

Mai 2019

**Les fonds souverains: instruments financiers  
ou acteurs politiques**  
Sous la direction du  
**Professeur Marie-Anne Frison-Roche**

Marie-Abélia Dumaine

Master Politiques Publiques  
Spécialité Administration publique

---

## Pourquoi devriez-vous lire ce mémoire?

En lisant ce mémoire vous apprendrez comment le Fonds norvégien se substitue de façon croissante à l'Etat dans certaines des missions traditionnellement dévolues à la puissance étatique.

Le Fonds norvégien se distingue des autres fonds souverains par son caractère éminemment politique, formulé dans ses règles éthiques. Cette ambition ne reste pas lettre morte puisque le Fonds norvégien met en oeuvre différentes pratiques afin de la concrétiser. Il utilise ainsi l'exclusion de sociétés comme une arme politique, ambitionne de servir d'exemple à d'autres fonds et joue pleinement un rôle de propriétaire actif visant à exercer une influence politique au sein des sociétés dont il détient des actions. Ainsi, sans ingérer directement dans les affaires d'un Etat, le Fonds norvégien arrive à influencer, via ses participations dans des entreprises, ce que sera la société que gouverne cet Etat à l'avenir. Toutefois, cette influence n'est pas unilatérale puisque le Fonds s'inscrit dans une dialectique: il influence la société mais la société l'influence aussi en retour, notamment via des ONG ou par le biais de l'opinion publique.

A terme, ce rôle politique risque de diminuer la rentabilité du Fonds norvégien. Être à la fois outil financier et acteur politique paraît inconciliable. Ses règles éthiques entament sa rentabilité, notamment parce que les exclusions empêchent toute réelle diversification de son portefeuille, sa politique de transparence le conduit à minimiser les risques à l'excès, de sorte qu'il tire sa légitimité plus de la procédure politique qui préside à ses décisions d'exclusions que de ses performances financières. Ses règles éthiques se rapprochent plus de la morale que de l'éthique, ce qui porte préjudice au Fonds, bien qu'il tente d'y remédier en s'impliquant dans la corporate governance. Pour préserver sa rentabilité, des solutions consisteraient à investir plus dans des placements peu liquides et à privilégier l'active management.

Cette ambition d'être un acteur politique menace également la pérennité du Fonds norvégien, ainsi que le montrent les résultats mitigés de l'année 2018. A vouloir être un acteur politique, il devient surtout un objet politique utilisé par la sphère politique norvégienne, que ce soit pour financer les dépenses publiques ou pour des visées stratégiques. La perméabilité du Fonds au gouvernement est mal dissimulée derrière une transparence qui ne rend pas visible la distribution des pouvoirs au sein du Fonds. Finalement, cette ambition politique a surtout pour résultat de remettre à l'agenda politique du gouvernement, en Norvège et ailleurs, la gestion de l'environnement comme bien commun. En effet, les gouvernements des pays dans lesquels investit le Fonds norvégien se rendent compte que le Fonds importe sur leur sol une vision norvégienne de l'avenir et que donc s'ils ne gèrent pas les biens communs, d'autres acteurs le feront à sa place.

L'ambition politique du Fonds, si elle risque de lui porter préjudice à long terme, est dans son intérêt à court et moyen terme. Ses règles éthiques strictes lui confèrent une bonne image, il se protège de certains risques, promeut les causes qu'il souhaite et fixe lui-même les stratégies de certaines

multinationales, par exemple dans le secteur de l'énergie. Néanmoins, un tel poids décisionnel n'est pas sans poser la question du pouvoir au sein du Fonds. Si le Fonds dirige les sociétés, qui dirige le Fonds? Le manque de transparence en la matière rend toute réponse définitive difficile, mais il est clair que la Banque centrale norvégienne est le lieu névralgique au sein du Fonds, et qu'elle est elle-même très liée au gouvernement norvégien.

Cette prise de pouvoir du Fonds norvégien s'est faite grâce aux positionnements stratégiques de ce dernier, mais il a aussi bénéficié de la conjoncture, marquée par une diminution des moyens d'actions de l'Etat, une crise des corps intermédiaires et un droit des sociétés puissant mais volontairement ignoré par les managers.

Pareille attitude n'est pas sans conséquence sur l'environnement du Fonds norvégien, et en premier lieu sur son environnement juridique. En effet, pour s'affirmer en tant que propriétaire actif, ainsi que les dirigeants du Fonds le disent eux-mêmes, le Fonds s'est appuyé sur le droit des sociétés, qui est aujourd'hui réaffirmé face aux managers.

Pour retrouver sa place, l'Etat doit retrouver plus de moyens d'actions mais aussi faire appel au droit. Le droit international n'offre qu'une protection réduite pour l'Etat face aux fonds souverains. Restent alors pour les Etats la création de golden shares, le renforcement de la réglementation et la création de fonds défensifs; mais ce ne sont que des solutions nationales, à l'efficacité limitée face à des souverains au pouvoir d'action international. A l'avenir, le droit communautaire sera la solution pour les Etats européens, bien qu'aujourd'hui il agisse plus comme une contrainte à l'égard de ces derniers.

Ainsi, si déterminer ses investissements selon des critères autres que financiers, notamment politiques, au sens de choix justes pour l'avenir de la société, est a priori une intention louable, cela rend aussi suspect le Fonds norvégien aux yeux des acteurs politiques traditionnels, et en premier lieu de l'Etat. Face à cela, l'Etat n'a d'autre choix que de se réaffirmer comme acteur politique central. Cela ne signifie pas pour autant que le Fonds norvégien, comme tout acteur financier, doive ignorer son impact environnemental. Il s'agit plutôt de laisser à l'Etat, seule émanation légitime des citoyens, la place qui lui revient.

« Nous devons être très vigilants sur leurs pratiques. Achètent-ils un fabricant de crayons pour son rendement financier ou pour supprimer les crayons? »

Joseph Stiglitz, Prix Nobel d'Economie 2001, à propos des fonds souverains,  
dans *Le Figaro*, 29 janvier 2008, « Les nouveaux géants de la finance »

---

## Remerciements:

La réalisation de ce mémoire de fin d'études n'aurait pas été possible sans le Professeur Marie-Anne Frison-Roche. Je tiens tout particulièrement à la remercier pour avoir guidé mes pensées, pour ses conseils mais surtout pour m'avoir donné confiance en mes propres idées. Mes remerciements vont également à SciencesPo, et notamment à l'ensemble de l'équipe Affaires publiques, pour leur encadrement. Je remercie aussi la rédaction de *Politique Internationale*, pour son écoute et sa gentillesse. Merci également à mon conjoint pour sa relecture attentive.

---

## Sommaire:

Pourquoi devriez-vous lire ce mémoire?	2
Remerciements:	5
Sommaire:	6
Introduction:	7
1/ Le Fonds norvégien: un acteur tant financier que politique, aux ambitions autant stratégiques qu'éthiques:	9
A. Le Fonds norvégien: un acteur récent mais aux ambitions considérables	9
B. Les défis qu'affrontent le Fonds norvégien obscurcissent-ils ses perspectives d'avenir?	23
2/ Face au Fonds norvégien qui s'affirme en concurrent de l'Etat, le Droit offre une protection aux Etats, qui ne la saisissent pas toujours pleinement:	35
A. Le Fonds norvégien, un nouvel acteur stratégique et financier mais pas seulement	35
B. Propositions: Pour s'affirmer en tant qu'acteur politique, il sera nécessaire au Fonds norvégien d'opérer des mutations internes	47
Conclusion:	61
Bibliographie:	63
Annexes:	67

---

## Introduction:

Ford, personnage bourgeois de Shakespeare, s'exclame, à l'Acte II Scène 2 des *Joyeuses Commères de Windsor*, « If money go before, all ways do lie open ». Cet adage s'applique de façon ambivalente au Fonds norvégien. Le Fonds norvégien, premier fonds souverain au monde avec une capitalisation de 1 000 milliards de dollars, détient des participations considérables dans de nombreuses entreprises. Les fonds sous encours du Government Pension Fund Global (GPF) semblent ainsi lui permettre d'ouvrir les portes de nombreuses sociétés, vérifiant l'adage de Shakespeare. Toutefois, un exemple plus minutieux de la situation du Fonds norvégien révèle une situation plus complexe qu'il n'y paraît. Le Fonds norvégien n'est pas toujours reçu avec bienveillance par les Etats accueillant ses investissements. Les Etats hôtes font souvent preuve de méfiance. Ils craignent l'ingérence du Fonds norvégien dans les entreprises nationales, voire dans leurs politiques. Cette méfiance, cette inquiétude, de la part des Etats, est croissante.

Pourtant, le Fonds norvégien n'est pas le seul fonds souverain au monde, et le phénomène des fonds souverains n'est pas récent. La Caisse des dépôts et consignations, fonds souverains français, a ainsi été fondée en 1816. Ce qui est nouveau, c'est bien la méfiance -et l'importance de cette méfiance- suscitée par les fonds souverains. Aujourd'hui, pour reprendre l'expression de Patrick Julliard<sup>1</sup>, ils sont vus comme les « chevaux de Troie » de certains Etats en vue d'ingérer dans la politique d'autres Etats.

Il est difficile de définir précisément les fonds souverains, ce qui suscite de l'incompréhension des Etats à leur égard, renforçant ainsi la crainte que les fonds souverains génèrent au sein des Etats. Les fonds souverains présentent plusieurs caractéristiques. Il s'agit de fonds d'investissements possédés ou contrôlés par un gouvernement national. Les fonds souverains gèrent des actifs financiers dans une logique de long terme. Leur politique d'investissement vise à atteindre des objectifs macroéconomiques précis, comme la diversification du PIB ou l'épargne intergénérationnelle. La qualification de « souverain » des fonds résulte d'un double critère, organique et fonctionnel, comme le précise Laurence Dubin<sup>2</sup>. Les fonds sont souverains car ils sont possédés par un gouvernement qui détermine une politique d'investissement visant à atteindre des objectifs macro-économiques qui relèvent de son intérêt général, en l'occurrence renforcer ou maintenir la puissance économique nationale. Ceci étant dit, la filiation publique des fonds souverains ne saurait oblitérer le caractère privé de leurs opérations. Les fonds souverains connaissent ainsi une certaine ambivalence. Ils réalisent des opérations privées tout en étant liés à l'Etat. Le Fonds norvégien est ainsi géré par la Banque centrale norvégienne et contrôlé par le gouvernement, tandis qu'il fixe lui-même des critères

---

<sup>1</sup> Patrick Julliard, « Propos introductifs », *Journée d'études université paris 8, Les fonds souverains: entre affirmation et dilution de l'Etat face à la mondialisation*, 2014

<sup>2</sup> Laurence Dubin, « Propos introductifs », *Journée d'études université paris 8, Les fonds souverains: entre affirmation et dilution de l'Etat face à la mondialisation*, 2014

politiques que les entreprises dans lesquelles il investit doivent respecter, par exemple la protection des océans.

Il est dès lors difficile de déterminer s'ils sont de purs outils financiers au service de l'Etat, ou de véritables acteurs politiques à la poursuite de leurs propres objectifs. Un outil financier se définira comme un objet utilisé pour réaliser une opération concernant la gestion des patrimoines privés ou publics ainsi que les opérations effectuées sur le marché des capitaux à long terme (émissions d'actions, d'obligations). A l'inverse, un acteur politique sera entendu comme une personne -morale plus souvent que physique dans le cadre de cette étude- visant à influencer sur l'avenir de la société dans son ensemble.

L'enjeu sera de déterminer comment se définissent les fonds souverains, et plus particulièrement le Fonds souverain norvégien. En effet, le Fonds norvégien est emblématique du comportement des fonds souverains. Par le montant des fonds qu'il a sous encours, chacune des actions du Fonds norvégien jouit d'une considérable médiatisation, par sa politique de transparence, la politique d'investissement du Fonds norvégien est visible par tous, ce qui fait du Fonds norvégien un exemple emblématique à étudier. Enfin, les principes éthiques mis en oeuvre par le le GPFG sont la manifestation de sa forte implication politique, prenant alors possiblement la place qui reviendrait à l'Etat.

Le Fonds souverain norvégien est-il un outil financier utilisé par l'Etat norvégien ou alors un acteur politique indépendant poursuivant son propre agenda politique, menaçant ainsi de prendre la place de l'Etat?

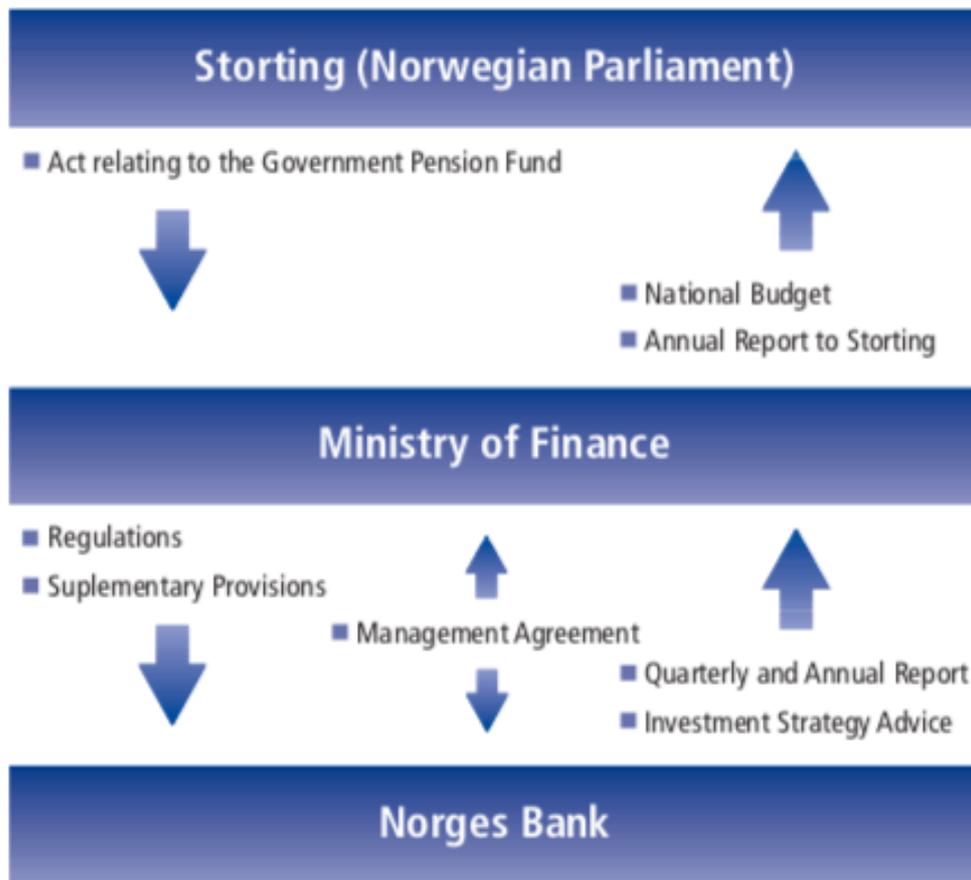
Le Fonds norvégien s'affirme comme un acteur autant financier que politique, mettant en avant des ambitions éthiques mais également stratégiques (I). Face au Fonds norvégien qui s'affirme en concurrent de l'Etat, les Etats peuvent recourir au Droit afin de préserver leur rôle (II).

---

## **1/ Le Fonds norvégien: un acteur tant financier que politique, aux ambitions autant stratégiques qu'éthiques:**

### A. Le Fonds norvégien: un acteur récent mais aux ambitions considérables

a. *Histoire: un Fonds souverain puissant et atypique, qui s'inscrit dans une tradition de protection envers la malédiction des ressources*



Le Fonds norvégien, ou Petroleum Fund, a été créé en 1990 pour gérer les excédents de réserves de change provenant de l'exportation des ressources pétrolières norvégiennes et est devenu en 2006 le Government Pension Fund Global. Sa gestion a été en grande partie confiée à la Norges Bank Investment Management, bien qu'une partie de la gestion soit prise en charge par une cinquantaine de sociétés norvégiennes et étrangères. En parallèle du GPFG existe un fonds investissant exclusivement en Norvège, tirant lui aussi ses revenus des hydrocarbures.

#### Distribution des pouvoirs quant à la gestion du GPFG:

Source: Rapport annuel 2008 de la NBIM

A sa création, le Fonds norvégien avait pour but de gérer les recettes issues des hydrocarbures de la Norvège. L'objectif est alors de se prémunir contre ce qui est appelé « malédiction des ressources » par les économistes du développement. Cette dernière fait référence au sort de pays richement dotés en ressources naturelles. Grâce à l'exportation de ces ressources, leur balance commerciale devient excédentaire. Les pays en question accumulent des recettes, ce qui les expose à plusieurs risques. Tout d'abord, le pays entretient une dépendance à l'égard des revenus issus de l'exportation, sans garantie que les pays importateurs continuent leurs commandes. En outre, l'accumulation de devises crée un risque de fluctuation excessive du cours de la monnaie nationale. Enfin, en disposant de

profits immédiats issus de l'exploitation des ressources, le pays n'est pas incité à investir dans des infrastructures de modernisation; il s'éloigne ainsi de la frontière technologique et se condamne à ne pas être compétitif si sa ressource venait à se tarir, faute d'avoir une productivité suffisante. Ces trois risques ont abouti à la situation paradoxale dans laquelle se sont retrouvées de nombreux pays pourtant richement dotés en ressources, à savoir une grande pauvreté. Le Venezuela ou l'Algérie en sont des exemples. Face à cette menace, le Fonds souverain agit comme une protection contre la dépendance envers les rentes issues des ressources. Il élabore un mécanisme d'épargne, de solidarité intergénérationnelle, de stabilisation des revenus et de diversification des revenus. C'est cette logique qu'a suivie le gouvernement norvégien en fondant le GPFG en 1990, mais en cela il ne fut pas le premier. Les premiers fonds souverains ont été créés dès les années 1950. Suite à leur implication dans la gestion de la crise financière de 2008, lors de laquelle ils fournirent des liquidités aux marchés et soutinrent des banques comme l'Abu Dhabi Investment Authority qui apporta un soutien à CITI Bank, les fonds souverains ont connu une montée en puissance qui a suscité -et continue de susciter- des inquiétudes, notamment du fait de leurs investissements considérables dans des investissements stratégiques. Leur volonté d'exercer une potentielle influence politique préoccupe jusqu'au G7, d'autant qu'ils entretiennent une forme d'opacité sur leurs stratégies. 48 fonds souverains ont été créés après 2000 <sup>3</sup> avec des recettes issues pour beaucoup des exportations d'hydrocarbures dont les prix se sont envolés sur la période 2007-2014, générant d'importantes réserves de change pour les pays concernés. Les fonds souverains se sont affirmés comme outils de gestion de la rente visant à diminuer la volatilité des revenus, à dissocier les revenus des dépenses et à permettre une gestion plus transparente de la rente. Cependant, cela a conduit à une accumulation de réserves, faisant passer les fonds d'une logique de gestion à une logique d'investissement et d'optimisation. Ils se sont affirmés comme de véritables instruments d'investissement public visant à investir les excédents budgétaires ou commerciaux dans une logique de long terme en gérant un portefeuille diversifié d'actifs. Les fonds ont depuis tenté de redéfinir leurs stratégies d'allocations de leurs actifs pour maximiser leur rentabilité sans pour autant mettre en question leur rôle de gestionnaire de rente fossile.

- Le Fonds souverain norvégien présente, bien qu'il soit unique en de nombreux points, des problèmes juridiques identiques à ceux posés par tout fonds souverain:

Comme pour tout fonds souverain, le premier problème qui se pose à celui voulant étudier le Fonds norvégien est un problème définitoire. Ainsi que le formule Laurence Dubin <sup>4</sup>, les fonds souverains font l'objet d'une « ambivalence ontologique ». A la fois publics par leurs sources de revenus et gestion, et privés par leurs opérations, il est délicat de les classer et de déterminer le droit du coup sous lequel ils tombent. Les critères de Salini, qui permettent de saisir ce qui appartient ou non à la qualification d'investissement, ne sont pas toujours pleinement remplis par les opérations des fonds souverains. Selon ces critères, une opération doit répondre à trois caractéristiques pour être qualifiée

---

<sup>3</sup> Sovereign Wealth Fund Institute, 2014

<sup>4</sup> Laurence Dubin, « Propos introductifs », *Journée d'études université paris 8, Les fonds souverains: entre affirmation et dilution de l'Etat face à la mondialisation*, 2014

d'investissement, et par conséquent pour bénéficier de la protection conventionnelle qui découle de cette qualification. L'opération doit être caractérisée par l'existence d'un apport, d'une durée d'immobilisation et par l'éventualité de profits ou de pertes. Par ailleurs, comme le souligne Patrick Julliard<sup>5</sup>, tous les pays, même au sein de l'Union européenne, ne s'accordent pas sur une définition unique des fonds souverains. Pour l'Allemagne, un fonds souverain est un investisseur car il s'agit en droit allemand de toute personne morale, société ou organisation commerciale ou autre, dotée ou non de la personnalité juridique, que ses activités soient orientées ou non vers la recherche d'un profit. A l'inverse, le modèle français laisse persister un doute quant au statut d'investisseur du fonds souverain: l'investisseur est défini comme toute personne morale constituée sur le territoire de l'un des Etats parties, conformément à la législation de ce dernier, ce qui implique nécessairement, que, dès lors qu'un fonds souverain ne posséderait pas la personnalité juridique, il ne saurait se prévaloir des droits conventionnels. Le Fonds norvégien est lui géré par la Banque centrale de Norvège, organe public, contrôlé par le Parlement et le gouvernement, mais réalise les mêmes opérations que pourrait le faire un fonds privé, sans que pour autant ces opérations ne remplissent toutes les critères de Salini, notamment celles visant à lisser les effets de l'érosion monétaire (sauf à considérer qu'il s'agisse de recherche de profits comme l'envisage Patrick Julliard<sup>6</sup>).

Ambivalence ontologique aussi car les fonds souverains marquent la capacité de l'Etat à s'adapter aux impératifs financiers d'aujourd'hui pour les influencer, mais ils marquent aussi une forme de dilution<sup>7</sup> de l'Etat dans la mondialisation. En effet, il est possible d'affirmer que les fonds souverains représentent une forme d'intervention de l'Etat moderne, adaptée aux enjeux contemporains, afin d'assurer une fonction régaliennne: la « permanence intergénérationnelle d'une nation », ainsi que le formule Franck Tannery<sup>8</sup>. Cependant, les fonds souverains constituent aussi un aveu de la part des Etats: il leur est nécessaire de se tourner vers la finance pour assurer la solidarité entre les générations.

Ambivalence ontologique enfin car il est délicat d'assigner des caractéristiques communes précises aux fonds souverains. Leur grande hétérogénéité rend difficile toute tentative définitoire. Cette hétérogénéité est particulièrement visible dans les différences de stratégies adoptées par les fonds souverains. A. Dixon et A.H.B. Monk dressent une typologie des fonds souverains selon leur logique de gestion.<sup>9</sup> Un premier groupe de fonds souverain se définit par leur logique de "rentier pur ». Leur objectif est de faire fructifier leurs actifs en se conformant aux désirs du pouvoir politique. Il en est ainsi du fonds souverain algérien, à travers lequel l'Etat algérien agit. Un second groupe est

---

<sup>5</sup> Patrick Julliard, « Propos introductifs », *Journée d'études université paris 8, Les fonds souverains: entre affirmation et dilution de l'Etat face à la mondialisation*, 2014

<sup>6</sup> Patrick Julliard, « Propos introductifs », *Journée d'études université paris 8, Les fonds souverains: entre affirmation et dilution de l'Etat face à la mondialisation*, 2014

<sup>7</sup> Laurence Dubin, « Propos introductifs », *Journée d'études université paris 8, Les fonds souverains: entre affirmation et dilution de l'Etat face à la mondialisation*, 2014

<sup>8</sup> Franck Tannery, « Les fonds souverains, des investisseurs financiers aux stratégies standards », *Journée d'études université paris 8, Les fonds souverains: entre affirmation et dilution de l'Etat face à la mondialisation*, 2014

<sup>9</sup> A. Dixon, A.H.B. Monk « Rethinking the Sovereign in Sovereign Wealth Funds », *Transactions of the Institute of British Geographers*, vo.31, janvier 2012

caractérisé par sa logique dite de « stratèges ». Leur objectif est d'assurer le développement de leur pays sur le long terme, afin d'accroître l'influence internationale de ce dernier. Le fonds China Investment Corporation est emblématique de cette logique. Un troisième groupe de fonds souverains se distingue par sa logique de « défenseur ». L'objectif des fonds souverains appartenant à ce groupe est de protéger un territoire pour renforcer la compétitivité des entreprises du pays. Le Fonds stratégique d'investissement applique cette logique en France. Enfin, un dernier groupe se définit par sa logique « moralisatrice et éthique », c'est-à-dire qu'il impose des règles de comportement morales et éthiques au reste du monde via les entreprises dans lesquelles il investit. C'est le cas du Fonds norvégien, mais il n'est pas seul dans cette catégorie. S'y trouve notamment le Fonds de l'Alberta. Il s'agit d'un type de fonds souverain qui se distingue de tous les autres groupes par le fait qu'il intègre la morale, et l'éthique -du moins supposément- à sa gestion.

La définition des fonds souverains adoptée dans cette étude sera celle établie par la Commission européenne<sup>10</sup>, comme suit: « les Fonds souverains sont généralement définis commodes instruments d'investissement publics, qui gèrent un portefeuille diversifié d'actifs financiers nationaux et internationaux ». Cette définition sera précisée par celle de l'International Working Group of Sovereign Funds élaborée lors de l'élaboration des principes de Santiago<sup>11</sup> en octobre 2008. Cette définition précise que les « Sovereign Wealth Funds are special-purpose investment funds or arrangements that are owned by the general government. Created by the general government for macroeconomic purposes. Sovereign Wealth Funds hold, manage or administer assets to achieve financial objectives, and employ a set of investment strategies that include investing in foreign financial assets. Sovereign Wealth Funds have diverse legal, institutional and governance structures. They are heterogeneous groups, comprising fiscal stabilization funds, saving funds, reserve investment corporations, development funds, and pension reserve funds without explicit pension liabilities. »

Toutefois, si le Fonds souverain norvégien partage la même ambivalence ontologique que les autres fonds souverains, la difficulté à saisir la nature exacte du GPFG est d'autant plus grande qu'il a un mandat plus large que celui de ses homologues étrangers. En effet, il vise à changer la société, comme les *Guiding Principles* fournies par la NBIM l'affirment, et non pas à seulement maximiser les profits tout en respectant les règles légales en vigueur.

- **Le Fonds souverain norvégien: un soutien au gouvernement depuis la création du Fonds qui n'empêche pas une réussite financière considérable**

Il fut abondé pour la première fois en mai 1996 par le gouvernement norvégien avec un chèque de 2 milliards de couronnes (305 milliards de dollars), soit six ans après sa création car de 1990 à 1996 la Norvège connut une récession au début des années 1990. Le Fonds norvégien recueille tous les revenus pétroliers publics, tels que les taxes ou les gains liés aux participations directes de l'Etat dans les gisement d'hydrocarbures, les dividendes de Statoil -firme publique à 67%- et en retour le

---

<sup>10</sup> Communication de la Commission européenne du 27 février 2008

<sup>11</sup> Voir annexes

gouvernement est autorisé à utiliser le rendement estimé du Fonds norvégien. Le rendement estimé était fixé à 4% mais ce seuil a été abaissé à 3%, après inflation et coûts de gestion. Ainsi, le Fonds contribue annuellement au budget de l'Etat à hauteur de 4% de ses rendements sur investissement.

Aujourd'hui, le gouvernement puise plus qu'il ne place dans le Fonds norvégien à cause de la diminution des revenus du pétrole. Cela n'empêche toutefois pas le Fonds de grossir grâce aux rendements des investissements et aux effets de change. Le 12 septembre 2017, le Fonds norvégien atteint un niveau record puisqu'il franchit la barre symbolique des 1 000 milliards de dollars d'encours sous gestion.

#### **Les investissements du Fonds norvégien par pays en 2018:**

Region	Millions of kroner <sup>1</sup>	Percent
North America	2,243,147	41.0
US	2,124,610	38.8
Canada	118,537	2.2
Europe	1,864,921	34.0
UK	512,347	9.4
France	278,329	5.1
Germany	267,986	4.9
Switzerland	245,059	4.5
Spain	95,470	1.7
Netherlands	94,037	1.7
Sweden	90,114	1.6
Italy	78,247	1.4
Denmark	51,409	0.9
Finland	41,459	0.8
Belgium	34,987	0.6
Asia	1,094,288	20.0
Japan	486,598	8.9
China	197,742	3.6
South Korea	96,298	1.8
Taiwan	90,340	1.6
Hong Kong	69,236	1.3
India	64,050	1.2
Oceania	123,695	2.3
Australia	116,938	2.1
Latin America	84,431	1.5
Brazil	53,451	1.0
Africa	43,234	0.8
South Africa	36,781	0.7
Middle East	25,043	0.5

<sup>1</sup> Does not sum up to total market value because cash and derivatives are not included.

Source: Investir, « 2018, une année difficile pour le Fonds norvégien », 2019

- **Une gestion prudente des ressources, principalement investies en actions...**

Le Fonds norvégien réalisa son premier investissement en 1998. Le Fonds norvégien investit l'intégralité de ses ressources dans des actions, des obligations et des placements immobiliers, à l'étranger, dans 77 pays. Les presque trois-quarts des actifs sont des actions. A la fin du second trimestre 2018, le Fonds était investi à 65,1% en actions, à 32,4% en obligations, tandis que l'immobilier ne représentait que 2,5% des actifs, bien que cette part soit en augmentation.

A travers elle, le Fonds norvégien déteint des parts dans 9 000 entreprises, pour 1,3% de la valeur globale des marchés d'actions, et pour 2,3% du marché des actions en Europe. Le Fonds norvégien représente aujourd'hui 1,4% de la capitalisation mondiale. La majorité de ses investissements sont réalisés en Europe.

- **... distincte de celle des autres Fonds souverains par l'éthique et la transparence affichées comme principes de gestion:**

Le Fonds se distingue par une gestion prudente de son portefeuille, dans la mesure où il vise à assurer la pérennité de l'Etat-providence, même une fois que les ressources pétrolières du pays auront été épuisées. Par précaution, les participations dans une entreprises sont ainsi limitées à 5%. Cela est caractéristique de la gestion prudente du Fonds souverain.

La particularité du Fonds norvégien est qu'il obéit à des règles éthiques, fixées par le Parlement norvégien. Ainsi, avant d'investir, le Fonds norvégien doit tenir compte, comme tout fonds institutionnel, de critère ESG (environnementaux, sociaux et gouvernance): si un fonds achète des actions de société d'exploration pétrolière, il devra compenser avec des titres peu émetteurs en CO2. Mais en plus de ces critères ESG communs à tous les Fonds institutionnels, le Fonds norvégien doit tenir compte de règles éthiques qui lui sont propres, fixées par le Parlement norvégien, et formalisées en 2004. Ces règles éthiques ont débouché sur l'exclusion, ou sur la mise en observation, de près de 150 entreprises.

Une autre particularité du Fonds norvégien, qui va de concert avec sa gestion dite éthique, est sa transparence. Le Fonds norvégien se distingue de la plupart des fonds souverains par sa transparence puisqu'il publie annuellement, en norvégien et en anglais, un bilan qui est publique. Ses comptes sont vérifiées par la branche audit de la Banque de Norvège.

*b.Description: des règles financières strictes pour assurer la solidité d'un Fonds d'investissement ayant pour ambition affichée de changer la société*

- Des règles financières strictes visant à préserver un délicat équilibre: soutenir la satisfaction des besoins de la population norvégienne actuelle tout en assurant le financement des retraites futures

Aujourd'hui, le capital du Fonds norvégien investi en actions ne peut pas dépasser 70% du total, soit 67,6% à la fin du troisième trimestre 2018, et le Fonds ne peut détenir plus de 5% du capital d'une entreprise. La part des investissements immobiliers parmi les investissements globaux du Fonds norvégien est elle aussi limitée à 5%. Ces règles strictes garantissent une gestion prudente des actifs sous gestion, dans l'objectif de maximiser les gains en limitant les risques au minimum. Cette prudence dans la gestion s'est avérée fructueuse à en juger par les performances du Fonds souverain norvégien.

A sa création, les prévisions estimaient que le Fonds norvégien atteindrait un pic de valeur en 2020, évalué à 1,3 fois le Produit intérieur Brut (PIB) de la Norvège. En 1990, pareille prévision paraissait excessivement optimiste. Et pourtant, cette prévision a été sous-évaluée par rapport à la réalité de la valeur du Fonds norvégien dans les années 2000, notamment en 2017 quand le Fonds norvégien a atteint une valeur de 1 000 milliards de dollars. Le meilleur semestre du Fonds fut le premier semestre 2017, avec un rendement de 6,5% soit de 499 milliards de couronnes. La valeur du Fonds a été tirée par le dynamisme des Bourses ainsi que par la vigueur de l'euro. La mise à jour de la valeur du Fonds, en direct sur Internet, indique ainsi, au 31 mars 2017, 8 943 536 167 434 couronnes norvégiennes. Le Fonds vaut aujourd'hui 2,7 fois le PIB de la Norvège, qui était de 378,6 milliards de dollars en 2016 selon la Banque Mondiale.

- Un processus décisionnel politiquement inclusif visant à assurer la légitimité du Fonds Norvégien au sein de la population.

Le Ministère des finances et le Parlement décident de la stratégie d'investissement du Fonds lors d'un processus de consensus et d'inclusion politique.

Siv Jensen, Ministre des Finances de Norvège, affirme que « les ressources naturelles du pays appartiennent à la nation norvégienne dans son ensemble »<sup>12</sup> et qu'elles doivent « bénéficier à la population toute entière » selon la Ministre. Ces propos traduisent la volonté d'atteindre une gestion consensuelle des ressources, sous forme de bien commun. Dans cette même idée d'un processus inclusif politiquement de la gestion du Fonds norvégien, les activités menées par la Norges Bank Investment Management sont détaillées dans un rapport annuel et sur le site Internet de la Banque de Norvège. Le but, selon Siv Jensen, est bien que « Tout le monde puisse les consulter à sa guise. » La rhétorique mise en place par le gouvernement norvégien montre la volonté d'inscrire la légitimité du Fonds norvégien dans la population. L'objectif est d'installer une rhétorique qui inclue la population norvégienne dans la gestion du Fonds -du moins de façon rhétorique- afin d'accroître la légitimité du Fonds. Celui-ci est ainsi décrit comme appartenant à toute la population, chaque citoyen ayant

---

<sup>12</sup> Siv Jensen, *Politique Internationale*, n°162, hiver 2018-2019, « Norvège: exemple d'un fonds souverain éthique »

théoriquement un droit de regard sur le Fonds via l'actualisation en directe de sa valeur sur le site Internet et la publication d'un rapport annuel disponible pour tous.

C'est le Parlement norvégien qui a décidé que le Ministère des Finances serait responsable de la gestion du Fonds norvégien. Mais le Ministère des Finances n'en détient pas pour autant la gestion opérationnelle quotidienne, puisque cette mission revient à la Banque de Norvège, et plus particulièrement à une de ses entités, la Norges Bank Investment Management (NBIM). Cette dernière agit selon le mandat que lui a confié le Ministère des Finances. Ce mandat précise les sphères d'investissements possibles et l'indice stratégique de référence du Fonds. Il rappelle également les exigences de l'Etat en matière de gestion des risques, d'investissement responsable et de reporting. Le politique, émanation du peuple par l'élection, décide par conséquent des grandes lignes de la politique de gestion du Fonds norvégien. Le processus politique se veut ainsi inclusif.

Le Ministère des Finances rédige chaque année un livre blanc à destination du Parlement. Dans ce livre blanc sont abordés les aspects principaux de la gestion du GPF. La Norges Bank Investment Management informe quant à elle le Ministère des Finances de l'évolution de la performance du Fonds tous les trimestres. L'ensemble de ce processus traduit une forte volonté de transparence dans la gestion du Fonds, qui vise selon Siv Jensen à accroître le soutien dont bénéficie ce dernier au sein de la population mais aussi à l'étranger, notamment auprès des responsables politiques étrangers.<sup>13</sup> Le processus de contrôle du Fonds norvégien, outre celui effectué par la branche audit de la Banque de Norvège, est ainsi effectué par le Parlement, émanation du peuple. Indirectement, le peuple est supposé contrôler de la sorte le Fonds norvégien.

- **Un deuxième aspect de la dimension politique du Fonds norvégien: l'exclusion**

Lorsqu'une société n'obéit aux principes et règles éthiques déterminées par le Fonds norvégien, celui-ci se réserve -au terme d'un processus d'investigation et de dialogue- le droit de l'exclure de sa liste des investissements potentiels. Une exclusion récente est emblématique de cette pratique par le Fonds norvégien.

Le Fonds norvégien a exclu en janvier 2019 de son portefeuille un groupe chinois pour violation des Droits de l'Homme, Texwinca, producteur de filets de pêches, tissus et textiles, du fait de sa participation majoritaire dans le groupe Megawell Industrial. Ce groupe est épinglé pour les conditions de travail dans ses usines au Vietnam par le Conseil d'éthique du Fonds norvégien. Le Conseil d'éthique l'accuse de discrimination des employés féminins, de risques pour la santé et la sécurité sur le lieu de travail et de restrictions à la liberté syndicale. La Banque centrale norvégienne affirme qu'il existe « un risque inacceptable que l'entreprise soit coupable de violations sérieuses ou systématiques des Droits de l'Homme ». Fin 2017, le Fonds norvégien détenait 1,01% de Texwinca, pour un montant de 7,7 millions de dollars.

---

<sup>13</sup> Siv Jensen, *Politique Internationale*, n°162, hiver 2018-2019, « Norvège: exemple d'un fonds souverain éthique »

Par ailleurs, pour changer la société dans laquelle il agit, le Fonds norvégien utilise son pouvoir d'influence sur les marchés afin d'orienter les fonds. Le Fonds gouvernemental utilise son influence en premier lieu lorsqu'il exclut une entreprise de son portefeuille d'investissement. En cas d'exclusion d'une entreprise par le Fonds norvégien, de nombreux investisseurs sont influencés par cette exclusion. Le Fonds a en effet la réputation de faire une gestion durable de ses investissements. S'il choisit d'exclure une entreprise de ses investissements, les autres investisseurs sont alors amenés à penser que cette entreprise n'est pas solide et vont eux aussi s'en détourner. Si le Conseil d'éthique, créé en 2004, recommande la cession d'une entreprise du Fonds norvégien, le cours de l'entreprise en question peut chuter jusqu'à 9%. Les trois-quarts des entreprises faisant l'objet d'une décision d'exclusion par le Fonds norvégien verront leur cours chuter à court et moyen terme. Toutefois, il y eut quelques exceptions notables par le passé. Certaines entreprises ayant fait l'objet d'une recommandation d'exclusion par le Conseil éthique n'ont pas vu leurs cours chuter. Il s'agit de Texwinca Holdings, d'Evergy (dont le cours a augmenté le jour de son exclusion) et Washington H Soul Pattinson. La publicité donnée aux exclusions n'a pas toujours été corrélée avec un effet plus durable sur le cours des actions des entreprises exclues que lorsque les exclusions ont été moins médiatisées.<sup>14</sup> A l'inverse, les achats d'actions par le Fonds norvégien ont eu systématiquement eu un effet à la hausse sur le cours d'une entreprise mais dans la plupart des cas cet effet n'a été que temporaire.<sup>15</sup>

Le Fonds norvégien cède sa participation jusqu'à deux mois avant l'exclusion officielle, et le jour de l'annonce de l'exclusion du Fonds le cours de la société perd en moyenne 2,4%. Lorsque le Conseil éthique recommande la cession des titres d'une société pour « mauvaise conduite », une chute de 3% du cours de cette société en moyenne est observée.

L'influence que le Fonds norvégien exerce sur les marchés passe aussi par les simples déclarations des responsables du Fonds. Le Brexit et les perspectives financières qu'il fait naître donnent ainsi lieu à des prises de position d'Yngve Slyngstad, Président Directeur Général de la Norges Bank Investment Management, en vue de réduire les tensions financières causées par le Brexit. Yngve Slyngstad affirme que le Fonds demeurera un investisseur de long terme au Royaume-Uni, malgré la perspective du Brexit. Malgré cette affirmation, la Norges Bank Investment Management affirme elle aussi s'inquiéter des tensions géopolitiques et commerciales observables à l'heure actuelle. Trond Grande, numéro 2 de la Norges Bank Investment Management, s'inquiète « Il est juste de dire qu'une augmentation des barrières commerciales ou même des guerres commerciales ne sont pas bénéfiques pour le Fonds en tant qu'investisseur international de long terme . », faisant notamment référence aux tensions entre les Etats-Unis et la Chine. L'administration américaine accuse la Chine de concurrence déloyale, et projette une nouvelle tranche massive de taxes douanières sur des produits chinois.

- Troisième aspect politique du Fonds norvégien: l'exemplarité

---

<sup>14</sup> Beck & Fidora, « The impact of SWF on Global Financial Markets », 2008

<sup>15</sup> Kotter & Lel, « Friends or Foe », 2008

Le Fonds norvégien, à entendre le discours de ses dirigeants, vise avant tout à changer la société. Dans ce but, son premier levier d'action est de servir d'exemple. Il s'agit selon les discours des dirigeants du Fonds norvégien d'exemplarité. En tant qu'investisseurs, ils encouragent les entreprises en leur envoyant des signaux, notamment sur les pratiques que le Fonds désire voir observées par les entreprises. Le Fonds norvégien pèse de la sorte sur les stratégies des entreprises, d'autant qu'il est fréquemment l'actionnaire détenant le plus de parts dans ces entreprises.

Pour peser encore plus sur la stratégie des entreprises, le Fonds norvégien s'implique de façon croissante dans les assemblées générales des entreprises dans lesquelles il est actionnaire. Ce n'est pas le seul fonds d'investissement à faire cela. Amundi est ainsi un fonds d'investissement qui se démarque de ses concurrents par son engagement en termes d'investissements responsables, tant dans le choix de ses investissements que dans sa politique de vote comme le montrent ses choix de vote en 2018<sup>16</sup> (Amundi a été désigné pour 2018 31ème entreprise la plus durable au monde par Corporate Knights, média canadien dédié à la licence responsable) ainsi que sa politique de vote pour 2019<sup>17</sup>. La publication de la politique de vote d'Amundi précise que les votes d'Amundi en 2019 seront guidés par deux préoccupations, l'élévation des températures et le « creusement des inégalités qui engendrent des divisions sociales ». Amundi a par exemple créé un fonds dédiés aux projets ESG, doté d'un encours de 10 milliards d'euros. Le montant considérable de cet encours, qui sera en outre doublé en 2021, montre qu'Amundi veut véritablement devenir un modèle de gouvernance ESG, tout comme avec le Fonds norvégien. Ainsi on a le sentiment d'assister à une réelle prise de conscience écologique de la part des fonds d'investissement, notamment de la part d'Amundi et du Fonds norvégien. Amundi<sup>18</sup> encourage ainsi des innovations financières visant à diminuer l'exposition des portefeuilles au risque carbone et à financer la transition écologique via des solutions par actions ou obligations. Cette ambition d'Amundi de devenir le fonds d'investissement modèle en matière ESG est illustrée par trois exemples.

Tout d'abord la création notable du fonds Amundi Transition Ecologie. En partenariat avec EDF, l'objectif de ce partenariat est de financer des infrastructures énergétiques. Ensuite le partenariat avec l'IFG pour lancer le plus grand fonds d'obligations vertes sur les marchés émergents, avec 1,5 milliard sous gestion, jamais lancé. Enfin, la création d'un fonds indiciel low carbon, premier EFT low carbon avec 850 millions de dollars sous gestion. Ces trois innovations manifestent une volonté de la part d'Amundi de mettre en oeuvre une stratégie de développement durable de long terme. On le voit, le Fonds norvégien n'est pas le seul à vouloir s'affirmer comme exemple de l'investissement écologique. D'autres fonds lui font concurrence, tel qu'Amundi. Ainsi, Amundi ambitionne de

---

<sup>16</sup> <http://le-groupe.amundi.com/Sites/Amundi-Corporate/Pages/Actualites/2019/Corporate-Knights-Amundi-a-nouveau-distinguee>

<sup>17</sup> <http://le-groupe.amundi.com/Sites/Amundi-Corporate/Pages/Actualites/2019/Publication-de-notre-politique-de-vote-2019>

<sup>18</sup> Yves Perrier, *Politique Internationale*, n°162, hiver 2018-2019, « Mobiliser les entreprises et les investisseurs pour une croissance durable »

devenir d'ici trois ans 100% ESG dans la notation, la gestion et les votes, ainsi que l'annonçait à l'automne 2018 son Plan d'action 2021.<sup>19</sup>

En somme, l'ambition du Fonds norvégien, comme d'autres fonds d'investissement, n'est rien de moins que de changer la société. C'est pourquoi Stéphane Boujnah, directeur général et président du Directoire d'Euronext, affirme que l'objectif de la finance responsable est d'avoir « un impact sur la société, au-delà de la rentabilité »<sup>20</sup> et cela en mobilisant des ressources financières afin d'atteindre un des objectifs de long terme en matière environnementale. L'implication du Fonds auprès des océans est manifeste de cette ambition de changer la société. Yngve Slyngstad insiste par exemple sur le fait que « L'océan est un élément vital de la biosphère et un élément important pour l'économie mondiale », expliquant dans un communiqué que « Nous attendons des entreprises qu'elles gèrent les défis et opportunités liées à une utilisation durable des océans ». Le Fonds norvégien est au capital de 9000 entreprises, ce qui permet à Yngve Slyngstad d'affirmer que « Le business model de nombre de sociétés de notre portefeuille dépend des océans et leurs activités sont susceptibles d'être affectées par la dégradation des océans. Cela pourrait réduire leur capacité à générer de la valeur pour les investisseurs à long terme. » La solution, pour le Fonds, réside dans la transition vers une économie circulaire, une pêche durable pour tout secteur ayant un effet durable sur les océans.

Le Fonds norvégien sert d'exemple non seulement aux entreprises mais aussi à d'autres pays, et ce malgré que l'éthique ait un coût. Ainsi, le fonds finlandais, nommé Varma, suit de plus en plus la même stratégie éthique que le Fonds norvégien. Il a annoncé accroître sa politique de lutte contre le réchauffement climatique en augmentant notamment ses audits sur critères ESG des compagnies fortement émettrices de CO<sub>2</sub>, ou encore en ajoutant à sa liste de sociétés exclues des entreprises dont l'activité dépend à 30% du charbon ou de la lignite, comme le fit le Fonds norvégien en 2015.

- **Exercer une influence politique via le droit de vote, une stratégie payante du Fonds norvégien:**

Afin de changer le monde extérieur aux marchés (environnement, politique...), le Fonds norvégien veut changer les pratiques internes aux entreprises actives sur les marchés. Dans cet objectif, il prend un rôle de plus en plus actif à la gouvernance des entreprises. Le Directeur général du Fonds norvégien définit le Fonds comme non pas comme un investisseur actif mais comme un propriétaire actif, agissant pour « ce que nous pensons être le bien de tous ». Le Fonds norvégien a ainsi publié trois positions pour une meilleure gouvernance des entreprises dans lesquelles il investit. Le Fonds demande une expertise réelle des membres des conseils d'administrations dans l'industrie où s'exerce l'activité de l'entreprise. Il exige de plus un investissement de temps suffisant de la part des membres du conseil d'administration ainsi qu'une séparation des pouvoirs grâce à un président indépendant. Si le Fonds norvégien insiste sur le Conseil d'administration, c'est parce que selon lui un Conseil d'administration efficace est la garantie d'un bon rendement de l'entreprise à long terme. Ainsi, le Conseil d'administration doit avoir selon le Fonds norvégien une connaissance approfondie du

---

<sup>19</sup> Amundi, *Plan d'action 2021*, 08/10/2018, <http://legroupe.amundi.com/Sites/Amundi-Corporate/Pages/Actualites/2018/Ambition-2021?xtmc=plan%20d%27action%202021&xtr=1&xtnp=1>

<sup>20</sup> Stéphane Boujnah, *Politique Internationale*, n°162, hiver 208-2019, « Places boursières: promouvoir un modèle européen »

secteur, et deux membres du Conseil d'administration, indépendants, doivent être issus de ce secteur. Chaque administrateur doit faire au maximum 5 mandats selon le Fonds. Le Président exécutif ne peut pas présider d'autres conseils d'administration. Les administrateurs doivent être disponibles pour des événements imprévus, le taux de présence individuel doit être publié. Le Conseil d'administration est présidé par un membre indépendant, non exécutif. Le Président définit la stratégie, le Directeur général la met en oeuvre car selon le Fonds norvégien cette opération permet de mieux suivre les performances de la direction et de mieux contrôler le Directeur général.<sup>21</sup>

Un autre exemple de la volonté du Fonds norvégien de conjuguer gouvernance active et éthique réside dans sa demande d'un plafonnement de la rémunération des patrons et d'une plus grande transparence fiscale des entreprises. Longtemps peu regardant en la matière, le Fonds norvégien s'implique de plus en plus dans la gouvernance des entreprises dont il est actionnaire. Il a notamment voté contre la politique de rémunération des dirigeants de Google via ses participations dans Alphabet (société-mère de Google), de Goldman Sachs, JP Morgan et Sanofi. Le Fonds norvégien incite les entreprises dans lesquelles il est actionnaire à respecter le principe du *say on pay*, qui consiste à soumettre la rémunération des dirigeants d'une entreprise au vote des actionnaires, malgré que cela présente le risque que le niveau des dividendes devienne le seul souci des actionnaires, au détriment des performances de l'entreprise, ce qui peut paraître difficilement conciliable avec les autres principes éthiques du Fonds norvégien. Le Fonds norvégien souhaite qu'une part significative de la rémunération annuelle totale soit fournie en actions bloquées pour au moins 5 ans, et de préférence pour 10 ans, indépendamment d'une démission ou d'un départ en retraite, sans condition de performance. La Banque nationale de Norvège demande quant à elle plus de transparence fiscales, stipulant que « Les impôts doivent être payés là où la valeur est générée. »

- **Cependant le Fonds norvégien s'inscrit dans une dialectique: non seulement il change la société mais la société influe sur lui en retour:**

Si le Fonds norvégien donne une nouvelle dimension à son rôle d'investisseur en s'impliquant dans l'éthique, c'est aussi parce que la société civile souhaite un tel engagement de la part des acteurs économiques privés. Jean-Dominique Sénard affirme ainsi que l'entreprise est « plus qu'au service d'un groupe. »<sup>22</sup> Le rapport de Nicole Notat et Jean-Dominique Sénard<sup>23</sup> en est emblématique: l'entreprise y est vue comme un acteur politique, et plus seulement économique, devant jouer un rôle dans la société en lien avec la politique, l'environnement ou le social. La première recommandation du rapport conseille ainsi de modifier l'article 1833 du Code Civil stipulant que « toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés ». Le rapport recommande l'ajout d'un deuxième alinéa stipulant « La société doit être gérée dans son intérêt propre, en

---

<sup>21</sup> [https://www.lesechos.fr/13/02/2018/lesechos.fr/0301292310128\\_le-fondss-souverain-norvegien-somme-les-entreprises-de-lutter-contre-la-corruption.htm](https://www.lesechos.fr/13/02/2018/lesechos.fr/0301292310128_le-fondss-souverain-norvegien-somme-les-entreprises-de-lutter-contre-la-corruption.htm)

<sup>22</sup> Jean-Dominique Sénard, *Politique Internationale*, n°162, hiver 2018-2019, « L'entreprise au coeur de la cité »

<sup>23</sup> [https://travail-emploi.gouv.fr/IMG/pdf/entreprise\\_objet\\_interet\\_collectif.pdf](https://travail-emploi.gouv.fr/IMG/pdf/entreprise_objet_interet_collectif.pdf), L'entreprise, objet d'intérêt collectif, Jean-Dominique Sénard & Nicole Notat, 2018

considérant les enjeux sociaux et environnementaux de son activité. » Mais le droit des sociétés traite déjà de l'intérêt propre des entreprises, via la question de l'abus de bien social. Le droit des sociétés considère que l'entreprise, qui est un être moral, dispose de droits propres qu'elle peut et surtout doit imposer aux actionnaires. Nicole Notat et Jean-Dominique Sénard recommandent de confier aux conseils d'administration et de surveillance la détermination d'une « raison d'être » visant à orienter les activités de l'entreprise en fonction des enjeux sociaux et environnementaux choisis. L'article L225-35 du Code de commerce serait ainsi rédigé : « Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la société en référence à la raison d'être de l'entreprise, et veille à leur mise en œuvre, conformément à l'article 1833 du Code civil ». C'est l'idée selon laquelle les administrateurs élus par les actionnaires auraient un droit, voire un devoir, de définir la raison d'être de l'entreprise et de veiller à ce que cette raison d'être oriente les activités de l'entreprise.

En conséquence, la politisation de l'entreprise, et par extension des fonds souverains, n'est pas uniquement le fait des fonds souverains. Elle est également voulue par la société au travers de son émanation, le politique, ainsi que le montre le rapport Notat-Sénard.

Plus précisément, les aspirations du monde moderne se greffent sur l'entreprise. L'entreprise choisit des « raisons d'être » en écho aux préoccupations du monde moderne, telles qu'elles sont exprimées par les citoyens. C'est ce que révèle une brève revue des causes, ou raisons d'être, défendues par les entreprises, ce à quoi le Fonds norvégien ne fait pas exception. Jean-Dominique Sénard, Président de Michelin, estime ainsi que l'entreprise est un « objet politique sur lequel se greffent les aspirations du monde moderne » et que la chance de Michelin est que ce qui a « toujours » constitué sa raison d'être coïncide aujourd'hui avec les aspirations de la société.<sup>24</sup> Le discours du Président de Michelin est emblématique d'une conception nouvelle de l'entreprise au sein de la Cité. Selon Jean-Dominique Sénard, l'entreprise a une place définie dans la vie politique, sociale et économique. Comme le dit Nicole Notat, l'entreprise est un « objet d'intérêt collectif ». Ceci explique l'inscription dans la « Constitution » (mot emblématique de la politisation de l'entreprise s'il en est) de l'objectif de rendre la mobilité plus fiable et d'aider chaque collaborateur à se « développer ». Selon Jean-Dominique Sénard, cette politisation des entreprises date de la COP 21. C'est à cette occasion qu'a été créée Entreprises pour l'environnement. Cette association a inspiré l'esprit général du Rapport Notat-Sénard, et Jean-Dominique Sénard en est d'ailleurs président.

Les aspirations de la société se greffant sur l'entreprise ne sont pas seulement communiquées aux entreprises par l'intermédiaire du politique. Elles le sont aussi via les Organisations non gouvernementales (ONG). L'action des ONG visant à guider les entreprises vers plus d'écologie est protéiforme. Pour ce qui est des fonds souverains, elle prend la forme d'incitations ou de désincitations. Des ONG vont de cette façon exercer des activités de lobbying sur les acteurs publiques pour qu'ils pénalisent légalement certains investissements ou faire du « name and shame », c'est-à-dire mener des campagnes médiatiques agressives dénonçant les investisseurs ou entreprises se détournant de l'économie ESG. Les ONG vont jusqu'à s'immiscer dans la gestion interne des

---

<sup>24</sup> Jean-Dominique Sénard, *Politique Internationale*, n°162, hiver 2018-2019, « L'entreprise au coeur de la cité »

entreprises. Ainsi, des ONG se sont opposées en Norvège à ce que la Banque Centrale norvégienne détienne plus de pouvoir dans la gestion du Fonds norvégien, en mettant en avant leur crainte d'une perte de transparence et d'ouverture.

## B. Les défis qu'affrontent le Fonds norvégien obscurcissent-ils ses perspectives d'avenir?

### *a. Pour faire face au vieillissement de la population et à l'exigence croissante de transparence, le Fonds norvégien sera amené à arbitrer entre rentabilité et éthique*

A l'avenir, les ambitions éthiques et mondiales du fonds norvégien seront menacées par un but concurrent, la gestion du vieillissement de la population. En effet, le Fonds norvégien sera amené à devenir pleinement un fonds de retraite. La population norvégienne est une population vieillissante. On le perçoit de plus en plus dans le discours des dirigeants, l'aspect soutenable du Fonds recule au profit du financement des retraites norvégiennes. Un changement l'illustre. Le Fonds norvégien a changé de nom officiel. De Norwegian Government Pension Fund, il est devenu Norwegian Government Pension Fund-Global. Le Fonds norvégien a ainsi intégré le Government Pension Fund, anciennement en charge du financement des retraites.

- **La coalition conservatrice au pouvoir met déjà en garde: un arbitrage entre rentabilité et éthique sera nécessaire**

La gestion éthique du Fonds telle qu'elle est faite aujourd'hui est critiquée par la nouvelle majorité gouvernementale conservatrice car elle est accusée d'être trop peu rentable, trop peu efficace, au regard des impératifs notamment démographiques. Le Ministère des Finances a annoncé en janvier 2019 la création d'une commission pour enquêter sur les règles d'investissements, devenues un fardeau selon les conservateurs. En effet, elles limitent la diversification du Fonds et en politisent la gestion, réduisant par conséquent sa performance. Cela représente le coût de l'éthique. Depuis 2010, le portefeuille de sociétés soucieuses de l'éthique a eu en moyenne un taux de rendement de 6,2 % par an,<sup>25</sup> alors que le taux de rendement moyen du portefeuille global sur la même période est lui de 10,6%. Entre 2006 et 2015, l'exclusion de secteurs comme le tabac et la défense a coûté au Fonds 127 milliards de couronnes soit 1,2% de sa performance boursière. Le Ministère des finances dont dépend le Fonds norvégien s'est pour cette raison opposé à la sortie des actions des industries gazières et pétrolières du Fonds. Les actions de ce secteur, qui représentent 367 milliards de couronnes au 3<sup>e</sup> trimestre 2018, soit 4,3% du portefeuille global, contribuent ainsi de façon non négligeable au rendement du Fonds.

La coalition conservatrice s'alarme également du nombre de secteurs exclus. Une commission créée par le Ministère des Finances livrera ses conclusions dans plusieurs mois, sur demande du Parlement, quant au risque d'utilisation plus politique que financière du Fonds. Cette inquiétude est de plus en plus présente sur la scène politique norvégienne: de nombreux parlementaires s'en alarment lors des sessions parlementaires. Début 2019, le Parlement étudie en vue de se prononcer l'exclusion du

---

<sup>25</sup> Rapports annuels du Norwegian Government pension Fund-Global

secteur des jeux et paris, ainsi que du secteur du pétrole et du gaz. Les gestionnaires du Fonds avancent l'argument selon lequel ce dernier tire ses ressources des hydrocarbures donc exclure ce secteur des investissements du Fonds permettra de ne pas l'exposer encore plus aux risques de ce secteur. Toutefois, Hilde Jervan, conseiller du Comité éthique, apporte une nuance à l'ampleur du travail de cette commission en rappelant qu'on ignore le mandat exact de la commission.

Une étude de 2016<sup>26</sup> souligne des problèmes similaires à ceux que la coalition conservatrice dénonce. Les auteurs estiment que la grande transparence du Fonds norvégien implique de communiquer sur toutes les décisions d'investissement du Fonds, et donc de prendre relativement peu de risques, quitte à être moins performant.

Ainsi, s'il faut reconnaître que l'approche actuelle est la source de la légitimité politique du Fonds, elle est également facteur de risque pour le GPFG à terme.<sup>27</sup> Tout d'abord, la transparence du Fonds -louable à bien des égards- menace la frontière traditionnelle entre investissement privé et responsabilité publique. Elle risque également de conduire le Fonds à connaître des performances décroissantes à l'avenir, notamment parce que selon les auteurs l'horizon de long terme du Fonds est défini par des règles éthiques plutôt que par des objectifs financiers.

Des études<sup>28</sup> soulignent également que toute institution financière qui place la participation au-dessus de l'expertise subira d'importants coûts. Payer ses coûts est alors un choix de la société norvégienne qui préfère choisir une valeur non-financière, apportée par l'éthique, plutôt que des gains financiers. Il s'agit de ce qu'Estlund décrit comme de l'« epistemic proceduralism », c'est-à-dire que la légitimité est un résultat de la procédure par laquelle les décisions sont atteintes et que la légitimité ne désigne pas la pertinence de ces décisions. La Section 5 des « Guidelines for the Management » de la NBIM l'illustre:

« 1. “The Fund is an instrument for ensuring that a reasonable portion of the country’s petroleum wealth benefits future generations” and “financial wealth must be managed with a view to generating a sound return in the long-term, which is contingent on sustainable development in the economic, environmental, and social sense.”

2. “The Fund shall not make investments that entail an unacceptable risk that the Fund is contributing to unethical acts or omissions” including violations of humanitarian principles, human rights, gross corruption, and severe environmental damage.

The Ministry identifies three mechanisms in which the fund can mobilize these principles:

1. The fund should exercise ownership rights based on “international conventions.”
2. The fund should use a negative screening of companies that produce weapons whose use violates fundamental humanitarian principles.

---

<sup>26</sup>Andrew Ang, William N. Goetzmann, Stephen M. Schaefer, « Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund – Global », 2009

<sup>27</sup> G.L. Clark & Ashby Monk, « The Norwegian Government Pension Fund: Ethics over efficiency », 2010

<sup>28</sup>G.L. Clark & Ashby Monk, « The Norwegian Government Pension Fund: Ethics over efficiency », 2010

3. The fund should exclude companies from the portfolio that constitute a “considerable risk” of corruption, environmental degradation, and the violation of human rights. »

Il s’agit ici d’un engagement à la légitimité procédurale, dans lesquelles les procédures qui donnent de la légitimité morale sont d’une importance plus grande que celles sources de rentabilité financière.

- **En plus du vieillissement, une autre problématique vient menacer l’éthique, la politique:**

Un autre débat secoue depuis plusieurs années la Norvège: le Fonds norvégien devrait-il exclure les producteurs de charbon? Exclure les sociétés productrices de charbon causerait très probablement des tensions avec l’Australie, et la Chine, pays producteurs de charbon. C’est la raison pour laquelle pareille exclusion n’a encore jamais été faite. D’autant que la Norvège possède elle-même une mine de charbon, et une centrale à charbon en Arctique. Telle exclusion est donc souvent taxée d’hypocrite par ses détracteurs. Pourtant, les responsables du Fonds norvégien ont annoncé que l’objectif du Fonds norvégien était de se désengager de toute société pour laquelle l’exploitation de charbon représente plus de 30% de l’activité. A terme, le Fonds norvégien doit assurer le financement des retraites norvégiennes. L’enjeu pour les dirigeants du Fonds sera par conséquent non seulement d’investir en respectant les critères ESG mais aussi d’être rentable. Se posera alors certainement la question de la conciliation entre ces deux exigences, l’investissement dit responsable et la rentabilité. Aujourd’hui, les responsables du Fonds norvégien affirment que si les prix du pétrole venaient à baisser, cela réduirait sans aucun doute l’argent disponible pour le Fonds norvégien mais que cela n’affecterait pas leur stratégie tournée vers l’investissement responsable. Ils préféreraient dégager moins de bénéfices en conséquence, et respecter leurs engagements éthiques. Le Parlement -puisque c’est lui qui a pris la décision- a exclu les producteurs de charbon du Fonds, ce qui montre que la politique l’a emporté sur les aspects financiers du Fonds norvégien. Un choix éthique est fait ainsi à l’issue d’un processus décisionnel politique, la question est de savoir si ce choix ne menacera pas la pérennité du Fonds.

Le portefeuille boursier du Fonds norvégien spécialisé en investissement responsable a connu un taux de rendement de 6,2% par an depuis 2016. En comparaison, le portefeuille global, sur la même période, a connu un taux de rentabilité de 10,6%. On estime ainsi qu’entre 2006 et 2015, les secteurs exclus comme la défense, ont coûté 127 milliards de couronnes norvégiennes au Fonds norvégien, soit 1,2% de sa performance boursière. Cette faible rentabilité est source de débats dans la classe politique norvégienne sur la gestion financière future du Fonds norvégien. Les conservateurs sont par exemple en faveur d’une poursuite, voire d’un développement, de l’investissement dans les casinos, qui offrent un fort taux de rentabilité, à l’inverse des travaillistes qui jugent que le Fonds norvégien devrait se garder d’investir dans les jeux de hasard, peu moraux selon eux.

Autre exemple de divergence entre éthique et rentabilité, le pétrole et le gaz comme investissements potentiels. Un rapport exécuté à la demande du gouvernement norvégien incite le Fonds norvégien à conserver ses actions dans des entreprises pétrolières et gazières que son portefeuille non dévolu aux investissements ESG détient. Ce rapport se fie à des critères financiers et non éthiques, à l’inverse de la politique actuelle de gestion du Fonds norvégien. Mais dans un contexte de diminution des recettes pétrolières, les appels à recourir à des investissements plus performants portent de plus en plus. Les

dividendes ne compensent pas à l'heure actuelle la perte de recettes et le bénéfice net annuel ne cesse de chuter. En 2014, le meilleur rendement parmi l'intégralité des investissements du Fonds norvégien fut par exemple l'immobilier, avec un taux de rentabilité de 10,4%. C'est la raison pour laquelle le Comité directeur du Fonds souhaite que 5% du Fonds soit en permanence investi dans l'immobilier.

Suite au rapport, le gouvernement donnera sa position définitive puis en débattrà devant le Parlement. C'est le politique qui par conséquent garde la haute main sur la gestion du Fonds norvégien. On le sait, décision a été prise d'exclure du Fonds norvégien les sociétés pétrolières et gazières, alors même qu'au deuxième trimestre 2017 le secteur pétrolier fut le plus performant du portefeuille non spécialisé dans l'investissement responsable. Autre illustration de la perméabilité entre les instances dirigeantes du Fonds norvégien et le gouvernement norvégien, une disposition spéciale de 2001 qui autorise le gouvernement à prélever annuellement jusqu'à 4% du Fonds pour équilibrer son budget. Un rendement inférieur contraindrait le gouvernement à réduire ses dépenses. Les ressources du Fonds viennent du secteur public. Cela semble aller à l'inverse du discours du Directeur général du Fonds norvégien qui ne cesse d'affirmer que les considérations stratégiques ou nationales ne sont jamais prises en compte. Il n'impose pas de vision norvégienne de ce que doit être un investissement durable, mais se base uniquement sur les recommandations des Nations Unies. Il ne peut investir qu'à l'étranger, sans quoi cela relèverait de la politique budgétaire qui est du domaine du gouvernement. Il nie également toute implication dans la politique étrangère norvégienne. Pour preuve de son indépendance du politique, le Directeur général du Fonds norvégien avance qu'une partie de la gestion est déléguée à des sociétés de gestions auxquelles sont fournies une liste de entreprises à exclure, bien que le Fonds norvégien exerce toujours lui-même les droits découlant de la propriété d'un titre. Ainsi, il exerce toujours lui-même son droit de vote aux Assemblées générales.

Enfin, une des illustrations de cette perméabilité qui fit le plus débat depuis la création du Fonds norvégien fut le recrutement, en 2005, du philosophe Henrik Syse par la NBIM pour réfléchir à la meilleure façon de rester rentable tout en exerçant un droit de vote éthique aux assemblées générales. Or Henryk Syse est connu en Norvège pour ses prises de position radicales en faveur d'un conservatisme chrétien qui est apparu contradictoire avec les engagements progressistes de la NBIM, mais plus proche de la sensibilité politique de certains dirigeants du Fonds. Ainsi, certains auteurs n'hésitent pas à affirmer que le Fonds norvégien « is enmeshed in the machinery of the government »<sup>29</sup>, soulignant notamment pour appuyer leur thèse que le GPF « is simply a deposit account within the Norwegian Central Bank »<sup>30</sup> et que « the asset manager for GPF is Norges Bank Investment Management (NBIM), which is directly accountable to the Bank's Governor and Board and ultimately to the Minister of Finance. As a result, NBIM employees are actually employees of the Central Bank. Also, the Ministry of Finance has ultimate responsibility for the management of the

---

<sup>29</sup>G.L. Clark & Ashby Monk, « The Norwegian Government Pension Fund: Ethics over efficiency », 2010

<sup>30</sup> G.L. Clark & Ashby Monk, « The Norwegian Government Pension Fund: Ethics over efficiency », 2010

funds, including its investment strategy, the regulation of investment, and its ethical guidelines. »<sup>31</sup>  
La répartition exacte des attributions entre la NBIM et le gouvernement reste peu claires.<sup>32</sup>

Plus largement, ces débats quant à la gestion du Fonds norvégien sont des conflits politiques sur la gestion d'un bien commun. Il s'agit de déterminer le taux de risque optimal pour toute la population.<sup>33</sup> Le Fonds norvégien force les sociétés dans lesquelles il investit à intégrer le coût social, les externalités, de leur activité. L'entreprise, à terme, devrait produire moins que si elle n'intégrait que le coût privé de sa production. Le Fonds norvégien la force à y ajouter la coût social en orientant une partie des bénéfices vers certaines causes, en faisant baisser la valeur de l'entreprise non respectueuse des recommandations via des exclusions ou en la forçant à respecter certaines normes. Le coût total de la production est donc plus important. Plutôt qu'une taxe pigouvienne, la prise en compte des externalités se fait alors grâce au rôle de propriétaire actif du Fonds norvégien. Il force les entreprises à prendre en compte ce qui est ignoré par le marché.

- Une confusion entre morale et éthique?

Le choix des investissements par le Fonds norvégien, nous l'avons vu, est présidé par des considérations sociales, environnementales, et politiques. Ce choix n'est pas toujours aiguillonné par l'impact environnemental de la décision, mais aussi parfois par son impact diplomatique ou économique. Il n'est donc pas toujours pleinement éthique. Restent les cas où ce choix est effectivement aiguillonné par des considérations environnementales et sociales. Afin de déterminer si un investissement potentiel est ou n'est pas éthique, le Fonds norvégien applique ses propres critères, et non pas ceux des organismes de certification internationaux. Par exemple, le Fonds norvégien a exclu de la liste de ses investissements possibles des banques finançant des sociétés d'armes comme Dexia, Axa, Fortis. Or Dexia et Fortis sont labellisés comme fonds de placement durables par Ethibel, label attestant qu'un investissement satisfait aux critères ESG. Le Fonds norvégien se retire ainsi d'entreprises respectant pourtant leurs engagements en ISR ou RSE. Le Fonds se retire par conséquent de entreprises respectant l'éthique des affaires. Agissant de la sorte, ce n'est pas l'éthique qui préside à ses décisions puisqu'il exclut des entreprises observantes de l'éthique des affaires. Ce sont plutôt des considérations morales qui président à ces décisions d'investissement ou d'exclusion. Le directeur de Safran, après son déclassement par le Fonds norvégien, s'est par exemple dit surpris, affirmant « Nous n'avons pas honte de travailler pour la Défense nationale ». Safran a été exclue par le Fonds alors même que les organismes de certifications internationaux reconnaissent que Safran respecte les engagements ISR et RSE. Elle a donc été exclue pour des considérations morales plutôt qu'éthiques. Or est-ce bien le rôle du Fonds norvégien d'être moral? La morale sera entendue comme l'application de valeurs considérées comme justes par

---

<sup>31</sup>G.L. Clark & Ashby Monk, « The Norwegian Government Pension Fund: Ethics over efficiency », 2010

<sup>32</sup>G.L. Clark & Ashby Monk, « The Norwegian Government Pension Fund: Ethics over efficiency », 2010

<sup>33</sup> Aizenman & Glick, « Sovereign Funds », 2008

croyance en ces valeurs, tandis que l'éthique sera définie comme la volonté argumentée de bien-agir suite à un processus de réflexion et de confrontation des actions possibles.

Le Fonds norvégien réalise un screening de première catégorie, c'est-à-dire négatif (exclut des entreprises selon certains critères), des entreprises pour une gestion qu'il affirme « éthique » et non pas morale, mais amélioré. En effet, les sociétés d'armement ne sont pas exclues en soi, seulement celles produisant certains types d'armement. Cela montre bien qu'il s'agit d'une approche morale de l'investissement, plus qu'éthique comme tout type d'armement n'est pas exclu (bien qu'en réalité, la majorité des groupes d'armement soient exclus).<sup>34</sup> Une des raisons qui font que le Fonds est plus moral qu'éthique est qu'il tente de se mettre en phase avec les ONG. En 2005, l'ONG norvégienne Norwatch souligne que le Fonds norvégien participe au capital de General Dynamics, Textron, Alliant Tech Système, ces entreprises étant toutes impliquées dans la production de mines anti-personnelle. Le Fonds a alors fait un premier pas en direction des ONG en demandant une enquête à la Norwegian Aid landmine division, Human Rights Watch's Arms Division, International Campaign to Ban Landmines, Norwegian Defence Research Establishment et EIRIS.

Toutefois, le Fonds norvégien s'engage de plus en plus dans la corporate gouvernance depuis 2005 via la Norges Bank en exerçant son droit de vote plutôt qu'en excluant. On se rapproche ainsi de l'éthique. La morale préside au choix d'investir, et une fois l'investissement fait l'exercice du droit politique dans l'entreprise est fait selon l'éthique. Sans cela, le Fonds norvégien ne relèverait pas le défi de l'accompagnement RSE des entreprises d'armement. D'autant que même si une entreprise d'armement arrêtaient la production pour laquelle elle a été exclue, elle ne serait probablement pas réintégrée par le Fonds norvégien, car celui-ci craindrait que l'opinion publique ait cru que tout armement avait été exclu et se sentirait alors floué.

*b. Critiques: un manque de transparence et une vision norvégienne de la société imposée au reste du monde?*

- Un manque de transparence sur la gestion du Fonds norvégien et sa proximité avec le gouvernement, malgré que le Fonds norvégien reste plus transparent que la plupart des autres fonds souverains:

---

<sup>34</sup>Cédric Paulin, « La stratégie d'investissement éthique du fonds pétrolier norvégien et les entreprises d'armement », *France Stratégie*, 2006

La gestion du Fonds norvégien est partagée entre différents organes politiques, mais l'exacte distribution des pouvoirs reste peu claire, tout comme l'existence ou non de réels mécanismes de contre-pouvoirs.

La Banque centrale norvégienne (via la Norges Bank Investment Management) administre le Fonds norvégien, mais elle est réputée être le bras droit du gouvernement. Cette proximité pose un problème d'indépendance du Fonds que le Comité d'éthique, organe indépendant, est censé compenser. Cependant, Siv Jensen, Ministre des Finances norvégiens, se défend que le Fonds soit utilisé à des fins de politique étrangères. Elle affirme ainsi qu'il « ne saurait être considéré comme un instrument de politique étrangère ».<sup>35</sup>

Afin d'assurer sa viabilité dans le long terme le Fonds norvégien doit s'assurer de conserver une certaine légitimité dans la population. Le politique, qui se soucie par essence de l'opinion publique, conserve la haute main sur la gestion du fonds. Conserver une certaine légitimité dans le futur impliquera pour le Fonds norvégien de faire face à certaines critiques, au premier rang desquelles se trouve l'absence de transparence. Le Fonds norvégien est alimenté par les recettes des ressources en pétrole de la Norvège et a pour objectif de financer l'après-pétrole au profit de la population norvégienne. Il est donc logique que la population norvégienne se soucie des actions du Fonds norvégien.

Pourtant, il n'est pas toujours évident pour les citoyens norvégiens d'exercer leur droit de regard sur le Fonds norvégien. Le Fonds norvégien est responsable en premier lieu devant le Ministère des Finances et le Parlement. Comme acteur de marché, le Fonds se réserve le droit de ne pas divulguer certaines informations. Des rapports annuels mentionnent la liste des valeurs en portefeuille mais les totaux de fin d'année peuvent occulter des informations sur les opérations. Le reporting n'est par conséquent qu'incomplet. A ce point de vue, l'année 2008 est emblématique. 2008 a montré que les responsables du Fonds norvégien n'ont guère été sincères sur la manière exacte dont le niveau de risque a été choisi. Les critères de transparence des Principes de Santiago, adoptés en 2008, ont été mis à mal par le Fonds norvégien dès 2008. La Norges Bank Investment Management a choisi de plus en plus d'actifs à taux fixes, plus risqués, et une proportion croissante d'actions. En revanche, la direction de la Norges Bank Investment Management et le Ministère des Finances norvégiens ont affirmé que les gérants du Fonds sont des investisseurs passifs avec des portefeuilles aux contenus fixes et aux biais constants. Or, dans un premier temps, les portefeuilles de la Norges Bank Investment Management avaient exclusivement des obligations sur des gouvernements, sans risque, certes. Puis ce sont ajoutées des obligations d'entreprises, des titres hypothécaires, des obligations de qualités inférieures, sur de l'immobilier et du private-equity. Ainsi, Canner et Grenner vont jusqu'à affirmer que si le Fonds avait été privé, il aurait eu à faire face à des accusations de publicité mensongère.<sup>36</sup>

---

<sup>35</sup> Siv Jensen, *Politique Internationale*, n°162, hiver 2018-2019, « Norvège: exemple d'un fonds souverain éthique »

<sup>36</sup> Mehmet Caner et Thomas Grenes, *Le Fonds norvégien*, 2009

Il est d'autant plus complexe pour le citoyen norvégien d'exercer son droit de regard sur le Fonds norvégien que le taux de risque de ce dernier est dur à saisir. Le taux de risque d'un portefeuille dépend notamment de la corrélation entre composantes du portefeuille: le gouvernement norvégien détient des réserves pétrolifères et des actions dans des sociétés pétrolières. Si l'une de ces deux composantes baisse, l'autre baissera aussi car les deux ont une valeur liée au prix du pétrole. Cela accroît le taux de risque du portefeuille. Prix du pétrole et cours des entreprises pétrolières augmentent et baissent ensemble. On peut donc se demander quelle est la raison qui a présidé au choix de la Norges Bank Investment Management de constituer un portefeuille où quatre sociétés pétrolières sont parmi les six plus grandes sociétés du portefeuille. Afin de rendre le processus de détermination des choix d'investissements plus compréhensible, le Ministère des Finances norvégien définit un portefeuille de référence. La comparaison entre ce portefeuille de référence et le portefeuille effectif doit permettre au plus grand nombre de saisir si les objectifs du Fonds norvégien (que ce soit en matière de risque ou de rentabilité) ont été remplis. Or la comparaison entre le portefeuille de référence et le portefeuille effectif peut être trompeuse. Les deux portefeuilles sont en effet de plus en plus risqués, ce que permet de percevoir la comparaison de ces deux portefeuilles avec d'autres portefeuilles (notamment ceux d'autres fonds souverains). La justification avancée par les responsables du Fonds norvégien est qu'ils respectent l'idée de départ du Fonds, établie en 1989, à savoir investir dans des actifs délaissés par les banques centrales traditionnelles afin d'obtenir un meilleur rendement que ces dernières. Il est donc ardu pour le citoyen norvégien de saisir les choix d'investissement faits par le Fonds norvégien, et les outils censés rendre ces choix plus transparents ne sont guère efficaces.

Dans le but de rendre les choix d'investissements des fonds souverains plus transparents, certains proposent d'établir une taxonomie plus poussée des investissements. Jyrki Katainen,<sup>37</sup> vice-Président de la Commission européenne en charge de l'emploi, de la croissance, de l'investissement et de la compétitivité, affirme que le rôle des autorités publiques est d'orienter les fonds souverains vers des investissements responsables et à niveau de risque mesuré. Pour ce faire, l'Union européenne au travers de la Commission en charge de l'emploi, de la croissance, de l'investissement et de la compétitivité travaille à une taxinomie visant à déterminer plus aisément quelles entreprises sont par exemple « vertes ». C'est tout le sens du projet InvestUE2020.

Toutefois, il faut noter qu'en comparaison, le Fonds norvégien est moins indépendant de son gouvernement que d'autres fonds, comme les fonds australiens et canadiens. Ce problème de la prise en compte des relations de la Norvège avec les autres pays est essentiel et persistant pour le Fonds norvégien. La création du Comité éthique du Fonds norvégien en 2010 devait permettre d'éviter ce genre de problèmes, en vain. Il fut créé pour déterminer la pertinence de l'exclusion de Total et doté d'un budget de 9 millions de couronnes norvégiennes. Le rôle du Comité n'est pas d'influencer la gestion des entreprises, sauf à considérer que la pratique du name and shame soit dissuasive au point d'influencer les comportements. Fait notable, en 2010, le Fonds norvégien prend la décision sur recommandation du comité éthique de retirer Petrochina à cause de ses atteintes aux droits de

---

<sup>37</sup> Jyrki Katainen, *Politique Internationale*, n°162, hiver 2018-2019, « L'Europe à la pointe de la finance durable »

l'homme, commises en Birmanie et au Soudan. La mise en oeuvre de la décision a été très longue, plus de dix-huit mois, pour ne finalement pas aboutir. Le gouvernement norvégien a en effet fini par s'opposer à l'exclusion de Petrochina pour des raisons diplomatiques. Le Fonds norvégien n'est donc pas encore indépendant du gouvernement norvégien. C'est la raison pour laquelle des ONG s'opposent à la proposition de donner plus de pouvoir à la Banque centrale, de crainte que cela ne réduise la transparence du processus de décision des exclusions du Fonds norvégien. La responsabilité d'exclure une entreprise de la liste des investissements possibles pour le Fonds norvégien n'appartient désormais plus au gouvernement mais à la Norwegian Bank Investment Management, dans le but de rendre le Fonds plus indépendant dans sa gestion du gouvernement, mesure que ces mêmes ONG jugent contre-productives.

En somme, le Fonds norvégien se veut très respectueux des critères de bonne gouvernance, mais ces critères ne sont pas toujours conciliables avec la performance financière. D'autant que la gouvernance n'est pas optimale par certains de ses aspects, notamment si l'on se réfère aux Clark and Urwin best practice investment management framework. La raison de cette faible notation est que les responsables du Fonds, en cas de prise de décision urgente, doivent d'abord en référer au politique, ce qui est chronophage et ne sera pas toujours efficace dans la mesure où le politique n'est pas forcément suffisamment compétent pour fournir un avis pertinent.

- **La transparence ne concerne pas seulement la gestion du Fonds norvégien mais aussi les entreprises:**

En parallèle de l'enjeu de transparence dans la gestion du Fonds norvégien, un enjeu clef en matière d'investissement ESG par les fonds souverains sera dans le futur l'amélioration du reporting d'information. En effet aujourd'hui, le développement des investissements responsables nécessite, pour qu'il prenne réellement de l'envergure, plus d'informations sur la pollution et les risques.

Le Fonds norvégien demande ainsi plus d'informations aux entreprises dans lesquelles il souhaite investir, sur ces deux points en particulier, la pollution et le risque que court l'activité. En 2017, pour exemple, le Fonds norvégien a ainsi évalué 600 entreprises sur les enjeux liés à l'eau. Parmi ces 600 entreprises, 50% n'ont pas fait remonter suffisamment d'informations au Fonds norvégien pour qu'il puisse se faire une idée fiable de la gestion des enjeux liés à l'eau par ces entreprises. Certains secteurs se démarquent par leur très faible transparence comme le secteur de la pâte à papier, très consommateur, donc dépendant, de l'eau, et dont les entreprises communiquent très peu sur la gestion qu'elles font de l'eau. En revanche, le Fonds norvégien a distribué ce qu'il qualifie de « bons points » à certaines entreprises, à savoir Clariant, Danone, L'Oréal, Heineken et Nestlé. L'amélioration du reporting d'information implique un dialogue avec les investisseurs, le soutien à des initiatives respectant les critères ESG mais aussi et surtout la collecte de données. Il serait intéressant pour ce faire d'étendre l'ESG à des classes d'actifs mal servies par l'investissement responsable, par exemple aux valeurs des pays en développement. Les fonds souverains devraient aussi présenter une performance ESG supérieure à un indice établi antérieurement en plus de la performance purement financière.

- **Le Fonds norvégien accusé d'imposer au monde une vision norvégienne de ce que serait une société écologique:**

Le Fonds norvégien impose aux entreprises dans lesquelles il a investi de choisir des investissements correspondant aux normes et valeurs que le Fonds norvégien s'est choisis. Cela peut ne pas correspondre aux normes et valeurs de l'entreprise, telle qu'elle est définie par ses managers. Pourtant, s'ils veulent continuer à bénéficier des fonds du Fonds norvégien, il leur faut respecter les normes et valeurs du Fonds norvégien, sous peine d'être exclu des entreprises financées par le Fonds. Le Fonds norvégien impose ainsi une vision norvégienne de ce qui doit être un investissement durable, contrairement à ce qu'affirment les responsables du Fonds qui ne cessent de préciser que la définition de la politique salariale est du ressort des Conseils d'administrations mais qu'il suit toujours les règles du pays dans laquelle il investit, d'autant que comme le rappelle le Fonds, si les actionnaires ne sont pas satisfaits du Conseil d'administration, il leur suffit de ne pas le réélire. Cette vision se veut la plus objective possible, en se fondant sur des recommandations des Nations Unies.

Le Fonds norvégien, comme d'autres fonds souverains, impose ainsi une vision de ce qu'est un investissement durable et, plus largement, de ce qu'est une société durable. Cela peut poser problème dans le sens où le Fonds norvégien ne jouit d'aucune légitimité politique pour définir ainsi l'avenir de la société. Déterminer le futur de la société est traditionnellement considéré comme étant la fonction de l'Etat, du politique, émanation des citoyens dans nos démocraties représentatives. Les Fonds souverains prennent par conséquent la place de l'Etat. Certains arguent que c'était la seule solution, les problèmes d'éthiques étant internationaux, et les Etats n'ayant une marge d'action que nationale, contrairement aux fonds souverains. Le Directeur Général d'Amundi, Yves Perrier, assume entièrement cette substitution des fonds souverains à l'Etat pour la promotion de l'éthique. Il affirme ainsi que depuis la COP21, certaines grandes entreprises, aux premiers rangs desquels les fonds souverains, prennent la place de l'Etat grâce à la marge d'action internationale dont disposent ces entreprises, contrairement aux Etats, pour résoudre des problèmes internationaux.<sup>38</sup>

- **Un trop grand pouvoir économique du Fonds norvégien exercé selon des critères peu clairs?**

Par ailleurs, l'immiscion du Fonds norvégien ne se limite pas à la politique. Il empiète également sur l'économie. Il choisit quelles entreprises méritent de subsister, en acceptant de les financer, ou quelles entreprises méritent de périr, en les excluant et en incitant implicitement les autres investisseurs à se détourner d'elles. Pourtant, certaines exclusions sont plus politiques qu'économiques et reposent sur des considérations propres au Fonds norvégien, parfois éloignées de l'intérêt de la Norvège. Ainsi, le Fonds norvégien a choisi de se détourner de l'industrie d'armement. Il a entre autres arguments avancé le fait que l'industrie d'armement norvégienne avait fourni en partie par le biais de filiales les Etats-Unis en matériel de guerre, notamment pendant la guerre d'Irak en 2003. L'industrie de l'armement, lorsqu'elle cherche des fonds, est donc contrainte soit de faire appel à d'autres pays que la Norvège soit de s'éloigner de la frontière technologique en renonçant à certains investissements, par exemple en recherche et développement. L'industrie de l'armement concernée recule donc face à

---

<sup>38</sup> Yves Perrier, *Politique Internationale*, n°162, hiver 2018-2019, « Mobiliser les entreprises et les investisseurs pour une croissance durable »

la concurrence. Le Fonds norvégien prive ainsi l'industrie de l'armement d'un investisseur fiable, plus transparent que certains fonds souverains concurrents comme ceux des Emirats Arabes Unis, et qui ont des exigences moins claires. En boycottant certaines entreprises, le Fonds risque de laisser place à des investisseurs voulant s'approprier les technologies par prise de participation directe en remplaçant le Fonds; c'est par exemple la stratégie des Russes et des Chinois.

Parfois, les exigences mêmes du Fonds norvégien en matière d'éthique ne sont pas clairement établies. Ainsi, le Fonds n'a pas exclu les sociétés israéliennes même après l'arraisonnement de navires par Israël qui s'opposaient au blocus de Gaza. La raison avancée par le Fonds norvégien de ce refus d'exclure les sociétés israéliennes, alors même qu'il exclut d'autres sociétés parfaitement dans la légalité, fut le Fonds n'exclut pas tout un pays. Les impératifs diplomatiques ont également joué, l'Etat norvégien étant impliqué dans le Fonds, exclure Israël aurait donné l'impression que la Norvège mettait à mal ses relations avec l'Etat hébreu.

---

## **2/ Face au Fonds norvégien qui s'affirme en concurrent de l'Etat, le Droit offre une protection aux Etats, qui ne la saisissent pas toujours pleinement:**

### A. Le Fonds norvégien, un nouvel acteur stratégique et financier mais pas seulement

*a. Ce ne sont pas seulement des considérations éthiques mais aussi financières et stratégiques qui animent le Fonds norvégien*

L'intérêt du Fonds norvégien pour l'écologie ne semble pas complètement dénué de toute considération financière.

- **Se prémunir contre les risques futurs:**

L'intérêt du Fonds norvégien pour l'éthique, et pour l'écologie en particulier, n'est pas purement désintéressé, motivé par la préservation de l'environnement pour les générations futures.

D'une part, parce que totalement mettre de côté le souci de rentabilité serait se détourner de la mission du Fonds norvégien, qui est de préserver un capital financier visant au bien-être des générations futures. D'autre part parce que cela irait contre sa nature même, en tant que Fonds souverain. Choisir des stratégies de développement dites durables est ainsi censé permettre au Fonds norvégien de préserver sa rentabilité future. Svein Flåtten, député du parti conservateur au pouvoir, affirme ainsi « Les investisseur dans le charbon peuvent représenter un risque pour le climat mais aussi un risque

financier futur avec la possibilité de dévalorisation des énergies fossiles dans le cadre des efforts contre le réchauffement planétaire ». Quant à Yngve Slyngstad, directeur du Fonds norvégien, il le dit sans ambiguïté aucune: « Nous sommes en effet des investisseurs purement financiers avec une vision à long terme. Les considérations d'intérêt stratégique ou national n'entrent jamais en ligne de compte. En outre, nous ne devons pas imposer une vision norvégienne de ce qui doit être un investissement durable, nous nous basons sur des principes internationaux, dictés, notamment, par les Nations Unies ». Le choix de stratégies durables leur permet de se prémunir contre certains risques, financiers, réputationnels, opérationnels ou réglementaires.

En cela, le Fonds norvégien n'est pas unique. Il est possible à cet égard de comparer le Fonds norvégien à Amundi. Amundi met ainsi en avant son souci de se préserver de risques futurs grâce à son engagement éthique, en choisissant des investissements durables.<sup>39</sup>

Dans la détermination des choix du Fonds norvégien, il s'agit ainsi de ne pas oublier que le but premier du Fonds est de protéger les actifs, contre la volatilité des marchés de l'énergie. Le Fonds est administré par la Norges Bank Investment Management qui a pour mission officielle de réaliser des gains maximaux par rapport au risque, et le Fonds est responsable devant le Ministère des Finances norvégien et le Parlement.

L'intérêt des acteurs économiques pour l'ESG est d'autant plus évident qu'une corrélation est observable entre rentabilité et RSE. Stéphane Boujnah<sup>40</sup> estime que cela est dû au fait que RSE et rentabilité sont tous deux des engagements de long terme. D'autant que la création de entreprises dans l'écologie tire la croissance. Les entreprises n'ont guère intérêt à être éloignées des tendances de fonds de leur environnement. L'investissement responsable offre l'opportunité d'une création de valeur dans la durée. Le directeur général d'Amundi témoigne aussi de cette corrélation. Pour lui, l'analyse financière ESG est devenue aussi importante que l'analyse financière classique. Les deux sont liées. Certains risques ESG ont un impact financier, même immédiat. C'est pourquoi Amundi a développé sa propre notation ESG appliquée à 6 000 émetteurs appuyée sur des fournisseurs de données extra-extra-financières et des référentiels universels (tel le Pacte mondial élaboré dans l'enceinte de l'ONU). Amundi a par conséquent exclu de ses portefeuilles des émetteurs à forte externalité négative. Cela conduit à des évolutions réglementaires, 140 émetteurs ont par exemple été exclus en 2018.

- **Engranger un effet réputationnel:**

Augmenter la responsabilité en valorisant son image passe également pour le Fonds norvégien par la stabilisation des marchés. Le Fonds norvégien estime avoir contribué à la stabilité des marchés dans les dernières années. Il est vrai qu'en 2008 il a vendu des obligations et acheté des actions, alors que le reste du monde faisait l'inverse, cette action contra-cyclique participant d'une tentative de

---

<sup>39</sup>Yves Perrier, *Politique Internationale*, n°162, hiver 2018-2019, « Mobiliser les entreprises et les investisseurs pour une croissance durable »

<sup>40</sup>Stéphane Boujnah, *Politique Internationale*, n°162, hiver 2018-2019, « Places boursières: promouvoir un modèle européen »

stabilisation des marchés, trop isolée du reste pour être pleinement efficace, malgré que le Fonds détienne 1% des marchés mondiaux. Cette responsabilité due à un tel pouvoir de marché est assumée par le Fonds norvégien, dont le directeur général affirme « Avec 8200 entreprises, c'est comme si nous détenions tout le marché ». Yngve Slyngstad dit assumer cette responsabilité en évitant de faire des déclarations. Il prétend également qu'il souhaite éviter que le désinvestissement du Fonds norvégien de certaines entreprises ne déstabilise leurs cotations boursières. C'est dans ce but que l'annonce des recommandations et des désinvestissements du Fonds norvégien est différée.

Faire le choix d'investissements éthiques permet aussi au Fonds norvégien de solidifier sa rentabilité en protégeant sa réputation. En valorisant ses investissements éthiques à travers une stratégie marketing, le Fonds norvégien augmente sa valorisation. C'est ce qu'explique la Présidente Exécutive de l'agence de communication Havas Worldwide, Mercedes Erra.<sup>41</sup> Selon elle, depuis 2008, le consommateur souhaite des investissements responsables. Les acteurs économiques ont donc un intérêt financier évident à se tourner vers des investissements responsables. Faire du bien autour de soi si possible « en lien avec son métier » fera « vrai et juste » et sera donc bénéfique en termes d'image. Par exemple, L'Oréal agit pour les sciences et les femmes, ce qui sonne « juste et vrai » selon Mercedes Erra. Les acteurs économiques lient effet réputationnel et rentabilité en s'investissant auprès de causes en lien avec leur activité. Mais pour que cela soit efficace, encore faut-il que les acteurs économiques communiquent à ce sujet, ce que ne cesse de faire le Fonds norvégien via des entretiens dans la presse, des conférences de presse et la publication de prises de position. Pour que cela soit efficace, ainsi que le dit Mercedes Erra, encore faut-il « dire ce qu'on fait et faire ce que l'on dit ».

Enfin, choisir de se tourner vers l'investissement responsable bénéficie au Fonds norvégien en ce que cela lui permet d'accroître sa légitimité auprès de la population. Or, le Fonds norvégien s'inscrit dans un processus politique inclusif. La population est - du moins en théorie- étroitement associée à la détermination des grandes lignes de gestion du Fonds, ne serait-ce qu'au travers du processus électoral, à l'issue duquel les élus contrôleront la bonne administration du Fonds norvégien. Être légitime auprès de la population, c'est ainsi la garantie pour le Fonds norvégien de jouir d'une relative marge de manoeuvre dans la détermination de sa gestion, en ayant la confiance du politique.

- **Les dirigeants jouent un rôle clef dans la détermination des investissements ESG:**

Le choix des causes défendues par les acteurs financiers est parfois le simple fait des dirigeants, que ce soit pour améliorer leur image ou par attachement personnel envers une cause en particulier. Guy Ryder, directeur général de l'Organisation Internationale du travail, explique le développement de ce phénomène.<sup>42</sup> Selon Guy Ryder, le simple fait de se conformer à la législation en vigueur n'est parfois motivé pour les dirigeants d'entreprises que par leur volonté de jouir d'une bonne image auprès des

---

<sup>41</sup> Mercedes Erra, *Politique Internationale*, n°162, hiver 2018-2019, « Les nouvelles attentes des consommateurs »

<sup>42</sup> Guy Ryder, *Politique Internationale*, n°162, hiver 2018-2019, « Un système financier au service de l'emploi »

médias, et par extension de la population. Il prend pour exemple H&M, dont les dirigeants ne se sont souciés des conditions de travail des ouvriers fabricant les vêtements de la marque qu'après l'accident du Rama Plaza, c'est-à-dire une fois que les conditions de travail susmentionnées étaient susceptibles de nuire à l'image d'H&M et de ses dirigeants, potentiellement vus comme dénués d'empathie et de morale.

De la sorte, on peut formuler l'hypothèse selon laquelle les règles et positionnements éthiques du Fonds norvégiens sont le fait de choix des dirigeants, illustrant les causes auxquelles ces derniers sont sensibles. Yngve Slyngstad, le CEO du Fonds norvégien a un pouvoir d'influence considérable dans les pays où le Fonds investit. En 2012, il était ainsi classé cinquième investisseur le plus influent au monde par aiCIO (Chief Investment Officer Magazine) dans le classement des 100 investisseurs les plus influents. Cela semble confirmé par les dires d'Yngve Slyngstad. Il affirme n'avoir choisi une carrière dans la finance que tardivement, en abandonnant ses études de droits et après avoir fait différents masters en sciences humaines. Selon lui, ce profil pluridisciplinaire est un atout pour travailler dans la finance: il comprend mieux les enjeux auxquels la société actuelle est confrontée et sélectionne lesquels sont prioritaires. On le voit, Yngve Slyngstad ne cache pas sa volonté d'influer sur la société et de peser sur la détermination des causes dans lesquelles le Fonds norvégien s'investira prioritairement.<sup>43</sup>

- **Des ambitions stratégiques dans les majors:**

Il est possible d'affirmer sans crainte d'exagérer que c'est le Fonds norvégien qui fixe les stratégies des entreprises énergétiques mondiales cotées. Cela s'explique par le fait que le Fonds norvégien est titulaire de titres de capital, dans un flottant très important en particulier, ce dont il est aisé de se rendre compte lorsqu'on étudie la liste des entreprises concernées. Afin d'imposer sa stratégie, le Fonds norvégien exerce pleinement non seulement ses prérogatives pécuniaires, par exemple en relevant les dividendes ou encore en cédant ou en ayant des plus values mais également ses prérogatives politiques en votant.<sup>44</sup>

Un exemple en est les événements de mars 2019, mois marqué par des choix nouveaux de la part du Fonds norvégien en termes d'investissements. Le Fonds norvégien a ainsi annoncé en mars 2019 qu'il retirait les investissements qu'il détenait parmi plusieurs entreprises productrices de gaz et de pétrole de taille moyenne. Parmi les entreprises desquelles le Fonds se retire figurent peu de « majors », terme anglais pour désigner les entreprises pétrolières intégrées, les plus importantes, du secteur de l'énergie, comme British Petroleum (BP) et ExxonMobil. Dans un communiqué du vendredi 8 mars 2019, le Ministère des Finances prévient vouloir exclure les « sociétés de prospection et de production du segment énergie du Fonds pour diminuer le risque pétrolier dans son ensemble sur l'économie

---

<sup>43</sup> <https://www.lifeinnorway.net/yingve-slyngstad/>, Life in Norway, « Yngve Slyngstad, Norway's CFO », David Nikel, 4 février 2019

<sup>44</sup> <https://www.ft.com/content/f3ee2240-41b1-11e9-b896-fe36ec32aece>, The Financial Times, Norway's investment cull leaves oil majors spared but shaken, David Sheppard & Richard Milne, 9 mars 2019

norvégienne ». Le Fonds norvégien va donc céder ses participations dans 134 sociétés, soit 8 milliards de dollars. Cela va affecter 1,2% de ses avoirs en actions. Les sociétés Cairn Energy, Tullow Oil, Premier Oil vont être exclues, dont le Fonds détenait respectivement fin 2018 1,92% du capital pour 22 millions de dollars, 2,1% du capital pour 67 millions de dollars, 1,8% du capital pour 12 millions de dollars. Cette décision a augmenté le recul de l'indice sectoriel européen (<.SXEP> (-1,87%)), montrant l'influence du Fonds norvégien sur les marchés. L'objectif de ces exclusions, selon le Ministre des Finances Siv Jensen, est de « réduire et disséminer les risques » face à un recul permanent du prix du pétrole. Siv Jensen a souligné qu'il ne s'agit pas d'un signe de défiance concernant l'avenir de l'industrie pétrolière, avançant le fait que ces exclusions ne portent que sur l'amont du secteur, à savoir les entreprises d'exploration et de production, et non pas sur l'aval où sont concentrées les entreprises de distribution et de raffinage. Le Ministère des Finances espère diminuer l'exposition des finances publiques à toute chute des cours, comme celle observée en 2014. Le pétrole et le gaz représentent en effet 20% des revenus de l'Etat norvégien. Ce dernier peut piocher dans le Fonds norvégien pour financer en partie son budget. L'exposition à la volatilité des prix des hydrocarbures accroît ainsi directement la vulnérabilité de l'Etat norvégien. Fin 2018, le Fonds norvégien détenait environ 37 milliards d'actions dans le secteur pétrolier, en grande partie chez Shell, British Petroleum, Total et Exxon Mobil. 7,5 milliards de ces 37 milliards vont être affectés par le retrait du Fonds.

Toutefois, le choix du Fonds norvégien de retirer ses investissements de plusieurs compagnies énergétiques aura sans aucun doute des répercussions pour les majors. Le Fonds norvégien a sous gestion 1 trillion de dollars, ce qui lui permet de détenir des participations au capital comprises entre 1 et 2,5% de toutes les majors du secteur énergétiques. La décision du Fonds norvégien en mars dernier avait pour motif la diversification du Fonds, afin de limiter l'exposition au risque. Investir dans des entreprises productrices d'énergies plus petites est un moyen pour le Fonds de se diversifier, et par conséquent de limiter le risque.

Pour accroître sa diversification, le Fonds norvégien a des atouts. Il se positionne à long terme, a des revenus réguliers et n'a que peu d'obligations de court terme, tolère de faibles niveaux de liquidité. Il pourrait ainsi investir plus dans l'immobilier ou les infrastructures. Si le Fonds norvégien ne s'est pas -du moins pour l'instant- délesté de participation qu'il détient auprès des majors, c'est parce qu'elles s'occupent elles-mêmes des activités commerciales et de raffinage. Cependant, le Fonds norvégien a explicitement demandé à ces entreprises de faire des efforts. Siv Jensen, Ministre des Finances norvégien, a expliqué que ce choix d'investissement était notamment justifiés par le fait que les majors de l'énergie seront à l'avenir appelées à jouer un rôle plus grand dans la transition écologique, en particulier pour ce qui concerne les carburants et énergies renouvelables. Siv Jensen a ainsi affirmé: « Il est à prévoir que presque toutes les sources de croissances de la prochaine décennie seront des entreprises pour lesquelles les énergies renouvelables ne seront pas le coeur d'activité », ajoutant « Le Fonds doit être capable de participer à cette croissance. » Ce message est connu depuis longtemps au sein de la Royal Dutch Shell, BP et Equinor (entreprise pétrolière d'Etat de la Norvège), mais il prend plus de poids quand il est prononcé par le dirigeant du plus grand détenteur d'actions au monde. Odd Arild Grefstad, Président Directeur Général du Norway's Storebrand Group, première entreprise norvégienne de gestion d'actifs (gérant 80 trillions de dollars), est convaincu que cet appel

de Siv Jensen va être suivi d'effet pour les majors, précisant "When one of the world's biggest sovereign wealth funds come to the conclusion that they can achieve high returns on investments with moderate risk by reducing exposure to oil and gas, investors will take notice"<sup>45</sup>. Ainsi, on le voit, un pan important de la stratégie des entreprises énergétiques cotées va être changée, sur décision du Fonds norvégien.

Celles-ci vont faire face à un défi sérieux. Les majors énergétiques ont déjà commencé à investir dans les énergies renouvelables les plus prometteuses en termes de rentabilité future. Mais les majors restent persuadées que le pétrole et le gaz, qui représentent 95% de leur dépenses, vont être centrales dans le futur. Des cadres des majors comme Bob Dudley -qui travaille pour BP- ont déjà alerté sur le fait que les campagnes de désinvestissement menacent la capacité des majors à fournir l'énergie sur laquelle repose toute l'économie. Amin Nasser, Président Directeur Général de Saudi Aramco (compagnie pétrolière d'Etat d'Arabie Saoudite, premier producteur mondial de pétrole) a alerté en février 2019 sur le fait que la profession faisait face à une « crisis of perception » due au désamour des investisseurs envers les carburants fossiles. C'est la raison pour laquelle les majors, du moins les plus puissantes d'entre elles, ont essayé de prendre leurs distances avec la décision du Fonds norvégien, en prétendant que cela ne les affecte pas directement. Mais la plupart des analystes soulignent que si elles veulent continuer d'attirer les investisseurs, et donc de bénéficier de fonds, ces entreprises doivent être particulièrement prudentes, encore plus que par le passé, concernant la façon dont elles se présentent aux investisseurs. Pour continuer de les attirer, et en particulier le Fonds norvégien, elles doivent mettre en avant leurs projets écologiques. Pour Nick Stansbury, dirigeant de Legal & General Investment Management's strategy in commodity markets, pense que la solution est pour les majors de commencer à réfléchir à la façon d'articuler la gestion du risque de perte de chiffre d'affaire pour ces compagnies, due à la transition écologique, avec le rôle de clef de voûte que les majors jouent actuellement dans le fonctionnement de l'économie. Il s'oppose à l'idée selon laquelle les majors devraient orienter leur activité totalement en direction des énergies renouvelables, sous peine qu'à cause de cela elles ne perdent toute compétitivité. Nick Stansbury explique que « The energy majors need to be careful not to just keep increasing the capex they are prepared to invest in renewables in the hope it may placate investors », précisant que « If they start down this road, the only percentage that will relieve the pressure is, frankly, 100 per cent. And I don't believe they have any intrinsic advantage that makes that a sensible strategy to pursue. » On le voit, les analystes s'accordent à dire qu'à l'heure actuelle, s'orienter pleinement vers les énergies renouvelables n'est pas une stratégie viable pour les majors. Pourtant, c'est sûrement ce qu'elles seront amenées à faire dans le futur, le Fonds norvégien ayant communiqué en ce sens, et puisqu'il fait office de leading figure sur les marchés, nombre d'investisseurs vont suivre son exemple, rendant encore plus dur pour les majors de ne pas suivre la voie 100% écologique.

Le Fonds norvégien, il est possible de l'affirmer, détermine donc en partie et de façon non négligeable la stratégie des majors du secteur de l'énergie, et pas nécessairement dans une direction garante de la

---

<sup>45</sup> <https://www.ft.com/content/f3ee2240-41b1-11e9-b896-fe36ec32aece>, The Financial Times, Norway's investment cull leaves oil majors spared but shaken, David Sheppard & Richard Milne, 9 mars 2019

bonne santé financière de ces entreprises. Cependant, pour nuancer ce dernier point, il est nécessaire de préciser que si le Fonds norvégien en est certes venu à prendre une position si tranchée en faveur de la transition vers des énergies renouvelables au sein des majors, il n'est pas en cela pionnier. C'est le premier investisseur de cette envergure à adopter pareille position, mais bien avant cette prise de position, nombreux ont été les appels en faveur d'une plus grande part des activités des majors dédiées aux énergies renouvelables. Le Fonds norvégien n'a pas été pionnier dans l'élaboration de la pensée de la transition au sein des majors, il a seulement été le vecteur par lequel cette pensée a réellement pris de l'ampleur, et pionnier sur les marchés. En cela, il est clair que le Fonds norvégien suit des tendances exprimées dans un premier temps dans le champ politique.

Selon toute vraisemblance, le Fonds norvégien se désengage des entreprises pétrolières et gazières pour des raisons avant tout financières, puis politiques, et enfin seulement éthiques. Il cherche ainsi à baisser son exposition au pétrole, de plus en plus menaçante du fait de la volatilité croissante des prix. Se désengager des majors lui permettra également d'accroître sa crédibilité: le Fonds est souvent critiqué pour inciter à se désinvestir des hydrocarbures alors même qu'il tire ses revenus de l'exploitation des hydrocarbures. Mais dans ce mouvement de retrait du secteur des hydrocarbures, il cible également des entreprises de taille plus réduite que les majors car il ne sort que des firmes spécialisées dans l'exploration et la production de pétrole. Ceci dit, quinze jours après l'annonce de ce retrait, la liste définitives des entreprises dont le Fonds norvégien cède ses participations n'est toujours pas connue.

La thèse selon laquelle ces exclusions sont avant tout politiques est confortée par le fait que le montant total des exclusions n'est pas considérable, beaucoup moins que la publicité faite autour de l'annonce. En effet, fin 2018, les groupes énergétiques représentaient 5,9% des investissements en actions du Fonds soit 37 milliards de dollars, dont une grande partie est investie dans des entreprises intégrées, plutôt que dans des petites entreprises spécialisées dans la production et l'exploration. Le Fonds a annoncé vouloir céder ses participations dans 134 firmes, pour un montant de 8 milliards de dollars. Ce montant ne représente en fait qu'une faible part de ses avoirs globaux en actions (1,2%). Sandrine Cauvain, analyste chez OTEA Capital, nuance également en précisant qu'il s'agit plus d'un retrait graduel du secteur que d'un désengagement. Ce faisant, le Fonds va dans le sens de l'histoire. L'Agence Internationale de l'Energie (AIE) prévoit qu'un pic de pétrole aura lieu en 2037. Cela explique plusieurs investisseurs suivent la même démarche de retrait du secteur que le Fonds norvégien, tel l'Ircantec en France. On ne peut pas non plus dire que le Fonds norvégien abandonne les majors puisqu'il détient encore 67% d'Equinor, et 2% de Total. D'autant plus que le Fonds norvégien estime que d'ici 2020, 90% des investissements dans les énergies renouvelables seront faits via des sociétés dont ce n'est pas aujourd'hui l'activité première. Pour soutenir la recherche et le développement, l'innovation, sur les énergies renouvelables, il est par conséquent cohérent de ne pas se désengager des majors. La consommation de pétrole va diminuer à l'avenir, certes, mais pas celle d'énergie. Les majors, investissant dans l'énergie renouvelable, seront donc toujours aussi rentables.

- Des motivations stratégiques dans l'armement:

Au-delà du secteur des hydrocarbures et de l'exemple des majors, la stratégie du Fonds norvégien en termes d'exclusion révèle plus généralement des ambitions politiques. La stratégie du Fonds concernant le secteur de l'armement en est un exemple.

Il s'agit d'un secteur particulièrement ciblé par la stratégie éthique du Fonds norvégien. Dès décembre 2004 est ainsi exclu de la liste des investissements potentiels du Fonds la Kerr-McGee Corporation car cette dernière fait des activités off-shore au Sahara occidental, territoire revendiqué par le Maroc, alors même que les Nations Unies jugent cette revendication illégitime. A l'époque de la décision d'exclusion (2004) de la Kerr-McGee Corporation, c'était encore le Ministère des Finances norvégien qui décidait des exclusions. Le Ministère des Finances norvégien agissait alors sur demande du gouvernement en exil du Sahara occidental (Saharawi Arabe Democratic Republic). Il y eut deux vagues d'exclusion des entreprises d'armement. La première eu lieu en 2002 quand le Singapore Technologies Engineering fut exclu des investissements possibles du Fonds norvégien, à la demande du Ministère des Finances norvégien car le Singapore Technologies Engineering ne respectait pas la Convention d'Ottawa sur les mines anti-personnelles.<sup>46</sup> Puis en 2005 15 entreprises américaines et européennes travaillant dans le secteur de l'armement sont exclues. Au total, les exclusions de 2005 se sont montées à 704,5 milliards de dollars. Ces exclusions posent question au regard de la non-exclusion de certaines entreprises. Le Comité d'éthique n'a pas exclu toutes les entreprises produisant des armements à fragmentation, par exemple celles produisant des armements de type CBU97 et CBU105 ne sont à l'heure actuelle pas exclues, bien que leur dangerosité et barbarie soit reconnue. De même, une autre entreprise n'a pas exclue bien que son comportement fut problématique au regard même des critères du Fonds norvégien. Il s'agit de Total, où le Fonds détient 0,67% des votes. Le Fonds a enquêté sur les activités de Total en Birmanie de 1995 à 1998 mais n'a pas jugé pertinent de l'exclure car seules les violations présentes et futures sont sources d'exclusion.

Plus largement, ces débats quant à la gestion du Fonds norvégien sont un conflit politique sur la gestion d'un bien commun. En effet, il s'agit de déterminer le taux de risque optimal pour toute la population.<sup>47</sup>

*b. Le Fonds norvégien prend la place de l'Etat et pour ce faire, il ne fait que s'appuyer sur le droit des sociétés et la crise des corps intermédiaires*

- La question de la distribution du pouvoir au sein des entreprises est posée avec encore plus d'acuité par le Fonds norvégien:

Le Fonds norvégien, par son action, pose la question de la distribution du pouvoir au sein des entreprises. En droit des sociétés, les actionnaires, de par leur droit de propriété, ont la liberté de décider. Toutefois, l'évolution de ces dernières années, renforcée par la financiarisation, avait opéré un déplacement du pouvoir politique. Ce dernier est passé aux mains des managers; évolution notamment encouragée par le rapport Notat-Sénard. Aujourd'hui, nous assistons aux prémices d'une

---

<sup>46</sup> Cédric Paulin, « La stratégie d'investissement éthique du Fonds pétrolier norvégien et les entreprises d'armement », 2006

<sup>47</sup> Aizenman & Glick, « Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance », 2008

évolution qui sera amenée à prendre toute son ampleur dans le court et moyen terme. Cette évolution va consister en un retour au droit des sociétés, en d'autres termes à un retour à la distribution du pouvoir au sein des entreprises selon le droit des sociétés. Le Fonds norvégien de par son pouvoir de marché (nous le rappelons il détient 1% des marchés mondiaux) peut imposer ses vues, et de pareilles évolutions. Or il a manifesté sa volonté d'imposer ses vues politiques, notamment en termes d'éthique, d'écologie et sociétales, aux entreprises dans lesquelles il est investisseur.

Pour ce faire, il utilise simplement le droit de société qui lui permet d'exercer pleinement son droit de vote et par conséquent le pouvoir politique au sein de l'entreprise. Ainsi, il est possible de supposer que la pratique d'être un « propriétaire actif » -tel que se définit lui-même le Fonds norvégien- va donner lieu à l'avenir à un retour du droit des sociétés dans sa pleine envergure. Le Fonds norvégien redonne un pouvoir politique aux investisseurs, placés de nouveau au coeur du processus décisionnel de l'entreprise.

- **Cela pose en retour la question de la répartition du pouvoir au sein du Fonds norvégien:**

La question est alors de déterminer qui décide au sein du Fonds norvégien. En théorie, la Norges Bank Investment Management assure la gestion du Fonds, sous contrôle du Ministère des finances norvégien. En tant que Banque centrale, elle est censée être autonome du gouvernement et le Fonds norvégien lui être adossé. Un mouvement de prise d'indépendance de la Norges Bank Investment Management envers le gouvernement a lieu, cette dernière s'affirmant de manière croissante face au Ministère des Finances ces dernières années. Cependant, cette prise d'indépendance ne saurait être totale, en raison d'arguments politiques. Le Fonds norvégien a en effet vocation à faire fructifier les recettes du pétrole et du gaz norvégiennes, au bénéfice de la Norvège et de sa population, notamment pour financer les retraites appelées à augmenter à cause du vieillissement de la population. Le Fonds norvégien remplit de la sorte un objectif d'intérêt général.

Le politique, émanation du peuple au travers du vote, tient à garder une forme de contrôle sur le Fonds norvégien. Il s'agit de surveiller qu'il gère avec le minimum de risque et le maximum de rentabilité possible de l'argent qui est considéré comme celui de la Norvège. Le Fonds norvégien, en cela est un objet politique. Il est porteur d'une vision du futur de la Norvège, vision choisie par le peuple norvégien au travers du gouvernement, lui-même choisi par le vote. En cela, le Fonds est non seulement un objet politique mais aussi un acteur politique norvégien à part entière. Il a une vision norvégienne de ce que doit être le futur, au sens où il est influencé dans ses choix de vote et d'investissement par des ONG norvégiennes, par les débats qui agitent la classe politique norvégienne et la Norvège plus généralement.

- **L'affirmation du pouvoir du Fonds norvégien passe par un recours au droit des sociétés:**

Se pose alors la question de savoir s'il est légitime que le Fonds norvégien, au travers de ses choix d'exclusions de sociétés et de vote dans les entreprises auxquels il est investisseur, impose cette vision

norvégienne au reste du monde. Si celui qui décide est celui qui choisit sans être contrôlé, sans avoir à se justifier, le Fonds norvégien est bien celui qui décide au sein des entreprises dans lesquelles il investit. Mais in fine, celui qui décide, qui détermine les choix au sein du Fonds norvégien, est la Norges Bank Investment Management, et à travers elle le politique. Car celui qui par essence n'a pas à se justifier, c'est celui qui est élu (cas du politique) ou celui qui est propriétaire (cas du Fonds norvégien). Dans le cas du pouvoir de décision conféré par la propriété, c'est la loi du capital, en d'autres termes le propriétaire n'a pas besoin de se justifier. C'est la loi qu'applique le Fonds norvégien, et ce faisant il ne fait qu'appliquer le droit de société, qui énonce cette même loi. Les fonds souverains comme le fonds norvégien n'expriment pas une rationalité optimale en matière de choix de vote ou d'investissement, ils expriment plutôt la liberté du propriétaire. Car c'est bien d'une liberté dont jouit celui qui est propriétaire.

Cette mise en avant du droit des sociétés par le Fonds norvégien, et plus généralement par les fonds souverains, conduit on l'a vu à un déplacement du pouvoir au sein de l'entreprise. Les actionnaires retrouvent pleinement leur pouvoir, au détriment des managers qui voient leur marge de manoeuvre réduite. Les propriétaires, comme le montre Alain Supiot<sup>48</sup>, avaient été exclus de l'entreprise, ou avaient du moins perdus en pouvoir, par le processus de financiarisation des entreprises. Ce mouvement s'était fait au bénéfice des managers, qui s'étaient saisis d'un pouvoir politique laissé par conséquent vacant. Les fonds souverains, nouveaux propriétaires, s'affirment aujourd'hui en s'appuyant sur le droit des sociétés dont ils rappellent la dimension politique. Cela est notamment visible au sein de l'entreprise Tesla.

Cette dernière dynamique, en faveur des propriétaires, va à l'encontre du rapport Notat-Sénard. On peut légitimement s'interroger sur les conséquences de la loi Pacte, inspirée directement du rapport Notat-Sénard. La loi semble évoluer à l'encontre de la tendance des marchés, et s'éloigner du droit des sociétés originel. La loi n'empêchera à notre avis pas aux forces en présence de poursuivre une révolution, une révolution dans le sens d'un retour à ce qu'a été le poids du droit des sociétés, déjà amorcée.

- Cette affirmation du Fonds norvégien est d'autant plus aisée que l'on assiste à l'heure actuelle à une crise des corps intermédiaires:

Les fonds souverains, en exerçant leur droit de vote selon des critères politiques choisis par eux, par exemple la protection des océans pour le Fonds norvégien, exercent un pouvoir politique de mise à l'agenda des enjeux, de leur hiérarchisation, ainsi que de détermination du futur de la société sur le long terme. Or la gestion de l'avenir de long terme de la société est traditionnellement le rôle dévolu à l'Etat en philosophie politique. Sans quoi, l'Etat se borne à agir en administration. En gérant le long terme, les fonds souverains s'arrogent le rôle de l'Etat. Ils deviennent des instruments de régulation, en se justifiant par l'idée selon laquelle ils auraient paradoxalement une vision moins court-termiste que celle de l'Etat. L'argument en faveur ce déplacement de pouvoir dans le champ politique est que l'Etat est inefficace, ou du moins efficace, que le privé pour gérer le long terme, et d'autant plus dans

---

<sup>48</sup> Alain Supiot, *L'Esprit de Philadelphie*, 2010

le monde d'aujourd'hui où les enjeux sont plus souvent mondiaux que nationaux, contrairement aux Etats. En plus de se réclamer meilleurs gestionnaires de l'avenir de la société sur le long terme que l'Etat, les acteurs privés visant à jouer un rôle de plus en plus politique s'arrogent une autre prérogative étatique, à savoir le pouvoir représentatif. Le Fonds norvégien, de même que certaines Organisations non gouvernementales (ONG) affirme parler au nom de tous, être représentatif de l'ensemble des citoyens. Il serait représentatif non pas seulement des citoyens norvégiens, puisqu'il n'investit pas en Norvège, mais des citoyens de tous les pays. En cela, il serait porteur et défenseur non pas de l'intérêt général, mais d'un intérêt universel, universel à l'ensemble des citoyens de l'ensemble des pays.

Ainsi qu'il a été expliqué précédemment, les fonds souverains ont aujourd'hui un pouvoir politique sans précédent. Ils sont capables de déterminer ce qui pourrait être, si elle était émise par l'Etat, une politique publique. Les fonds souverains, et en particulier le Fonds norvégien de par son pouvoir de marché, sont capables de sélectionner une cause, un problème à résoudre, pour lequel ils développeront un plan d'action financé selon leurs conceptions. Si le fonds norvégien jouit aujourd'hui d'un tel pouvoir sans que cela ne cause de réels débats politiques, c'est parce qu'il se réclame d'un intérêt universel, d'un pouvoir représentatif. Le Fonds norvégien se réclame ainsi d'un pouvoir et d'une légitimité qu'il n'est pas supposé détenir car issu de l'élection. Le Fonds norvégien n'est pas le seul acteur à s'arroger une telle légitimité. Tant d'acteurs s'emparent de la légitimité qui est censée être celle des urnes, et prétendent représenter le peuple, en affirmant le faire mieux que les politiques, parce que les corps intermédiaires entre société civile et politique sont justement affaiblis. Là encore on notera une différence avec les Etats-Unis où les corps intermédiaires (plus souvent sous la forme d'associations que de syndicats) sont plus forts qu'en Europe. L'Europe connaît elle une crise des corps intermédiaires, si bien que les citoyens ont le sentiment de ne plus être représentés auprès des politiques. Cela laisse un vide en terme de représentativité que des acteurs plus récents s'efforcent de combler tout en clamant être plus représentatifs que les corps intermédiaires traditionnels, tels les syndicats. Cette crise des corps intermédiaires prend par exemple la forme d'un affaiblissement des syndicats. En France, comme dans le reste de l'Europe, les taux de participation aux élections syndicales n'ont jamais été aussi bas. Ces taux se situent à une moyenne de 8% pour l'Europe. Les syndicats, une fois élu, n'ont alors qu'une faible légitimité et se trouvent en retour affaiblis; affaiblis dans les négociations professionnelles, affaiblis face aux travailleurs et affaiblis face aux actionnaires. Cela s'inscrit plus largement dans le mouvement décrit par Alain Supiot<sup>49</sup>. Depuis les années 1970, l'ultralibéralisme détruit selon lui l'esprit de Philadelphie, c'est-à-dire l'esprit de coordination et de collaboration de l'ensemble des acteurs de la société qui a présidé à l'élaboration de structures sociales et d'un cadre de marché dans l'après-1945. Le Fonds norvégien s'inscrit dans ce mouvement en se substituant à l'Etat dans certaines des missions qui étaient auparavant dévolues à ce dernier. Ce n'est pas que par pur altruisme. Ce n'est pas viable non plus sur le long terme sans diversification du portefeuille du Fonds et sans meilleure gestion des dépenses gouvernementales car le gouvernement retire plus du Fonds qu'il n'y verse.

---

<sup>49</sup> Alain Supiot, *L'Esprit de Philadelphie*, 2010

- Ainsi, le Fonds norvégien s'attribue ce qui était auparavant le rôle dévolu à l'Etat:

Dans l'objectif de remplir pleinement ce rôle auparavant dévolu à l'Etat, au secteur public, il est nécessaire d'injecter du long terme dans le secteur privé, via certains mécanismes, comme les cryptomonnaies ou bien les fonds souverains. Cela distingue les fonds souverains d'acteurs économiques privés comme Tesla. Tesla a une politique d'investisseur, mais ne se place pas comme force de proposition de politique publique. Tesla a une vision à long terme de ce que doit être son secteur à l'avenir, mais ne formule pas de proposition de politique publique, éloignée de son coeur d'activité, comme peut l'imposer le Fonds norvégien aux entreprises au sein desquelles il est propriétaire de titres. Il est possible de formuler l'hypothèse selon laquelle cette différence serait due non pas à la différence de nature entre ces deux acteurs que sont Tesla et le Fonds norvégien, c'est-à-dire une entreprise et un fonds souverain- mais à leur différence culturelle. On peut postuler qu'aux Etats-Unis, les actionnaires et managers s'engageront à titre privé dans les oeuvres qui leur tiennent à coeur, que cela soit la protection des océans ou la promotion de la culture. Soutenir une cause sans aucune rentabilité -autre que celle permise par la préservation de la ressource- serait plus susceptible d'être vu comme un abus de bien social qu'en Europe. La gratitude envers la société, le fait de remercier la collectivité d'avoir fourni des infrastructures, des biens et des services ayant permis une réussite individuelle sera considéré comme étant l'affaire de l'individu, et non pas de l'entreprise. Une telle gratitude prendra alors la forme du mécénat individuel. A l'inverse, en Europe, et on l'observe notamment au travers de l'exemple du Fonds norvégien et de ses participations aux entreprises, la délimitation de l'abus de bien social est plus souple. C'est précisément cette souplesse qui permet aux fonds souverains d'imposer aux entreprises dans lesquelles ils investissent la défense, parfois coûteuse, de causes non rentables.

Par ailleurs, ainsi que le souligne Alain Supiot<sup>50</sup>, en s'impliquant pour des causes non rentables, les acteurs privés comme le Fonds norvégien bénéficient en retour de réduction d'impôts. Les recettes de l'impôt sont donc moindres pour l'Etat. Cela a pour conséquence une réduction des moyens de l'Etat, qui ne peut alors que difficilement assumer ces missions. Il paraît d'autant plus inefficace pour défendre certaines causes, comme l'environnement, et les acteurs privés apparaissent en comparaison d'autant plus légitimes, et efficaces, pour prendre en charge la promotion de ces causes, se substituant à l'Etat. Un cercle vicieux s'engage ainsi. S'il est de toute évidence nécessaire que chaque acteur de la société prenne conscience de l'impact social et environnemental de ses actions, il paraîtrait toutefois pertinent de redonner à l'Etat les moyens d'assurer sa mission, à savoir la gestion de la société à long terme en promouvant l'intérêt général.

Alain Supiot défend une solution consistant à supprimer les réductions d'impôts dont bénéficient les acteurs privés -comme le Fonds norvégien- en échange de leur subvention de causes environnementales et sociales. Selon lui, les entreprises n'ont pas besoin de défendre de telles causes. Leur contribution à ces causes est déjà faite par l'intermédiaire de l'impôt. Sinon, cela revient à postuler l'illégitimité de l'Etat et son inefficacité, ce qui semble peu à propos dans la mesure où en droit, la capacité de l'Etat est plus importante que celle des entreprises. Sans aller jusqu'à supprimer

---

<sup>50</sup> Alain Supiot, *L'Esprit de Philadelphie*, 2010

toute réduction d'impôt, qui risquerait de ne pas inciter les entreprises à prendre conscience de leur impact environnemental et social, redonner des moyens d'actions à l'Etat en revenant aux missions classiques de chacun via une remise à plat des crédits d'impôts serait intéressante.

Une autre façon pour l'Etat de reprendre son rôle est d'être force d'entraînement dans le développement de la finance responsable, verte en particulier. Bruno Le Maire<sup>51</sup>, Ministre français de l'Economie, ne cesse ainsi d'affirmer son implication pour le développement de la finance verte, notamment en faisant la promotion du Climate Finance Day qui en 2017 eut lieu à Paris et lors duquel des engagements des acteurs financiers en faveur du verdissement des portefeuilles furent pris. La loi Pacte s'inscrit elle aussi dans cette perspective, puisqu'elle va permettre un accès plus aisé aux produits et verts et responsables dans les placements les plus plébiscités en France, tels l'assurance-vie et l'épargne-retraite. Dans la même logique, Bruno Le Maire ambitionne de faire de Paris la capitale mondiale de la finance verte<sup>52</sup>. Enfin, l'Etat français s'est engagé à montrer l'exemple en matière d'investissement responsable puisque depuis 2017 la France a adopté une Charte des investisseurs publics pour le climat, a apporté des changements dans les assurance-vie et les livrets A afin que ces derniers soient plus verts. Toutefois, l'environnement étant un bien commun, une action visant à le protéger implique un cadre multilatéral, donc une action a minima à l'échelle communautaire.

## **B. Propositions: Pour s'affirmer en tant qu'acteur politique, il sera nécessaire au Fonds norvégien d'opérer des mutations internes**

### *a. Il sera à l'avenir nécessaire au Fonds norvégien de diversifier son portefeuille*

- Des performances financières en 2018 révélant une marge de progression clairement identifiable:

Le Fonds norvégien produit trop peu de retour sur investissement pour un fonds à long terme dépourvu de passif.

En 2018, deux valeurs ont toutefois progressé: les obligations et l'immobilier. Les obligations ont progressé de 0,6% et l'immobilier de 15%. La performance globale du Fonds norvégien est néanmoins corrélée à celle des actions. Le Fonds norvégien a augmenté la part maximale des investissements en actions à hauteur de 80% du portefeuille. Les gestionnaires ont suivi ces nouvelles directives mais de façon quelque peu tardive puisque fin 2018, suite à une baisse des marchés, le Fonds norvégien n'avait que 66,2% de son portefeuille en actions. Le Fonds norvégien a tout de même payé sa forte exposition aux actions puisqu'en 2018 les deux-tiers de son portefeuille étaient tout de même des actions. Ce type d'actifs a vu son rendement baisser de 9,5% en 2018. Mais il sera la force du Fonds en 2019 puisque les gestionnaires ont profité de la baisse des Bourses fin 2018 pour acheter massivement des actions en novembre et décembre, pour un montant de 185 milliards de couronnes soit plus de 19 milliards d'euros. Ce calcul s'est avéré gagnant dans la mesure où le Fonds

---

<sup>51</sup> Bruno Le Maire, *Politique Internationale*, n°162, hiver 2018-2019, « Pour un capitalisme responsable »

<sup>52</sup> Bruno Le Maire, *Politique Internationale*, n°162, hiver 2018-2019, « Pour un capitalisme responsable »

norvégien a effacé ses pertes de 2018. L'immobilier n'est apparu que tardivement dans le Fonds, en 2011. Il joue un rôle défensif quand les marchés subissent de forts mouvements baissiers. Comme il n'est pas coté, sa valeur n'est pas affectée par la volatilité des actifs traités en bourse.

Fin 2018, la première participation du Fonds était dans Microsoft (64,7 milliards de couronnes), suivie d'Apple (62,7 milliards de couronnes) puis d'Alphabet (64,7 milliards de couronnes), d'Amazon (54,8 milliards de couronnes) et de Nestlé (53,9 milliards de couronnes). Les actifs en obligation ont pour 30,7% été légèrement positifs mais l'immobilier non coté a lui connu une forte augmentation, avec une hausse de 7,5 %, bien qu'il ne représente que 3% du portefeuille du Fonds. On peut donc postuler que cela incitera le Fonds norvégien à investir de façon croissante dans l'immobilier. Le pétrole, depuis les années 1970, a représenté jusqu'à 30% du budget national. L'épuisement du pétrole rend nécessaire une dynamisation du Fonds norvégien.<sup>53</sup>

---

<sup>53</sup> Note réactive n°74, « Norvège: quel avenir pour le premier fonds souverain mondial? », juin 2015, IGPDE

## Principales positions en actions au 31 décembre 2018:

Company	Country	Holding
Microsoft Corp	US	64,715
Apple Inc	US	62,740
Alphabet Inc	US	57,634
Amazon.com Inc	US	54,771
Nestlé SA	Switzerland	53,914
Royal Dutch Shell Plc	UK	51,274
Roche Holding AG	Switzerland	39,573
Novartis AG	Switzerland	39,494
Berkshire Hathaway Inc	US	33,423
Johnson & Johnson	US	29,184
Facebook Inc	US	27,059
HSBC Holdings Plc	UK	27,020
Tencent Holdings Ltd	China	26,340
BP Plc	UK	25,368
JPMorgan Chase & Co	US	24,913
TOTAL SA	France	24,780
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd	Taiwan	23,746
Samsung Electronics Co Ltd	South Korea	23,551
Exxon Mobil Corp	US	23,377
Linde Plc	US	22,467

Company <sup>1</sup>	Country	Ownership
Lear Corp	US	8.2
Valeo SA	France	8.0
Smurfit Kappa Group Plc	UK	7.0
Akzo Nobel NV	Netherlands	6.9
Deutz AG	Germany	5.6
Spire Healthcare Group Plc	UK	5.5
ATM Grupa SA	Poland	5.4
Mersen SA	France	5.4
DS Smith Plc	UK	5.4
MHP SE	Ukraine	5.3
Viscofan SA	Spain	5.3
Heidelberger Druckmaschinen AG	Germany	5.1
Sato Holdings Corp	Japan	5.1
GrainCorp Ltd	Australia	5.1
Northgate Plc	UK	5.1
HT&E Ltd	Australia	5.0
Tim SA/Siechnice	Poland	5.0
Workpoint Entertainment PCL	Thailand	5.0
LANXESS AG	Germany	5.0
City Lodge Hotels Ltd	South Africa	5.0

<sup>1</sup> Excluding listed real estate investments.

Source: Rapport 2018 de la banque centrale norvégienne

En 2018, le Fonds norvégien a perdu 485 milliards de couronnes, soit environ 50 milliards d'euros, les pertes se répartissant principalement aux premiers et quatrièmes trimestres. Il s'agit là de la deuxième plus grosse chute -la première étant 2008, année où le Fonds avait connu un rendement négatif de - 22,3% avec une perte de 633 milliards de couronnes- bien que depuis, un rachat massif d'action lui ait permis de se remettre à flot. Les gestionnaires ont en effet profité de la faiblesse des Bourses fin 2018 pour faire des achats massifs d'action, pour un montant de 30 milliards d'euros, ainsi que de l'affaiblissement de la couronne et du versement par l'Etat des recettes pétrolières. Depuis 2019, le Fonds norvégien a plus qu'effacé ses pertes de 2018 grâce au rebond boursier. A titre de comparaison, 50 milliards d'euros, c'est aussi en France le montant de la capitalisation des SCPI (Société Civile de Placement Immobilier), c'est aussi le budget du Ministère de l'Education. En 2018, le Fonds norvégien a eu un rendement négatif de 6,1%, du à la dégradation des marchés. Les placements en actions, représentant 66,3% du portefeuille, ont été avec une perte de 9,5% les premiers responsables de la chute de valeur du Fonds. Øysten Olsen, dirigeant du Fonds, rappelle qu'en regardant le rendement du Fonds norvégien sur la durée, il faut se rassurer puisque le Fonds connaît depuis 1998 un rendement moyen de 5,5% par an.

## Rendements historiques par classes d'actifs:



Source: Investir, « 2018, une année difficile pour le Fonds norvégien », 2019

La baisse du prix des hydrocarbures conduit le gouvernement à puiser dans les ressources du Fonds norvégien plus qu'il n'y place. Les ponctions effectuées par le gouvernement étaient initialement autorisées jusqu'à un montant représentant 4% du rendement, mais ce seuil a été abaissé à 3% en 2017 pour éviter que le Fonds ne se réduise comme peau de chagrin.

- Quelles solutions d'avenir?

Certains responsables politiques norvégiens demandent à ce que le Fonds soit autorisé à investir dans des infrastructures, d'autres plaident pour une scission du Fonds ou encore investir plus largement dans les pays frontières (le Fonds norvégien n'y investit quasiment pas à l'heure actuelle alors que les taux de rentabilité y sont plus élevés, car le risque y soit aussi plus haut). Le Fonds souverain suédois a par exemple déjà effectué cette scission puisqu'il est divisé en cinq fonds.

Au-delà cela, des solutions existent et ont trait à la gestion interne du Fonds qui donne à voir deux faiblesses principales. Premièrement, le Government Pension Fund Global présente une excessive aversion au risque.<sup>54</sup> Deuxièmement, le Fonds n'est pas suffisamment résistant face aux changements de conditions du marché. Des périodes de forte volatilité rendent le Fonds norvégien particulièrement

<sup>54</sup> Andrew Ang, William N. Goetzmann, Stephen M. Schaefer, « Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund – Global », 2009

sensible<sup>55</sup>. Suite à une étude empirique commanditée par le Fonds norvégien sur la gestion du Fonds<sup>56</sup>, Andreas G. F. Hoepner & Lisa Schopohl ont conclu que l'exposition du Government Pension Fund Global au risque devrait plus systématiquement suivre le benchmark mais surtout que l'exposition du Fonds au risque soit le résultat d'un processus de décision. En effet, l'approche actuelle ne laisse que peu de marge de manoeuvre aux managers du Fonds. Or la compétence de ces derniers pourrait leur permettre de faire des choix rentables, qu'ils ne feront pas dans l'approche actuelle des choses. Une place plus grande dévolue au sein du Fonds à l'active management permettrait aussi selon les auteurs une plus grande souplesse et réactivité face aux changements de marché.

*b. Pour l'Etat français, cela suppose de définir des comportements entraînant une limitation du droit de vote des actionnaires et de déterminer de quels fonds il est nécessaire de se protéger, sans pour autant fermer la porte à l'ensemble des fonds souverains*

- **Discriminer les fonds en fonction de leurs comportements, une solution envisageable?**

L'enjeu principal à l'heure actuelle est de déterminer s'il faut agir contre les investissements étrangers directs. De nombreuses propositions de réformes ont été faites.

Cependant, en réalité, il s'agit de protéger les entreprises contre les fonds vautours, entendus comme des fonds d'investissements qui rachètent la dette de l'entreprise en difficulté ou souscrivent à des augmentations en capital dans le but de prendre le contrôle de l'entreprise ou de la restructurer, en profitant des titres à prix bas. L'objectif, et la difficulté, d'une réforme serait de protéger les entreprises des fonds vautours tout en incitant les autres fonds d'investissement à investir, comme le Fonds norvégien. Il s'agit d'opposer deux volontés politiques, donc il semble possible de jouir d'une marge d'action pour limiter les fonds vautours. La solution ne résidera pas dans une confiance aveugle faite aux managers. On a vu depuis une dizaine d'années un discours se faire de plus en plus présent au sein des entreprises cotées, les managers affirmant qu'ils s'occupaient de la partie politique, incitant les marchés financiers à s'en détourner et à faire confiance aux managers, bien que ces mêmes marchés soient titulaires d'un droit politique au sein des entreprises. La propriété leur donne en effet un droit de vote. On l'a vu, la situation en la matière tend à évoluer dans la mesure où les fonds souverains, au premier rang desquels se trouve le Fonds norvégien, font renaitre le droit des sociétés, insistant de plus en plus pour exercer leurs prérogatives politiques. Ce faisant, la marge de manoeuvre des managers se trouve réduite. Cependant, réduire le débat à une opposition entre marchés financiers et managers serait par trop réducteur.

Il s'agit en effet de déterminer comment refuser que certains fonds n'entrent pas au capital des entreprises françaises, ou n'acquièrent pas de dette, tout en acceptant que d'autres fonds le fassent, tel le Fonds norvégien. Le choix des fonds autorisés se ferait sur des critères politiques. Emblématique

---

<sup>55</sup> Andrew Ang, William N. Goetzmann, Stephen M. Schaefer, « Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund – Global », 2009

<sup>56</sup> Andrew Ang, William N. Goetzmann, Stephen M. Schaefer, « Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund – Global », 2009

des fonds souverains décriés en Occident, le fonds souverain du Koweït serait par exemple ciblé par des politiques visant à l'éloigner des entreprises françaises. Il le serait pour des raisons politiques, parce que la vision du futur qu'il prône n'est pas en accord avec la vision française de l'avenir (on songera notamment aux questions de droit des femmes). Mais définir par des politiques publiques les investisseurs refusés pour des raisons politiques serait illégitime, subjectif, variant selon les tendances politiques. Il paraîtrait plus sage et plus viable de déterminer des critères objectifs sources d'exclusion, par exemple des comportements. Seraient dans ce cas susceptibles d'exclusion les fonds adoptant des comportement d'abus de majorité, ou d'abus de minorité, ou encore de conflit d'intérêt. Il faut ainsi définir des marges de comportement considérés comme inadmissibles. Par exemple, la liberté de voter doit constituer la règle, la limitation de cette liberté l'exception, notamment pour les cas constitués d'un abus de minorité ou d'un abus de majorité. La limitation de la liberté de voter doit constituer l'exception car dans le cas contraire, cela reviendrait à penser la norme à partir d'un abus, un comportement abusif en l'occurrence. L'enjeu est alors de parvenir à savoir si les abus de minorités ou de majorité, et les comportements abusifs plus généralement, constituent de simples abus ou le mode de fonctionnement d'une catégorie de fonds entière, à savoir les fonds vautours. A supposer - hypothèse la plus probable - qu'il s'agisse plutôt d'abus, les juges ont la capacité de sanctionner ces fautes de comportement à la marge. Les fonds vautours devenant de plus en plus actifs, et se multipliant, le juge sera amené à jouer un rôle croissant dans le contrôle des prises de participation au sein des entreprises, et de l'exercice des droits des propriétaires de titres. Cependant, cette action des juges ne sera qu'ex post, en responsabilité, alors qu'il serait plus efficace de l'assister d'une action ex ante. Ceci, tout comme les sanctions par le juge, aurait un effet dissuasif, préventif, décourageant les comportements d'abus. Un pouvoir des juges à régler les comportements abusifs par avance est envisageable.

- **Recourir plus systématiquement à la protection qu'offre le droit international afin de ne pas se couper de tout investissement étranger direct, investissements dont la France a besoin:**

Se fermer totalement aux fonds souverains serait à la fois impossible et peu pertinent: en effet, les Etats, principalement occidentaux, connaissant des taux d'endettement élevés, les fonds souverains leur permettent de bénéficier d'opérations de recapitalisation. Les Etats craignent une tentative d'instrumentalisation politique du fonds par son Etat d'origine. Quels recours offre alors le droit international et sont-ils suffisants?

Le droit international régit les investissements étrangers directs. Cette régulation a lieu via des traités multilatéraux et bilatéraux. Le réseau d'accords bilatéraux sur la promotion et protection des investissements dénombre près de 3 000 accords<sup>57</sup>. Tout accord bilatéral permet aux Etats contractants d'assujettir à examen préalable la constitution des investissements provenant de l'étranger, dès lors que les intérêts de sa sécurité sont en jeu. Mais les instruments de droit international de promotion ou de protection des investissements étrangers directs ne se soucient que peu de l'origine des fonds, qu'elle soit publique ou privée. Et quand bien même un investisseur serait-

---

<sup>57</sup> CNUCED

il contrôlé par une personne publique, cela n'empêche pas sa subsomption en investisseur protégé. La CEDH a par exemple admis qu'un établissement de crédit dont une partie du capital appartient à une personne publique ne pourra pas être qualifié comme émanation de l'Etat si les activités de cet établissement sont les mêmes que celles d'une banque privée. Le régime conventionnel ne lève donc pas l'opacité des fonds souverains. L'OCDE, quant à elle, ne paraît pas s'intéresser aux fonds souverain au point de l'ériger en catégorie juridique spécifique d'investissement étranger.

Un recours possible pour les Etats voulant se protéger de certains fonds souverains est de recourir au droit de la responsabilité. Mais si l'Etat d'origine s'efface de la structure juridique du Fonds, efface les consignes qu'il donne aux gestionnaires, il n'est plus possible pour l'Etat de recourir au droit de la responsabilité.

Un Etat peut recourir aux Principes de Santiago pour s'opposer à l'investissement d'un Fonds souverain. Mais les Principes de Santiago connaissent seulement les relations entre Etat propriétaire d'un fonds souverain et les gestionnaires du Fonds. A l'inverse, les relations entre Etat d'origine du Fonds et Etat d'accueil sont ignorées par les Principes de Santiago.

Dès lors, pour envisager les actions possibles par un Etat, il est intéressant d'étudier l'exemple américain. Le droit américain fut l'un des pionniers en matière de contrôle des investissements internationaux réalisés sur le territoire national. Le Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS) est chargé de veiller aux investissements étrangers. Il a notamment et depuis peu la capacité de bloquer une opération d'investissement visant une entreprise états-unienne et qui menacerait la sécurité nationale. Adapter pareille réglementation est plus compliqué pour les Etats membres de l'Union européenne. Ces derniers doivent respecter le droit communautaire. Certains des Etats européens tentent de se protéger contre les fonds souverains en créant ce qui est souvent qualifié de « contre-fonds souverains ». La France fait partie des pays ayant réagi le plus tôt aux fonds souverains. Dès 2007, la France a pris position sur la question des fonds souverains. Les investisseurs étrangers qui désirent prendre le contrôle ou acquérir une minorité de blocage de 33,3% dans des sociétés de onze secteurs d'activités<sup>58</sup> considérés comme sensibles doivent solliciter, au préalable, une autorisation auprès des autorités françaises<sup>59</sup>. Pourtant, malgré cette position défensive, la France a besoin des fonds souverains car elle nécessite des investisseurs à long terme.<sup>60</sup> Le FSI est un exemple de fonds souverain défensif en France ayant pour objectif d'apporter des financements aux

---

<sup>58</sup> Les onze secteurs en question sont: les jeux d'argent (car il y a un risque de blanchiment), la sécurité privée, la recherche ou le développement de moyens destinés à faire face à l'utilisation illicite, dans le cadre d'activités terroristes, d'agents pathogènes, les matériels conçus pour l'interception des correspondances et des conversations, les services d'évaluation et de certification de la sécurité des systèmes informatiques, les technologies à double usage civil et militaire, la cryptologie, les activités exercées par les entreprises dépositaires de secrets de la défense nationale, les activités de recherche, de production ou de commerce d'armes, et les activités exercées par les entreprises ayant conclu un contrat d'étude ou de fourniture d'équipements au profit du ministère de la Défense, directement ou en sous-traitance.

<sup>59</sup> Décret n°2005-1739, 30 décembre 2005

<sup>60</sup> Alain Demarolle, *Rapport sur les fonds souverains*, 22 mai 2008

entreprises françaises. Le FSI permet à la France de contourner la réglementation communautaire concernant les aides d'Etat. Le FSI rentre en effet dans la qualification d'investisseur semi-privé. Toutefois, sa taille ne lui permet pas de rivaliser avec les autres grands fonds souverains -bien que ce ne soit pas son objectif- et son objectif est de avant tout de gérer les participations étatiques<sup>61</sup>.

Une fois un cadre juridique permettant la protection des Etats des fonds souverains établi, la difficulté sera d'apporter la preuve de l'illicite. Pierre Bodeau-Livinec<sup>62</sup> pointe en effet qu'il est compliqué de prouver la responsabilité de l'Etat pour les activités des fonds souverains.

Comme le souligne Pierre Bodeau-Livinec<sup>63</sup>, il s'agira de montrer objectivement que par le biais de l'investissement réalisé par un fonds, un Etat s'est immiscé dans la gestion d'un Etat tiers, qu'il a fait preuve d'ingérence. La seule façon d'agir en ex ante, dans le cadre juridique actuel, sera de prévenir l'investissement problématique en émettant de la soft law. Pierre Bodeau-Livinec souligne que le fait illicite d'un fonds pourrait être constitué par le non-respect des conditions d'investissement fixées par un traité liant deux Etats, ou encore la méconnaissance d'obligations visant à préserver les intérêts fondamentaux de la communauté internationale, par exemple en matière de protection de l'environnement. Et plus largement, la qualification de fonds souverain implique qu'il s'agit d'un acteur souverain, donc qu'il serait possible de rapporter leurs faits à l'Etat d'origine. Or, les Articles sur la responsabilité de l'Etat pour fait international illicite adoptés par la Commission du droit international des Nations Unies en 2001 ne permettent guère de rattacher des activités d'investissement des fonds souverains à l'Etat d'origine du fonds. L'article 4 explique qu'« Un organe d'Etat comprend toute personne ou entité qui a ce statut d'après le droit interne de l'Etat ». Or, la plupart du temps, les fonds souverains ne sont pas émanations directes de l'Etat, mais des personnes morales distinctes de l'Etat. L'article 4 n'offre alors que peu de recours. L'article 5 précise lui qu'« Le comportement d'une personne ou entité qui n'est pas un organe de l'Etat au titre de l'article 4, mais qui est habilité par le droit de cet Etat à exercer des prérogatives de puissance publique, pour autant que, en l'espèce, cette personne ou entité agisse en cette qualité, est considéré comme un fait de l'Etat d'après le droit international. ». Il est vrai qu'en s'intéressant aux objectifs de certains fonds souverains -comme la stabilité budgétaire- on comprend qu'ils peuvent accomplir des missions de service public. Mais utiliser l'article 5 contre un fonds souverain implique plus précisément de prouver qu'il y a eu dérogation de prérogative de puissance publique, ce qui est long et complexe.

L'article 8 paraît plus mobilisable pour se protéger d'un Fonds souverain. Il précise: « Le comportement d'une personne ou d'un groupe de personnes est considéré comme un fait de l'Etat d'après le droit international si cette personne ou ce groupe de personnes, en adoptant ce

---

<sup>61</sup> Alain Demarolle, *Rapport sur les fonds souverains*, 22 mai 2008

<sup>62</sup> Pierre Bodeau-Livinec « Fonds souverains et mutations de la figure de l'Etat », *Journée d'études université paris 8, Les fonds souverains: entre affirmation et dilution de l'Etat face à la mondialisation*, 2014

<sup>63</sup> Pierre Bodeau-Livinec « Fonds souverains et mutations de la figure de l'Etat », *Journée d'études université paris 8, Les fonds souverains: entre affirmation et dilution de l'Etat face à la mondialisation*, 2014

comportement, agit en fait sur les instructions ou les directives ou sous le contrôle de l'Etat ». L'article 8 fournit donc un critère de rattachement à l'Etat simple d'utilisation et soulevable contre tout fonds souverain. Un obstacle à l'effectivité de l'article 8 pourrait être que les fonds souverains, puisqu'ils sont créés par un Etat, fassent entrer en compte le droit de l'immunité. Mais cela restera comme le souligne Pierre Bodeau-Livinec<sup>64</sup> car la Cour Internationale de Justice a jugé en 2008<sup>65</sup> que dans le cas où le droit de l'immunité serait utilisé, il reviendrait alors à l'Etat d'assumer la responsabilité pour les actes illicites commis par le fonds souverain en question.

- **Le droit communautaire, et en particulier le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne: entre ressource et contrainte**

Il est nécessaire de garder à l'esprit que toute réglementation nationale ayant pour objectif de se protéger des fonds souverains est contrainte par le droit communautaire, notamment l'article 63 §1 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Ce dernier interdit toute restriction à la libre circulation des capitaux entre Etats membres et entre Etats membres et Etats tiers. L'Etat souhaitant se protéger des fonds souverains devra par conséquent se glisser dans le moule du régime des dérogations ou exceptions à la libre circulation des capitaux. Pour ce faire, il sera nécessaire de montrer qu'un intérêt fondamental de la société est menacé par l'investissement concerné. Cet intérêt peut être la préservation du patrimoine industriel ou encore la défense de marques prestigieuses. Ceci dit, la Cour de Justice de l'Union européenne peut s'opposer à de telles mesures. Ainsi, elle a estimé opposé au droit communautaire un décret-loi espagnol ayant pour objectif de soumettre à autorisation préalable l'acquisition d'actifs ou de participations dans des entreprises du secteur de l'énergie. Ce contrôle de l'Union européenne sur les investissements étrangers directs est d'autant plus fort que la politique commerciale - compétence de l'Union- inclut les investissements étrangers directs, ainsi que le précise l'article 207 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Il est d'autant plus nécessaire que les mesures visant à se protéger des fonds souverains soient prises à l'échelle communautaire. Le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne n'offre qu'un cadre contraint dans lequel peuvent agir les Etats.

Ainsi, l'article 107 §1 du Traité sur le Fonctionnement de l'Union européenne estime inconciliable avec le marché intérieur, « dans la mesure où elles affectent les échanges entre Etats membres, les aides accordées par les Etats ou au moyen de ressources d'Etat sous quelque forme que ce soit qui faussent ou qui menacent de fausser la concurrence en favorisant certaines entreprises ou certaines productions ». Les interventions des Etats visant à sécuriser le capital des sociétés stratégiques tombent sous le coup de la qualification d'aide d'Etat au sens de l'article 107 §1 si l'entreprise « reçoit un avantage économique qu'elle n'aurait pas obtenu dans des conditions normales de marché »<sup>66</sup>. La

---

<sup>64</sup> Pierre Bodeau-Livinec « Fonds souverains et mutations de la figure de l'Etat », *Journée d'études université paris 8, Les fonds souverains: entre affirmation et dilution de l'Etat face à la mondialisation*, 2014

<sup>65</sup> Cour Internationale de Justice, Djibouti c/ France, 2008

<sup>66</sup> CJCE, SFEI, 11 juillet 1996

solution, pour les Etats, est alors d'entrer au capital d'entreprises stratégiques et d'accroître leur participation en réussissant à ce que leurs investissements soient rentables dans un délai raisonnable, au regard de la situation financière et de la conjoncture économique dans laquelle évolue l'entreprise. Dans ce cas, cela ne constituera pas des aides d'Etats au sens de l'article 107 §1 du Traité sur le Fonctionnement de l'Union européenne. C'est sous cette forme que se font les prises de participation du Fonds stratégique d'investissement. Les Orientations stratégiques du Fonds stratégique d'investissement prévoient qu'il investit à long terme dans des projets rentables, via des participations minoritaires et en recherchant l'implication d'investisseurs tiers, tout en se comportant en investisseur soucieux de préserver ses intérêts patrimoniaux en exerçant l'ensemble des droits attachés à son statut d'actionnaire. Jean-Pierre Fourcade dans le rapport qu'il dirige estime que « les exigences de rentabilité du Fonds stratégique d'investissement sont conformes aux pratiques du marché et liées au couple rendement-risque »<sup>67</sup>. Le rapporteur allait même jusqu'à s'inquiéter des exigences de rendement, trop élevées.

L'article 65 §1 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne stipule quant à lui que la libre circulation des capitaux ne porte pas atteinte au droit qu'ont les Etats membres de prendre « toutes les mesures indispensables pour faire échec aux infractions à leurs lois et règlements, notamment en matière fiscale ou en matière de contrôle prudentiel des établissements financiers, de prévoir des procédures de déclaration des mouvements de capitaux à des fins d'informations administrative ou statistique ou de prendre des mesures justifiées par des motifs liés à l'ordre public ou à la sécurité publique ».

La Cour de Justice de l'Union européenne estime que les mesures doivent « être entendues strictement, de sorte que leur portée ne saurait être déterminée unilatéralement par chacun des Etats membres sans contrôle des institutions de l'Union »<sup>68</sup>. L'ordre public et la sécurité publique seront des moyens soulevés « qu'en cas de menace réelle et suffisamment grave, affectant un intérêt fondamental de la société »<sup>69</sup>. La Cour précise qu'il s'agit en particulier de « la sécurité de l'approvisionnement en énergie »<sup>70</sup> ou de « sécurité de la disponibilité du réseau des télécommunications »<sup>71</sup>. Cependant, la CJCE cite<sup>72</sup> d'autres raisons impérieuses d'intérêt général, par exemple la continuité d'un service public ou l'approvisionnement minimum en biens essentiels à la collectivité. En revanche, des motivations uniquement économiques comme la préservation du patrimoine industriel ne seront pas des moyens légitimes. En outre, les mesures que l'Etat prendra doivent respecter le principe de proportionnalité<sup>73</sup>, les mesures restreignant la libre circulation des capitaux doivent ainsi être « propres à garantir la réalisation de l'objectif poursuivi et n'aillent pas

---

<sup>67</sup> *Rapport d'information fait au nom de la commission des finances sur les participations transférées au Fonds stratégique d'investissement* par M. Jean-Pierre Fourcade, Sénat, juin 2011

<sup>68</sup> CJUE, 11 novembre 2011, Commission c/ Portugal

<sup>69</sup> CJCE, 14 mars 2000, Eglise de scientologie

<sup>70</sup> CJCE, 4 juin 2002, Commission c/ France

<sup>71</sup> CJCE, 13 mai 2003, Commission c/ Espagne

<sup>72</sup> CJCE, 20 juin 2002, Radiosistemi

<sup>73</sup> CJUE, 8 juillet 2010, Commission c/ Portugal

au-delà de ce qui est nécessaire pour qu'il soit atteint ». La Cour de Justice désapprouve les interventions ex ante, car trop attentatoires à la liberté de circulation<sup>74</sup>. Elle désapprouve également les interventions des Etats visant à contrôler la structure de l'actionnariat d'une société. Il sera quasiment impossible de justifier une telle mesure pour l'Etat au regard du Traité sur le Fonctionnement de l'Union européenne sauf à prouver, ce qui semble difficile, qu'une mesure moins attentatoire à la libre circulation n'aurait pas pu atteindre le même objectif. De plus, pour que ces restrictions soient acceptées par la Cour, elles doivent être précises, objectivement vérifiables, et opposables.

- **Les actions à la disposition des Etats:**

Pour se prémunir des fonds souverains trop agressifs, les Etats membres ont la possibilité de prendre trois types de mesure selon la typologie réalisée par Jean-Philippe Kovar.<sup>75</sup>

Tout d'abord, les Etats membres peuvent réglementer les investissements en provenance d'Etats étrangers. Les investissements étrangers dans des entreprises stratégiques sont soumis, en droit communautaire, à des restrictions en raison du caractère sensible des activités, d'une menace sur la sécurité publique, l'ordre public ou la défense nationale. L'article L. 151-3 du code monétaire et financier français soumet ainsi à autorisation préalable du ministre de l'Economie « les investissements étrangers dans une activité qui, même à titre occasionnel, participe à l'exercice de l'autorité publique ou relève de l'un des domaines suivants: a) activités de nature à porter atteinte à l'ordre public, à la sécurité publique ou aux intérêts de la défense nationale; b) activités de recherche, de production ou de commercialisation d'armes, de munitions, de poudres et substances explosives ». Toutefois, les articles qui suivent distinguent les investissements selon leur origine. Les investissements venant de l'Union européenne obéissent à un régime plus favorable que celui des investissements étrangers provenant de pays extérieurs à l'Union européenne. Les investissements provenant de pays extérieurs à l'Union européenne nécessitent une autorisation préalable s'ils ont pour objectif de prendre le contrôle d'une entreprise française, d'acquérir directement ou indirectement tout ou partie d'une branche d'activité d'une entreprise française ou de franchir le seuil de détention directe ou indirecte du tiers du capital ou des droits de vote d'une entreprise française opérant dans l'un des onze secteurs mentionnés à l'article R. 153-2 du code monétaire et financier (comme les jeux d'argent, la sécurité des systèmes informatiques, la cryptologie...). Les investissements provenant de pays membres de l'Union européenne sont quant à eux soumis à une autorisation préalable seulement s'ils visent à prendre le contrôle d'une entreprise française ou d'acquérir directement ou indirectement tout ou partie d'une branche d'activité d'une entreprise française opérant dans l'un des onze secteurs stratégiques (Art R. 153-3 du code monétaire et

---

<sup>74</sup> CJCE, 4 juin 2002, Commission c/ Belgique

<sup>75</sup> Jean-Philippe Kovar « Les réponses nationales à l'émergence des fonds souverains: quelle comptabilité avec le droit de l'Union européenne? », *Journée d'études université paris 8, Les fonds souverains: entre affirmation et dilution de l'Etat face à la mondialisation*, 2014

financier). En outre, que l'investissement en question provienne ou non d'un pays membre de l'Union européenne, le Ministre de l'Economie peut joindre à son autorisation une liste de conditions ayant pour but de protéger les intérêts nationaux tels la sécurité publique, la défense nationale et l'ordre public.<sup>76</sup> L'autorisation peut en plus être conditionnée à la cession d'une activité stratégique détenue par une entreprise indépendante que possède l'investisseur étranger.<sup>77</sup> Enfin, si l'investissement a été défini sans respecter les règles susmentionnées, le ministre peut enjoindre à l'investisseur de mettre un terme à l'opération, de la modifier ou de faire rétablir à sa charge la situation antérieure<sup>78</sup>.

Les Etats membres de l'Union européenne peuvent également recourir à la création de « golden shares », ainsi que le rappelle Jean-Philippe Kovar<sup>79</sup>. Il s'agit d'actions instaurées par un Etat au sein d'une entreprise stratégique. Une golden share confèrera des pouvoirs spéciaux à l'Etat, différents de ceux des autres actionnaires, dérogoratoires au droit commun des sociétés. La loi de privatisation du 6 août 1986 confère par exemple au Ministre de l'Economie le pouvoir d'agrèer les prises de participation dans les entreprises privatisées pour lesquelles une action spécifique a été instaurée en cas de franchissement de seuils. Les Etats peuvent aussi désigner dans le cadre des golden shares des représentants au sein des entreprises stratégiques. Ces représentants ont rarement le droit de vote mais représentent l'Etat dans l'entreprise.

Enfin, un Etat membre de l'Union européenne souhaitant se protéger des fonds souverains pourra aussi créer son propre fonds défensif. Ce dernier prendra la forme d'un fonds public d'investissement dont les prises de participation seront avant tout défensives. La création du Fonds stratégique d'investissement en 2009 entre dans ce cadre. Le Fonds stratégique d'Investissement prend la forme d'une société anonyme, détenue à 51% par la Caisse des dépôts et consignations et à 49% par l'Etat. L'objectif du Fonds était de protéger les entreprises stratégiques contre les acquisitions étrangères. Le Fonds Stratégique d'Investissement diffère d'un fonds souverain « par le volume limité de ses avoirs, que l'on ne saurait comparer aux encours des principaux fonds souverains et qui suppose des participations très ciblées et d'un montant unitaire compatible avec ses capacités » et « par son association au risque entrepreneurial et à la gouvernance des entreprises et par la priorité donnée aux investissements dans les sociétés dont le coeur de l'activité et les centres de décision sont situés sur le territoire »<sup>80</sup>. La Caisse des dépôts et consignations constitue elle aussi un exemple de fonds souverain défensif, mais qui n'en porte pas le nom, comme l'explique Laurence Dubin<sup>81</sup>. L'action de l'Etat français en matière de fonds souverains défensifs est fragmentée, car en plus de la Caisse des

---

<sup>76</sup> Art R. 153-9, al. 1 du Code monétaire et financier

<sup>77</sup> Art R. 153-9, al. 3 du Code monétaire et financier

<sup>78</sup> Art. L. 151-3, II, al. 1 du Code monétaire et financier

<sup>79</sup> Jean-Philippe Kovar « Les réponses nationales à l'émergence des fonds souverains: quelle comptabilité avec le droit de l'Union européenne? », *Journée d'études université paris 8, Les fonds souverains: entre affirmation et dilution de l'Etat face à la mondialisation*, 2014

<sup>80</sup> *Rapport d'information fait au nom de la commission des finances sur les participations transférées au Fonds stratégique d'investissement* par M. Jean-Pierre Fourcade, Sénat, juin 2011

<sup>81</sup> Laurence Dubin, « Propos introductifs », *Journée d'études université paris 8, Les fonds souverains: entre affirmation et dilution de l'Etat face à la mondialisation*, 2014

dépôts et consignations, la France a instauré la Banque Publique d'Investissement. Elle est créée en 1995 afin de soutenir les entreprises françaises. La création d'un fonds défensif, pour la France comme pour tout autre Etat, pose le problème de la réciprocité. Si l'Etat français défend son fonds d'investissement et ses possibilités d'investissements à l'étranger, il peut difficilement se montrer réticent envers les investissements sur son territoire de fonds étrangers.

---

## Conclusion:

Le Fonds norvégien ne semble que partiellement vérifier l'adage de Ford. Certes, les actifs considérables du Government Pension Fund Global lui permettent d'investir dans les domaines qu'il souhaite, à la hauteur qu'il souhaite, de façon à imposer ses vues politiques.

Pour autant, l'argent du Fonds norvégien ne parait pas lui ouvrir toutes les portes, loin s'en faut. Loin de lui ouvrir toutes les portes, la richesse du Fonds norvégien lui en ferme certaines. La raison en est la quantité d'argent considérable qui précède le fonds norvégien. Cette énorme quantité d'argent effraie les pays hôtes. Ces derniers sont bien conscients du pouvoir considérable que procureraient ses fonds au Government Pension Fund Global s'il venait à accroître ses participations aux entreprises nationales. Cette crainte est exacerbée par l'opacité qui entoure la gestion du fonds - notamment dans ses liens, parfois perméables, au politique- alors même que le Fonds norvégien se distingue des autres fonds souverains par sa transparence. Une telle réticence de la part des potentiels pays hôtes- au premier rang desquels la France qui en comparaison avec ses voisins n'a reçu que peu de financements des fonds souverains- est d'autant plus regrettable que les fonds souverains constituent une possible source de liquidités pour des pays, comme la France, qui en ont besoin par les temps actuels. Accueillir les fonds souverains serait pour la France le moyen de bénéficier d'investisseurs ayant des vues à long terme, critère non négligeable. S'ouvrir de façon croissante au Fonds norvégien en particulier permettrait à la France de s'inscrire dans une collaboration durable avec un fonds souverain plus transparent que la plupart de ses homologues.

Toutefois, cette méfiance spontanée des Etats envers les fonds souverains est à notre avis le fait d'une intuition -bien légitime- qu'ont les Etats. Progressivement, les fonds souverains se substituent aux Etats dans certaines de leur mission. Il en est ainsi de la gestion des biens communs. Cette substitution nous parait plus conjoncturelle que volontaire, réfléchi et calculée. En effet, l'actuelle crise des corps intermédiaires, la mise sous silence partielle du droit des sociétés par les actionnaires dans le passé et l'urgence climatique ont laissé un vide politique. L'Etat ne paraissait plus en mesure d'assurer ces missions, notamment du fait de la réduction de ses moyens, missions pourtant essentielles à la cohésion de la société. Le Fonds norvégien, au même titre que d'autres acteurs telles les ONG, a ainsi occupé le vide laissé par l'Etat.

Devant cet état de fait, il convient de se demander si une telle situation est souhaitable. Cela revient à poser une question politique mais, en tout état de cause, il semble indéniable qu'un problème de légitimité est posé. Le Fonds norvégien en arrive ainsi à imposer des choix politiques à des entreprises françaises influençant la société française dans son ensemble. La protection des océans est ainsi érigée en priorité. Bien que cette cause soit louable et nécessaire, elle ne serait que mieux défendue suite à une sensibilisation de l'ensemble des citoyens par l'intermédiaire d'un processus de mise à l'agenda politique français. Estimer que l'Etat, parce qu'émanation des citoyens français, défendrait mieux cette cause, s'occuperait mieux de l'administration de ce bien commun, n'est pas reléguer au second

plan la gestion durable des océans. Au contraire, il s'agit plutôt de lui redonner toute sa place et toute son importance parmi les missions qui reviennent à l'Etat.

Il s'agira alors de comprendre comment l'Etat peut se ressaisir de ces missions, aussi efficacement que le fait à l'heure actuelle le Fonds souverain norvégien. Une première étape serait, comme y invite Alain Supiot, de recentrer chaque acteur sur ses missions originaires. Cela reviendrait à considérer que la participation des acteurs privés se fait par l'impôt, non mais pas exclusivement mais a minima. Il conviendrait alors d'accroître les ressources de l'Etat perçues grâce à l'impôt. L'Etat serait à même de poursuivre des missions d'intérêt général assurant la protection de l'environnement.

Le Fonds norvégien a donc acquis un rôle politique à part entière. Toutefois, il est plus objet politique qu'acteur politique dans le sens où son agenda politique est déterminé par le gouvernement norvégien et la NBIM. Il est cependant indéniable qu'il a une véritable dimension politique. Le fait que le Fonds norvégien soit plus un objet politique qu'un acteur politique pourrait le desservir à long terme.

Un des enjeux sera de redonner des moyens d'actions à l'Etat sans pour autant dissuader les acteurs privés d'adopter des comportements vertueux. Ces comportements vertueux n'iraient pas jusqu'à se substituer à l'Etat mais impliqueraient une prise en compte croissante de l'impact social et environnemental de leur activité.

---

## **Bibliographie:**

### *Ouvrages et Rapports:*

Amundi, *Plan d'action 2021*, [le-groupe.amundi.com](http://le-groupe.amundi.com), 08/10/2018

Amundi, *Politique de vote 2019*, [le-groupe.amundi.com](http://le-groupe.amundi.com)

Arthuis Jean, *Les fonds souverains : une menace à relativiser, un partenariat à construire*, [www.senat.fr](http://www.senat.fr), 15 mai 2008

Borga Nicolas (Sous la direction de), Jean-Claude Marin et Jean-Christophe Roda, *Compliance: l'entreprise, le régulateur et le juge*, Dalloz, 2018

Demarolle Alain, *Rapport sur les fonds souverains*, [www.ladocumentationfrancaise.fr](http://www.ladocumentationfrancaise.fr), 22 mai 2008

Fourcade Jean-Pierre, *Rapport d'information fait au nom de la commission des finances sur les participations transférées au Fonds stratégique d'investissement*, Sénat, juin 2011

Martin Gilles (Sous la direction de) & Béatrice Parance, *La régulation environnementale*, LGDJ, 2012

NBIM, *Rapports annuels du Norwegian Government pension Fund-Global*

NBIM, *Water management: expectations towards companies*, 5 septembre 2018

Puel Jean-Marc, *Les fonds souverains, Instruments financiers ou armes politiques?*, Autrement, 2009

*Politique Internationale*, n°162, hiver 2018-2019

Sénard Jean-Dominique & Notat Nicole, *L'entreprise, objet d'intérêt collectif*, [www.economie.gouv.fr](http://www.economie.gouv.fr), 2018

Supiot Alain, *Grandeur et misère de l'Etat social*, Fayard, 2013

Supiot Alain, *La Solidarité. Enquête sur un principe juridique*, 2015

Supiot Alain, *L'esprit de Philadelphie. La justice sociale face au marché total*, Seuil, 2010

#### *Articles de Recherche:*

Aizenman Joshua & Glick Reuveun, « Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance », *The National Bureau of Economic Research* », Décembre 2008

Achour Anouar, sous la direction Christian Harbulot, « Les failles des fonds souverains et les réactions contradictoires de l'Occident », [www.infoguerre.fr](http://www.infoguerre.fr), mai 2008

Adrian Jean-François, « Norvège: quel avenir pour le premier fonds souverain mondial? », IGPDE, Note réactive n°74, juin 2015

Ang Andrew, Goetzmann William, Schaefer Stephen, « Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund – Global », Columbia University, 14 décembre 2009

Bismuth Régis, « Les fonds souverains face au droit international - Panorama des problèmes juridiques posés par des investisseurs peu ordinaires », AFDI, 2010

Beck Roland & Fidora Michael, « The impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets », European Central Bank, *Occasional Paper Series*, n°91, juillet 2008

Bertin Delacour Caroline, « Fonds souverains: produits de l'énergie et investisseurs de l'énergie », *Géoéconomie* n°51, 2009

Blancheton Bertrand & Jégourel Yves, « Les fonds souverains: un nouveau mode de régulation du capitalisme financier? », *Revue de la régulation*, volume 5, 2009,

Caner Mehmet et Grenes Thomas, « Le Fonds norvégien », *Revue d'économie financière*, Numéro hors-série 2009

Chambers David, Dimson Elroy and Iilmanen Anti, « The Norway Model », *Journal of Portfolio Management*, Volume 38, 2012

Dixon Adam, & Monk Ashby, « Rethinking the Sovereign in Sovereign Wealth Funds », *Transactions of the Institute of British Geographers*, vo.31, janvier 2012

Eriksen Sondre Hansen & Skara Marie, « On the Ethics of the Government Pension Fund Global. An Empirical Analysis on the Effects of Public Recommendations on Ethics. », Norwegian University of Science and Technology, Mai 2018

Hoepner Andreas & Schopohl Lisa, « On the Price of Morals in Markets: An Empirical Study of the Swedish AP-Funds and the Norwegian Government Pension Fund », *Journal of Business Economics*, 2016

Journée d'études université Paris 8, *Les fonds souverains: entre affirmation et dilution de l'Etat face à la mondialisation*, Pedone, 2014

Kotter Jason & Lel Uger, 2008, "Friends or Foes? Target Selection Decisions of Sovereign Wealth Funds and Their Consequences », *Journal of Financial Economics*, Volume 101, 2011

Nagell Hilde, « Investor responsibility and Norway's Government Pension Fund – Global », The University of Oslo, 2011

Nikel David, « Yngve Slyngstad, Norway's CFO », *Life in Norway*, 4 février 2019

Paulin Cédric, « La stratégie d'investissement éthique du fond pétrolier norvégien et les entreprises d'armement », France Stratégie, *Notes de la FRS*, 2006

Yermo Juan, "Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries", *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, No. 15, 2008

*Articles de Presse:*

Boisseau Laurence, « Le fonds souverain norvégien somme les entreprises de lutter contre la corruption », *Les échos*, 13 février 2018

Sheppard David & Milne Richard, « Norway's investment cull leaves oil majors spared but shaken », *The Financial Times*, 9 mars 2019

*Ressources juridiques:*

Code civil

Code monétaire et financier

Commission c/ Portugal, CJUE, 11 novembre 2011

Commission c/ France, CJCE, 4 juin 2002

Commission c/ Espagne, CJCE, 13 mai 2003

Commission c/ Portugal, CJUE, 8 juillet 2010

Commission c/ Belgique, CJCE, 4 juin 2002

Décret n°2005-1739, [www.legifrance.gouv.fr](http://www.legifrance.gouv.fr), 30 décembre 2005

Djibouti c/ France, Cour Internationale de Justice, 4 juin 2008

Eglise de scientologie, CJCE, 14 mars 2000

Radiosistemi, CJCE, 20 juin 2002

SFEI, CJCE, 11 juillet 1996

*Sites internet:*

[www.nbim.com](http://www.nbim.com): site internet de la NBIM

[stortinget.no](http://stortinget.no) : site internet du Parlement norvégien

---

**Annexes:**

**Generally Accepted Principles and Practices (GAPP)—Santiago Principles**

In furtherance of the “Objective and Purpose,” the IWG members either have implemented or intend to implement the following principles and practices, on a voluntary basis, each of which is subject to home country laws, regulations, requirements and obligations. This paragraph is an integral part of the GAPP.

**GAPP 1. Principle**

The legal framework for the SWF should be sound and support its effective operation and the achievement of its stated objective(s).

**GAPP 1.1. Subprinciple.** The legal framework for the SWF should ensure legal soundness of the SWF and its transactions.

GAPP 1.2. Subprinciple. The key features of the SWF's legal basis and structure, as well as the legal relationship between the SWF and other state bodies, should be publicly disclosed.

#### GAPP 2. Principle

The policy purpose of the SWF should be clearly defined and publicly disclosed.

#### GAPP 3. Principle

Where the SWF's activities have significant direct domestic macroeconomic implications, those activities should be closely coordinated with the domestic fiscal and monetary authorities, so as to ensure consistency with the overall macroeconomic policies.

#### GAPP 4. Principle

There should be clear and publicly disclosed policies, rules, procedures, or arrangements in relation to the SWF's general approach to funding, withdrawal, and spending operations.

GAPP 4.1. Subprinciple. The source of SWF funding should be publicly disclosed.

GAPP 4.2. Subprinciple. The general approach to withdrawals from the SWF and spending on behalf of the government should be publicly disclosed.

#### GAPP 5. Principle

The relevant statistical data pertaining to the SWF should be reported on a timely basis to the owner, or as otherwise required, for inclusion where appropriate in macroeconomic data sets.

#### GAPP 6. Principle

The governance framework for the SWF should be sound and establish a clear and effective division of roles and responsibilities in order to facilitate accountability and operational independence in the management of the SWF to pursue its objectives.

#### GAPP 7. Principle

The owner should set the objectives of the SWF, appoint the members of its governing body(ies) in accordance with clearly defined procedures, and exercise oversight over the SWF's operations.

#### GAPP 8. Principle

The governing body(ies) should act in the best interests of the SWF, and have a clear mandate and adequate authority and competency to carry out its functions.

#### GAPP 9. Principle

The operational management of the SWF should implement the SWF's strategies in an independent manner and in accordance with clearly defined responsibilities.

#### GAPP 10. Principle

The accountability framework for the SWF's operations should be clearly defined in the relevant legislation, charter, other constitutive documents, or management agreement.

#### GAPP 11. Principle

An annual report and accompanying financial statements on the SWF's operations and performance should be prepared in a timely fashion and in accordance with recognized international or national accounting standards in a consistent manner.

#### GAPP 12. Principle

The SWF's operations and financial statements should be audited annually in accordance with recognized international or national auditing standards in a consistent manner.

#### GAPP 13. Principle

Professional and ethical standards should be clearly defined and made known to the members of the SWF's governing body(ies), management, and staff.

#### GAPP 14. Principle

Dealing with third parties for the purpose of the SWF's operational management should be based on economic and financial grounds, and follow clear rules and procedures.

#### GAPP 15. Principle

SWF operations and activities in host countries should be conducted in compliance with all applicable regulatory and disclosure requirements of the countries in which they operate.

#### GAPP 16. Principle

The governance framework and objectives, as well as the manner in which the SWF's management is operationally independent from the owner, should be publicly disclosed.

#### GAPP 17. Principle

Relevant financial information regarding the SWF should be publicly disclosed to demonstrate its economic and financial orientation, so as to contribute to stability in international financial markets and enhance trust in recipient countries.

#### GAPP 18. Principle

The SWF's investment policy should be clear and consistent with its defined objectives, risk tolerance, and investment strategy, as set by the owner or the governing body(ies), and be based on sound portfolio management principles.

GAPP 18.1. Subprinciple. The investment policy should guide the SWF's financial risk exposures and the possible use of leverage.

GAPP 18.2. Subprinciple. The investment policy should address the extent to which internal and/or external investment managers are used, the range of their activities and authority, and the process by which they are selected and their performance monitored.

GAPP 18.3. Subprinciple. A description of the investment policy of the SWF should be publicly disclosed.

#### GAPP 19. Principle

The SWF's investment decisions should aim to maximize risk-adjusted financial returns in a manner consistent with its investment policy, and based on economic and financial grounds.

GAPP 19.1. Subprinciple. If investment decisions are subject to other than economic and financial considerations, these should be clearly set out in the investment policy and be publicly disclosed.

GAPP 19.2. Subprinciple. The management of an SWF's assets should be consistent with what is generally accepted as sound asset management principles.

#### GAPP 20. Principle

The SWF should not seek or take advantage of privileged information or inappropriate influence by the broader government in competing with private entities.

#### GAPP 21. Principle

SWFs view shareholder ownership rights as a fundamental element of their equity investments' value. If an SWF chooses to exercise its ownership rights, it should do so in a manner that is consistent with its investment policy and protects the financial value of its investments. The SWF should publicly disclose its general approach to voting securities of listed entities, including the key factors guiding its exercise of ownership rights.

#### GAPP 22. Principle

The SWF should have a framework that identifies, assesses, and manages the risks of its operations.

GAPP 22.1. Subprinciple. The risk management framework should include reliable information and timely reporting systems, which should enable the adequate monitoring and management of relevant risks within acceptable parameters and levels, control and incentive mechanisms, codes of conduct, business continuity planning, and an independent audit function.

GAPP 22.2. Subprinciple. The general approach to the SWF's risk management framework should be publicly disclosed.

#### GAPP 23. Principle

The assets and investment performance (absolute and relative to benchmarks, if any) of the SWF should be measured and reported to the owner according to clearly defined principles or standards.

## GAPP 24. Principle

A process of regular review of the implementation of the GAPP should be engaged in by or on behalf of the SWF.

## Public Policy Master Thesis Series

---

Cette collection rassemble les mémoires de Master en Politiques Publiques et en Affaires européennes de l'École des affaires publiques de Sciences Po. Elle vise à promouvoir des mémoires de recherche de haut niveau reposant sur une approche analytique interdisciplinaire et débouchant sur des recommandations politiques fondées sur des résultats de recherche.

# **Les fonds souverains: instruments financiers ou acteurs politiques**

Marie-Abélia Dumaine

## Résumé

L'objectif général de l'étude était de déterminer si le Fonds souverain norvégien vise à devenir un acteur politique à part entière. Le problème principal fut de ne pas limiter à l'état de fait, à savoir la substitution par le Fonds norvégien à l'Etat dans certaines des missions de l'Etat, lui permettant de fait de s'affirmer comme

acteur politique. Il était intéressant de déterminer si cette substitution était intentionnelle et pérenne. Au terme de cette étude, il est possible de conclure que le Fonds souverain en vient à assurer la gestion de biens communs, rôle traditionnellement dévolu au politique. Son influence dans les entreprises dans lesquelles il investit, notamment les majors pétrolières, est considérable. Cela est permis par une conjoncture favorable à la prise de pouvoir du Fonds souverain. La pérennité de cette situation pose question, notamment au regard des résultats du Fonds souverain norvégien pour l'année 2018. Face à cela, la solution résidera dans le droit communautaire, seul apte à contrôler ces prises de pouvoir des fonds souverains. A l'heure actuelle, le droit international ne fournit qu'une ressource trop mince face aux fonds souverains. Le droit interne, s'il fournit aujourd'hui plus de ressources, n'est toutefois pas suffisant. A l'avenir, il serait intéressant de déterminer les solutions envisageables pour encadrer les fonds souverains et qui pourraient être intégrées dans le droit communautaire.

#### Mots-clés

Fonds souverain ESG Finance Environnement Ethique Norvège