉE NATIONALE, *Les fonds souverains, révélateurs de nos propres faiblesses*, Rapport d'information n° 963 présenté par M. Daniel Garrigue, 17 juin 2008, p. 18.

26. « Asset-Backed Insecurity – Sovereign Wealth Funds », *The Economist*, 19 janvier 2008.

27. John TAYLOR, « Sovereign Wealth Funds and Their Regulation », in Mario GIOVANOLI / Diego DEVOS (eds.), *International Monetary and Financial Law – The Global Crisis*, Oxford, Oxford University Press, 2010, pp. 267 et s. ; Maurizia DE BELLIS, « Global Standards for Sovereign Wealth Funds : The Quest for Transparency », *Asian Journal of International Law*, vol. 1, n° 2, 2011, pp. 8 et s. ; E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, pp. 35 et s. ; Paul ROSE, « Sovereign as Shareholders », *North Carolina Law Review*, vol. 87, 2008, pp. 114 et s.

28. C'est le cas de la *Kuwait Investment Authority* créée en 1953 ; J. TAYLOR, *op. cit.* note 27, pp. 263-264. Un auteur fait même de la Caisse des dépôts et consignations créée en 1816 le premier fonds souverain ; Ludwig GRAMLICH, « An International Normative Framework for Sovereign Wealth Funds ? », *European Yearbook of International Economic Law*, vol. 2, 2011, p. 49.

29. Andrew ROZANOV, « Who Holds the Wealth of Nations ? », *Central Banking Journal*, vol. 15, n° 4, pp. 52-57.

30. Andrew ROZANOV, « Definitional Challenges of Dealing with Sovereign Wealth Funds », *Asian Journal of International Law*, vol. 1, n° 2, 2011, p. 3.

31. *Ibid.*, p. 3 note 4.

nous permettront de déterminer si l'on est, à travers le prisme du droit international, en présence d'États, d'investisseurs ou des deux à la fois (B).

A. *Le fonds souverain, tentative d'identification*

Il n'existe aucune définition des fonds souverains en droit international positif, ni même de définition à vocation purement descriptive qui ait fait l'objet d'un large consensus³². On peut dès lors dire qu'il « n'existe pas un seul modèle de fonds souverain, mais des fonds souverains, qui portent en eux l'héritage géopolitique et les particularismes des pays dont ils sont l'émanation »³³. Les États ne choisissent donc pas sciemment de constituer des fonds souverains lorsqu'ils créent des entités afin de gérer leurs actifs financiers et, comme le note non sans une pointe d'humour un auteur avisé, ces fonds « *had become members of a club to which they had not applied* »³⁴. Il ne s'agit pas ici de synthétiser ou de commenter les multiples définitions suggérées mais davantage de se pencher sur deux de leurs attributs centraux qui permettront de les confronter aux différentes catégories connues du droit international : leur rattachement structurel à leur État d'origine (1) et leurs activités d'investissement (2). Cela permettra de souligner en quoi les fonds souverains se distinguent des trois autres principales catégories d'investissements étatiques : les réserves de change, les entreprises d'État et les fonds de pension publics³⁵.

1. *Le rattachement structurel à l'État*

Les principales définitions des fonds souverains proposées par certains auteurs ou instances publiques ou privées mettent en perspective trois éléments essentiels marquant leur rattachement à leur État d'origine : ces fonds sont créés par les États, contrôlés par les États et alimentés par les ressources des États³⁶. Le terme « État » est ici entendu de façon large et prend également en compte leurs subdivisions territoriales³⁷.

En premier lieu, l'origine souveraine de ces entités résulte de leur création par une décision des autorités publiques. Au-delà des exemples peu fréquents de fonds

32. E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, pp. 9 et s. ; A. ROZANOV, *op. cit.* note 30, pp. 3 et s.

33. J.-M. PUEL, *op. cit.* note 10, p. 17.

34. E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, p. 9.

35. Robert M. KIMMIT, « Public Footprints in Private Markets : Sovereign Wealth Funds and the World Economy », *Foreign Affairs*, vol. 87, 2008, n° 1, p. 119 et s. Sur ces différentes catégories, voy. aussi, Edward F. GREENE / Brian A. YEAGER, « Sovereign Wealth Funds – A Measured Assessment », *Capital Markets Law Journal*, vol. 3, n° 3, 2008, pp. 248 et s.

36. La définition retenue par le groupe de travail des fonds souverains (sur ce groupe, voy. *infra* II.-B.) mis en place en 2008 sous les auspices du FMI indique notamment : « *SWFs are defined as special purpose investment funds or arrangements, owned by the general government. Created by the general government for macroeconomic purposes, SWFs hold, manage, or administer assets to achieve financial objectives [...]. The SWFs are commonly established out of balance of payments surpluses, official foreign currency operations, the proceeds of privatizations, fiscal surpluses, and/or receipts resulting from commodity exports* » ; INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, *Generally Accepted Principles and Practices (Santiago Principles)*, octobre 2008, Appendix I (Defining Sovereign Wealth Funds), n° 2, [http://www.iwg-swf.org].

37. Les *Santiago Principles* (*op. cit.* note 36) indiquent à cet égard que les « *SWFs are owned by the general government, which includes both central government and subnational governments* » (Appendix I, n° 2). Ainsi, s'il n'existe pas de fonds souverain à l'échelon fédéral aux États-Unis, les États fédérés en ont institué, tels l'*Alaska Permanent Fund Corporation*, l'*Alabama Trust Fund* ou le *Permanent Wyoming Mineral Trust Fund* ; L. GRAMLICH, *op. cit.* note 28, p. 50. Il en est de même au Canada avec l'*Alberta Heritage Savings Trust Fund* qui a été créé en 1976.

souverains dont l'existence est prévue par la constitution³⁸, c'est le plus souvent une loi nationale qui les institue³⁹. Cette origine publique des fonds souverains ne présume en rien de leur statut juridique dans les ordres juridiques nationaux. Preuve de leur diversité, ils peuvent être aussi bien constitués sous la forme d'une société de droit privé⁴⁰, d'une personne morale de droit public⁴¹ ou même être dépourvus de personnalité juridique en étant par exemple adossés à la banque centrale⁴².

En second lieu, ces fonds sont contrôlés par les États ce qui se manifeste tant d'un point de vue capitalistique que de celui de leur administration. Les fonds souverains sont la propriété exclusive des États et, à titre d'illustration, le texte instituant le fonds néo-zélandais indique clairement que « *[t]he Fund is the property of the Crown* »⁴³. Ce contrôle capitalistique exclusif peut se réaliser par le biais d'autres entités elles-mêmes détenues par l'État, ce qui est par exemple le cas du Fonds stratégique d'investissement dont les actionnaires sont à 51 % la Caisse des dépôts et consignations et à 49 % l'État français (via l'Agence des participations de l'État)⁴⁴. La confusion des pouvoirs au sein de certains régimes rend parfois difficile la distinction entre la propriété de l'État et celle du chef d'État⁴⁵. C'est le cas de la *Libyan Investment Authority* (LIA) dont les actifs ont été récemment gelés par l'Union européenne⁴⁶ et qui était présentée comme la « discrète cassette

38. Ainsi, l'article IX, Section 15 de la constitution de l'Alaska indique : « *[a]t least twenty-five percent of all mineral lease rentals, royalties, royalty sale proceeds, federal mineral revenue sharing payments and bonuses received by the State shall be placed in a permanent fund the principal of which shall be used only for those income-producing investments specifically designated by law as eligible for permanent fund investments. All income from the permanent fund shall be deposited in the general fund unless otherwise provided by law* », [<http://w3.legis.state.ak.us>]. La constitution de Singapour mentionne également deux de ses fonds souverains (*Government of Singapore Investment Corporation* et *Temasek Holdings*) mais uniquement afin de préciser les modalités de nomination de leurs administrateurs (*Constitution of the Republic of Singapore*, Fifth Schedule, Article 22C, [<http://statutes.agc.gov.sg/>]).

39. Voy. par exemple : *Government Pension Fund Act*, n° 123, 21 décembre 2005, [<http://www.regjeringen.no>], (législation instituant, entre autres, le fonds norvégien *Government Pension Fund – Global*) ; *Future Fund Act 2006*, Act n° 12 of 2006, [<http://www.comlaw.gov.au>] (législation instituant l'*Australian Government Future Fund*).

40. Par exemple la *Korea Investment Corporation* (*Korea Investment Corporation Act*, 24 mars 2005, article 7, [<http://www.kic.kr/>]).

41. Par exemple la *Kuwait Investment Authority* qui est qualifiée de « *independent public authority* » selon le texte l'instituant (*Law n° 47 of 1982 establishing the Public Investment Authority*, article 1, [<http://www.kia.gov.kw/>]). Le fonds souverain néo-zélandais est quant à lui qualifié de « *Autonomous Crown Entity* » (*Crown Entities Act 2004 n° 115*, 21 décembre 2004, Article 7(1)(a), Schedule 1, Part 2, [<http://www.legislation.govt.nz/>]).

42. Le texte instituant le fonds souverain vénézuélien indique à cet égard que « *[a]n investment fund is created without legal personality attached to the Central Bank of Venezuela* » (*Law of the Investment Fund for Macroeconomic Stabilization*, 20 mai 1999, article 1, [<http://www.bcv.org.ve/>]). Pour d'autres exemples, voy. Caroline BERTIN DELACOUR, *Les fonds souverains, ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*, Paris, Eyrolles/Les Échos Éditions, 2009, pp. 56 et s.

43. *New Zealand Superannuation and Retirement Income Act 2001 n° 84*, 11 octobre 2001, article 40, [<http://www.legislation.govt.nz/>].

44. Sébastien BERNARD, « L'actionnariat public et la crise », *RFDA*, 2010, pp. 756 et s. La Caisse des dépôts et consignations et ses filiales constituent selon le code monétaire et financier « un groupe public au service de l'intérêt général et du développement économique du pays » (article L.518-2). L'Agence des participations de l'État (APE), qui ne dispose pas de la personnalité juridique, est qualifiée par le texte l'instituant comme un « service à compétence nationale rattaché directement au ministre chargé de l'économie » (article 1^{er} du décret n° 2004-963 du 9 septembre 2004, modifié par le décret n° 2011-130 du 31 janvier 2011). Sur l'APE, voy. COUR DES COMPTES, « L'État actionnaire : apports et limites de l'Agence des participations de l'État », *Rapport annuel 2008*, pp. 3 et s. ; Bruno BÉZARD / Éric PREISS, « L'Agence des participations de l'État », *Revue Française d'Administration Publique*, n° 124, 2007, pp. 601 et s.

45. J.-M. PUEL, *op. cit.* note 10, pp. 23-24, 81 et s. (évoquant des fonds souverains gérant également la fortune privée de certains émirats).

46. Règlement d'exécution (UE) n° 233/2011 du Conseil du 10 mars 2011, *JOUE*, 11 mars 2011, L 064, pp. 13-14 (relevant que la LIA est « [s]ous le contrôle de Mouammar Kadhafi et de sa famille, et source potentielle de financement de son régime »).

du clan Kadhafi »⁴⁷. Quant à son administration, une distinction doit être opérée entre l'orientation stratégique du fonds et sa gestion opérationnelle⁴⁸. La première concerne notamment les objectifs (épargne, stabilisation, développement, etc.) qui sont assignés par l'État au fonds ainsi que sa politique d'investissement, le plus souvent par le texte l'instituant⁴⁹. Le contrôle par l'État de la mise en œuvre de cette orientation stratégique est assuré par plusieurs mécanismes de supervision *ex ante* (par exemple la présence de représentants gouvernementaux au sein des conseils d'administration) et *ex post* (par exemple l'obligation de se soumettre à un audit et de rendre compte de leurs activités aux instances ministérielles ou parlementaires)⁵⁰. Les modèles de gestion opérationnelle des fonds souverains sont quant à eux très variés et laissent une place plus ou moins importante à l'intervention des instances étatiques⁵¹. On constate cependant une tendance à s'assurer de l'indépendance organique et du professionnalisme des gestionnaires afin de les isoler des possibles immixtions politiques, ce qui n'est pas sans évoquer les mécanismes existants au sein des autorités administratives indépendantes ou des banques centrales⁵².

Troisième élément de rattachement structurel à mettre en perspective, les fonds souverains sont alimentés par les ressources financières des États, lesquelles sont de deux types⁵³. Il s'agit principalement des revenus, taxes et redevances liés à l'exploitation ou à l'exportation de matières premières, notamment de pétrole et de gaz naturel. Les fonds abondés par cette catégorie de ressources sont ainsi appelés des « *commodity funds* » et disposent à eux seuls d'environ 60 % des actifs financiers de l'ensemble des fonds souverains⁵⁴. Les autres fonds (dénommés les *non-commodity funds*) peuvent être financés à partir d'une large palette de ressources (excédents budgétaires, produits de privatisations, etc.) mais le sont en majorité, pour les fonds les plus importants, à partir de transferts d'actifs provenant des réserves de change accumulées par les banques centrales et résultant des larges excédents de la balance des paiements découlant des revenus du commerce extérieur⁵⁵. Les réserves de change considérées comme superflues par rapport à ce qui est nécessaire aux banques centrales afin de se prémunir contre des risques macroéconomiques sont ainsi transférées vers des fonds souverains afin de leur offrir un rendement

47. « La LIA, discrète cassette du clan Kadhafi », *Le Point*, 10 mars 2011. Voy. aussi, Roula KHALAF / Lina SAIGOL / Henny SENDER, « Confusion Clouds Libya's Investment Fund », *Financial Times*, 6 mars 2011.

48. Sur l'utilité de cette distinction afin de faciliter l'identification des fonctions dans l'activité de service public en droit français, Gilles J. GUGLIELMI / Geneviève KOUBI, *Droit du service public*, Paris, Montchrestien, 2^e éd., 2007, pp. 302 et s. ; voy. aussi, *infra* note 84.

49. Sur cet aspect, voy. *infra* I.-A.-2. À titre d'illustration, le fonds vénézuélien a pour objectif « *to ensure that fluctuations in oil income do not affect the necessary fiscal, exchange and monetary equilibrium of the country* » (*Law of the Investment Fund for Macroeconomic Stabilization*, 20 mai 1999, article 1, [<http://www.bcv.org.ve>]).

50. Pour un panorama, voy. Benjamin SAMSON, *Le statut international des fonds souverains*, mémoire de Master 2 Recherche « Droit des relations économiques internationales et communautaires », Université Paris Ouest Nanterre La Défense, 2009, p. 15 et s.

51. De façon générale, voy. E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, pp. 69 et s., spec. pp. 82 et s.

52. L. GRAMLICH, *op. cit.* note 28, pp. 47 et s.

53. Les *Santiago Principles* relèvent à cet égard que les fonds souverains « *are commonly established out of balance of payments surpluses, official foreign currency operations, the proceeds of privatizations, fiscal surpluses, and/or receipts resulting from commodity exports* » (*op. cit.* note 36).

54. Joshua AIZENMAN / Reuven GLICK, « Sovereign Wealth Funds : Stylized Facts About Their Determinants and Governance », *International Finance*, vol. 12, n° 3, 2009, p. 355 ; D. W. DREZNER, *op. cit.* note 25, p. 116 ; Éric HELLEINER / Troy LUNDBLAD, « States, Markets, and Sovereign Wealth Funds », *German Policy Studies*, vol. 4, n° 3, 2008, p. 64.

55. L. GRAMLICH, *op. cit.* note 28, p. 83 ; Laura BADIAN / Gregory HARRINGTON, « The Evolving Politics of Sovereign Wealth Funds », *Revue d'économie financière*, 2009 (hors série), p. 145.

plus élevé⁵⁶. Pour cette raison, les fonds souverains sont à distinguer non seulement des réserves de change des banques centrales mais aussi des fonds de retraite par capitalisation (*pension funds*) administrés par les pouvoirs publics dans la mesure où ces derniers ne sont pas directement alimentés par les ressources des États mais par les contributions des employeurs et employés⁵⁷.

2. Une activité d'investissement privée à finalité publique

Si les fonds souverains sont institués, contrôlés et alimentés par les États, cette filiation souveraine ne doit pas éluder le fait qu'ils conduisent en règle générale des investissements qui sont potentiellement accessibles à toute personne privée, qu'ils soient négociables sur les marchés financiers (actions, instruments de dette, etc.) ou pas (immobilier, prises de participation, etc.). Les fonds souverains ne vont toutefois pas nécessairement développer des stratégies d'investissement similaires et celles-ci doivent être classées selon les objectifs très variés que les fonds sont susceptibles de poursuivre.

Les fonds souverains peuvent en effet être classés selon cinq principales catégories d'objectifs⁵⁸ : (1) Les fonds de stabilisation (*stabilization funds* ou *fiscal stabilization funds*) ont pour mission d'isoler l'économie ou le budget national des fluctuations significatives des prix de matières premières dont l'État tire une part importante de ses revenus⁵⁹. Ils investissent principalement dans des actifs liquides et peu risqués, en premier lieu dans des instruments de dette (obligations, bons du Trésor, etc.)⁶⁰ ; (2) Les fonds d'épargne (*savings funds*) ont vocation à assurer le transfert des richesses issues de ressources naturelles non renouvelables aux générations futures au lieu de les intégrer au budget de l'État comme des recettes récurrentes⁶¹. L'horizon d'investissement de ces fonds étant plus lointain, ils peuvent s'intéresser aux actifs plus risqués (actions) ou moins liquides (immobilier)⁶². Compte tenu du maintien du prix de certaines matières premières à des cours élevés, la plupart des fonds tirant leurs ressources de ces dernières (*commodity funds*) poursuivent en général à la fois un objectif de stabilisation et de solidarité intergénérationnelle⁶³ ; (3) Les fonds d'investissement de réserve (*reserve investment funds*) ont pour objectif d'assurer une meilleure rentabilité aux excès

56. A. ROZANOV, *op. cit.* note 30, p. 4.

57. *Ibid.* note 30, pp. 4-5. Ce qui n'empêche pas pour autant les ingérences politiques dans la conduite des activités de ces fonds de pension, comme par exemple pour le fonds de pension californien CALPERS ; Richard A. EPSTEIN / Amanda M. ROSE, « The Regulation of Sovereign Wealth Funds : The Virtues of Going Slow », *The University of Chicago Law Review*, vol. 76, 2009, p. 125.

58. E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, p. 10 ; L. GRAMLICH, *op. cit.* note 28, p. 51 ; FMI, *Setting up a Sovereign Wealth Fund : Some Policy and Operational Considerations*, IMF Working Paper WP/09/179, août 2009, p. 9.

59. Les fonds sont ainsi abondés lorsque ces prix sont élevés et l'État y puise des ressources complémentaires en période de baisse. Ces fonds de stabilisation permettent également de protéger l'économie nationale contre ce que les économistes appellent la « maladie hollandaise » (*Dutch disease*), c'est-à-dire le flux de devises étrangers résultant de l'accroissement des exportations de matières premières et provoquant une appréciation de la monnaie nationale susceptible d'affecter la compétitivité des producteurs nationaux à l'exportation. Le rôle du fonds de stabilisation est ici d'absorber et de geler ces flux de devises, évitant ainsi de provoquer une augmentation de la masse monétaire. Voy. Gawdat BAHGAT, « Sovereign Wealth Funds : Dangers and Opportunities », *International Affairs*, vol. 84, n° 6, 2008, p. 1193 ; J.-M. PUEL, *op. cit.* note 10, p. 19 ; L. GRAMLICH, *op. cit.* note 28, p. 51.

60. FMI, *Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds – A Shifting Paradigm*, IMF Working Paper WP/11/19, janvier 2011, p. 7.

61. Sur cet aspect, voy. Gordon L. CLARK / Éric R.W. KNIGHT, « Temptation and the Virtues of Long-Term Commitment : The Governance of Sovereign Wealth Fund Investment », *Asian Journal of International Law*, vol. 1, n° 2, 2011, pp. 1 et s.

62. FMI, *op. cit.* note 60, p. 7.

63. G. BAHGAT, *op. cit.* note 59, p. 1193 ; E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, p. 11.

de réserves de change que celle qui est assurée par une gestion conventionnelle par la banque centrale, c'est-à-dire par des placements sûrs et liquides comme les bons du Trésor américain⁶⁴. C'est pourquoi ils peuvent développer des stratégies d'investissement plus risquées et agressives⁶⁵; (4) Les fonds de développement (*development funds*) ont pour mission de financer des projets sur le marché national ou à l'étranger avec certains objectifs socio-économiques tels que la promotion de la croissance, de la compétitivité ou de l'emploi. Ils sont donc susceptibles de prendre des participations à long-terme au sein des entreprises⁶⁶; (5) Les fonds de réserve de retraites (*pension reserve funds* ou *contingent pension reserve funds*) sont mis en place par les États afin de compenser le passif des régimes de retraite par répartition qui sont susceptibles d'être générés dans le futur compte tenu du vieillissement de la population⁶⁷. Leur stratégie d'investissement peut s'orienter vers différents types d'actifs et dépend surtout de l'horizon au terme duquel le passif sera exigible⁶⁸.

Cette classification des fonds souverains en fonction des objectifs qu'ils poursuivent appelle deux observations. En premier lieu, la question de savoir si les fonds investissant exclusivement sur les marchés nationaux (notamment les fonds de développement) peuvent être qualifiés de fonds souverains reste débattue⁶⁹. Bien que les fonds souverains ayant une exposition internationale posent des problèmes qui leur sont propres, notamment en matière de sécurité nationale, ils investissent également sur les marchés domestiques⁷⁰ et en partagent donc aussi avec ceux n'investissant qu'à l'échelon national, par exemple en matière de droit de la concurrence. L'exclusion catégorique de ces derniers apparaît donc ici artificielle⁷¹. En second lieu, il est indéniable que les cinq principaux objectifs poursuivis par les fonds souverains qui ont été identifiés (stabilisation budgétaire, solidarité inter-générationnelle, gestion des réserves de change, développement socio-économique et préservation des systèmes de retraite) peuvent être qualifiés d'intérêt général⁷². Il convient dès lors de distinguer l'exécution de l'activité d'investissement elle-même qui est de nature privée de sa finalité qui est publique. La mise en relief de la dualité public/privé de cette activité d'investissement, en sus de la filiation des fonds souverains avec l'État dont ils sont l'émanation, permet à présent de déterminer comment le droit international est susceptible d'appréhender ces derniers.

64. J.-M. PUEL, *op. cit.* note 10, p. 22.

65. *Ibid.*, p. 20. On ne dispose cependant pas de nombreuses statistiques sur ces fonds d'investissement de réserve, et notamment sur la *China Investment Corporation* (CIC). En ce qui concerne la *Korea Investment Corporation* qui entre dans cette catégorie, voy. FMI, *op. cit.* note 60, p. 7. Sur les politiques d'investissement plus agressives des fonds souverains, voy. E. F. GREENE / B. A. YEAGER, *op. cit.* note 35, pp. 257 et s.

66. Comme le fait, en France, le Fonds stratégique d'investissement qui s'est d'ailleurs associé en 2009 au fonds souverain d'Abou Dhabi afin de favoriser les investissements au sein des entreprises françaises. Cette coopération s'est matérialisée par la conclusion en 2009 d'un *Memorandum of Understanding* entre le FSI et la *Mubadala Development Company* signé lors de la visite de Nicolas Sarkozy à Abou Dhabi; voy. FSI, *Le FSI et Mubadala concluent un partenariat d'investissement en France*, 26 mai 2009, [www.fonds-fsi.fr].

67. FMI, *op. cit.* note 58, p. 9. C'est le cas en France du Fonds de réserve pour les retraites qui a été créé en 1999; J.-M. PUEL, *op. cit.* note 10, p. 21.

68. FMI, *op. cit.* note 60, p. 6.

69. La définition proposée par les *Santiago Principles* indique en effet que les fonds souverains « employ a set of investment strategies which include investing in foreign financial assets » (*op. cit.* note 36). Il en est de même pour le FMI; voy. A. ROZANOV, *op. cit.* note 30, pp. 7 et s.

70. Pour quelques statistiques à cet égard, v. E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, pp. 11 et s.

71. C'est notamment le point de vue de A. ROZANOV, *op. cit.* note 30, p. 9.

72. Les *Santiago Principles* ne mentionnent pas l'expression « intérêt général » mais indiquent que les fonds souverains sont « [c]reated by the general government for macroeconomic purposes » (*op. cit.* note 36).

B. *La dualité public/privé des fonds souverains face au droit international*

L'exploration des diverses pistes envisagées ou envisageables afin de contrôler l'activité des fonds souverains exige préalablement de s'interroger sur leur statut au regard de certaines catégories connues du droit international. Ainsi, déterminer si l'activité des fonds souverains est susceptible de constituer un fait internationalement illicite requiert d'examiner la possibilité d'imputer les comportements d'un fonds souverain à l'État dont il est l'émanation (1). Dans la mesure où ces fonds souverains conduisent des activités d'investissement en dehors de leurs frontières, il est envisageable que d'autres États soient amenés à exercer leur compétence à leur rencontre. Il convient dès lors de savoir s'ils peuvent se prévaloir des immunités juridictionnelles dont bénéficient les États étrangers (2). Enfin, puisque les États bénéficiaires des investissements étrangers réalisés par les fonds souverains sont susceptibles d'adopter des mesures visant à contrôler leurs activités, il est nécessaire de déterminer si la filiation publique de ces fonds, la finalité publique de leurs activités ou la nature de leurs investissements les empêchent de bénéficier de la protection due aux investisseurs étrangers en droit international (3).

1. *L'attribution à l'État des comportements du fonds souverain*

Examiner la possibilité d'attribuer le comportement d'un fonds souverain à son État d'origine requiert une analyse au cas par cas qui, compte tenu de l'extrême diversité de ces fonds, tant du point de vue de leur statut que de leurs activités, mériterait des développements plus conséquents dépassant largement le cadre de cette étude. Nous nous limiterons donc ici à quelques analyses d'ordre général et prendrons comme cadre juridique de référence les *Articles* de la Commission du droit international (CDI) de 2001 sur la responsabilité des États⁷³ dont les articles pertinents en matière d'attribution reflètent le droit international coutumier⁷⁴.

Deux fondements d'attribution envisageables méritent d'être rapidement évacués, ceux de l'article 4 (comportement des organes de l'État) et de l'article 5 (comportement d'une personne ou entité exerçant des prérogatives de puissance publique). La diversité de la forme juridique des fonds souverains, qui peuvent être dépourvus de personnalité morale ou constitués en tant que personne morale de droit public ou société de droit privé⁷⁵, fait obstacle à ce que de telles entités constituent des organes de l'État, c'est-à-dire « qui entrent dans l'organisation de l'État et qui agissent en son nom »⁷⁶. Le fondement de l'article 4 n'apparaît donc pas fertile afin de caractériser cette attribution. Il en est de même pour celui de l'article 5 qui vise les personnes ou entités habilitées par l'État « à exercer des prérogatives de

73. CDI, *Projet d'articles sur la responsabilité de l'État pour fait internationalement illicite et commentaires y relatifs*, Doc. A/56/10, *Rapport de la Commission du droit international*, 2001, pp. 44 et s.

74. Nos analyses porteront essentiellement sur les articles 4, 5 et 8 des *Articles* de la CDI de 2001 dont le caractère coutumier a été reconnu par la Cour internationale de Justice : *Activités armées sur le territoire du Congo (République démocratique du Congo c. Ouganda)*, arrêt du 19 décembre 2005, *CIJ Recueil 2005*, p. 226, § 160 (se référant aux articles 4, 5 et 8) ; *Affaire relative à l'application de la Convention pour la prévention et la répression du crime de génocide (Bosnie-Herzégovine c. Serbie-et-Monténégro)*, arrêt du 26 février 2007, §§ 385 et s., [http://www.icj-cij.org] (se référant aux articles 4 et 8). Voy. aussi les sentences CIRDI suivantes se référant aux articles 4, 5 et 8 : *Gustav F W Hamester GmbH & Co KG v. Republic of Ghana*, ICSID Case n° ARB/07/24, sentence du 18 juin 2010, §§ 171 et s., [http://ita.law.uvic.ca] (relevant que « [t]he Tribunal must decide the issue of attribution under international law, and is guided by the Articles on State Responsibility adopted [...] in 2001 by the International Law Commission [...] as a codification of customary international law ») ; *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Sanayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID Case n° ARB/03/29, sentence du 27 août 2009, § 113, [http://ita.law.uvic.ca] (relevant que « [t]he ILC Articles are widely regarded as expressing current customary international law »).

75. Voy. *supra* I.-A.-1.

76. Doc. A/56/10, *op. cit.* note 73, p. 88.

puissance publique, pour autant [qu'elles agissent] en cette qualité ». Si la nature juridique publique ou privée de l'entité est ici sans importance, ce qui aurait permis d'intégrer la grande majorité des fonds souverains⁷⁷, le critère fonctionnel retenu par l'article 5 les exclut de cette catégorie. En effet, il est fermement établi que les activités pouvant être conduites ordinairement par des opérateurs privés ne peuvent constituer l'exercice de prérogatives de puissance publique⁷⁸. En l'occurrence, nonobstant leur finalité publique ou les objectifs d'intérêt général qu'elles poursuivent⁷⁹, les opérations conduites par les fonds souverains (acquisitions d'actions ou de titres de dette sur les marchés financiers, prises de participation au sein des entreprises, etc.) sont accessibles à tout investisseur privé et, à ce titre, ne peuvent être attribuées à l'État sur le fondement du critère retenu par l'article 5, cette conclusion ne valant que pour le droit international général⁸⁰.

Ne pouvant être considérés comme des organes de l'État ou des entités exerçant des prérogatives de puissance publique, il reste à déterminer si les fonds souverains peuvent « agi[r] en fait sur les instructions ou les directives ou sous le contrôle de cet État » selon l'article 8 des *Articles* de la CDI. Le contrôle requis en matière de responsabilité internationale de l'État est un « contrôle effectif [s'exerçant] à l'occasion de chacune des opérations au cours desquelles les violations alléguées se seraient produites »⁸¹. S'il n'est pas nécessaire de rapporter la preuve d'une « totale dépendance » de l'entité dont on souhaite imputer le comportement à l'État⁸², un simple « contrôle global » consistant par exemple en un financement des opérations litigieuses n'est en soi pas suffisant afin de satisfaire aux conditions posées par l'article 8⁸³. La transposition de ces conditions aux activités des fonds souverains appelle une distinction entre trois types de fonctions distinctes : l'orientation stratégique du fonds (sources de financement, détermination des objectifs et de la politique d'investissement), sa gestion opérationnelle (choix spécifiques d'investissements en fonction de la politique déterminée) et l'exécution matérielle des décisions (opérations concrètes de réalisation des investissements)⁸⁴.

77. Comme le souligne le commentaire de la CDI, « [i]l peut s'agir d'entreprises publiques, d'entités parapubliques, d'institutions publiques diverses, voire, dans certains cas particuliers, de sociétés privées [...] » ; Doc. A/56/10, *op. cit.* note 73, p. 97.

78. Tel que le relève un tribunal arbitral CIRDI, « *it is well established that for an act of a separate entity exercising elements of governmental authority to be attributed to the State, it must be shown that the precise act in question was an exercise of such governmental authority and not merely an act that could be performed by a commercial entity* » ; *Gustav F W Hamster GmbH & Co KG v. Republic of Ghana*, *op. cit.* note 74, §. 193. Le fait que l'entité en question exerce par ailleurs des prérogatives de puissance publique pour l'accomplissement d'autres missions n'affecte aucunement cette conclusion (voy. § 195).

79. Comme le relève une autre sentence CIRDI à cet égard, « *[w]hat matters is not the « service public » element, but the use of « prérogatives de puissance publique » or governmental authority* » ; *Jan de Nul N.V. & Dredging International N.V. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID Case n° ARB/04/13, sentence du 6 novembre 2008, § 170, [<http://ita.law.uvic.ca>].

80. D'autres règles internationales peuvent mettre en œuvre des critères d'attribution différents. C'est le cas de l'*Accord sur les subventions et les mesures compensatoires* de l'OMC qui s'applique notamment aux « organismes publics », catégorie qui ne recoupe pas nécessairement celle des entités « exerçant des prérogatives de puissance publique » au sens de l'article 5. Sur cet aspect, voy. *infra* II.-A.-2.

81. *Affaire relative à l'application de la Convention pour la prévention et la répression du crime de génocide*, *op. cit.* note 74, § 400.

82. *Ibid.*

83. Doc. A/56/10, *op. cit.* note 73, p. 112.

84. Afin de mieux se représenter la distinction entre ces trois fonctions, il peut être utile de se référer à la façon dont elles sont appréhendées en droit du service public ; voy. G. J. GUGLIELMI / G. KOUBI, *op. cit.* note 48, pp. 302 et s. (soulignant que la « *direction stratégique* concerne la direction du service public, sa stratégie, sa maîtrise », que la « *gestion opérationnelle* » concerne « les tâches de régulation et d'optimisation [et] consiste à assurer la continuité du service, la logistique, le traitement des conflits, des écarts et des urgences, c'est-à-dire une *régulation* [...] mais aussi à réaliser les opérations au meilleur coût, de réaliser les adaptations prévues dans le cadre juridique existant, donc une *optimisation* » et que « *l'exécution* [...] concerne la réalisation strictement matérielle de la prestation ») (souligné par les auteurs).

Sans prétendre à ce que la proposition qui suit puisse être appliquée de façon pure et parfaite à l'ensemble des fonds souverains, il est envisageable de superposer ces trois types de fonctions (orientation, gestion et exécution) aux trois niveaux d'intensité de contrôle qui peuvent être identifiés (contrôle global, contrôle effectif et totale dépendance). Il en ressort qu'il n'est pas indispensable que l'État exerce un contrôle total sur l'exécution matérielle des décisions prises par le fonds (3^e niveau) afin de pouvoir imputer ces dernières à l'État. Aussi, le fait qu'un État constitue, alimente ou définit l'orientation stratégique d'un fonds souverain, exerçant ainsi un contrôle global (1^{er} niveau), n'est pas suffisant afin d'attribuer les décisions d'investissement prises par celui-ci à l'État à l'aune des conditions dégagées par l'article 8⁵⁵. Pour ce faire, l'État doit donc exercer un contrôle effectif et être directement impliqué dans la gestion opérationnelle du fonds (2^e niveau). Or, comme cela a été souligné, l'intensité de l'intervention de l'État dans la gestion opérationnelle varie considérablement d'un fonds souverain à l'autre⁸⁶. Si l'État intervient directement dans les décisions d'investissement (par exemple la décision du fonds chinois SAFE d'acquérir les bons du Trésor costaricien) ces dernières lui seront *in fine* imputables au titre du contrôle effectif. Cependant, si les instruments régissant la gouvernance du fonds assurent l'indépendance des gestionnaires dans leur choix d'investissement et que celle-ci est effective, modèle que préconisent les standards internationaux en la matière⁸⁷, il ne serait dès lors pas possible *prima facie* d'attribuer les décisions d'investissement à l'État car il n'existe dans cette situation qu'un contrôle global et pas un contrôle effectif. Dès lors, en appliquant ces critères à une situation déjà évoquée, les décisions prises en toute indépendance par les gestionnaires de la *Government Pension Fund – Global* d'acquérir puis de vendre rapidement des obligations islandaises et la courte crise financière qui s'en suivit ne pourraient être imputées à la Norvège et, dès lors, ne sauraient constituer une violation d'un « *Nordic mutual-defence pact against financial destabilisation* » qui avait été évoquée à cette occasion par le premier ministre islandais⁸⁸.

Ces conclusions sont cependant à tempérer dans la mesure où certaines obligations internationales sont construites de telle façon à ce que l'on puisse imputer à un État une décision adoptée de façon autonome par une entité sur laquelle celui-ci n'exerce qu'un contrôle global⁸⁹. Cette situation a notamment été envisagée par le fonds norvégien lorsque s'est posée la question du maintien de sa participation financière dans une entreprise étrangère dont les filiales produisaient des mines antipersonnel⁹⁰. Le ministère norvégien des finances avait établi en 2001

85. Comme le souligne le commentaire de la CDI, « [l]e fait que l'État a été à l'origine d'une société, que ce soit par le biais d'une loi spécifique ou autrement, n'est pas une base suffisante pour lui attribuer le comportement ultérieur de cette entité [...]. Dès lors que l'on considère que les sociétés, même si elles appartiennent à l'État et sont en ce sens soumises à son contrôle, ont un statut séparé, leur comportement dans l'exécution de leurs activités n'est pas *prima facie* attribuable à l'État [...] » ; Doc. A/56/10, *op. cit.* note 73, p. 113.

86. Voy. *supra* I.-A.-1. Voy. aussi, E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, pp. 82 et s.

87. Les *Santiago Principles* (*op. cit.* note 36) indiquent en effet que « [t]he operational management of the SWF should implement the SWF's strategies in an independent manner » (principe 9).

88. Voy. *supra* notes 25 et 26.

89. Nous aurions pu également envisager de façon plus approfondie le critère d'attribution de l'article 11 (comportement reconnu et adopté par l'État comme étant le sien) afin d'imputer à l'État la décision prise les gestionnaires à partir du moment où celui-ci en aurait eu connaissance, ce qui est envisageable compte tenu des mécanismes de contrôle *ex post* des activités conduites par les fonds souverains. Ce fondement semble toutefois fragile dans la mesure où l'article 11 indique que l'État doit « reconnaît[re] et adopte[r] ledit comportement comme étant sien », ce qui signifie selon la CDI « [qu]en règle générale, un comportement ne sera pas attribuable à un État en vertu de l'article 11 si cet État se contente de reconnaître l'existence factuelle du comportement ou exprime oralement son approbation dudit comportement » (Doc. A/56/10, *op. cit.* note 73, p. 128).

90. S. CHESTERMAN, *op. cit.* note 20, p. 584.

une commission consultative (*The Petroleum Fund Advisory Commission on International Law*) afin de déterminer dans quelle mesure ces investissements entraînent en conflit avec les obligations internationales de la Norvège, et en particulier la convention de 1997 sur l'interdiction des mines antipersonnel⁹¹.

La Commission s'est demandé si cet investissement constituait une violation de la disposition de cette convention indiquant que « [c]haque État partie s'engage à ne jamais, en aucune circonstance [...] assister, encourager ou inciter, de quelque manière, quiconque à s'engager dans toute activité interdite à un État partie en vertu de la présente Convention »⁹², et notamment de la mise au point et de la production de mines antipersonnel⁹³. À cet égard, la commission consultative relève que cette disposition « *is widely formulated and must be presumed to be intended to cover all forms of assistance* »⁹⁴ et ajoute que « *assistance to both direct and indirect development and production of anti-personnel mines will be covered by the prohibition* »⁹⁵. Elle indique également que si le fonds norvégien ne peut, selon les règles qui le gouvernent, acquérir plus de 3 % du capital d'une entreprise, rien dans la convention n'indique qu'un tel niveau de participation ne puisse constituer une assistance prohibée⁹⁶. La Commission souligne également, qu'au-delà d'une possible assistance, une telle prise de participation, même modeste, peut être perçue comme un encouragement ou une incitation à la production de mines antipersonnel⁹⁷. Elle en est arrivée à la conclusion que « *even modest investments [...] can imply a violation of the prohibition* »⁹⁸. C'est ainsi que les textes gouvernant les investissements qui peuvent être réalisés par le fonds norvégien *Government Pension Fund – Global* excluent les investissements au sein d'entreprises impliquées dans la production d'armes prohibées par le droit international, des violations massives des droits de l'homme ou des dommages causés à l'environnement⁹⁹.

Cette analyse suggère qu'il pèse sur les États ayant établi des fonds souverains une obligation de vigilance (ou de *due diligence*) sur les activités conduites par les gestionnaires afin de s'assurer que les investissements qu'ils réalisent ne constituent pas une violation de leurs obligations internationales¹⁰⁰. Les États ne pourraient dès lors se retrancher derrière l'autonomie dont bénéficient les personnes impliquées dans la gestion opérationnelle du fonds. L'exemple norvégien est d'ailleurs intéressant car il montre en premier lieu l'intervention d'un contrôle *ex post* de ces investissements puis la mise en place d'un contrôle *ex ante* permettant de s'assurer, par le biais de l'orientation stratégique du fonds qui est

91. Convention sur l'interdiction de l'emploi, du stockage, de la production et du transfert des mines antipersonnel et sur leur destruction, 18 septembre 1997, RTNU, vol. 2056, p. 211.

92. Article 1(1)(c).

93. Article 1(1)(b).

94. THE PETROLEUM FUND ADVISORY COMMISSION ON INTERNATIONAL LAW, *Question of Whether Investments in Singapore Technologies Engineering Can Imply a Violation of Norway's International Obligations*, Memorandum to the Ministry of Finance, 22 mars 2002, [http://www.regjeringen.no].

95. *Ibid.*

96. *Ibid.* La Commission relève à cet égard : « [i]t can, however, hardly be demanded that the investment shall be of a specific amount in order for it to be covered by the Convention. According to article 31 of the Vienna Convention on the Law of Treaties, a convention shall be interpreted in accordance with its wording and in compliance with the object and purpose of the convention. Neither the wording of the convention nor its purpose supports such a restrictive interpretation ».

97. *Ibid.*

98. *Ibid.*

99. *Guidelines for Observation and Exclusion From the Government Pension Fund Global's Investment Universe*, Adopted by the Ministry of Finance on 1 March 2010, [http://www.regjeringen.no]. Voy. aussi *supra* note 22.

100. Sur cet aspect, voy. Bruno DEMEYERE, *Sovereign Wealth Funds and (Un)Ethical Investment : Using 'Due Diligence' as a Yardstick to Avoid Contributing to Human Rights Violations Committed by Companies in the Investment Portfolio*, Leuven Centre for Global Governance Studies, Working Paper n° 51, juillet 2010, pp. 29 et s., [http://www.ggs.kuleuven.be].

fixée au sein du mandat destiné aux gestionnaires, que ces derniers ne font pas un usage des finances de l'État à des fins contraires au droit international. De telles obligations de vigilance à destination des États en matière de contrôle des activités des fonds souverains, que l'on pourrait d'ailleurs relier à certains principes du droit international¹⁰¹, sont d'autant plus nécessaires que les analyses précédentes ont mis en perspective l'inadéquation du droit de la responsabilité internationale à appréhender de façon satisfaisante la question de l'attribution à l'État des comportements du fonds souverain.

2. L'invocabilité par le fonds souverain des immunités juridictionnelles des États étrangers

La question du bénéfice par les fonds souverains des immunités juridictionnelles des États étrangers présente un intérêt pour les fonds réalisant des investissements à l'étranger dans la mesure où, ce faisant, ils conduisent des activités entrant dans le champ d'application des législations nationales des États d'accueil des investissements¹⁰². Il est possible d'illustrer les circonstances dans lesquelles les immunités souveraines pourraient être soulevées à travers l'exemple suivant : le fonds souverain de l'État A acquiert et revend des titres (actions, titres de dette, etc.) sur un marché financier réglementé par l'État B, mais conduit ces opérations en profitant des informations privilégiées qui lui ont été transmises par les services de renseignements de l'État A. Un tel comportement est ainsi susceptible de constituer un délit d'initié prohibé selon la législation de l'État B, cette éventualité ayant d'ailleurs déjà été envisagée par l'ancien président de la *Securities and Exchange Commission*, l'autorité boursière américaine¹⁰³. Si les autorités de l'État B devaient poursuivre et éventuellement saisir les avoirs financiers du fonds souverain, ce dernier, en tant qu'entité créée, financée et globalement contrôlée par l'État, invoquerait très probablement les immunités de juridiction et d'exécution dont

101. Et en particulier, découlant de la maxime *sic utere tuo ut alienum non lædas*, « l'obligation, pour tout État, de ne pas laisser utiliser son territoire aux fins d'actes contraires aux droits d'autres États » ; *Détroit de Corfou (Royaume-Uni c. Albanie)*, arrêt du 9 avril 1949, *CIJ Recueil 1949*, p. 22. Sur l'extension de ce principe au droit international de l'environnement, voy. Malcolm N. SHAW, *International Law*, Cambridge, Cambridge University Press, 6th ed., 2008, pp. 851 et s. ; Philippe SANDS, *Principles of International Environmental Law*, Cambridge, Cambridge University Press, 2nd ed., 2003, pp. 241 et s. ; Neil CLARK, *The International Law of Environmental Impact Assessment*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008, pp. 62 et s. Sur son extension en matière de lutte contre le terrorisme, voy. Tal BECKER, *Terrorism and the State – Rethinking the Rules of State Responsibility*, Oxford/portland, Hart Publishing, 2006, pp. 118 et s. (« [a]t a fundamental level, these obligations [the duty of States to prevent, and abstain from any involvement in acts of terrorism] are a corollary of sovereignty and arise from the basic duty of the State to exercise due diligence in order to prevent harm to other States or their nationals emanating from its territory »).

102. Pour une étude d'ensemble relative à la question des immunités juridictionnelles en relation avec les investissements souverains, voy. David GAUKRODGER, *Foreign State Immunity and Foreign Government Controlled Investors*, OECD Working Papers on International Investment, n° 2010/2, 2010.

103. Il soulignait notamment : « if the powers of government [...] are used to ensure the success of the government's commercial or investment activities, [...] every private institutional investor could be put at a serious disadvantage. That disadvantage could include significant disparities in the information that is available to government as compared to private marketplace actors. [...] the world's governments have at their disposal the vast amounts of covert information collection that are available through their national intelligence services. [...] this would be the ultimate insider trading tool » ; Christopher COX, *The Role of Government in Markets*, Keynote Address and Robert R. Glauber Lecture at the John F. Kennedy School of Government, 24 octobre 2007, [http://www.sec.gov]. Voy. aussi, Linda CHATMAN THOMSEN, *Testimony – Sovereign Wealth Funds and Public Disclosure*, Hearing on the Implications of Sovereign Wealth Fund Investments for National Security, 7 février 2008, [http://www.uscc.gov]. Cette question a également été envisagée par les *Santiago Principles* (op. cit. note 36) : « [t]he SWF should not seek or take advantage of privileged information or inappropriate influence by the broader government in competing with private entities » (Principe 20).

ce dernier bénéficie¹⁰⁴. La grande diversité des fonds souverains et les disparités existantes dans les droits nationaux en matière d'immunités des États et de leurs biens nous obligent à aborder ces questions de façon transversale en mentionnant les solutions apportées par le droit français, le droit américain et la convention des Nations Unies sur les immunités des États de 2004 qui n'est toujours pas en vigueur¹⁰⁵.

Un fonds souverain peut bénéficier de l'immunité de juridiction dès lors qu'il est considéré comme faisant partie de l'État selon le droit des immunités (filtre *ratione personae*) et que les activités litigieuses sont couvertes par le droit des immunités (élément *ratione materiae*). En ce qui concerne le filtre *ratione personae*, nous retiendrons l'hypothèse d'un fonds souverain créé par l'État central (et pas un démembrement territorial)¹⁰⁶ et disposant d'une personnalité juridique propre (de droit public ou privé). La Cour de cassation française reconnaît que « les États étrangers et les organismes agissant *par leur ordre ou pour leur compte* bénéficient de l'immunité de juridiction pour les actes de puissance publique et *pour ceux accomplis dans l'intérêt d'un service public* »¹⁰⁷. Le filtre *ratione personae* posé par le droit français pose ainsi deux conditions : une dépendance fonctionnelle de l'organisme vis-à-vis de l'État¹⁰⁸ et, au moins, la finalité publique de l'acte litigieux. Dans la configuration qui a été retenue, ces critères permettent aux fonds souverains d'être considérés *ratione personae* comme des émanations de leur État d'origine dans la mesure où celui-ci exerce un contrôle global sur les activités de ces fonds et où ces derniers poursuivent des objectifs d'intérêt général¹⁰⁹. Sans nécessairement emprunter des critères similaires à ceux des juridictions françaises, le droit américain aboutirait à des résultats identiques¹¹⁰. La convention des Nations Unies de 2004 indique

104. Nous n'envisagerons pas la situation où le fonds souverain aurait préalablement renoncé à ses potentielles immunités de juridiction et d'exécution.

105. *Convention des Nations Unies sur les immunités juridictionnelles des États et de leurs biens*, 2 décembre 2004, A/RES/59/38. Cette convention n'avait été ratifiée que par 11 États au 1^{er} janvier 2011. Pour un aperçu d'ensemble, voy. Gerhard HAFNER / Leonore LANGE, « La Convention des Nations unies sur les immunités juridictionnelles des États et de leurs biens », cet *Annuaire*, 2004, pp. 45 et s.

106. La jurisprudence française dénie cependant le bénéfice des immunités aux démembrements territoriaux des États (voy. Pierre MAYER / Vincent HEUZÉ, *Droit international privé*, Paris, Montchrestien, 10^e éd., 2010, p. 237, n° 325) et par conséquent les fonds souverains constitués par les États fédérés aux États-Unis ou les provinces au Canada (voy. *supra* note 37), en tant que démembrement organique d'un démembrement territorial, ne pourraient s'en prévaloir devant les juridictions françaises. Ce n'est toutefois pas la solution retenue par le droit américain lequel inclut à cet égard toute « *political subdivision of a foreign state* » (28 U.S.C. 1603(a)). La convention des Nations unies de 2004 intègre quant à elle dans la définition de l'État « [l]es composantes d'un État fédéral ou les subdivisions politiques de l'État, qui sont habilitées à accomplir des actes dans l'exercice de l'autorité souveraine et agissent à ce titre » (article 2(1) (b)(ii)). Aux termes de cet article, les subdivisions territoriales ne pourraient donc bénéficier *de plano* des immunités juridictionnelles et l'analyse devrait donc se déplacer sur le terrain du filtre *ratione materiae* afin de déterminer s'il s'agit d'actes accomplis « dans l'exercice de l'autorité souveraine ». Sur la divergence entre cette disposition et l'article 4 des Articles de la CDI de 2001 sur la responsabilité des États, voy. Mathias FORTEAU, « L'État selon le droit international : une figure à géométrie variable ? », *RGDIP*, 2007, n° 4, pp. 252 et s.

107. Cass. Civ. 1^{re}, 28 mai 2002, *Consorts Daninos v. Société tunisienne de banque, la Banque Centrale de Tunisie, la société Banque franco-tunisienne, l'État tunisien*, n° 99-19.247, *RCDIP*, 2003, p. 296 (note Horatia MUIR WATT) (nous soulignons).

108. Celle-ci a été précisée dans le cadre d'une affaire intéressant les immunités d'exécution où la Cour de cassation a souligné qu'une société qui « n'était pas statutairement dans une indépendance fonctionnelle suffisante pour bénéficier d'une autonomie de droit et de fait à l'égard de l'État et que son patrimoine se confondait avec celui de l'État » devait être considérée comme une émanation de l'État (Cass. Civ. 1^{re}, 14 novembre 2007, *Société nationale des hydrocarbures c. Société Winslow B & T*, n° 04-15.388, *RCDIP* 2008, p. 303, note Mathias AUDIT).

109. Voy. *supra* I.-A.-2.

110. Au sens du *Foreign Sovereign Immunities Act* de 1976, une « *agency or instrumentality of a foreign state* » est considérée *ratione personae* comme un État bénéficiaire de l'immunité dans la mesure où elle est « *a separate legal person, corporate or otherwise* » et qu'elle est « *an organ of a foreign state or*

quant à elle que « [l]es établissements ou organismes d'État ou autres entités, dès lors qu'ils sont habilités à accomplir et accomplissent effectivement des actes dans l'exercice de l'autorité souveraine de l'État »¹¹¹ sont également bénéficiaires *ratione personae* de l'immunité de juridiction. La simple finalité publique posée par la jurisprudence française n'est donc plus suffisante. Puisque les opérations d'investissement réalisées par les fonds souverains ne sont pas accomplies « dans l'exercice de l'autorité souveraine de l'État », ces derniers ne pourraient à notre sens satisfaire au filtre *ratione personae* posé par la convention¹¹².

Si le fonds souverain devait être considéré comme une émanation de l'État, cela ne signifie pas pour autant que l'acte qui est à l'origine du différend devant les juridictions nationales puisse bénéficier *ratione materiae* de l'immunité de juridiction. Une distinction est habituellement opérée entre les actes de souveraineté (*jure imperii*) et les actes de gestion (*jure gestionis*), la répartition entre ces deux catégories se réalisant à l'aide de deux critères, un premier formaliste prenant en considération la nature de l'acte, et un second finaliste correspondant à l'objectif poursuivi par l'auteur de l'acte. L'importance donnée à chacun de ces deux critères diffère cependant selon le droit applicable. Ainsi, la Cour de cassation française considère que le bénéfice de l'immunité ne peut s'opérer « qu'autant que l'acte qui donne lieu au litige participe, par sa nature ou sa finalité, à l'exercice de la souveraineté de ces États et n'est donc pas un acte de gestion »¹¹³. Les deux critères sont ainsi ici alternatifs, bien que la jurisprudence ne se caractérise pas par une grande cohérence à cet égard¹¹⁴. Le *Foreign Sovereign Immunities Act* américain qui exclut le bénéfice des immunités aux États pour toute « *commercial activity* » indique quant à lui que « [*t*]he commercial character of an activity shall be determined by reference to the nature of the course of conduct or particular transaction or act, rather than by reference to its purpose »¹¹⁵. Le critère formaliste l'emporte donc sur le critère finaliste. La convention des Nations Unies de 2004 indique quant à elle que « [p]our déterminer si un contrat ou une transaction est une 'transaction commerciale' [...], il convient de tenir compte en premier lieu de la nature du contrat ou de la transaction, mais il faudrait aussi prendre en considération son

political subdivision thereof, or a majority of whose shares or other ownership interest is owned by a foreign state » (28 USC § 1603(b)).

111. *Convention des Nations Unies sur les immunités juridictionnelles des États et de leurs biens*, 2 décembre 2004, article 2(1)(b)(iii).

112. Le premier projet d'articles de la CDI sur les immunités juridictionnelles des États et de leurs biens de 1991 (*ACDI*, 1991, vol. II(2) pp. 13 et s.) faisait référence aux « organismes ou institutions de l'État et autres entités, dans la mesure où ils agissent dans l'exercice des prérogatives de la puissance publique de l'État » (ancien article 2(1)(b)(iv)). Cette terminologie se rapprochait donc de celle des *Articles de la CDI de 2001 sur la responsabilité internationale des États* (voy. *supra* I.-B.-1). Le comité spécial sur les immunités juridictionnelles des États et de leurs biens établis par l'AGNU (A/RES/55/150) qui a rédigé la convention de 2004 a substitué l'expression « l'exercice de l'autorité souveraine de l'État » à celle de « l'exercice des prérogatives de puissance publique » sans pour autant que l'on puisse y voir à notre sens une volonté d'admettre que la seule finalité publique de l'acte soit suffisante afin de satisfaire à ce filtre *ratione personae* (voy. A/C.6/55/L.12).

113. Cass. Ch. mixte, 20 juin 2003, *Dame Soliman c. École saoudienne de Paris*, n° 00-45.629, *RCDIP*, 2003, p. 647 (note Horatia MUIR WATT).

114. Régis DE GOUTTES, « L'actualité de l'immunité de juridiction des États étrangers », *Recueil Dalloz*, 2006, pp. 606 et s. (soulignant que « [l']application de ces deux critères a fait l'objet d'une jurisprudence variée, quelque peu hésitante et confinant souvent à la casuistique car elle a recouru tantôt au premier critère, tantôt au second critère, tantôt aux deux critères, soit cumulativement, soit alternativement, soit en les combinant »); Catherine KESSEDJIAN, « Immunités », *Répertoire de droit international*, 1998 (mise à jour : juin 2010), n° 59 (soulignant que « [l]es juridictions françaises n'ont pas été parfaitement constantes dans leur approche de la notion d'activités pour lesquelles l'État étranger est en droit de demander le bénéfice de l'immunité de juridiction »).

115. 28 USC § 1603(d).

but si les parties au contrat ou à la transaction en sont ainsi convenues [...] »¹¹⁶. Ce panorama très bref de la façon dont les deux critères formaliste et finaliste sont appréhendés dans chacun de ces systèmes montre que la finalité publique de l'acte à l'origine du différend n'est pas nécessairement suffisante afin de bénéficier de l'immunité de juridiction. C'est ainsi qu'il est possible de mettre en perspective plusieurs éléments pertinents suggérant que les opérations d'investissement des fonds souverains constituent des actes *jure gestionis* non couverts par les immunités des États étrangers.

Si l'on ne peut contester les objectifs d'intérêt général poursuivis par ces opérations, celles-ci diffèrent toutefois des activités conduites par les banques centrales en matière d'émission de monnaie, de conduite de la politique monétaire ou de gestion des réserves de change qui bénéficient, avec quelques exceptions, de l'immunité de juridiction¹¹⁷. En effet, les fonds souverains peuvent se fonder dans l'anonymat des marchés et se muer en parfaits acteurs privés¹¹⁸, l'origine étatique des fonds n'ayant aucune conséquence sur les termes juridiques de ces opérations qui sont en règle générale standardisés. Ces dernières ne font apparaître aucune clause exorbitante de droit commun qui auraient pu être un indice pertinent afin d'identifier un acte *jure imperii*¹¹⁹. Dès lors, si l'on se réfère au critère formaliste, l'acte en question ne peut être que *jure gestionis*. Si l'on se réfère au critère finaliste, on peut avancer que la finalité publique de l'opération n'est connue que du fonds souverain et absolument pas de l'autre partie à la transaction. Dès lors, au sens de la convention de 2004, il ne peut être tenu compte du but de l'opération car les deux parties au contrat ou à la transaction ne peuvent pas en avoir convenu, et celle-ci ne peut que constituer un acte *jure gestionis* non couvert par les immunités. Il est également possible d'appréhender cette même question selon une perspective différente. Lorsqu'elle conduit sa politique monétaire, une banque centrale est certes susceptible d'agir dans les formes du droit privé (critère formaliste), mais son identité souveraine n'est pas dissimulée aux opérateurs qui peuvent évaluer les risques que les transactions qu'ils réalisent avec la banque centrale constituent des actes *jure imperii*. À l'inverse, l'origine étatique des fonds souverains n'est pas nécessairement connue des autres opérateurs susceptibles de conclure des transactions avec les fonds. Il en résulterait dès lors une asymétrie regrettable : les fonds souverains, se prévalant de la finalité publique de leurs activités, s'immuni- seraient de la compétence des juridictions nationales des États au sein desquels ils investissent à l'insu même des autres opérateurs avec lesquels ils effectuent des transactions.

C'est pourquoi le critère finaliste ne semble pas approprié afin de qualifier en acte *jure imperii* ou *jure gestionis* l'opération d'investissement réalisée par un fonds souverain sur un marché financier. Celui-ci ne pourrait ainsi se prévaloir d'une immunité de juridiction¹²⁰. C'est d'ailleurs l'opinion de l'ancien président de

116. *Convention des Nations Unies sur les immunités juridictionnelles des États et de leurs biens*, 2 décembre 2004, article 2(2). Sur les raisons du maintien d'un critère finaliste dans cette convention, voy. G. HAFNER / L. LANGE, *op. cit.* note 105, pp. 55 et s.

117. Charles PROCTOR, *Mann on The Legal Aspect of Money*, Oxford, Oxford University Press, 6th ed., 2005, pp. 542 et s ; Ernest K. BANKAS, *The State Immunity Controversy in International Law – Private Suits Against Sovereign States in Domestic Courts*, Heidelberg, Springer, 2005, pp. 234 et s.

118. E. C. ANDERSON, *op. cit.* note 22, p. 77.

119. P. MAYER / V. HEUZÉ, *op. cit.* note 106, p. 238 ; Dominique BUREAU / Horatia MUIR WATT, *Droit international privé (Tome I : Partie générale)*, Paris, PUF, 2^e éd., 2010, p. 109.

120. Bart DE MEESTER, « International Legal Aspects of Sovereign Wealth Funds : Reconciling International Economic Law and the Law of State Immunities with a New Role of the State », *European Business Law Review*, vol. 20, n° 6, p. 814 (indiquant : « [i]t seems undesirable [...] to rely on the purpose of a transaction to determine whether a State (or the SWF) has performed a commercial transaction when making an investment and thus whether it could enjoy immunity »). *Contra* voy. F. BASSAN, *op. cit.* note 18, p. 194.

la *Securities and Exchange Commission* qui déclara que « [n]either international law nor the Foreign Sovereign Immunities Act renders these funds immune from the jurisdiction of US courts in connection with their commercial activity conducted in the United States »¹²¹. Si les juridictions nationales levaient l'immunité dans une telle configuration, on peut toutefois douter d'une coopération administrative et judiciaire effective des autorités de l'État d'origine du fonds contre lequel un délit d'initié serait allégué, alors qu'elle est cruciale, notamment en matière de rassemblement de preuves¹²². Dès lors, la question de l'immunité d'exécution, plus restreinte et semée d'autres embûches, apparaît bien lointaine¹²³.

3. L'applicabilité au fonds souverain de la protection due aux investissements étrangers

Compte tenu de leur puissance financière et, pour plusieurs d'entre eux, de leurs activités transfrontières, les fonds souverains peuvent être considérés comme « *the latest players on the foreign direct investment scene* »¹²⁴. Cependant, craignant que de telles opérations ne portent atteinte à leur sécurité nationale, certains États ont mis en œuvre des dispositifs visant à contrôler les investissements réalisés dans des secteurs de l'économie considérés comme sensibles¹²⁵. Cependant, avant d'étudier la conformité de ces mesures nationales avec les règles de fond relatives à la protection des investissements étrangers, il est préalablement nécessaire d'examiner si les fonds souverains peuvent bénéficier de cette protection compte tenu de leur origine publique. Le cadre juridique existant s'est en effet développé afin de promouvoir l'investissement direct étranger d'origine privée et

121. C. COX, *op. cit.* note 103. Voy. aussi Ethiopis TAFARA, *The Regulatory Framework for Sovereign Investments*, Testimony Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, 24 avril 2008, [http://www.sec.gov].

122. *Ibid.* (notant que « a discussion between the SEC and a foreign government might be quite different if, instead of seeking cooperation in an enforcement matter in which we were mutually interested, the SEC were pressing claims of insider trading against that very government. [...] if the [...] government from whom we sought assistance were also the controlling person behind the entity under investigation, a considerable conflict of interest would arise »). Voy. aussi, E. TAFARA, *op. cit.* note 120 ; P. ROSE, *op. cit.* note 27, pp. 114 et s. ; C. BAKER, *op. cit.* note 17, pp. 267 et s.

123. Deux conditions doivent être généralement remplies afin de lever l'immunité d'exécution sur les biens dont la saisie est envisagée : la non-affectation des biens à une activité souveraine et le lien entre les biens visés et l'entité souveraine défenderesse. Ainsi la convention des Nations Unies de 2004 relève qu'aucune mesure contraire postérieure au jugement ne peut être prise excepté « [s'il] a été établi que les biens sont spécifiquement utilisés ou destinés à être utilisés par l'État autrement qu'à des fins de service public non commerciales et sont situés sur le territoire de l'État du for, à condition que les mesures de contrainte postérieures au jugement ne portent que sur des biens qui ont un lien avec l'entité contre laquelle la procédure a été intentée » (article 19(c)). Pour la position des juridictions françaises sur cette question, voy. D. BUREAU / H. MUIR WATT, *op. cit.* note 119, pp. 112 et s. ; P. MAYER / V. HEUZÉ, *op. cit.* note 106, pp. 239 et s. De plus, certaines catégories spécifiques de biens bénéficient d'une protection spéciale. C'est notamment le cas des « biens de la banque centrale ou d'une autre autorité monétaire de l'État » (*Convention des Nations Unies sur les immunités juridictionnelles des États et de leurs biens*, 2 décembre 2004, article 21(1)(c)). Le code monétaire et financier indique d'ailleurs à cet égard que « [n]e peuvent être saisis les biens de toute nature, notamment les avoirs de réserves de change, que les banques centrales ou les autorités monétaires étrangères détiennent ou gèrent pour leur compte ou celui de l'État ou des États étrangers dont elles relèvent » (article L.153-1). Dès lors, l'immunité d'exécution pourrait jouer si le fonds souverain était adossé à la banque centrale ou s'il gérait les avoirs qui lui ont été confiés par la banque centrale, par exemple des surplus de réserves de change. Voy. aussi, DÉPARTEMENT FÉDÉRAL DES AFFAIRES ÉTRANGÈRES – DIRECTION DU DROIT INTERNATIONAL PUBLIC, « Accords de promotion et protection des investissements. Qualité d'investisseur octroyée à un État et traitement à donner à ses investissements – Avis de droit du 20 novembre 2007 », *Jurisprudence des autorités administratives de la Confédération (JAAC)*, 2008, pp. 187 et s.

124. Muthucumaraswamy SORNARAJAH, *The International Law on Foreign Investment*, Cambridge, Cambridge University Press, 3rd ed., 2010, p. 68.

125. Cet aspect sera abordé *infra* II.-A.-1.

à la gestion de l'entreprise¹³². D'ailleurs, au-delà du filtre juridictionnel de l'article 25 de la convention de Washington, la nature strictement spéculative des opérations en cause n'affecte d'aucune manière leur qualification d'investissement, la motivation de l'investisseur n'étant pas un élément pertinent dans cette perspective¹³³. Dès lors, à l'exception des acquisitions d'instruments financiers qui seraient conduites par le biais d'un fonds de placement distinct et autonome¹³⁴, les opérations sur valeurs mobilières réalisées par les fonds souverains en dehors de leurs frontières seraient susceptibles de constituer des investissements étrangers protégés par le droit international.

À la suite de ce premier filtre *ratione materiae*, il convient de déterminer si, *ratione personae*, la filiation publique des fonds souverains affecte leur qualité d'investisseur protégé. En premier lieu, les instruments internationaux de protection et de promotion des investissements ne réalisent en général aucune distinction entre les investisseurs étrangers publics et privés. En effet, à l'exception de quelques traités récents intégrant d'ailleurs explicitement dans la catégorie des investisseurs les entreprises détenues par l'État¹³⁵, voire explicitement le gouvernement de l'État¹³⁶, les TBI définissent ces derniers sans faire référence à l'origine publique ou privée des capitaux, la seule condition généralement requise étant, pour les personnes morales, d'être constituées conformément au droit de l'État d'origine¹³⁷. Les fonds souverains pourraient dès lors invoquer ces TBI à leur bénéfice et enclencher les éventuels mécanismes de règlement des différends qu'ils prévoient¹³⁸. En second lieu, enclencher l'une des procédures d'arbitrage État/investisseur supposerait pour le fonds souverain que l'arbitrage soit accessible à des entités créées et contrôlées par les États. À cet égard, deux passages de la convention de Washington relatifs à la compétence du CIRDI sèment le doute. L'article 25(1) dispose en effet que « [l]a compétence du Centre s'étend aux différends d'ordre juridique entre un État contractant [...] et le ressortissant d'un autre État contractant », et son préambule évoque « la nécessité de la coopération

132. Voy. par ex. *Enron Corporation and Ponderosa Assets, L.P. v. The Argentine Republic*, ICSID Case n° ARB/01/3, Decision on Jurisdiction, 2 août 2004, § 25 et s., [http://ita.law.uvic.ca]; *Compañía De Aguas Del Aconquija S.A. and Vivendi Universal S.A. v. Argentine Republic*, ICSID Case n° ARB/97/3, Decision on Jurisdiction, 14 novembre 2004, § 88 et s., [http://ita.law.uvic.ca].

133. *Saluka Investments BV v. The Czech Republic*, Partial Award, 17 mars 2006, § 209, [http://www.pca-cpa.org] (« *The Tribunal does not believe that it would be correct to interpret Article 1 [of the BIT] as excluding from the definition of "investor" those who purchase shares as part of what might be termed bare profit-making or profit-taking transactions. [...] [N]othing in Article 1 [of the BIT] makes the investor's motivation part of the definition of an "investment" »*).

134. Sur cette question, voy. Z. DOUGLAS, *op. cit.* note 127, pp. 182 et s.

135. Voy. les exemples donnés par B. SAMSON, *op. cit.* note 50, pp. 68 et s. (mentionnant notamment le modèle de TBI américain et le modèle canadien, lequel définit une « *enterprise* » comme « *any entity constituted or organized under applicable law, whether or not for profit, whether privately-owned or governmentally-owned* » et un « *investor of a party* » comme « *(i) Canada or a state enterprise of Canada, or (ii) a national or an enterprise of Canada [...]* » ; UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (UNCTAD), *International Investment Instruments : A Compendium*, vol. XIV, 2005, pp. 221 et s.). Voy. aussi *supra* (note 126) pour l'exemple de l'ASEAN *Comprehensive Investment Agreement*.

136. Voy. l'article 1(2)(b) de l'*Agreement Between the Czech Republic and the State of Kuwait for the Promotion and Protection of Investments*, 8 janvier 1996, [http://www.unctad.org] (mentionnant comme investisseur « *the Government of that Contracting State* »). Voy. Aussi l'article 1(3)(a)(III) de l'*Agreement Between the Kingdom of Saudi Arabia and the Belgo-Luxembourg Economic Union Concerning the Reciprocal Promotion and Protection of Investments*, 22 avril 2001, [http://www.unctad.org] (indiquant que « *the term "investor" means in respect of the Kingdom of Saudi Arabia [...] the Government of the Kingdom of Saudi Arabia and its financial institutions and authorities such as the Saudi Arabian Monetary Agency, public funds [...]* »).

137. B. SAMSON, *op. cit.* note 50, pp. 67 et s.

138. Pour les fonds souverains ne disposant pas de personnalité juridique (et étant par exemple adossés à la banque centrale nationale comme le fonds souverain vénézuélien, voy. *supra* note 42), ce serait dès lors la personne publique détenant le fonds qui serait considérée comme un investisseur.

internationale pour le développement économique, et le rôle joué dans ce domaine par les investissements privés internationaux », suggérant ainsi que le CIRDI n'a pas compétence pour les investissements d'origine publique. Si les travaux préparatoires de la convention indiquent clairement que les différends entre États ont été exclus de la compétence du Centre¹³⁹, ils mettent également en évidence que les négociateurs estimaient désuets de vouloir réaliser une stricte distinction entre investissements publics et privés compte tenu de l'intervention des pouvoirs publics, à des degrés divers, dans certaines activités économiques¹⁴⁰. Le commentaire de la version préliminaire indiquait d'ailleurs que « *the term "national" is not restricted to privately-owned companies, thus permitting a wholly or partially government-owned company to be a party to proceedings brought by or against a foreign State* »¹⁴¹. C'est pourquoi, comme le souligne le père fondateur du CIRDI, « *for purposes of the Convention a [...] government-owned corporation should not be disqualified as a "national of another Contracting State" unless it is acting as an agent for the government or is discharging an essentially governmental function* »¹⁴². Cette interprétation a été retenue par les tribunaux CIRDI qui ignorent à cet égard la finalité publique des investissements¹⁴³. On peut ainsi conclure que le contrôle des fonds souverains par leur État d'origine « ne semble donc pas [...] leur fermer les portes du système arbitral CIRDI »¹⁴⁴.

Confronter la dualité public/privé des fonds souverains à certaines catégories connues du droit international a permis d'identifier plus précisément ces entités. Dans la mesure où ils sont créés, contrôlés et financés par les États, leurs comportements sont susceptibles d'être attribués à leur État d'origine. Menant des activités de nature privée, ils ne pourraient théoriquement se prévaloir des immunités dont bénéficient les États souverains s'ils étaient attirés devant des juridictions étatiques à l'étranger. Ils pourraient se prévaloir de la protection au fond et des garanties procédurales dont bénéficient globalement les investissements étrangers. Cette grille de lecture permet à présent de mieux appréhender les questions juridiques soulevées par le contrôle des activités des fonds souverains.

II. – UNE RÉGULATION INTERNATIONALE DES FONDS SOUVERAINS EN QUÊTE D'AFFERMISSEMENT ET DE COHÉRENCE

Ne jouissant d'aucun statut en droit international, ce sont seulement les activités conduites par les fonds souverains – et pas les fonds souverains eux-mêmes – qui peuvent être en premier lieu appréhendées au regard du droit international (A).

139. C. H. SCHREUER, *op. cit.* note 130, p. 161.

140. Aron BROCHES, « The Convention on the Settlement of Investment Disputes Between States and Nationals of Other States », *RCADI*, vol. 136, 1972, pp. 354-355.

141. Cité in C. H. SCHREUER, *op. cit.* note 130, p. 161.

142. A. BROCHES, *op. cit.* note 140, p. 355. Voy. aussi, Rudolf DOLZER / Christop H. SCHREUER, *Principles of International Investment Law*, Oxford, Oxford University Press, 2008, p. 47 (relevant que « [i]nternational investment law [...] does not necessarily exclude the protection of government-controlled entities as long as they act in a commercial rather than in a governmental capacity »).

143. *Ceskoslovenska Obchodni Banka, A.S. v. The Slovak Republic*, ICSID Case n° ARB/97/4, Decision of the Tribunal on Objections to Jurisdiction, 24 mai 1999, § 20, [http://icsid.worldbank.org]. Le Tribunal arbitral souligne ici que « [i]t cannot be denied that for much of its existence, CSOB acted on behalf of the State [...]. But in determining whether CSOB [...] exercised governmental functions, the focus must be on the nature of these activities and not their purpose. While [...] CSOB was promoting the governmental policies [...], the activities themselves were essentially commercial rather than governmental in nature ».

144. Mathias AUDIT, « Les fonds souverains sont-ils des investisseurs étrangers comme les autres ? », *Recueil Dalloz*, 2008, p. 1428. Voy. aussi, DÉPARTEMENT FÉDÉRAL DES AFFAIRES ÉTRANGÈRES – DIRECTION DU DROIT INTERNATIONAL PUBLIC, *op. cit.* note 123, p. 184.

Il en résulte que les problèmes juridiques soulevés par leurs activités sont disparates alors que ces fonds constituent une catégorie d'acteurs plus ou moins aisément identifiable. C'est dans cette perspective que doivent être examinées les principales initiatives visant à faire émerger une régulation transversale des fonds souverains qui, en l'état actuel de son développement, reste lacunaire (B).

A. *Un contrôle complexe des activités des fonds souverains au regard du droit international*

La multiplicité des problèmes juridiques posés par les fonds souverains est à la mesure de la diversité de leurs activités. Il est ainsi concevable qu'un fonds souverain finançant l'exploitation de ressources naturelles à l'étranger dans des circonstances conduisant à des violations massives des droits de l'homme puisse être poursuivi devant les juridictions américaines sur la base de l'*Alien Tort Claims Act*¹⁴⁵. Les développements précédents ont d'ailleurs montré que le fonds ne pourrait théoriquement opposer son immunité de juridiction à une telle demande. Cependant, au-delà de cette extension des problèmes juridiques relatifs à l'encadrement des entreprises multinationales, les activités des fonds souverains posent principalement deux catégories de risques susceptibles d'être appréhendés à l'aune des règles de droit international existantes. En premier lieu, les investissements réalisés à l'étranger par les fonds souverains dans certains secteurs clés ou sensibles des économies nationales posent des risques de nature politique, et en particulier des atteintes à la sécurité nationale (1). En second lieu, certaines des opérations des fonds souverains sont susceptibles de générer des distorsions économiques, et notamment des effets anticoncurrentiels (2).

1. *L'encadrement des atteintes à la sécurité nationale*

Plusieurs opérations d'envergure menées par des entreprises publiques ou des fonds souverains provenant de pays émergents ont conduit de nombreux États, notamment ceux de l'OCDE, à renforcer leur dispositif de contrôle des investissements étrangers dans des secteurs d'activité considérés comme stratégiques¹⁴⁶. C'est ainsi que la question de la conformité de ces nouveaux dispositifs nationaux au regard des instruments internationaux de protection des investissements étrangers mérite d'être examinée.

Le projet de rachat de plusieurs ports américains par la société *Dubai Ports World* en 2006 a suscité une intense opposition de plusieurs membres du Congrès américain qui refusaient, dans le climat postérieur aux attentats du 11 septembre 2001, à ce qu'un État du Golfe contrôle une activité aussi sensible du point de vue de la sécurité nationale¹⁴⁷. C'est dans ce contexte que les États-Unis ont amendé leur procédure d'examen des investissements étrangers conduite devant le *Committee on Foreign Investment in the United States* (CFIUS). Ce comité, créé en 1975 par un *executive order* du président Gerald Ford, n'était à l'origine qu'une instance

145. M. SORNARAJAH, *op. cit.* note 126, pp. 11 et s. Les poursuites à l'encontre des personnes morales sur le fondement de l'ATCA ont récemment fait l'objet aux États-Unis d'une exclusion de la part d'une juridiction fédérale d'appel à la suite du jugement rendu le 17 septembre 2010 dans l'affaire *Kiobel v. Royal Dutch Petroleum*. Voy. Tyler GIANNINI / Susan FARBSTEIN, « Corporate Accountability in Conflict Zones : How Kiobel Undermines the Nuremberg Legacy and Modern Human Rights », *Harvard International Law Journal – Online*, vol. 52, 2010, pp. 119 et s.

146. Pour un panorama, voy. J. TAYLOR, *op. cit.* note 27, pp. 271 et s. ; E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, pp. 154 et s. ; F. BASSAN, *op. cit.* note 18, pp. 182 et s. ; J.-M. PUEL, *op. cit.* note 10, pp. 42 et s.

147. J.-M. PUEL, *op. cit.* note 10, p. 46.

consultative présidée par le *Secretary of Treasury*¹⁴⁸. Une première réforme intervenue en 1988 par le biais de l'amendement *Exon-Florio* permettait au président de bloquer une opération visant une entreprise américaine mettant en jeu la sécurité nationale, et ce, à la suite d'une procédure d'examen menée devant le CFIUS dès lors qu'il existe une « *credible evidence to support a belief that the foreign interest exercising control of the US person to be acquired might take action that threatens to impair the national security* »¹⁴⁹. Cette procédure est une nouvelle fois amendée en 2007 par le *Foreign Investment and National Security Act* (FINSA) venant codifier la pratique administrative du CFIUS afin d'améliorer la transparence de son processus décisionnel. Cette nouvelle réglementation vient aussi élargir le champ du contrôle du CFIUS sur la base de nouveaux facteurs (opération conduite par une « *foreign government controlled entity* », suppression de la limite d'acquisition minimum de 10 % du capital, etc.) permettant d'intégrer la plupart des opérations conduites par les fonds souverains¹⁵⁰.

Préoccupée par l'accroissement des investissements réalisés par des entreprises chinoises dans le domaine des minerais¹⁵¹, l'Australie a également amendé son dispositif de contrôle des investissements étrangers en adoptant en février 2008, conformément au *Foreign Acquisitions and Takeovers Act* de 1975, de nouvelles lignes directrices destinées à guider l'action du *Foreign Investment Review Board* (FIRB), l'équivalent australien du CFIUS¹⁵². Élément particulièrement révélateur des inquiétudes suscitées par ce capitalisme d'État, le dispositif déploie exclusivement de nouveaux critères d'examen « *in relation to investment proposals by foreign governments and their agencies over and above those that apply to normal private sector proposals* »¹⁵³ afin de déterminer si les investisseurs « *with links to foreign governments may not operate solely in accordance with normal commercial considerations and may instead pursue broader political or strategic objectives that could be contrary to Australia's national interest* »¹⁵⁴. Les fonds souverains sont donc particulièrement visés par ce nouveau dispositif.

Dans un esprit similaire, le Canada a adopté en décembre 2007 de nouvelles lignes directrices sur les investissements réalisés par des entreprises d'État étrangères¹⁵⁵. Elles ont pour objectif « de s'assurer que la gouvernance et l'orientation commerciale des [sociétés d'État] sont prises en considération au moment de déterminer si leurs acquisitions de contrôle au Canada [...] procurent un avantage net au Canada »¹⁵⁶. Il s'agit ainsi d'un dispositif particulièrement adapté aux fonds

148. Locknie HSU, « Sovereign Wealth Funds, Recent US Legislative Changes, and Treaty Obligations », *Journal of World Trade*, vol. 43, n° 3, 2009, p. 455.

149. 31 CFR § 800.501(2). La procédure est de 30 ou de 45 jours selon les circonstances ; J. TAYLOR, *op. cit.* note 27, p. 275.

150. F. BASSAN, *op. cit.* note 18, p. 185 (notant qu'avant 2007 « *SWF activities remained exempt from the application of this rule because in most cases these funds invest in shares without voting rights or purchase non-controlling interest, below 10 % of the capital stock* »).

151. Peter DRYSDALE / Christopher FINDLAY, « Chinese Foreign Direct Investment in the Australian Resource Sector », in Ross GARNAUT *et al.* (eds.), *China's New Place in a World in Crisis – Economic, Geopolitical and Environmental Dimensions*, Canberra, Australian National University Press, 2009, pp. 349 et s.

152. Voy. *Principles Guiding Consideration of Foreign Government Related Investment in Australia*, février 2008, [<http://www.treasurer.gov.au>].

153. Voy. le communiqué de presse : *Government Improves Transparency of Foreign Investment Screening Process*, 17 février 2008, [<http://www.treasurer.gov.au>].

154. *Principles Guiding Consideration of Foreign Government Related Investment in Australia*, *op. cit.* note 152.

155. *Lignes directrices sur les investissements au Canada par des entreprises d'État étrangères – Évaluation des avantages nets*, [<http://www.ic.gc.ca>].

156. *Ibid.*

souverains¹⁵⁷. Le Canada a également adopté une nouvelle réforme de sa législation en mars 2009 permettant au ministre de l'industrie de contrôler tous les investissements étrangers, quels que soient leur valeur ou le secteur d'activité concerné, « [s]il a des motifs raisonnables de croire que l'investissement pourrait porter atteinte à la sécurité nationale », la notion de « sécurité nationale » n'étant d'ailleurs pas définie au sein de ce nouveau texte¹⁵⁸.

C'est animée d'un sentiment de « patriotisme économique » que la France a, par décret en 2005, renforcé son arsenal réglementaire en élargissant les domaines concernés par la procédure d'autorisation du ministre de l'économie pour le contrôle des investissements étrangers réalisés dans des activités « de nature à porter atteinte à l'ordre public, à la sécurité publique ou aux intérêts de la défense nationale »¹⁵⁹. Onze secteurs d'activités sont par ailleurs visés pour les investissements réalisés par des ressortissants ou des entreprises hors Espace économique européen (EEE)¹⁶⁰. Bien que développé dans le contexte d'offres publiques confirmées ou présumées visant certaines grandes entreprises nationales, ce dispositif a été présenté comme un instrument permettant aussi de contrôler les possibles acquisitions d'entreprises françaises par des fonds souverains étrangers lorsque l'attention s'est portée sur ces derniers quelques mois plus tard¹⁶¹.

D'autres États de l'Union européenne ont également renforcé dans la même période leur contrôle des investissements étrangers hors EEE. C'est le cas de l'Allemagne qui a mis en place une procédure d'examen similaire à celle devant le CFIUS aux États-Unis et par laquelle le gouvernement a la possibilité de limiter certaines opérations afin notamment de « sauvegarder les intérêts de sécurité vitaux » de l'Allemagne¹⁶². C'est aussi le cas de l'Italie, dont plusieurs fleurons de l'économie nationale ont été visés par des acquisitions de fonds libyens¹⁶³, qui a établi en 2008 un comité stratégique interministériel ayant notamment pour mission de conseiller

157. Une « société d'État étrangère » y est en effet définie comme « une société possédée ou contrôlée directement ou indirectement par un gouvernement étranger ». Voy. aussi, Marc LEBLANC, *Fonds souverains : Réactions canadiennes et internationales sur le plan des politiques*, Bibliothèque du Parlement, 2010-09F, 9 février 2010, p. 6, [http://www.parl.gc.ca].

158. Voy. les nouveaux articles 25-1 et s. de la *Loi concernant l'investissement au Canada* insérés par l'article 453 de la *Loi d'exécution du budget de 2009*, 12 mars 2009, [http://www.parl.gc.ca].

159. Code monétaire et financier, article L.151-3(I)(a). Voy. Eyal CHVIKA, « Aménagement du contrôle des investissements étrangers dans les secteurs stratégiques en France », *Recueil Dalloz*, 2006, pp. 218 et s. D'après les données statistiques disponibles les plus récentes, le ministre de l'économie n'a prononcé aucun refus sur 69 opérations déclarées en 2006 et 2007 (Alain DEMAROLLE, *Rapport sur les fonds souverains*, 2008, p. 25, [http://www.minefe.gouv.fr]). Il peut cependant assortir son autorisation de certaines conditions (C. BERTIN DELACOUR, *op. cit.* note 42, p. 128).

160. Code monétaire et financier, article R.153-3. Les secteurs d'activité listés sont : (1) jeux d'argent ; (2) sécurité privée ; (3) activités de recherche et développement ou de production relatives aux moyens destinés à faire face à l'utilisation illicite, dans le cadre d'activités terroristes, d'agents pathogènes ou toxiques ; (4) matériels conçus pour l'interception des correspondances et la détection à distance des conversations ; (5) évaluation et certification de la sécurité offerte par les produits et les systèmes des technologies de l'information ; (6) sécurité des systèmes d'information ; (7) biens et technologies à double usage visés au sein du Règlement 1334/2000 ; (8) cryptologie ; (9) entreprises dépositaires de secrets de la défense nationale ; (10) armes destinées à des fins militaires et (11) activités exercées par les entreprises ayant conclu un contrat d'étude ou de fourniture d'équipements au profit du ministère de la défense, soit directement, soit par sous-traitance.

161. A. DEMAROLLE, *op. cit.* note 159, pp. 24 et s. ; ASSEMBLÉE NATIONALE, *op. cit.* note 25, pp. 44 et s. ; C. BERTIN DELACOUR, *op. cit.* note 42, pp. 128 et s. Voy. aussi la réponse à la question de M. Marc Le Fur au ministre de l'économie, *RCDIP*, 2008, p. 699.

162. *Außenwirtschaftsgesetz*, § 7(1) (indiquant : « *Rechtsgeschäfte und Handlungen im Außenwirtschaftsverkehr können beschränkt werden, um (1) die wesentlichen Sicherheitsinteressen der Bundesrepublik Deutschland zu gewährleisten [...] »*). Pour une présentation détaillée de cette procédure, voy. Till MÜLLER-IBOLD, « Foreign Investment in Germany : Restrictions Based on Public Security Concerns and Their Compatibility with EU Law », *European Yearbook of International Economic Law*, vol. 1, 2010, pp. 108 et s.

163. J.-M. PUEL, *op. cit.* note 10, p. 51 et s. Pour un panorama des acquisitions menées par des fonds souverains dans l'économie italienne, voy. ANCITEL – LA RETE DEI COMUNI ITALIANI, *Fondi Sovrani* :

le gouvernement sur les investissements réalisés par les fonds souverains¹⁶⁴. À l'inverse, le Royaume-Uni s'est distingué par une attitude moins frileuse à l'égard des fonds souverains et n'a pas jugé nécessaire de renforcer son dispositif de contrôle des investissements étrangers¹⁶⁵.

Les modèles nationaux de contrôle des investissements étrangers diffèrent ainsi à de nombreux points de vue : critères d'examen mis en œuvre, secteurs d'activité concernés, seuils de prise de participation dans le capital, valeurs des transactions projetées, caractère obligatoire ou volontaire de la notification, documentation administrative exigée, possibilité de faire appel de la décision, etc.¹⁶⁶. Compte tenu de cette hétérogénéité¹⁶⁷, il serait hasardeux de vouloir évaluer individuellement leur conformité au droit international. Il est cependant possible d'examiner de façon transversale si les motifs allégués dans les dispositifs nationaux qui gravitent le plus souvent autour d'expressions similaires (« sécurité nationale », « intérêt national », « sécurité publique », « intérêts de la défense nationale », « intérêts de sécurité vitaux », etc.) sont susceptibles ou non de constituer des restrictions admissibles aux opérations d'investissement conduites par des fonds souverains étrangers.

En premier lieu, les dispositifs nationaux des États membres de l'UE peuvent être évalués à l'aune des traités européens¹⁶⁸. Une procédure d'infraction a d'ailleurs été enclenchée à l'encontre de la France pour le décret de 2005¹⁶⁹. Visant les anciens articles 56 TCE (libre circulation des capitaux) et 43 TCE (liberté d'établissement), la Commission avançait notamment que la procédure d'autorisation mise en place était disproportionnée au regard des objectifs poursuivis et impliquait une discrimination entre sociétés établies dans l'UE selon qu'elles étaient contrôlées par des investisseurs d'États membres ou de pays tiers¹⁷⁰. Si le décret n'a toujours pas été considéré contraire aux traités, la Commission n'ayant pas donné suite à son avis motivé¹⁷¹, la Cour de Luxembourg a déjà fait montre de son hostilité aux

Potenzialità di investimento per lo sviluppo del territorio, 2010, pp. 24 et s., [http://www.fondisovrani.ancitel.it].

164. Le comité se dénomme *Comitato strategico per lo sviluppo e la tutela all'estero degli interessi nazionali in economia* (Loi n° 133 du 6 août 2008, article 83 § 25).

165. J.-M. PUEL, *op. cit.* note 10, p. 52 et s. ; F. BASSAN, *op. cit.* note 18, pp. 184 et s. Sur le dispositif britannique, voy. UNITED STATES GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE, *Foreign Investment – Laws and Policies Regulating Foreign Investment in 10 Countries*, GAO-08-320, février 2008, pp. 99 et s. ; Christian TIEJE / Bernhard KLUTTIG, *Beschränkungen ausländischer Unternehmensbeteiligungen und –übernahmen – Zur Rechtslage in den USA, Großbritannien, Frankreich und Italien*, Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg, Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 75, mai 2008, pp. 11 et s.

166. Pour une comparaison des principales réglementations nationales (Allemagne, Australie, Canada, Chine, Émirats Arabes Unis, États-Unis, France, Inde, Japon, Pays-Bas, Royaume-Uni et Russie), voy. DEUTSCHE BANK, *SWFs and Foreign Investment Policies – An Update*, Deutsche Bank Research, Current Issues, 22 octobre 2008, pp. 33 et s., [http://www.expeditiondeutschland.de]. Voy. aussi, UNITED STATES GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE, *op. cit.* note 165.

167. F. BASSAN, *op. cit.* note 18, p. 183.

168. Cette question n'est abordée ici que sous l'angle de la libre circulation des capitaux. Pour une analyse transversale de l'ensemble des exemptions générales et spéciales prévues par le droit de l'UE en relation avec les activités des fonds souverains, voy. Simone MEZZACAPO, *The So-Called "Sovereign Wealth Funds": Regulatory Issues, Financial Stability and Prudential Supervision*, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers n° 378, avril 2009, pp. 53 et s. Voy. aussi B. DE MEESTER, *op. cit.* note 120, pp. 793 et s.

169. C. BERTIN DELACOUR, *op. cit.* note 42, p. 126.

170. Voy. *Libre circulation des capitaux : la Commission examine la loi française établissant une procédure d'autorisation pour les investissements étrangers dans certains secteurs*, IP/06/438, 4 avril 2006 ; *Libre circulation des capitaux : la Commission demande à la France de modifier sa législation établissant une procédure d'autorisation pour les investissements étrangers dans certains secteurs d'activité*, IP/06/1353, 12 octobre 2006.

171. T. MÜLLER-IBOLD, *op. cit.* note 162, p. 106 ; Olivier PROST *et al.*, « Sovereign Wealth Funds : What Regulations Should Europe Set in Place ? », *Revue d'économie financière*, 2009 (hors série), p. 398.

régimes d'autorisation préalable en la matière, qu'elle n'exclut pas par principe mais dont elle exige qu'ils soient préalablement et précisément définis¹⁷² et qu'ils puissent faire l'objet d'un contrôle juridictionnel effectif¹⁷³. En ce qui concerne les exigences de « sécurité publique » visées par l'ex-article 58 TCE (article 65 TFUE) qui pourraient être invoquées, la Cour a par ailleurs eu l'occasion de considérer qu'elles « doivent [] être entendues strictement, de sorte que leur portée ne saurait être déterminée unilatéralement par chacun des États membres sans contrôle des institutions de la Communauté »¹⁷⁴ et que « la sécurité publique ne saurait être invoquée qu'en cas de menace réelle et suffisamment grave, affectant un intérêt fondamental de la société »¹⁷⁵. Elle a également souligné que de tels motifs « ne sauraient [...] être détournés de leur fonction propre pour servir, en fait, à des fins purement économiques »¹⁷⁶. Il en résulte que, dans le cadre des dispositifs existants susceptibles d'appréhender les opérations conduites par les fonds souverains, les États membres ne pourraient se retrancher derrière une conception trop élastique de la sécurité nationale, les motifs de sécurité publique n'étant pas « *self-judging* », de même que les États ne pourraient les exploiter à des seules fins de « patriotisme économique ».

Alors que la compatibilité des dispositifs des États membres avec les traités reste théoriquement ouverte, les instances européennes, reconnaissant comme légitimes certaines des inquiétudes soulevées par les activités des fonds souverains, ont préféré œuvrer à l'élaboration d'une approche commune afin d'éviter que ne se développent des réponses nationales disparates¹⁷⁷. Sans doute la souplesse avec laquelle ont été mis en œuvre ces mécanismes de contrôle nationaux, les autorités françaises n'interdisant dans ce cadre aucune opération¹⁷⁸, a eu son importance lorsque les instances européennes ont décidé de ne pas poursuivre leurs investigations. De plus, l'on ignore toujours dans quelle mesure ces dispositifs nationaux ont amené les fonds souverains à s'autocensurer sur certaines acquisitions envisagées ou si, au contraire, ces derniers sont demandeurs de tels mécanismes de contrôle leur permettant de fixer des limites claires à leurs choix d'investissement¹⁷⁹.

Au-delà de l'UE, la compatibilité des mécanismes de contrôle nationaux fondés sur des motifs de sécurité nationale peut s'apprécier au regard de trois catégories d'obligations internationales : celles découlant du GATS, celles inscrites dans le code de la libération des mouvements de capitaux de l'OCDE et celles résultant des accords internationaux s'intéressant aux investissements étrangers.

172. CJCE, 14 mars 2000, *Association Église de scientologie de Paris et Scientology International Reserves Trust c. Premier ministre*, C-54/99, Rec. I-1335, §§ 20-21.

173. CJCE, 14 février 2008, *Commission des Communautés européennes c. Royaume d'Espagne*, C-274/06, Rec. I-26, § 30.

174. CJCE, 4 juin 2002, *Commission des Communautés européennes c. Royaume de Belgique*, C-503/99, Rec. I-4809, § 47.

175. *Ibid.*

176. *Association Église de scientologie [...]*, *op. cit.* note 172, § 17.

177. COMMISSION EUROPÉENNE, *A Common European Approach to Sovereign Wealth Funds*, COM(2008) 115, 27 février 2008. Voy. aussi L. GRAMLICH, *op. cit.* note 28, pp. 64 et s. Soulignons cependant que la réglementation française a été ajustée sur des points mineurs (exclusion des activités des casinos de son champ d'application) suite à la procédure engagée par la Commission ; A. DEMAROLLE, *op. cit.* note 159, p. 25.

178. A. DEMAROLLE, *op. cit.* note 159, p. 25.

179. La communication de la Commission souligne à cet égard que « [n]ational security considerations have been acknowledged by some SWFs owners, who request clarity and certainty about investments that can be made and which areas might be "off-limits" to SWFs » (*op. cit.* note 177, p. 4). Le rapport Demarolle relève quant à lui un « contraste à vrai dire frappant entre les polémiques [...] qui avaient marqué l'élaboration puis la publication de cette réglementation et le consensus qu'il recueille aujourd'hui auprès des investisseurs internationaux », rajoutant que cette réglementation confère une « sécurité juridique » (*op. cit.* note 159, p. 25).

Bien qu'il ne constitue pas *per se* un instrument international de libération des mouvements de capitaux, l'accord général sur le commerce des services de l'OMC (GATS) est susceptible d'encadrer les mesures prises par les États dans ce domaine. Parmi les différents modes de prestation de services qu'il couvre, celui de la « présence commerciale » (mode 3)¹⁸⁰ présente un intérêt dans la mesure où il vise « tout type d'établissement [...] y compris sous la forme [...] de l'acquisition [...] d'une personne morale »¹⁸¹. Cependant, le GATS n'aurait vocation à s'appliquer qu'à une double condition : que l'acquisition par une personne étrangère vise une entreprise dans le domaine des services et qu'elle se concrétise par une prise de contrôle matérialisant une présence commerciale¹⁸², ce qui exclut une large partie des prises de participation minoritaire réalisées par les fonds souverains qui entrent dans le champ d'application des mécanismes de contrôle nationaux. Sans évoquer l'ensemble des obligations du GATS qui pourraient être violées par ces derniers¹⁸³, ces éventuelles violations pourraient être couvertes par l'exception selon laquelle « [a]ucune disposition [du GATS] ne sera interprétée [...] comme empêchant un Membre de prendre toutes mesures qu'il estimera nécessaires à la protection des intérêts essentiels de sa sécurité »¹⁸⁴. Si la formulation de cette exception suggère que les États membres jouissent d'une grande latitude afin de décider des mesures qu'ils estiment nécessaires dans ces circonstances, ils ne peuvent déterminer de façon subjective ce que constituent des « intérêts essentiels » de leur sécurité¹⁸⁵. En effet, le GATS précise qu'ils doivent se rapporter à l'une des trois catégories suivantes : fournitures de services destinées à l'approvisionnement des forces armées, matières fissiles et guerre ou grave tension internationale¹⁸⁶. Il en ressort que l'absence de définition d'expressions telles que « sécurité nationale » ou « intérêt national », voire leur définition trop extensive dans le contexte français¹⁸⁷, est problématique compte tenu de l'approche restrictive de ce que constitue un « intérêt essentiel » de la sécurité d'un État membre au regard du GATS. On peut légitimement douter que l'interdiction d'une d'acquisition d'une entreprise du secteur de l'énergie ou fournissant des services portuaires puisse être couverte par cette exception¹⁸⁸.

180. GATS, article I:2(c)

181. GATS, article XXVIII(d)(i).

182. B. DE MEESTER, *op. cit.* note 120, p. 802.

183. Par exemple le traitement de la nation la plus favorisée (GATS, article II) ou l'accès aux marchés (GATS, article XVI) en cas d'engagements spécifiques pris par l'État membre. Pour plus de détails, voy. B. DE MEESTER, *op. cit.* note 120, pp. 803 et s.

184. GATS, article XIV^{bis}:1(b). On pourrait également évoquer les exceptions générales du GATS et notamment celle de l'article XIV(a) se rapportant à « l'adoption ou l'application par tout membre de mesures [...] nécessaires à la protection de la moralité publique ou au maintien de l'ordre public », l'accord précisant également que « [l']exception concernant l'ordre public ne peut être invoquée que dans les cas où une menace véritable et suffisamment grave pèse sur l'un des intérêts fondamentaux de la société » (GATS, article XIV, note de bas de page n° 5). Il semble cependant que les motifs avancés par les États pour contrôler les investissements réalisés par les fonds souverains entrent davantage dans le champ d'application de l'article XIV^{bis} que de celui de l'article XIV. Sur l'exception relative au maintien de l'ordre public, voy. Petros MAVROIDIS / George A. BERMAN / Mark WU, *The Law of the World Trade Organization*, St. Paul, West, 2010, pp. 871 et s. ; Thomas COTTIER *et al.*, « Article XIV GATS – General Exceptions », in Rüdiger WOLFRUM *et al.* (eds.), *WTO – Trade in Services*, Leiden/Boston, Martinus Nijhoff, 2008, pp. 287 et s. Sur l'application de cette exception aux fonds souverains, voy. B. DE MEESTER, *op. cit.* note 120, pp. 805 et s.

185. Thomas COTTIER / Panagiotis DELIMITSIS, « Article XIV^{bis} GATS – Security Exceptions », in Rüdiger WOLFRUM *et al.* (eds.), *WTO – Trade in Services*, Leiden/Boston, Martinus Nijhoff, 2008, p. 340 (relevant que « [p]arties enjoy wide discretion, subject only to abuse of rights, in determining what they consider necessary to protect their interests. This responds to the largely subjective standard. As to whether these interests qualify as essential or remain marginal, however, can and should be assessed by panels and the Appellate Body on the basis of objective criteria »).

186. GATS, article XIV^{bis}:1(b)(i), (ii) et (iii).

187. Voy. *supra* note 160.

188. Sur l'éventuel recours aux exceptions générales de l'article XIV, voy. *supra* note 184.

Le code de la libération des mouvements de capitaux de l'OCDE constitue un autre instrument international susceptible de s'appliquer aux mécanismes nationaux de contrôle des investissements étrangers¹⁸⁹. Ce code permet en effet à tout membre « de prendre les mesures qu'il estime nécessaires [...] à la protection des intérêts essentiels de sa sécurité »¹⁹⁰. Selon le comité de l'investissement de l'organisation, cette clause de sauvegarde n'est censée « intervenir [que] dans des situations exceptionnelles »¹⁹¹ suggérant ainsi que si cette disposition est *self-judging* puisqu'elle laisse à l'État membre une discrétion sur les mesures à mettre en œuvre dès lors qu'une opération concerne un « intérêt essentiel de sa sécurité »¹⁹², ce dernier ne peut être subjectivement déterminé par l'État membre¹⁹³. Dans le sillage de ses travaux sur les fonds souverains, l'OCDE a eu l'occasion de dégager sa position sur les conditions de mise en œuvre de cette clause de sauvegarde. L'organisation a ainsi indiqué que les investissements de ces fonds étaient de nature à soulever des inquiétudes légitimes en matière de protection de la sécurité nationale dès lors qu'ils sont motivés par « des considérations politiques ou tenant à la politique étrangère »¹⁹⁴, position d'ailleurs relayée par les États membres¹⁹⁵. Elle a toutefois souligné que cette clause de sauvegarde « devait être appliquée avec retenue » et ne saurait être exploitée afin de permettre aux États membres de se soustraire à leurs engagements¹⁹⁶. Pour ce faire, l'OCDE a préconisé la mise en œuvre par les États de plusieurs principes devant orienter leurs dispositifs de contrôle des investissements étrangers comprenant, entre autres, la transparence des objectifs réglementaires, la prévisibilité des procédures, la proportionnalité des réglementations et le ciblage des préoccupations liées à la sécurité nationale¹⁹⁷.

189. Le respect de ses dispositions fait partie « des principales conditions d'adhésion à l'OCDE » ; OCDE, *Code de l'OCDE sur la libération des mouvements de capitaux : Quarante années d'expérience*, 2004, p. 3, [<http://www.oecd.org>]. Son application aux seuls membres de l'OCDE n'épuise en rien son intérêt, et ce, pour trois raisons. En premier lieu, les dispositifs nationaux n'effectuent en général pas de distinction entre investissements étrangers provenant ou non des États de l'OCDE et il est dès lors possible d'apprécier *in abstracto* leur conformité à cet instrument. En second lieu, s'il est vrai que ce sont surtout les fonds souverains provenant des pays hors OCDE qui ont focalisé l'attention, il serait illusoire de croire que les investissements réalisés exclusivement entre membres de l'OCDE n'ont pas suscité des inquiétudes similaires. L'opposition des autorités néo-zélandaises à l'acquisition par le fonds de pension public *Canada Pension Plan* d'une prise de participation au sein de l'entreprise aéroportuaire *Auckland International Airport* constitue à cet égard une illustration probante (E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, p. 155. ; Dave HEATLEY / Bronwyn HOWELL, *Overseas Investment : Is New Zealand "Open for Business" ?*, New Zealand Institute for the Study of Competition and Regulation, juin 2010, pp. 1 et s., [<http://www.iscr.co.nz>]). En troisième lieu, le champ d'application de ce code inclut un ensemble d'opérations d'investissement beaucoup plus large que celles visées par le GATS, comprenant notamment les prises de participation minoritaire ou les investissements de portefeuille, intégrant ce faisant les opérations les plus communément réalisées par les fonds souverains (OCDE, *Code de la libération des mouvements de capitaux*, Annexe A (Liste de libération des mouvements de capitaux)).

190. OCDE, *Code de la libération des mouvements de capitaux*, article 3(ii).

191. OCDE, *Codes de l'OCDE de la libération des mouvements de capitaux et des opérations invisibles courantes – Guide de référence 2007*, 2007, p. 36, [<http://www.oecd.org>].

192. Katia YANNACA-SMALL, « Essential Security Interests Under International Investment Law », in OCDE, *International Investment Perspectives : Freedom of Investment in a Changing World*, Paris, OCDE, 2007, p. 95 (notant que « *this provision is explicitly self-judging* »).

193. Cette clause de sauvegarde vise les mesures de restriction des États membres qui ne sont pas couvertes par les réserves que ces derniers ont pu formuler au moment de leur adhésion au Code de l'OCDE. Sur cet aspect, voy. K. YANNACA-SMALL, *op. cit.* note 192, p. 95.

194. OCDE, *Fonds souverains et politiques des pays d'accueil*, Rapport du Comité de l'investissement, 4 avril 2008, p. 5, [<http://www.oecd.org>].

195. Les États membres de l'OCDE ont en effet reconnu que si les investissements réalisés par les fonds souverains « *were motivated by political rather than commercial objectives, they could be a source of concern, and that legitimate national security concerns could arise* » (OCDE, *OCDE Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Countries Policies*, Adopted by Ministers of OECD countries at the Council at Ministerial level, C/MIN(2008)8/FINAL, 5 juin 2008, [<http://www.oecd.org>]).

196. OCDE, *op. cit.* note 194, p. 5.

197. *Ibid.*, p. 6.

Selon l'organisation, ces efforts ne peuvent toutefois reposer sur les seuls États d'accueil de ces investissements et, en ce sens, les initiatives internationales visant à améliorer la transparence des fonds souverains doivent être encouragées¹⁹⁸.

Il reste enfin à évaluer la conformité des dispositifs nationaux aux accords internationaux relatifs à la promotion et à la protection des investissements étrangers dans la mesure où les fonds souverains peuvent s'en prévaloir¹⁹⁹.

Il convient préalablement de déterminer si ces dispositifs nationaux ne concernent que la phase *ex ante*, ou dite « pré-établissement », de l'investissement. En effet, certains traités (par exemple ceux des États-Unis, du Canada et du Japon) consacrent une obligation de traitement national dès la phase de l'établissement alors que de telles dispositions sont inhabituelles au sein des modèles de traités des États européens²⁰⁰. On pourrait dès lors en conclure que les décisions d'autorisation (conditionnées ou non) ou de refus d'acquisitions prises par les autorités nationales ne peuvent être examinées au regard de ces derniers traités qui ne couvrent que la phase postérieure à l'établissement²⁰¹. La frontière entre les phases pré- et post-établissement tend cependant à s'estomper. Dans la mesure où le calendrier de l'acquisition ne coïncide pas nécessairement avec celui du contrôle par l'État de l'opération d'investissement et que les dispositifs nationaux n'imposent pas d'obligation de notification, les autorités nationales peuvent se trouver dans la situation de devoir refuser ou accepter sous conditions une opération d'acquisition déjà conclue²⁰². L'acquisition d'une entreprise peut également être approuvée *ex ante* par les autorités de l'État de la société mère mais susciter *ex post* l'opposition des autorités des États où se situent les filiales. C'est ainsi que suite au refus américain, la société *Dubai Ports World* a dû se résigner à vendre ses activités portuaires américaines qui faisaient partie des actifs d'une société britannique dont elle avait préalablement fait l'acquisition²⁰³. La distinction entre les phases pré- et post-investissement perd aussi de sa pertinence lorsque la réglementation prévoit que l'autorisation de l'opération d'acquisition peut être réexaminée de façon continue par les autorités nationales. De telles dispositions, aussi appelées *evergreen provisions*, existent notamment dans le dispositif américain depuis 2007²⁰⁴. Dès lors, pour autant que l'opération d'acquisition n'a pas été conduite en violation caractérisée de la réglementation de l'État d'accueil²⁰⁵, la question du bénéfice par le fonds souverain de la protection due aux investissements dans la

198. *Ibid.*, p. 7.

199. *Voy. supra* I.B.-3.

200. M. SORNARAJAH, *op. cit.* note 126, p. 8.

201. *Ibid.*, p. 15 (« [t]here is the possibility that the national treatment standard is violated where a state refuses to permit acquisition of shares by a SWF of a state with which it has an investment treaty granting pre-entry rights of investment »).

202. Cette situation est prévue par la réglementation française, le ministre de l'économie pouvant « enjoindre à l'investisseur de ne pas donner suite à l'opération, de la modifier ou de faire rétablir à ses frais la situation antérieure » (code monétaire et financier, article L.151-3(III), nous soulignons).

203. J.-M. PUEL, *op. cit.* note 10, p. 46.

204. Les possibilités de réexamen sont cependant précisément encadrées par la réglementation. Sur cet aspect, *voy. P. ROSE, op. cit.* note 27, p. 135.

205. Une telle violation pourrait en effet affecter la qualification d'investissement dans la mesure où les TBI prévoient généralement que les investissements étrangers doivent être réalisés en conformité avec la réglementation de l'État d'accueil. *Voy. par exemple, Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide v. The Republic of the Philippines*, ICSID Case n° ARB/03/25, sentence du 16 août 2007, § 401, [http://ita.law.uvic.ca] (« *Fraport knowingly and intentionally circumvented the [law] [...]. As a consequence, it cannot claim to have made an investment "in accordance with law" [...]. Because there is no "investment in accordance with law", the Tribunal lacks jurisdiction ratione materiae* »). Cette sentence a été récemment annulée par un comité *ad hoc* pour « inobservation grave d'une règle fondamentale de procédure » (article 52(1)(d) de la convention de Washington), en l'espèce le droit d'être entendu ; *Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide v. The Republic of the Philippines*, ICSID Case n° ARB/03/25, Decision on the Application for Annulment, 23 décembre 2010, [http://ita.law.uvic.ca].

phase post-établissement reste ouverte, l'impossibilité pour l'investisseur de jouir de son acquisition pouvant constituer une expropriation indirecte. Susceptible d'être invoquée pour la violation d'une telle obligation substantielle, l'exception de sécurité nationale présente donc non seulement un intérêt pour les États d'accueil dont les TBI visent la phase pré-établissement mais aussi pour ceux ne visant que la phase post-établissement.

Il serait illusoire de vouloir ici analyser l'ensemble des instruments internationaux relatifs à la protection des investissements tant ils sont nombreux (près de trois mille)²⁰⁶ et tant la formulation des exceptions relatives à la sécurité nationale peut varier sensiblement d'un TBI à l'autre²⁰⁷. La formulation de l'exception a d'ailleurs toute son importance afin de déterminer son caractère *self-judging*²⁰⁸. C'est ainsi que le nouveau modèle de TBI américain de 2004 est très explicite à cet égard en précisant que « *[n]othing in this Treaty shall be construed [...] to preclude a Party from applying measures that it considers necessary for [...] the protection of its own essential security interests* »²⁰⁹. La reconnaissance du caractère *self-judging* de la nécessité de la mesure visant à protéger l'intérêt en question ne préjuge cependant en rien de la question de savoir si l'intérêt invoqué se rapporte au non à la sécurité nationale. Certains traités peuvent choisir de la délimiter, ce qui est le cas par exemple du nouveau modèle de TBI canadien qui dresse une liste limitative de ce que constituent des *essential security interests*²¹⁰, lesquels se rapportent en l'occurrence à un domaine strictement militaire. En l'absence de telles précisions au sein des traités, il est aventureux de vouloir chercher des lignes directrices solides au sein de la jurisprudence des tribunaux arbitraux, qui se caractérise surtout par son inconstance sur cette question²¹¹. Il n'en reste pas moins que la conception extensive de ce que constitue la sécurité nationale dans les réglementations des États rend difficile l'invocation de cette exception généralement prévue par les TBI²¹².

Occupant une place centrale pour les États dans le cadre du contrôle des investissements étrangers, la sécurité nationale est ainsi appréhendée d'une façon bien

206. M. SORNARAJAH, *op. cit.* note 124, p. 83.

207. Pour un panorama, voy. K. YANNACA-SMALL, *op. cit.* note 192, pp. 98 et s.

208. Cela avait d'ailleurs déjà été reconnu par la CIJ dans l'affaire des *Activités militaires et paramilitaires au Nicaragua et contre celui-ci (Nicaragua c. États-Unis d'Amérique)*, arrêt du 27 juin 1986, *CIJ Recueil 1986*, p. 116, § 222 (relevant « [q]ue la Cour soit compétente pour déterminer si des mesures prises par l'une des Parties relève d'une exception ressort également a *contrario* de ce que le texte [...] du traité n'a pas repris le libellé antérieur de l'article XXI de l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce. Cette disposition du GATT, prévoyant des exceptions au jeu normal de l'Accord général, précise que celui-ci ne sera pas interprété comme empêchant une partie contractante de prendre "toutes mesures qu'elle estimera nécessaires à la protection des intérêts essentiels de sa sécurité", [...] Le traité de 1956 fait simplement état au contraire des mesures "nécessaires" et non pas de celles considérées comme telles par une partie »). Notons cependant que, quelle que soit la formulation de l'exception (« mesures estimées nécessaires » ou « mesures nécessaires »), celle-ci doit être interprétée en tenant compte « de toute règle de droit international applicable dans les relations entre les parties » conformément à l'article 31(3)(c) de la convention de Vienne sur le droit des traités. Le caractère *self-judging* de l'exception ne saurait donc permettre à un État d'adopter des mesures violant des obligations internationales conventionnelles ou coutumières autres que celles du traité formulant cette exception, telles que celles relatives à l'emploi de la force (*Plates-formes pétrolières (République islamique d'Iran c. États-Unis d'Amérique)*, arrêt du 6 novembre 2003, *CIJ Recueil 2003*, p. 181, §§ 40 et s.). Voy. aussi *Certaines questions concernant l'entraide judiciaire en matière pénale (Djibouti c. France)*, arrêt du 4 juin 2008, *CIJ Recueil 2008*, p. 229, § 145 (soulignant à propos d'une disposition d'une convention « [donnant] un très large pouvoir discrétionnaire à l'État » que « l'exercice de ce pouvoir demeure soumis à l'obligation de bonne foi codifiée à l'article 26 de la convention de Vienne de 1969 sur le droit des traités »).

209. Article 18(2).

210. Article 10(4)(b).

211. L. HSU, *op. cit.* note 148, pp. 472 et s.

212. *Ibid.*, p. 465 (relevant à propos de la réglementation américaine que « *the factors listed in FINSA 2007 arguably go beyond what may be "essential security interests"* »).

plus restrictive en droit international économique. Elle est donc loin de constituer l'exception miracle susceptible d'absoudre les dispositifs nationaux de contrôle des investissements étrangers. Elle ne peut également constituer le seul horizon de la régulation des fonds souverains. En effet, tel que l'a souligné un auteur avisé, « [t]here are also non-national-security issues associated with the potential increase in foreign public ownership of private firms »²¹³. Il reste à déterminer si, là encore, droit national et droit international parlent le même langage.

2. L'encadrement des distorsions économiques

Certaines activités des fonds souverains sont susceptibles d'affecter le fonctionnement régulier des marchés financiers ou l'intégrité des échanges économiques. Tel que cela a déjà été envisagé, un fonds souverain pourrait réaliser des opérations sur les marchés financiers en profitant d'informations privilégiées fournies par les autorités étatiques, opérations susceptibles de constituer des délits ou manquements d'initiés pour le droit de l'État d'accueil de l'investissement²¹⁴. Le droit interne est ainsi susceptible d'encadrer par différents moyens les distorsions économiques générées par les activités des fonds souverains, lesquels ne pourraient théoriquement invoquer avec succès le bénéfice de l'immunité souveraine de juridiction dans une telle situation²¹⁵.

Cette réglementation intérieure de l'État d'accueil pourrait être cependant contestée par l'État d'origine du fonds souverain au motif qu'elle constituerait une restriction aux échanges économiques internationaux. Certains instruments internationaux reconnaissent la capacité des États d'adopter les mesures réglementaires nécessaires afin d'encadrer de telles distorsions économiques. Ainsi, au-delà de ses exceptions générales relatives à l'ordre public²¹⁶, le GATS prévoit en matière de services financiers qu'un État membre « ne sera pas empêché de prendre des mesures pour des raisons prudentielles »²¹⁷, cette exception étant entendue de façon suffisamment large par le GATS afin de justifier des mesures prises « pour assurer l'intégrité et la stabilité du système financier »²¹⁸. Cette exception prudentielle est également envisagée par certains instruments internationaux relatifs à la protection des investissements étrangers²¹⁹. L'encadrement de ces distorsions économiques est ainsi envisagé sous le seul angle du droit interne, le droit international ne fixant aucune discipline commune et n'intervenant potentiellement que pour évaluer la légalité de la mesure interne.

213. R. M. KIMMIT, *op. cit.* note 35, p. 130.

214. Voy. *supra* I.-B.-3.

215. *Ibid.*

216. Il s'agit notamment de l'article XIV du GATS fixant les exceptions générales, lesquelles peuvent être fondées sur « la protection de la moralité publique ou [le] maintien de l'ordre public » (GATS, article XIV(a)). Le code de libération des mouvements de capitaux prévoit également que l'État membre a la possibilité de prendre les mesures nécessaires au maintien de l'ordre public et de la sécurité publique (OCDE, *Code de la libération des mouvements de capitaux*, article 3(i)).

217. GATS, *Annexe sur les services financiers*, article 2(a).

218. *Ibid.* Sur l'interprétation de cette exception prudentielle, voy. Mamiko YOKOI-ARAI, « GATS' Prudential Carve-Out in Financial Services and its Relation With Prudential Regulation », *International & Comparative Law Quarterly*, vol. 57, 2008, pp. 613 et s. ; Régis BISMUTH, « Financial Sector Regulation and Financial Services Liberalization at the Crossroads : The Relevance of International Financial Standards in WTO Law », *Journal of World Trade*, vol. 44, n° 2, 2010, pp. 495 et s.

219. Voy. par exemple l'article 20 du modèle du TBI américain indiquant que « a Party shall not be prevented from adopting or maintaining measures relating to financial services for prudential reasons, including [...] to ensure the integrity and stability of the financial system ». Voy. aussi l'article 10 du modèle canadien (UNCTAD, *op. cit.* note 135, p. 231) envisageant l'exception prudentielle dans le cadre des exceptions générales.

Il est cependant envisageable de dépasser le cadre du droit interne et d'examiner les règles de droit international susceptibles d'appréhender directement les activités des fonds souverains lorsque celles-ci ont pour effet d'affecter le fonctionnement régulier des marchés. Les fondateurs du GATT avaient déjà souhaité encadrer les dysfonctionnements économiques causés par l'activité marchande des États. Les dispositions du GATT relatives aux « entreprises commerciales d'État » (article XVII) précisent en effet que chaque État « s'engage à ce que, [s'il] fonde ou maintient une entreprise d'État [...], cette entreprise se conforme, dans ses achats ou ses ventes se traduisant par des importations ou des exportations, aux principes généraux de non-discrimination » et à ce qu'elle ne procède « à des achats ou à des ventes de cette nature qu'en s'inspirant uniquement de considérations d'ordre commercial [...] »²²⁰. Certains auteurs ont ainsi envisagé que les activités des fonds souverains pourraient entrer dans le champ d'application de cet article, qui permettrait à un État d'accueil des investissements opérés par des fonds souverains de porter l'affaire devant le mécanisme de règlement des différends de l'OMC²²¹. Si cette éventualité nous semble difficile à mettre en œuvre puisque les fonds souverains ne conduisent pas en règle générale les activités commerciales visées par l'article XVII du GATT, cela n'épuise pas pour autant l'intérêt que présentent les accords de l'OMC afin d'appréhender directement certaines des distorsions économiques posées par les fonds souverains.

Au-delà du problème de la sous-évaluation de certaines monnaies qui pourrait être appréhendé par le droit de l'OMC mais qui ne touche qu'indirectement les activités des fonds souverains²²², les règles du système commercial multilatéral permettraient aux États membres de l'OMC de contester les opérations réalisées par des fonds souverains ayant pour effet de favoriser des entreprises nationales au détriment d'entreprises étrangères. Une telle éventualité se caractériserait par des investissements en capitaux propres ou des opérations de prêt à des conditions économiques plus avantageuses que celles qui pourraient être obtenues dans des conditions normales de marché²²³. Dans le cadre de l'OMC, une distinction doit cependant être opérée selon que l'activité économique ultimement bénéficiaire de cet avantage économique relève du commerce des services ou de celui des marchandises.

Dans le cadre du commerce des services, le GATS ne fait qu'indiquer que « [l]es Membres reconnaissent que [...] les subventions peuvent avoir des effets de distorsion sur le commerce des services [et] engageront des négociations en vue d'élaborer les disciplines multilatérales nécessaires pour éviter ces effets de distorsion »²²⁴, négociations n'ayant toujours pas abouti. Cette absence de discipline spécifique aux subventions couplée à l'impossibilité pour un État membre d'avoir recours au mécanisme de règlement des différends sur ce fondement²²⁵ rendent difficilement

220. GATT, article XVII:1(a) et (b).

221. Aaditya MATTOO / Arvind SUBRAMANIAN, « Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds : A New Role for the World Trade Organization », *The World Economy*, 2009, pp. 1156 et s.

222. *Ibid.*, pp. 1139 et s. Sur l'utilisation des fonds souverains afin d'éviter une appréciation de la monnaie nationale, voy. *supra* note 59. David F. DITTMAN / Elliott H. GUE / Yiannis G. MOSTROUS, *The Rise of the State – Profitable Investing and Geopolitics in the 21st Century*, Upper Saddle River, FT Press, 2010, pp. 55 et s. Voy. aussi D. W. DREZNER, *op. cit.* note 25, p. 117.

223. C'est d'ailleurs en ce sens que les activités conduites par les fonds souverains sur leur marché national méritent d'être prises en considération, et ce, alors que les initiatives d'encadrement qui se sont développées au niveau international mettent davantage l'accent sur la régulation de leurs opérations transfrontières. Sur cet aspect, voy. *supra* I.-A.-1. et notes 69-71.

224. GATS, article XV:1.

225. Le GATS (article XV:2) précise également que « [t]out Membre qui considère qu'une subvention accordée par un autre Membre lui est préjudiciable pourra demander à engager des consultations avec cet autre Membre à ce sujet. Ces demandes seront examinées avec compréhension ».

concevable le recours au GATS afin de réguler les distorsions économiques causées par les activités des fonds souverains²²⁶.

En ce qui concerne le commerce des marchandises, l'*Accord sur les subventions et les mesures compensatoires* (SMC) précise les conditions dans lesquelles un avantage conféré par un fonds souverain pourrait être contesté par un État membre de l'OMC, multilatéralement par le biais du mécanisme de règlements des différends ou unilatéralement en imposant des mesures compensatoires sur les importations de produits bénéficiant de cet avantage²²⁷. Une subvention « pouvant donner lieu à une action » est réputée exister au sens de l'accord SMC dès lors qu'il y a une *contribution financière des pouvoirs publics* conférant un *avantage*, la subvention devant être *spécifique* à une entreprise ou à une branche de production ou à un groupe d'entreprises ou de branches de production²²⁸. Deux de ces principales conditions méritent d'être examinées afin d'évaluer la pertinence de ce cadre juridique pour appréhender les activités des fonds souverains. En premier lieu, en ce qui concerne la caractérisation de l'avantage, c'est bien la normalité économique de l'opération projetée qui est au cœur de l'analyse. Sur les deux types d'opération qui ont été envisagées, l'accord SMC précise d'ailleurs qu'une prise de participation dans le capital d'une entreprise « ne sera pas considérée comme conférant un avantage, à moins que la décision en matière d'investissement ne puisse être jugée incompatible avec la pratique habituelle concernant les investissements [...] des investisseurs privés sur le territoire de ce Membre »²²⁹ et ajoute qu'un prêt « ne sera pas considéré comme conférant un avantage, à moins qu'il n'y ait une différence entre le montant que l'entreprise bénéficiaire du prêt paie sur le prêt des pouvoirs publics et celui qu'elle paierait sur un prêt commercial comparable qu'elle pourrait effectivement obtenir sur le marché »²³⁰. En second lieu, pour que de telles opérations réalisées par des fonds souverains puissent être contestées, encore faut-il que ces derniers relèvent de la catégorie « des pouvoirs publics ou de tout organisme public du ressort territorial d'un Membre » au sens de l'accord SMC²³¹. En l'absence de définition de ces expressions au sein des accords, la jurisprudence de l'OMC²³² a retenu un critère matériel en relevant « [qu']un organisme public au sens [...] de l'Accord SMC doit être une entité qui possède ou exerce un pouvoir gouvernemental, ou en est investi »²³³. Cependant, ce critère matériel ne se superpose pas parfaitement à celui de l'article 5 des *Articles de la CDI sur la responsabilité des États* (entité exerçant des prérogatives de puissance publique). En effet, le seul contrôle significatif des pouvoirs publics sur l'entité en question peut constituer un « [élément] de preuve indiquant que l'entité pertinente possède un pouvoir gouvernemental et exerce ce

226. Voy. cependant les remarques additionnelles de B. DE MEESTER, *op. cit.* note 120, pp. 807 et s. Sur l'éventualité que les subventions constituent des violations d'autres dispositions du GATS, et notamment du traitement de la nation la plus favorisée ou du traitement national, voy. Pietro PORETTI, « Article XV GATS – Subsidies », in Rüdiger WOLFRUM *et al.* (eds.), *WTO – Trade in Services*, Leiden/Boston, Martinus Nijhoff, 2008, pp. 361 et s.

227. Sur cet aspect, voy. Petros C. MAVROIDIS / Patrick A. MESSERLIN / Jasper M. WAUTERS, *The Law and Economics of Contingent Protection in the WTO*, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar, 2008, pp. 298 et s.

228. Voy. les articles 1 et 2 de l'accord SCM (nous soulignons).

229. Accord SMC, article 14(a).

230. Accord SMC, article 14(b).

231. Accord SMC, article 1.1(a)(1).

232. Pour plus de détails, voy. P. C. MAVROIDIS / P. A. MESSERLIN / J. M. WAUTERS, *op. cit.* note 227, pp. 314 et s.

233. OMC, *États-Unis – Droits antidumping et droits compensateurs définitifs visant certains produits en provenance de Chine*, Rapport de l'Organe d'appel du 11 mars 2011, WT/DS379/AB/R, § 317, [http://www.wto.org].

pouvoir pour exécuter des fonctions gouvernementales »²³⁴. Si l'on devait appliquer ces critères aux activités des fonds souverains, il faudrait ainsi démontrer que les investissements qu'ils réalisent dans des conditions économiques anormales par rapport à celles du marché procèdent à l'origine d'une politique décidée par les pouvoirs publics. Le fait que ces derniers n'exercent que le contrôle stratégique sur le fonds, les gestionnaires conservant une autonomie sur sa gestion opérationnelle lui permettant de choisir les bénéficiaires de ses investissements ou de ses prêts, ne devrait pas affecter la conclusion selon laquelle les fonds souverains constituent un organisme public au sens de l'accord SMC²³⁵.

Au-delà du droit de l'OMC, les distorsions économiques causées par les investissements nationaux des fonds souverains pourraient également être évaluées à l'aune des règles européennes relatives aux aides d'État qui ont un champ d'application plus large dans la mesure où elles couvrent l'ensemble des activités économiques, et donc le commerce des services²³⁶. Certaines questions juridiques susceptibles de se poser dans ce cadre sont d'ailleurs similaires à celles résultant de l'application de l'accord SMC. Ainsi, afin de déterminer l'existence d'un avantage, il convient d'examiner si le fonds souverain s'est ou non comporté en « investisseur avisé en économie de marché »²³⁷. C'est ainsi que la Commission européenne a ouvert début 2010 une enquête concernant des investissements réalisés en France par le biais du Fonds stratégique d'investissement (FSI)²³⁸.

Si les règles de l'OMC en matière de subventions et celles de droit européen relatives aux aides d'État apparaissent pertinentes afin de réguler les aides financières résultant des investissements nationaux réalisés par les fonds souverains, elles montrent leurs limites en ce qui concerne les opérations transfrontières. Elles ne pourraient par exemple s'appliquer à une acquisition menée par un fonds souverain sur une entreprise étrangère selon des modalités financières qui ne reflètent pas une valorisation normale dans des conditions de marché²³⁹. Une telle situation s'est d'ailleurs présentée en 2005 lorsque l'entreprise d'État chinoise

234. *Ibid.*, § 318. L'Organe d'appel relève également que « le simple fait que des pouvoirs publics sont l'actionnaire majoritaire d'une entité ne démontre pas que les pouvoirs publics exercent un contrôle significatif sur le comportement de cette entité, et encore moins que les pouvoirs publics lui ont conféré un pouvoir gouvernemental » (*ibid.*).

235. De façon plus prospective, il serait également possible de se demander si, dans le prolongement d'une potentielle obligation de diligence afin de s'assurer que les activités conduites par les gestionnaires des fonds ne constituent une violation de leurs obligations internationales (voy. *supra* I.-B.-1.), les États ne devraient pas prendre les mesures nécessaires par le biais de contrôles *ex ante* et *ex post* afin de s'assurer que les opérations d'investissement et de prêts conduites par les fonds souverains le sont à des conditions économiques normales.

236. Sur la pertinence de ce cadre juridique, voy. S. MEZZACAPO, *op. cit.* note 168, pp. 61 et s. ; O. PROST *et al.*, *op. cit.* note 171, pp. 399 et s.

237. Sur ce critère, voy. Christian GAVALDA / Gilbert PARLÉANI, *Droit des affaires de l'Union européenne*, Paris, Litec, 6^e éd., 2010, n^o 894 et s.

238. Voy. par exemple, *Aides d'État : la Commission ouvre une enquête approfondie concernant un investissement de 55 millions € en faveur de l'équipementier automobile français Trèves*, IP/10/100, 29 janvier 2010. La Commission s'est notamment intéressée à l'investissement du Fonds de modernisation des équipementiers automobiles (FMEA), créé par les autorités françaises début 2009 et doté de 600 millions d'euros provenant du FSI et des entreprises Renault et Peugeot. C'est dans ce cadre que la Commission a relevé que « l'investissement effectué par le FMEA doit être considéré comme impliquant des fonds publics français » et que de tels investissements « peuvent être considérés comme exempts d'aide d'État uniquement s'ils sont réalisés selon des modalités qu'un créancier privé opérant aux conditions du marché aurait acceptées (« critère de l'investisseur en économie de marché ») » (*ibid.*). Pour plus de détails sur cette affaire, voy. COMMISSION EUROPÉENNE, *Aide d'État C 4/10 (ex NN 64/09) – Aide présumée en faveur de l'entreprise Trèves Invitation à présenter des observations en application de l'article 108, paragraphe 2, du traité FUE, JOUE*, 22 mai 2010, C 133/12.

239. Pour une étude d'ensemble, voy. Gary HUFBAUER / Thomas MOLL / Luca RUBINI, *Investment Subsidies for Cross-Border M&A : Trends and Policy Implications*, United States Council Foundation, Occasional Paper n^o 2, avril 2008, 32 p., [<http://www.uscib.org>]. Dans le contexte européen, les règles relatives

China National Offshore Oil Corporation (CNOOC) a souhaité acquérir l'entreprise américaine *Unocal* en formulant une offre largement plus généreuse financièrement que celle qui avait été proposée par la société *Chevron*²⁴⁰. L'opposition politique suscitée par ce projet d'acquisition a finalement poussé la CNOOC à retirer son offre, laquelle a été critiquée parce que sa valeur supérieure résultait de conditions de financement extrêmement avantageuses, et notamment des prêts subventionnés à des taux d'intérêt nuls ou nettement inférieurs aux conditions de marché²⁴¹. C'est à la suite de cette affaire qu'il a été proposé, sans succès, d'élargir le contrôle des investissements étrangers réalisé par le CFIUS au-delà des seules préoccupations liées à la sécurité nationale afin d'y intégrer les problèmes relatifs aux subventions et contrôle des concentrations²⁴².

Ainsi, ce panorama des règles destinées à encadrer les risques politiques et les distorsions économiques susceptibles d'être causés par les fonds souverains met non seulement en relief des réponses nationales dont la conformité au droit international et européen reste discutable mais aussi l'incomplétude et le caractère fragmentaire des règles internationales et européennes existantes. Craignant que ces lacunes ne risquent de favoriser l'érection de barrières protectionnistes par les États, plusieurs instances ont œuvré à faire émerger une régulation internationale des fonds souverains ayant vocation à appréhender de manière plus transversale les préoccupations soulevées par leurs activités. En l'état actuel de son développement, le résultat reste décevant.

B. Une régulation internationale des fonds souverains toujours en chantier

Parmi les multiples initiatives conduites afin d'améliorer la régulation des fonds souverains, celle menée sous les auspices du FMI a conduit à l'adoption d'un ensemble de standards internationaux (les *Santiago Principles*) destinés à être mis en œuvre par les États d'origine de ces fonds (1). Cette régulation internationale reste cependant insuffisante et son effectivité ainsi que ses perspectives d'évolution méritent d'être examinées (2).

1. L'émergence d'un référentiel international : Les « Santiago Principles »

Plusieurs projets ont été entrepris depuis 2007 afin d'améliorer la régulation internationale des fonds souverains, et notamment de promouvoir la transparence de leur fonctionnement²⁴³. Au-delà des travaux d'économistes²⁴⁴ et de ceux de l'UE

aux aides d'État ne s'appliquent qu'aux États membres et ne pourraient ainsi directement contrôler l'opération d'acquisition d'une entreprise européenne par une entreprise hors UE.

240. G. HUFBAUER / T. MOLL / L. RUBINI, *op. cit.* note 239, pp. 3 et s. L'offre de la CNOOC était de 18,5 milliards de dollars, celle de Chevron de 16,4 milliards de dollars.

241. *Ibid.* Voy. aussi p. 23 la reproduction de la lettre des sénateurs Grassley et Baucus au président George Bush soulignant que « *without those subsidies, the offer from CNOOC Ltd. would be valued lower than Chevron's outstanding offer* ».

242. G. HUFBAUER / T. MOLL / L. RUBINI, *op. cit.* note 239, p. 12. Voy. aussi, David McCORMICK, *Testimony Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, 14 novembre 2007, [http://banking.senate.gov] (soulignant que le *Treasury* « *is also considering, non-national security issues related to potential distortions from a larger role of foreign governments in markets. For example, through [...] perceived unfair competition with private firms [...] sovereign wealth funds could potentially distort markets* »).

243. Joseph J. NORTON, « The 'Santiago Principles' for Sovereign Wealth Funds : A Case Study on International Financial Standard-Setting Processes », *Journal of International Economic Law*, vol. 13, n° 3, 2010, pp. 646 et s. ; B. DE MEESTER, *op. cit.* note 120, pp. 797 et s. ; L. GRAMLICH, *op. cit.* note 28, pp. 59 et s. ; J. TAYLOR, *op. cit.* note 27, pp. 279 et s.

244. Il convient à cet égard de mentionner les travaux de l'économiste américain Edwin M. Truman qui a élaboré un système d'évaluation de la transparence et de la gouvernance des fonds souverains, le

cherchant à dégager une approche commune aux États membres²⁴⁵, les initiatives conduites par l'OCDE et promues par le FMI méritent d'être analysées compte tenu de leur origine commune et de leur complémentarité.

Le contexte politique prévalant aux États-Unis au milieu de l'année 2007 permet d'expliquer l'origine des projets du FMI et de l'OCDE. Tirailé entre, d'une part, un Congrès se montrant hostile aux investissements chinois et, d'autre part, des institutions financières en quête de nouvelles injections de capitaux propres, le *Secretary of Treasury* d'alors, Henry Paulson, lui-même partisan d'un renforcement des liens économiques entre la Chine et les États-Unis, mit la question de la régulation des fonds souverains à l'ordre du jour de la réunion du G7 d'octobre 2007 précédant la réunion annuelle du FMI et de la Banque mondiale²⁴⁶. Il en résulta un programme de travail organisé autour de deux principaux axes reflétant les tiraillements américains : le développement sous les auspices du FMI de standards internationaux à destination des fonds souverains, et la promotion par l'OCDE de lignes directrices visant les politiques des États d'accueil des investissements souverains.

Les travaux de l'OCDE ont abouti à l'adoption en 2008 de plusieurs instruments regroupés sous l'appellation *OECD Guidance on Sovereign Wealth Funds*²⁴⁷. Ceux-ci comprennent notamment une déclaration des États membres de l'OCDE proclamant leur volonté de ne pas ériger des mesures protectionnistes aux investissements étrangers, de respecter le principe de non discrimination et d'assurer la transparence, la prévisibilité et la proportionnalité des mesures liées à la sécurité nationale²⁴⁸. Ces dernières ont fait l'objet de lignes directrices particulièrement détaillées²⁴⁹. N'étant que des recommandations, ces différents instruments n'ont pas *per se* de force juridique obligatoire²⁵⁰ et s'attachent essentiellement à guider les politiques des États d'accueil des investissements des fonds souverains dans le sillage de leurs obligations internationales, et particulièrement du code de l'OCDE de libération des mouvements de capitaux²⁵¹. Ainsi, ces nouveaux instruments s'insèrent dans un cadre général préexistant et certains d'entre eux ont vocation à s'appliquer à tout investissement étranger et pas uniquement ceux d'origine étatique²⁵².

À l'inverse, les standards développés sous les auspices du FMI, aussi désignés les *Santiago Principles*²⁵³ ou les *Generally Accepted Principles and Practices* (GAPP), présentent un intérêt particulier du fait de leur caractère novateur et parce qu'ils sont exclusivement destinés aux fonds souverains. Sans revenir sur l'historique de leur élaboration²⁵⁴, il est utile de préciser que ces principes n'ont

Sovereign Wealth Fund Scoreboard. Pour une présentation détaillée, voy. E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, pp. 69 et s.

245. Sur cet aspect, voy. *supra* note 177.

246. J. J. NORTON, *op. cit.* note 243, pp. 649 et s. ; E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, pp. 121 et s.

247. Pour une compilation, v. *OECD guidance on recipient country policies towards SWFs*, 11 octobre 2008, [<http://www.oecd.org>].

248. *OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Countries*, OECD Ministerial Council Meeting, 4-5 juin 2008, [<http://www.oecd.org>].

249. *OECD Guidelines for Recipient Country Investment Policies Relating to National Security*, Recommendation adopted by the OECD Council, 25 mai 2009, [<http://www.oecd.org>].

250. J. TAYLOR, *op. cit.* note 27, p. 283.

251. Les *OECD Guidelines for Recipient Country Investment Policies Relating to National Security* (*op. cit.* note 249, considérant n° 5) indiquent à cet égard que « *the following guidance is not meant to alter existing rights and obligations under the aforementioned international agreements* » (se référant notamment aux codes de l'OCDE de libération des mouvements de capitaux et des opérations invisibles courantes).

252. E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, p. 152.

253. Dans la mesure où ces principes ont été adoptés lors de la troisième et dernière réunion du groupe de travail ayant eu lieu à Santiago, après celles de Washington et de Singapour.

254. E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, pp. 121 et s. ; M. DE BELLIS, *op. cit.* note 27, pp. 10 et s. ; J. J. NORTON, *op. cit.* note 243, pp. 650 et s.

pas été définis directement par le FMI mais par un groupe de travail établi et hébergé par celui-ci, l'*International Working Group of Sovereign Wealth Funds*. Ce groupe présentait la particularité d'être composé de vingt-trois États membres du FMI disposant de fonds souverains²⁵⁵, l'OCDE et la Banque mondiale ayant la qualité d'observateurs²⁵⁶. Cependant, à l'image de l'OCDE qui a associé à ses travaux les États d'origine des investissements, ce groupe de travail a également cherché à obtenir les contributions des États d'accueil des investissements des fonds souverains et, en ce sens, les principes adoptés sont présentés comme une œuvre collective plus que comme reflétant uniquement les intérêts de ces fonds²⁵⁷.

Réuni pour la première fois en mai 2008, ce groupe de travail n'a mis que quelques mois pour adopter par consensus en octobre 2008 un ensemble de vingt-quatre principes destinés à encadrer les activités des fonds souverains et articulés autour de trois principaux axes : (1) cadre juridique, objectifs et coordination avec les politiques macroéconomiques (Principes 1-5) ; cadre institutionnel et structure de gouvernance (Principes 6-17) ; cadre d'investissement et de gestion du risque (Principes 18-24)²⁵⁸. Sans exposer en détail chacun de ces principes, il est utile de mentionner, à l'aune des problèmes précédemment soulevés, que les *Santiago Principles* préconisent que la finalité politique du fonds doit être clairement rendue publique (Principe 3), qu'il doit exister une distinction entre la direction stratégique du fonds et sa gestion opérationnelle, la première devant fixer les objectifs stratégiques et contrôler sa mise en œuvre par la seconde (Principe 7) qui doit agir de façon indépendante (Principe 9), que les opérations conclues par les gestionnaires doivent reposer sur des considérations économiques et financières (Principe 14), que les opérations du fonds doivent être conformes à la réglementation de l'État d'accueil de ses investissements (Principe 15), que l'information financière pertinente du fonds doit être rendue publique (Principe 17), que le fonds ne doit pas mettre à profit des informations privilégiées ou une position dominante déloyale des entités publiques pour concurrencer les entités privées (Principe 20).

Pour le groupe de travail, la mise en œuvre de ces principes serait de nature à améliorer la compréhension des activités des fonds souverains et ainsi dissiper les préoccupations des États d'accueil de leurs investissements²⁵⁹. Cette initiative a également eu le mérite selon un auteur de « [faire] entrer les fonds souverains dans un cadre institutionnel connu des pays occidentaux »²⁶⁰ tout en leur faisant prendre conscience de « la nécessité de transparence que leur impose leur puissance financière »²⁶¹. Le groupe de travail a néanmoins tenu à préciser que les *Santiago Principles* ne constituent aucunement des obligations juridiques pour les États membres qui y ont souscrit et que, du fait de leur statut de *soft law*, leur mise en œuvre ne dépend que de la décision des États de les transposer en droit

255. Les États membres de ce groupe étaient les suivants : Australie, Azerbaïdjan, Bahreïn, Botswana, Canada, Chili, Chine, Corée du Sud, Émirats Arabes Unis, États-Unis, Guinée Équatoriale, Iran, Irlande, Koweït, Libye, Mexique, Norvège, Nouvelle-Zélande, Qatar, Russie, Singapour, Timor Oriental, Trinidad et Tobago. Trois autres États avaient la qualité d'observateurs permanents : Arabie Saoudite, Oman, Vietnam.

256. INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, *op. cit.* note 36, p. 1.

257. J. J. NORTON, *op. cit.* note 243, p. 655. Les membres du Conseil d'administration du FMI ont par ailleurs souligné qu'ils considèrent « *the development of the Santiago Principles as a good example of collaborative engagement between countries with SWFs and the recipient countries* » ; FMI, *Executive Board Meeting 08/87*, 3 octobre 2008, in FMI, *Selected Decisions and Selected Documents of the International Monetary Fund*, Washington DC, vol. 33, 2009, p. 68.

258. Une annexe (*Appendix I*) précise la définition des fonds souverains qui a été retenue par le groupe de travail. Sur cet aspect, voy. *supra* I.-A.-1., spéc. note 36.

259. FMI, *op. cit.* note 257, p. 69.

260. J.-M. PUEL, *op. cit.* note 10, p. 56.

261. *Ibid.*

national²⁶². C'est dans cette perspective qu'il convient de s'interroger sur l'effectivité, mais aussi la pertinence, l'utilité et, plus généralement, l'avenir de ce nouveau référentiel international.

2. Les lacunes du référentiel international

Aucun mécanisme de contrôle de la mise en œuvre de ces principes n'a été prévu à l'origine, ces derniers ne mentionnant que « *[a] process of regular review of the implementation of the [Santiago Principles] should be engaged in by or on behalf of the SWF* » (Principe 24). C'est donc une mise en œuvre spontanée qui était espérée de la part des concepteurs de ce nouveau référentiel, un haut degré de mise en conformité étant susceptible de rendre les fonds souverains moins suspects aux yeux des États bénéficiaires de leurs investissements²⁶³. Mais pour ce faire, ces derniers doivent avoir à leur disposition une évaluation suffisamment objective et complète de cette mise en conformité²⁶⁴. Or, si les États peuvent conduire des auto-évaluations à cet effet²⁶⁵, l'expérience a montré que certaines étaient menées de façon très lacunaires²⁶⁶.

Aussi, la structure qui a succédé en 2009 au groupe de travail, l'*International Forum of Sovereign Wealth Funds*²⁶⁷, n'a finalement pas offert l'encadrement institutionnel qui aurait pu permettre de contrôler plus efficacement cette mise en œuvre. Alors que ses membres projetaient que celui-ci constitue une plate-forme pour, notamment, « *sharing views on the application of the Santiago Principles* »²⁶⁸, il ne s'est finalement pas manifesté par une grande activité dans ce domaine, du moins publiquement. Sur les cinq communiqués de presse publiés lors de ses deux premières années d'activité, on ne trouve que quelques déclarations d'intention reconnaissant l'importance des *Santiago Principles* et de leur mise en œuvre par les membres de ce forum²⁶⁹. Par ailleurs, ce forum ne comprend que vingt-trois États membres pour lesquels plusieurs fonds souverains ne sont pas représentés (par exemple le fonds chinois SAFE à l'origine de l'acquisition des bons du Trésor du Costa Rica)²⁷⁰ et n'inclut pas plusieurs États pourtant dotés de fonds d'envergure

262. INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, *op. cit.* note 36, p. 5 (notant que « *[t]he GAPP is a voluntary set of principles and practices that the members of the IWG support and either have implemented or aspire to implement. [...] the implementation of each principle of the GAPP is subject to applicable home country laws* »).

263. J. J. NORTON, *op. cit.* note 243, pp. 657-658.

264. Mentionnons ici les évaluations et classements réalisés par l'économiste Edwin M. Truman (*op. cit.* note 22, pp. 127 et s.).

265. Par exemple le fonds australien *Future Fund* qui publie une évaluation très détaillée dans son rapport annuel disponible sur son site internet : [<http://www.futurefund.gov.au>].

266. E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, p. 133 (citant l'exemple de l'évaluation menée par l'*Abu Dhabi Investment Authority*).

267. INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, « *Kuwait Declaration* » : *Establishment of the International Forum of Sovereign Wealth Funds*, 6 avril 2009, [<http://www.iwg-swf.org>].

268. *Ibid.*

269. Ces communiqués de presse sont publiés sur le site internet du forum : [<http://www.ifswf.org>]. À titre d'illustration, le communiqué publié à la suite de la réunion ayant eu lieu à Sydney en mai 2010 ne fait que mentionner sans plus de détails : « *[t]he Forum members acknowledged the continuing importance and value of the Principles in strengthening their operations as reliable and responsible sovereign investors. They noted continuing progress in the application of the Principles since their adoption in October 2008. Some members have issued their first annual reports/reviews and increased available information on their websites. Forum members reiterated their commitment to continue discussing the progress with the application of the Principles* ».

270. Sur cette affaire, voy. *supra* notes 8-10. C'est aussi le cas des États-Unis qui ne sont représentés que par l'*Alaska Permanent Fund Corporation* alors que d'autres États fédérés (Wyoming, Alabama, etc.) hébergent des fonds souverains. Il en est de même pour les Émirats Arabes Unis qui ne sont représentés que par l'*Abu Dhabi Investment Authority*. Sur cette question, voy. E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, p. 139.

(Hong Kong, Algérie, Kazakhstan, etc.). Il est donc peu probable que ces deux types de fonds qui ne prennent pas part aux travaux du forum mettent en œuvre ces principes²⁷¹. *Per extensionem*, on peut également douter que, compte tenu de son manque de représentativité, ce forum devienne l'instance internationale de référence pour ce qui concerne la régulation des fonds souverains²⁷².

Ces déficiences dans la mise en œuvre de ce nouveau référentiel et dans la représentativité de cette instance ne doivent pas masquer une lacune à notre sens essentielle de ces principes. Au-delà des insuffisances pointées en ce qui concerne les informations financières ou celles relatives à la gouvernance qui devraient être mentionnées ou précisées²⁷³, et de l'absence de prise en considération des distorsions anticoncurrentielles susceptibles d'être causées par ces fonds²⁷⁴, les *Santiago Principles* semblent avoir été conçus davantage pour apaiser *ex ante* les craintes et les angoisses des États d'accueil des investissements que pour administrer *ex post* les multiples problèmes susceptibles d'être générés par les activités des fonds souverains. En ce sens, il ne serait pas excessif de dire qu'ils visent moins à réguler une insécurité qu'un sentiment d'insécurité. Ces principes ont pour fonction première d'apporter les garanties nécessaires de transparence, et plus généralement de respectabilité, aux autorités de l'État d'accueil au moment de la réalisation de l'investissement. Ils sont cependant silencieux sur les mesures envisageables si ces mêmes garanties s'évaporent, du fait d'un bouleversement politique²⁷⁵, d'un changement de stratégie du fonds ou plus simplement du dévoilement de ses véritables intentions, et que le fonds utilise alors ses investissements comme une arme politique. Tel que le souligne un auteur, « [s]'attend-on réellement à ce qu'un fonds poursuivant le cas échéant un objectif stratégique le déclare ouvertement ? »²⁷⁶ et d'ajouter « [qu]'un fonds n'est pas moins menaçant parce qu'il est transparent [...] Ce qui compte, ce sont les motivations sous-jacentes »²⁷⁷. C'est en ce sens qu'il apparaît quelque peu naïf de vouloir faire de la transparence des fonds souverains, qui n'est d'ailleurs le plus souvent qu'une apparence éphémère de transparence, le centre de gravité, voire l'unique horizon, de leur régulation internationale.

271. E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, p. 164 ; C. BERTIN DELACOUR, *op. cit.* note 42, pp. 171 et s.

272. Contrairement à ce que suggèrent certains auteurs (M. DE BELLIS, *op. cit.* note 27, pp. 18 et s.), on peut également douter que les *Santiago Principles* jouissent de la même autorité que d'autres standards financiers susceptibles d'être reconnus comme des normes internationales de référence par le droit de l'OMC ou repris comme étalon de mesure par le FMI et la Banque mondiale dans le cadre du *Programme d'évaluation du secteur financier* commun à ces deux institutions. Sur les conditions et possibilités de recours à des standards internationaux dans le cadre du droit de l'OMC, voy. R. BISMUTH, *op. cit.* note 218, pp. 498 et s. Sur les programmes d'évaluation du secteur financier du FMI et de la Banque Mondiale, voy. Régis BISMUTH, *La coopération internationale des autorités de régulation du secteur financier et le droit international public*, Bruxelles, Bruylant, n° 970 et s., n° 1049 et s. (à paraître, 2011).

273. E. M. TRUMAN, *op. cit.* note 22, pp. 164 et s. (regrettant que les principes ne prévoient pas la publication des rapports des auditeurs, des règles de déontologie internes, des politiques du fonds relatives à son recours à l'effet de levier, etc.). Voy. aussi Anthony WONG, « Sovereign Wealth Funds and the Problem of Asymmetric Information : The Santiago Principles and International Regulations », *Brooklyn Journal of International Law*, vol. 34, n° 3, 2009, pp. 1105 et s. ; M. DE BELLIS, *op. cit.* note 27, pp. 26 et s.

274. D'ailleurs, tel que cela a été souligné, le groupe de travail à l'origine des *Santiago Principles* a exclu les fonds n'ayant qu'une activité d'investissement nationale (voy. *supra* I.-A.-2.) et n'avait pas vocation à s'intéresser à des questions d'aides d'État ou de subventions telles que celles qui ont concerné le Fonds stratégique d'investissement (voy. *supra* II.-A.-2., spéc. note 238).

275. Les États ayant accueilli avec bienveillance les investissements de la *Libyan Investment Authority* (LIA) ont été par la suite particulièrement incommodés par ces derniers à la suite des événements du début de l'année 2011 alors que la LIA était membre du groupe de travail et du forum qui lui a succédé et s'était engagée lors de l'adoption des *Santiago Principles* à se conformer aux plus exigeants standards de transparence ; INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, *op. cit.* note 36, p. 39 (notant que « LIA intends to meet high transparency standards »).

276. J.-M. PUEL, *op. cit.* note 10, p. 55.

277. *Ibid.*