



LOUVAIN

School of Management

UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN

LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT

**L'impact des investissements des fonds souverains chinois sur les
entreprises cotées**

Promoteur :
Prof. Philippe Grégoire

Mémoire-recherche présenté par
Valentin VERHEYEN

en vue de l'obtention du titre de
Master en ingénieur de gestion

ANNEE ACADEMIQUE 2014-2015

Avant-Propos

Ce mémoire a été réalisé en vue de l'obtention du diplôme de Master en Ingénieur de gestion à la Louvain School of Management. Je voudrais particulièrement remercier mon directeur de mémoire Mr Philippe Grégoire. Enfin, j'adresse toute ma reconnaissance à tous ceux ayant d'une quelconque manière contribués à la réalisation de ce mémoire spécifiquement Thibaut Steppe et Sylvie Maison.

Table des matières

I.Introduction.....	1
II.Les Fonds Souverains.....	3
A.Définitions	3
B.Histoire et développement	4
C.Objectifs des fonds souverains.....	5
i.Fonds de stabilisation.....	6
ii.Fonds d'épargne pour les générations futures.....	6
iii.“Reserve Investment Corporations”	6
iv.Fonds de développement.....	7
v.Les fonds de financement des retraites.....	7
D.Structure des fonds souverains.....	8
E.Inconvénients des fonds souverains.....	10
i.Transparence.....	10
ii.Gouvernance.....	12
a)Gouvernance dans le fonds souverain.....	12
b)Gouvernance dans l'entreprise.....	13
iii.Impact sur le long terme négatif pour les marchés financiers.....	14
F.Avantages des fonds souverains	14
i.Rôle "stabilisateur" sur les marchés financiers.....	14
ii.Impact sur l'entreprise.....	15
G.Principes de Santiago.....	16
III.Les fonds souverains chinois.....	19
A.State Administration of Foreign Exchange.....	19
B.National Social Security Fund.....	20
C.China Development Bank.....	20
D.China Investment Corporation.....	21
i.La structure/ l'organigramme de la CIC.....	22
ii.Transparence.....	23
iii.Stratégie d'investissement	24
iv.Performance de leur stratégie.....	25
IV.Revue de littérature.....	27
V.Méthodologie.....	31
A.L'« event study ».....	31
B. Modèle d'estimation.....	33
C. Période de l'analyse.....	35
i.La fenêtre d'estimation.....	36
ii.La fenêtre d'évènement.....	36
VI.L'évènement choisi et la détermination de l'échantillon.....	39
A.Définition de l'évènement.....	39
B.Sélection des données.....	40
C.Statistiques descriptives.....	40
D. Détermination de l'échantillon des investissements.....	42
VII.Analyse Empirique.....	45
A. L' “event study”.....	45
i.Collection des données des entreprises et des indices.....	45

ii.Estimation des paramètres du modèle.....	45
B. Calcul des rendements anormaux.....	46
i.Rendement réalisé et calcul des rendements anormaux.....	46
ii.Problèmes liés aux rendements anormaux journaliers.....	47
iii.Agrégation des rendements anormaux.....	48
C.Réalisation des tests statistiques.....	49
i. Tests paramétriques.....	50
ii. Tests non paramétriques.....	54
D.Résultats.....	56
i.Présentation des résultats.....	56
ii.Robustesse des résultats.....	58
iii.Interprétation des résultats.....	59
VIII.Limitations.....	65
IX.Conclusion.....	67
X.Bibliographie.....	71
XI. Annexe.....	79
A. Annexe n°1 – Liste des 20 plus grands fonds souverains classés selon leur taille.....	79
B. Annexe n°2 – Les 24 principes de Santiago.....	80
C. Annexe n°3 - Structure des fonds souverains chinois.....	84
D. Annexe n°4 - Comparaison des objectifs de la CIC entre 2008 et 2013.....	85
E. Annexe n°5 – Répartition des investissements des différents fonds selon les pays.....	86
F. Annexe n°6 – Répartition des investissements des différents fonds selon les secteurs ..	86
G. Annexe n°7 – Articles de presse utilisés pour récolter les dates d'annonce.....	87
H. Annexe n°8 – Echantillon final des 21 investissements des fonds souverains.....	89
I. Annexe n°9 – Résultats des estimations du modèle de marché.....	90
J. Annexe n°10 – Indice de référence utilisé pour chaque entreprise.....	91
K. Annexe n°11 - Résultats des tests statistiques pour les sous-groupes créés selon la prise de participation au capital.....	92
L. Annexe n°12 – Graphe de dispersion des rendements anormaux par rapport aux parts acquises.....	93

I. Introduction

En raison d'une croissance mondiale soutenue et des fondamentaux macroéconomiques sains, les économies basées sur des matières premières ont accumulé d'importantes réserves de change. Afin d'éviter les cycles d'expansion et de récession, de stériliser les entrées de devises, de lisser la consommation et l'investissement à long terme, et d'améliorer les rendements des réserves, les pays ont créé des fonds souverains (SWF) pour gérer leurs actifs.

Au moment de la crise des «subprime», des fonds venus d'Asie et du Moyen-Orient ont été très actifs sur les marchés financiers. En 2008, les fonds souverains ont massivement investi dans des sociétés internationales qui étaient proches de la faillite financière. Ils ont joué un rôle, celui de prêteur de derniers recours pour des institutions de marché, des multinationales, et même des pays souffrant de la crise économique.

Les économistes qui ont analysé les activités de ces fonds durant la crise s'accordent sur leur rôle de «stabilisateur». (Cieřlik, 2014) Depuis lors, les fonds souverains ont librement investi dans l'économie mondiale. Cet apport de liquidités sur les marchés est loué par les gouvernements de nombreux pays qui n'hésitent pas à négocier avec les leaders politiques des différents fonds afin d'attirer des investissements dans leur économie, par exemple l'Australie avec les fonds singapouriens et la Grande-Bretagne avec la Chine.(Xiaokun &Jize, 2008;Robb, 2014)

Outre leur rôle de stabilisateur, certains chercheurs considèrent ces fonds comme des «larges actionnaires» qui pourraient avoir un pouvoir managérial positif sur les entreprises dans lesquelles ils investissent. De plus, gérés indépendamment mais appartenant aux gouvernements des pays, ces fonds ont la possibilité d'influencer positivement certains contrats et certaines régulations dans le sens de leurs intérêts financiers, augmentant la valeur de leurs investissements. (Dewenter et al., 2000)

D'autres analystes sont plus inquiets sur les agissements de certains fonds. Le FMI et les Etats-Unis ont déjà entrepris des travaux ainsi que des comités de réflexion sur la régulation de ces fonds. (Koch-Weser and Haacke, 2013) L'influence politique est l'inconvénient majeur. Certains fonds sont opaques dans leurs intentions stratégiques lorsqu'ils investissent dans une entreprise. La valeur de la société cible pourrait être détruite si les objectifs de ces fonds sont d'atteindre politiquement une nation ou de transférer une technologie, un know-how en dehors de l'entreprise. (Chalamish, 2009)

2.

Des recherches sur l'impact des investissements des fonds souverains ont été réalisées. Les résultats montrent que les entreprises ont une augmentation de leur valeur qui va de 0,8% à 2,25% sur une période de 2 à 3 jours autour de l'annonce de l'investissement.

De plus, les auteurs sur le sujet ont tenté de déterminer les variables qui expliquent une telle réaction. La transparence, le monitoring, la communication, la gouvernance des fonds souverains sont des variables qui ont été investiguées par les différents auteurs. Certaines corrélations positives ont été trouvées concernant le monitoring et la transparence des fonds. (Bortolotti et al, 2008 ; Dewenter et al, 2000 ; Kotter et Le 2008 et Bortolotti et al, 2009). Les études réalisées sur le sujet analysent l'impact de l'ensemble des fonds souverains dans le monde sur une période ne dépassant pas 2009. Etant donné que la Chine possède plusieurs fonds souverains aux caractéristiques et objectifs différents, il est intéressant d'étudier l'impact de ces différents fonds issus d'une même nation. De plus, selon le SWF Institute (2015a), l'ensemble des fonds chinois possède un total de 1.461,6 billions de dollars ce qui correspond à 20% de l'ensemble des actifs des fonds souverains dans le monde.

Ce travail éclairera les investisseurs sur l'impact des fonds souverains chinois sur les entreprises dans lesquelles ils investissent. La méthode de l'«event study» sera utilisée afin de déterminer si les rendements anormaux sont positifs ou négatifs dans les jours qui précèdent et qui suivent l'annonce d'investissements. En d'autres mots, nous tenterons de déterminer si les investissements des fonds souverains chinois créent de la valeur ou détruisent de la valeur pour l'entreprise. La période d'étude s'étale de 2007 à 2014. L'échantillon récolté comprendra 21 investissements effectués par les différents SWF chinois. De plus, après que l'impact positif ou négatif est identifié, nous tenterons d'analyser si certaines variables amplifient les rendements anormaux. Les caractéristiques des différents fonds ainsi que la possibilité de monitoring seront analysées en détail.

Le premier thème abordé dans ce mémoire est la définition et le développement des fonds souverains. Les avantages et inconvénients ainsi que les tentatives de régulations seront ensuite abordées. Une présentation des différents fonds souverains présents en Chine sera développée dans le chapitre 3. La revue de la littérature est ensuite assemblée dans le chapitre 4. La seconde partie, essaye premièrement de déterminer si les investissements des fonds souverains sont créateurs ou destructeurs de valeurs, et deuxièmement d'analyser les différents facteurs qui pourraient influencer ces différents résultats.

II. Les Fonds Souverains

A. Définitions

Le concept de fonds souverain est difficile à définir. Différentes définitions existent, car aucune n'a été unanimement acceptée par le monde universitaire ou scientifique (Bortolotti et al., 2008). Beaucoup d'auteurs ont tenté de définir le concept de fonds souverains.

Kotter et Lel (2008) définissent les fonds souverains comme *«government-owned investment vehicles with no explicit liabilities, significant exposure to high risk foreign assets, and a long-term investment horizon»* (Kotter et Lel, 2008, p.7).

Pour sa part, le FMI définit les fonds comme *«des fonds d'investissement à but déterminé, appartenant à des administrations publiques. Créés par une administration publique à des fins de gestion macroéconomique, les fonds souverains détiennent, gèrent ou administrent des actifs pour atteindre des objectifs financiers et ont recours à une série de stratégies d'investissement qui comprend des placements sur actifs financiers étrangers. Les fonds souverains sont généralement créés à partir des excédents de balance des paiements, des opérations sur devises, du produit de privatisations, d'excédents budgétaires et/ou de recettes tirées des exportations de produits de base»* (Banque de France, 2008, p.1).

D'un autre côté, Truman (2008) définit les fonds souverains de deux manières différentes. L'auteur utilise une définition large. Il décrit les fonds comme un ensemble de capitaux contrôlés par les gouvernements. Mais Truman (2008) emploie aussi une explication plus étroite et exclut les actifs purement domestiques, les réserves de changes et quelques ou tous les fonds de pensions gouvernementaux.

Ces différentes définitions démontrent qu'il n'y a pas d'unanimité sur le concept des fonds souverains. Chaque auteur semble avoir sa propre définition de ce qu'est un fonds souverain. Balding (2008) a même réussi à regrouper 19 définitions par 8 auteurs différents. Pour la suite de ce travail, une définition plus large des fonds souverains sera retenue afin de tenir compte de l'ensemble des fonds souverains appartenants au gouvernement chinois.

Puisqu'il n'y a pas de réel consensus sur la définition exacte de ce qu'est un fonds souverain, la valeur des actifs peut varier énormément (Balding, 2008). En outre, la valeur totale des capitaux appartenant à l'ensemble des fonds n'est pas négligeable. Selon l'Institut des fonds souverains ou SWF Institute, l'ensemble des fonds souverains éparpillés dans le monde possède en tout 7.080 billion de dollars d'actifs (SWF Institute, 2015a). L'annexe n°1 (p.79) donne la

4.

liste des 20 plus grands fonds souverains du monde. Pour pouvoir comprendre l'étendue de leurs actifs, le produit intérieur brut américain en 2013 équivalait à 16,77 billions de dollars (Banque Mondiale, 2015). Bernstein et al. (2013) évaluaient le montant des actifs des fonds souverains comme plus que le double des capitaux gérés par tous les «hedge funds». Sur une période de 7 ans, la valeur de leurs actifs est passée d'un peu plus de 3.000 billions de dollars à 7.000 billions de dollars. Leur valeur totale a doublé sur cette période. (cfr Figure 1).

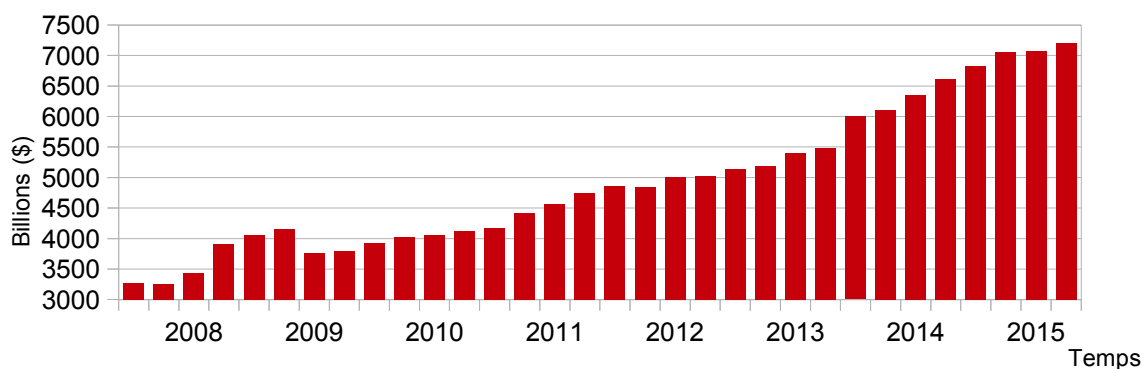


Figure 1 - Evolution de la valeur des actifs des fonds souverains.

Source: SWF Institute (2015a)

B. Histoire et développement

Le «Kuwait Investment Authority» ou, KIA en abrégé, fut le premier fonds souverain à être établi en 1953. Ce fonds fut créé sur base de leur revenu pétrolier (Global Finance, 2012). Le but du KIA était de fournir une source de revenus alternative, autre que les profits pétroliers, et d'assurer leur futur financièrement. Aujourd'hui, le « SWF » est le sixième fonds le plus large et gère 410 billion \$ d'actifs (SWF Institute, 2015a).

La première vague de fonds souverains est apparue durant les années 1970 avec l'apparition du fonds «Abu Dhabi Investment Authority» en 1976, du «Temasek Holdings» fondé en 1974 et originaire de Singapour, ou encore la création des fonds canadiens en 1976 (SWF Institute, 2015a).

L'ensemble de ces fonds fut financé grâce aux revenus pétroliers à l'exception du fonds souverain singapourien qui fut un des premiers fonds à ne pas être financé par des ressources na-

turelles. Le fonds singapourien a la particularité d'avoir été fondé comme une nouvelle entité responsable de gérer les investissements qui avaient été réalisés dans différentes entreprises du pays. De cette façon, le Ministère des Finances pouvait se focaliser sur son rôle législatif (Wikipédia, 2015a).

D'autres fonds ont aussi été créés pour gérer des revenus basés non seulement sur le pétrole ou le gaz mais aussi sur d'autres matières premières. Des produits minéraux comme les diamants, le phosphate ou le cuivre encouragent les pays à créer des fonds souverains afin de gérer les revenus de ces ressources (Kotter et Lel, 2008).

La deuxième vague de création des «SWF» est apparue dans les années 2000, et leur nombre a explosé depuis. Sur les 78 fonds souverains recensés par le «SWF Institute», 52 furent créés après l'an 2000 (SWF Institute, 2015a). Cette évolution du nombre de fonds souverains ainsi que la valeur de leurs actifs furent accélérées par l'augmentation du prix du pétrole (Bernstein, Lerner et Schoar, 2013).

Néanmoins, des nations comme la Chine, le Brésil et la Corée du Sud sont devenues des importants pays exportateurs. Ces pays ont commencé à avoir des balances commerciales positives et ainsi amassé de nombreuses réserves de change. Ils ont dès lors créé des fonds souverains financés par leurs balances commerciales positives (Kotter et Lel, 2008).

Géographiquement, l'Asie accueille la plus large proportion des SWF dans le monde avec 39,1% notamment grâce à la taille des fonds chinois et singapouriens. En deuxième position, on retrouve le Moyen-Orient avec 37,1% établi pour l'ensemble de cette région grâce à leurs revenus pétroliers. Et finalement l'Europe avec 16,7% (SWF Institute, 2015a).

C. Objectifs des fonds souverains

Etablir un fonds souverain pour un pays représente une preuve que la volonté du gouvernement est d'implémenter une stratégie économique de long terme et durable. Ils existent différents types de fonds de par leur gestion, leur stratégie et leur objectif.

Il y a 5 classifications de fonds souverains différents basés sur leur objectif principal qui peut varier de pays en pays ou de fonds en fonds étant donné que certains pays comme la Chine possèdent plusieurs fonds souverains (IMF, 2008).

6.

i. Fonds de stabilisation

Les fonds de stabilisation agissent comme des forces de consolidation pour l'économie du pays, empêchant les fluctuations de prix des matières premières, plus souvent le pétrole ou le gaz, à travers la diversification du portefeuille du gouvernement.(Chhaochharia and Laeven, 2008). Par exemple, selon le SWF Institute, «The National Development Fund of Iran» a été établi en 2000 pour investir dans les énergies, la télécommunication, l'informatique,etc.. dans le but de diversifier un maximum leur portefeuille tout en protégeant leur économie du changement de prix du pétrole (SWF Institute, 2014a).

ii. Fonds d'épargne pour les générations futures

Les «savings funds» ou fonds souverains pour les générations futures abordent un problème structurel de long terme, comme une dépendance financière sur une ressource naturelle. Par exemple, les pays qui profitent des revenus d'un produit minéral épuisable pour créer un fonds souverain. Ils permettent ainsi de laisser une sorte d'héritage à leurs générations futures, une épargne dans laquelle ils pourront se servir (Bernstein et al., 2013).

Non seulement, les fonds souverains basés sur des recettes excédentaires créent des fonds d'épargne, il n'est pas rare que les fonds basés sur des revenus pétroliers ou gaziers créent à la fois des fonds de stabilisation et d'épargne. Leur objectif est double, ils ont la possibilité d'assurer un avenir pour leur population à travers le fonds dit «Savings Funds» mais aussi de protéger l'économie de leur pays face à la fluctuation des prix du pétrole et du gaz (Mulder et al. , 2009). C'est notamment le cas du Kazakhstan et de l'Azerbaïdjan (Lücke, 2010).

iii. “Reserve Investment Corporations”

Ces fonds ont pour objectif de faire fructifier les revenus issus des balances commerciales positives ou des revenus liés aux ressources naturelles (Mulder et al., 2009).

Singapour, par exemple, a connu un haut taux national d'épargne dans les années 1970. Ils se sont retrouvés avec une masse d'argent qu'ils ont décidé de confier à une nouvelle institution qu'ils ont créée, «Government of Singapore Investment Corporation», responsable de gérer l'ensemble des actifs transférés par le pays. Le but était d'investir cette réserve d'argent afin d'obtenir un retour sur investissement. Leur fonds souverain fut ainsi créé mais a la particularité d'être une entreprise privée, complètement appartenue par l'Etat singapourien. Le fonds reçoit chaque année une contribution de l'Etat (SWF Institute, 2015b).

iv. Fonds de développement

Les fonds de développement ont pour but de financer des projets socio-économiques ou de promouvoir des politiques industrielles, des secteurs bien définis du pays. Ces investissements domestiques ciblés pourraient permettre à un pays d'augmenter les «output» et ainsi favoriser le développement du pays (Wikipedia, 2015b).

C'est le cas de la Malaisie, avec son fonds le « Khazanah Nasional » qui a fait de nombreux investissements dans les infrastructures et industries du pays mais aussi dans la recherche (Lau et Tong, 2008).

Les intentions de ces fonds peuvent être problématiques quand on analyse la situation de la Norvège dans les années 70 et 80. La Norvège avait fait beaucoup d'efforts afin de garder le revenu de ses ventes de pétrole mais une importante partie fut dépensée immédiatement dans sa propre économie. Certains de ses investissements ont servi à reconstruire les routes, à rendre l'éducation meilleure pour l'ensemble de ses habitants mais aussi d'offrir les soins de santé gratuitement (Bernstein et al., 2013).

D'autres dépenses furent moins bénéfiques sur le long terme. Ils ont établi un salaire minimum très élevé ce qui rendit un grand nombre de secteurs économiques beaucoup moins compétitifs sur le marché mondial. Ils ont aussi subsidié des industries en difficulté face au marché mondial mais cela n'a permis à ces entreprises de rester opérationnelles quelques années avant de faire faillite (Bernstein et al., 2013).

De plus, la politique agressive de dépenses de l'Etat norvégien apporta le chaos à la fois sur le secteur public et sur le secteur privé suite à la diminution du prix du pétrole. Les revenus du pétrole s'écroula de 11,2 billions de dollars en 1985 à 2,4 billions de dollars en 1988. La Norvège diminua ses dépenses dans son économie et certains acteurs du monde privés firent faillite (Bernstein et al., 2013). Aujourd'hui, la Norvège investit l'ensemble de ses revenus dans des actifs étrangers et ne consacre qu'une infime partie de ses revenus pour combler le budget de l'Etat (Bernstein et al., 2013).

v. Les fonds de financement des retraites

Certains pays comme la Norvège ont établi des fonds souverains afin de prévenir un vieillissement de la population et ainsi d'éviter un problème de financement des pensions. Comme le gouvernement norvégien l'annonce sur le site de leur fonds souverain «served as a tool to

8.

manage the financial challenges of an ageing population and an expected drop in petroleum revenue» (Norges Bank, 2011).

L'Australie a notamment financé un tel fonds grâce à son surplus de budget afin de pouvoir financer les allocations de pension futures (SWF Institute, 2014b).

D. Structure des fonds souverains

Les bases légales et la forme des fonds souverains sont établies de manière diverses de pays en pays bien que la légalisation constitutive soit disponible publiquement. Ils ont des dettes limitées ou même pas de dettes, exceptés quelques produits dérivés. La plupart des fonds ne donne que peu d'informations si ce n'est que les bases légales et institutionnelles, les returns accumulés, et un bref rapport des allocations des actifs et une simple description des performances. Seul les rapports annuels de la Norvège sont un modèle de transparence (Dedu & Nitescu, 2014).

L'organisation des fonds souverains diffère d'un pays à un autre. L'indépendance opérationnelle est la plupart du temps assurée, mais le Parlement, le Ministre des Finances et la Banque Centrale requièrent un rapport financier régulier (Dedu & Nitescu, 2014).

Certains fonds souverains sont gérés par une entité séparée mais appartiennent toujours à l'Etat. L'exemple de la Chine est le plus évident où une entité séparée de l'Etat a été créée et possède son propre statut de société. Cette entité a organisé son propre management en structurant son comité directeur et en travaillant sur sa "corporate governance" (International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008).

D'autres fonds sont gérés par une division spécifique de leur Banque Centrale qui est mandatée par le Ministre des Finances comme c'est le cas en Norvège où une partie de la «Norges Bank» dirige et gère les actifs du fonds de pension. Il existe aussi des fonds gérés par des membres du secteur privé comme par exemple au Koweït où la majorité des membres du comité de direction doivent appartenir au secteur privé, c'est une obligation (International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008).

Les fonds souverains atténuent leurs risques opérationnels grâce à de claires séparations de responsabilités, des audits internes et externes, des politiques de conflit d'intérêt, des codes de «corporate gouvernance» des standards de reporting, des stratégies d'investissements, des codes de conduites rigoureux pour les employés, des lignes de conduites opérationnelles, des

procédures et aménagements de «business recovery and continuity back-up» (Dedu & Nitescu, 2014).

Cette liste n'est pas exhaustive, certains fonds souverains appliquent l'ensemble de ces séparations de pouvoirs et responsabilités alors que d'autres n'en appliquent aucune. Par exemple, en Norvège, la stratégie d'investissement du fonds est très précise et claire avec des investissements éthiques. En Chine, des audits internes et externes sont mis en place afin que le comité de direction puisse recevoir un maximum d'informations au niveau de la performance et de la comptabilité (International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008).

Les propriétaires des fonds, habituellement les gouvernements à travers le ministre des finances, sont responsables de mettre en place la politique d'investissement. Le but est de s'assurer un management du risque qui soit consistant, et une plus grande responsabilité pour la politique d'investissement choisie. Dans la politique d'investissement est comprise; une définition spécifique des objectifs, des paramètres, des mesures et méthodes liés à divers aspects tels que: la tolérance et l'évaluation du risque, l'horizon d'investissement, l'allocation des classes d'actifs, des régions et des monnaies,...

L'ensemble de ces éléments sont à la responsabilité du propriétaire ou du comité de supervision du fonds (Dedu & Nitescu, 2014).

Par contre, le management du fonds a la responsabilité d'implémenter la stratégie, de gérer le portefeuille, de mesurer la performance ajustée du risque et de rapporter la situation du fonds aux propriétaires et aux parties prenantes (Dedu & Nitescu, 2014).

Les stratégies d'investissements des fonds varient d'une forme plus traditionnelle avec des portefeuilles d'actifs composés de bons du Trésor et d'actions à des formes plus avancées avec des investissements dans l'immobilier, des produits de bases ou matières premières, des fonds d'investissement ou «hedge funds». La composition des portefeuilles d'investissement, l'horizon d'investissement, la tolérance au risque diffèrent d'un «Sovereign Wealth Funds» à un autre par rapport à son objectif final; stabilisation, épargnes, pensions, réserve ou fonds de développements (Dedu & Nitescu, 2014).

A cause de leurs investissements à l'échelle mondiale, les fonds souverains sont exposés à un très grand nombre de risques: risque du marché, risque du crédit, risque de divulgation, risque d'agence, risque de gouvernance, risque de réputation, risque politique, risque de liquidité,

10.

risque opérationnel. C'est pourquoi les fonds doivent avoir une forte culture du management du risque, des politiques du risque et des procédures liées à l'identification du risque, des mesures, du contrôle et de l'audit. Le reporting et la transparence sont des éléments cruciaux pour la performance des fonds. Des bons standards de performance contribueraient à augmenter la confiance des parties prenantes, à gagner en réputation et ainsi à gagner un avantage commercial (Dedu & Nitescu, 2014).

E. Inconvénients des fonds souverains

La vitesse à laquelle ces fonds ont atteint leur taille d'aujourd'hui a surpris l'opinion publique et a causé beaucoup de discussions sur la logique économique de voir apparaître des entreprises appartenant à des Etats. En 2007, Larry Summers qui fût Secrétaire du Trésor Américain, écrivit dans le Financial Times à propos des fonds souverains que: *«The logic of the capitalist system depends on shareholders causing companies to act so as to maximize the value of their shares. It is far from obvious that this will over time be the only motivation of governments as shareholders. They may want to see their national companies compete effectively, or to extract technology or to achieve influence»* (Larry Summers in Financial Times, 2007).

i. Transparence

Le manque de transparence par rapport aux sources de financements des fonds souverains, de leurs stratégies et de leurs objectifs d'investissement sont les principales inquiétudes, suspicions qui sont apparues autour de ces fonds (Allen et Radev, 2010).

Afin de mesurer la transparence des fonds souverains, Bagnall et Truman (2013) ont établi un classement de l'ensemble des fonds souverains selon leur structure, leur transparence, la gouvernance et le comportement des fonds en 2007 et 2012.

Dans la partie «structure», on trouve des points tels que : la stratégie d'investissement, la source de financement du fond, les objectifs déclarés, etc.. Le rôle du gouvernement, le rôle des managers, etc.. sont des éléments mesurés dans la gouvernance. Dans la partie «transparence», certains éléments comme la présence de rapports annuels, d'audits publiés, d'audits

indépendants, etc.. sont évalués et finalement, la partie «comportement» comprend l'ajustement du portefeuille.

Grâce à l'ensemble des points mesurés sous forme de questions sur les fonds souverains, Bagnall et Truman (2013) ont établi un classement des fonds sur une échelle de 1 à 100, 100 étant le plus haut score.

Le classement donne une moyenne de 54 sur 100 pour l'ensemble des fonds souverains.

Si on analyse le classement établi par Bagnall et Truman (2013) plus en détail, on peut voir que le fonds Norvégien, «Gouvernement Pension Fund Global», est premier avec un score de 98 sur 100. Le fonds géré par la Norges Bank est un exemple de transparence pour les autres fonds. L'ensemble des informations du fonds norvégien est disponible sur leur site internet avec notamment leur stratégie d'investissement, leurs objectifs, et leurs performances (Norges Bank, 2011).

A l'autre bout du classement, on retrouve le fonds qatari, «Qatar Investment Authority» avec un score de 17. Alors que ce fonds possède selon les estimations de Bagnall et Truman (2013), le 9ième fonds mondial avec 115 billion de dollars d'actifs. Selon d'autres estimations, ce fonds gère 256 billions de dollars d'actifs (SWF Institute, 2015a).

Cette différence de classement entre deux des plus gros fonds au monde est la raison pour laquelle la transparence des fonds est une inquiétude majeure pour les marchés financiers mondiaux. Les Etats-Unis estiment que leur puissance financière ne peut pas être négligée, c'est pourquoi ils ont lancé un conseil ou table de discussion sur comment gérer les investissements de ces fonds sur leur territoire (No, 2008).

Il est possible que certains pays adoptent des mesures protectionnistes par peur de motivations politiques cachées derrière des décisions d'investissement. La réelle inquiétude réside sur le manque d'informations lié à leurs stratégies d'investissements et intentions en tant qu'actionnaires d'une entreprise (Chhaochharia et Laeven, 2008).

Kotter et Le (2008) rajoutent que des prises de positions stratégiques pourraient avoir un impact négatif en déstabilisant les marchés financiers.

A l'opposé, les gouvernements de certains fonds qui manquent de transparence citent leur besoin d'éviter des pressions politiques domestiques sur leur façon de déployer leurs investissements, de protéger leur stratégie commerciale et leur portefeuille de compétiteurs (Wu, 2008).

12.

ii. Gouvernance

a) Gouvernance dans le fonds souverain

Le problème de la gouvernance et de la gestion des actifs des fonds souverains est aussi une inquiétude pour de nombreux scientifiques et économistes. En premier lieu, il survient un problème de gouvernance au sein même du fonds souverain. En effet, des relations gouvernementales trop proches avec les dirigeants du fonds peut mener à un risque d'influence de la part des politiques. Les gouvernements seraient ainsi capable d'influencer les décisions d'investissements et de gestion d'actif. Le fond pourrait être ainsi utilisé à des fins politiques (Bortolotti et al., 2008).

Les potentiels motivations politiques peuvent être de 2 natures: améliorer et soutenir des liens diplomatiques internationaux et gagner l'accès à des ressources stratégiques.

Certains gouvernements nationaux tendent à être accueillant envers les «foreign direct investments» venant de pays considérés comme amicaux ou culturellement similaires. En effet, Balding (2012) dans son analyse, remarque que les gouvernements nationaux préfèrent des investissements venant de pays dont ils ont plus confiance ou qui partagent une même culture.

Ce qui signifie que les «Sovereign Wealth Fund» pourrait prendre des décisions d'investissement avec pour but d'améliorer et maintenir des relations diplomatiques ainsi que d'attirer des investissements futurs dans leur économie. Un exemple concret s'est produit en Australie. Le gouvernement australien a décidé de lancer une nouvelle initiative globale et d'accueillir les investissements des fonds souverains singapouriens «Temasek» ainsi que du «The government of Singapore Investment Corporation». En échange, les Australiens aideront les investisseurs singapouriens à diversifier efficacement leur portefeuille. Le ministre des affaires aux investissements et échanges, Andrew Robb, pense que cette relation entre australiens et singapouriens offrira d'autres opportunités dans le futur (Robb, 2014).

Cette exemple démontre que certaines possibilités d'investissements peuvent être motivées par des objectifs politiques de créer des liens entre gouvernements même si le retour sur investissement est faible. Ces investissements peuvent donner l'indication aux investisseurs que la maximisation du profit n'est plus le but premier des investissements des fonds souverains (Balding, 2012).

La seconde motivation politique des gouvernements à influencer les décisions d'investissements des fonds souverains, est d'avoir accès à des ressources considérées comme stratégiques telles que des ports, des sociétés de télécommunication, etc..

Balding (2012) écrivait dans son article que la puissance relative d'un pays à travers des ressources stratégiques peut affecter la sensibilité politique d'un autre pays. Balding (2012) essaye de dire qu'il est possible que les fonds fassent pression sur les gouvernements des pays qui accueillent leurs investissements en utilisant le contrôle qu'ils ont sur leurs ressources.

En 2008, la State Administration of Foreign Exchange (SAFE), un fonds souverain chinois qui gère les réserves de change de ce pays, décida d'investir 300 millions de dollars en bons du Trésor costaricain à la condition que le gouvernement du Costa Rica coupe tout lien avec Taïwan. Le gouvernement du Costa Rica accepta et ferma son ambassade à Taïwan et renvoya les diplomates taïwanais présents dans le pays (Bowley in New York Times, 2008).

En conclusion, les fonds souverains pourraient être utilisés comme un motif pour faire des investissements politiquement orientés, s'écartant de ces fonctions commerciales de maximisation de profits.

b) Gouvernance dans l'entreprise

Le deuxième problème est un problème d'influence dans la gouvernance de l'entreprise dans laquelle le fonds a investi. Certains fonds ont acheté des parts importantes dans des entreprises, ou même des actions avec droits de vote. Avec des représentants au conseil d'administration ou des membres dans les comités exécutifs des entreprises, ils peuvent avoir une influence potentielle sur les directions stratégiques des entreprises. Les fonds pourraient même décider d'acheter assez d'actions d'une entreprise pour pouvoir ainsi exporter sa technologie ou son «know-how» (Chalamish, 2009).

Par exemple, certains fonds ont le droit de vote ou encore siège au conseil d'administration des entreprises. C'est le cas de la Norvège qui a acheté assez d'actions de certaines entreprises pour pouvoir exercer leur droit de vote et même tenter de bousculer le management de l'entreprise avec des propositions d'amendement de certaines décisions (Norges Bank, 2012).

Un autre impact négatif, lié à la gouvernance dans l'entreprise, est l'«agency cost» que pourrait imposer les fonds souverains (Bortolotti et al., 2008).

Jensen et Meckling (1976) ont développé cette théorie. Ils pensaient que des larges actionnaires pourraient forcer l'entreprise à agir dans leur propre intérêt et ne plus suivre un objectif

14.

financier. De plus, Bortolotti et al. (2008) décrivent cet impact comme intéressant surtout au sujet des fonds souverains qui manquent de transparence quant à leurs intentions et stratégies. Ils ajoutent même que la simple incertitude de leurs comportements en tant qu'actionnaire pourrait créer des «agency cost» (Bortolotti et al., 2008).

iii. Impact sur le long terme négatif pour les marchés financiers

Le rôle des fonds souverains sur le long terme pourrait être encore plus important. Leurs ressources augmentent d'année en année grâce soit à leurs revenus pétroliers, gaziers ou encore grâce à leur balance commerciale positive. Gasparro et Pagano (2010) identifient un risque majeur des fonds souverains sur le long terme. En effet, d'après les auteurs, les fonds vont continuer de grandir avec leurs actifs, le besoin de capitaux financiers dans d'autres parties du monde va aussi augmenter. Les différents pays qui ont besoin de capitaux vont alors élever leur taux d'intérêt afin d'être attractif sur le marché comparé aux bons du Trésor américain. Ces augmentations de taux d'intérêt peuvent diminuer la croissance économique. Les investissements qui étaient stabilisateurs à première vue pourraient avoir des conséquences beaucoup plus importantes dans ce cas de figure (Gasparri et Pagano, 2010).

Mais cet effet doit être nuancé car il est basé sur de nombreuses hypothèses.

F. Avantages des fonds souverains

i. Rôle "stabilisateur" sur les marchés financiers

Les fonds souverains jouent un rôle stabilisateur sur le marché financier global grâce à son management des flux de capitaux. Les fonds souverains ont une immense capacité à pouvoir stabiliser les marchés financiers grâce à leurs très nombreuses liquidités et ainsi avoir un pouvoir de «sauveur» pour différentes sociétés au bord du gouffre ou en manque de cash. Durant la dernière crise économique en 2008, quelques «Sovereign Wealth Funds» ont aidé des entreprises en les recapitalisant. Ces sociétés furent de grandes multinationales américaines ou européennes tels que UBS, City Group, Morgan Stanley, Barclays London Stock Exchange et encore Merrill Lynch. Cet ensemble de grandes banques qui étaient en difficulté après la crise avait besoin d'un flux de capitaux. Les fonds ont ainsi acheté des parts minoritaires et agissaient alors en tant qu'actionnaires institutionnels passifs. En l'absence de cet argent qui fut providentiel pour ces institutions, la situation aurait été plus difficile pour l'ensemble de ces groupes financiers. En investissant de grosses sommes dans des institutions en détresse finan-

cière, ils certifient ainsi la durabilité de leur business sur le long terme et se placent ainsi en tant que «back-up» au cas où les choses tourneraient mal et qu'une nouvelle recapitalisation soit nécessaire (Dedu & Nitescu, 2014).

ii. Impact sur l'entreprise

Han et al. (2013) décrivent les fonds souverains comme des fonds qui n'apparaissent pas fondamentalement différents d'autres véhicules d'investissements actifs internationalement tels que des fonds de pension et des «mutual fund». Les fonds souverains vont être comparés à des investisseurs institutionnels et des larges actionnaires par les auteurs Bortolotti et al.(2008) ; Dewenter et al.(2000) ; Kotter et Lel (2008) et Bortolotti et al. (2009).

Bortolotti et al.(2009) comparent les fonds souverains aux fonds de pension en expliquant que ce sont des investisseurs de long terme, qu'ils ont l'habitude de diversifier leurs ressources à travers des actifs risqués et non risqués mais aussi géographiquement. Ils ajoutent ainsi que les fonds souverains sont également comparables à des «hedge funds» car ce sont tout deux des fonds autonomes, des sources de capitaux non-régulés, gérés par des professionnels de l'investissement financier et mandatés pour acheter des larges parts dans des entreprises étrangères.

Comme les fonds souverains sont comparés à des investisseurs institutionnels, les différents auteurs comparent leur impact sur une entreprise à l'impact des larges actionnaires comme les hedge fund ou fonds de pension.

Shleifer et Vishny (1986) et Stulz (1988) ont développé une théorie concernant les larges actionnaires. Selon les auteurs, ils ont la capacité de rendre un «monitoring» efficient dans les entreprises afin de remplacer les managers exécutifs peu efficace et ainsi augmenter les performances et rentabilité de l'entreprise. (Shleifer et Vishny, 1986 ; Stulz, 1988)

Mais ceux-ci continuent, à l'opposé, d'expliquer que les larges actionnaires peuvent aussi chercher à extraire les bénéfices de l'entreprise, profiter qu'ils en ont le contrôle et ainsi s'exproprier les bénéfices des actionnaires minoritaires. Shleifer et Vishny (1986) décrivent alors l'impact des larges actionnaires sur une entreprise comme un calcul entre le gain de rentabilité grâce au monitoring et la perte de profit pour l'actionnaire minoritaire suite à une «tunneling activities».

Chen et al. (2007) prédisaient que l'ensemble des larges actionnaires dans une entreprise ne sont pas capables de mettre en place un bon monitoring des activités d'une société. Ils ont

alors essayé d'établir les caractéristiques de ces «large shareholders» qui sont capables d'améliorer la performance d'une entreprise. Les «Hedge Fund» sont des types d'investisseurs institutionnels que les auteurs prévoient comme des «contrôleurs» de compagnies idéaux. Ainsi Bortolotti et al. (2009) se sont basés sur les travaux de Chen et al. (2007) pour émettre l'hypothèse que les fonds souverains sont des investisseurs contraints par des lois et restrictions plus importantes, et qu'ils prennent peu d'initiative face au «monitoring» des entreprises dans lesquels ils investissent. Ils développent leur argument en expliquant que les fonds souverains sont limités à rester des investisseurs passifs car toutes autres positions pourraient générer des pressions politiques ou des initiatives de régulation de la part du pays hôte (Bortolotti et al., 2009). Les fonds souverains ne prennent presque exclusivement des parts majoritaires dans leurs propres pays (Bortolotti et al., 2009). Bortolotti et al. (2009) rajoutent que même quand les fonds prennent des parts majoritaires dans les entreprises de leurs propres pays, les fonds ne remettent que rarement en question les managers. Ce qui ne correspond pas au monitoring que Stultz (1988, 2005) définit comme créateur de valeurs pour les actionnaires extérieurs. En conclusion, les auteurs ne s'accordent pas sur leur capacité d'être des investisseurs actifs capables de remettre le management en question.

Dewenter et al. (2009) décrivent dans leur article un autre impact des investissements des fonds souverains sur une entreprise. Les fonds sont intéressés par la rentabilité des entreprises dans lesquelles ils investissent. Pour cette raison, les auteurs décrivent un rôle de «lobbyiste». Ce rôle permettrait au fonds de faciliter des contrats dans son propre pays ou dans d'autres régions et ainsi ajouter de la valeur à l'entreprise en aidant celle-ci à se développer géographiquement. (Dewenter et al. (2009)

G. Principes de Santiago

En 2007, il a été remarqué par le «International Monetary and Financial Committee» qu'un besoin de dialogues et d'identification des «best practices» étaient nécessaires après l'analyse de problèmes apparus entre différents intervenants. A partir de là, un comité fut créé et chargé de se poser la question d'introduire une réglementation concernant la transparence des fonds ainsi que de leur responsabilité (Chalamish, 2009).

Une commission appelée «the International Working Group» a été créée dans le but de travailler à l'élaboration d'un règlement commun. Ce comité était composé de membres du FMI, des membres des fonds souverains, des membres de la Banque Mondiale et l'OCDE en tant qu'observateurs permanents. Tous ensemble, ils ont établi les 24 «Santiago Principles», un ensemble de règles et de pratiques acceptées par l'ensemble des membres présents (Chalamish, 2009).

Selon l'International Working Group, ces principes ont pour but « identify a framework of generally accepted principles and practices that properly reflect appropriate governance and accountability arrangements as well as the conduct of investment practices by SWFs on a prudent and sound basis» (International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008, p.4). L'ensemble des pays possédant un fonds souverain n'était pas présent, mais des pays comme la Norvège, le Qatar, la Corée du Sud, la Chine ou encore les Emirats Arabes Unis faisaient partie de l'élaboration de ces principes et ont accepté de les suivre dans le futur.

Ces principes sont appelés «Generally Accepted Principles and Practices» et encouragent les fonds souverains à suivre des objectifs. L'annexe n°2 (p.80) donne l'ensemble des principes de Santiago.

Ces objectifs sont par exemple; aider à maintenir un système financier global stable ainsi que de maintenir la liberté des flux de capitaux et d'investissement, de se tenir aux réglementations et obligations des pays dans lesquels les fonds souverains investissent, d'investir sur une base de risque financier et économique et d'améliorer la transparence et la structure de gouvernance qui fournissent un contrôle opérationnel adéquat, un management du risque et une responsabilité envers leurs investissements. Ces objectifs servent à améliorer la transparence, la gouvernance et les risques de protectionnisme reliés aux prises de positions des fonds souverains dans les marchés financiers en général (International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008).

Cependant, l'efficacité des Principes de Santiago est limitée, car l'implémentation de ce règlement commun, est simplement établie sur une base volontaire. De plus, le rapport de l'IFSWF (International Forum of Sovereign Wealth Fund) montrait que 13 des 21 fonds souverains interviewés avaient implémenté l'ensemble des principes de Santiago (International Forum of Sovereign Wealth Funds, 2013).

Une recherche faite par Bagnall et Truman (2013) a montré que le rapport exagérait et l'implémentation de chaque principe n'était pas strictement adhérent et complet. De plus, certains fonds souverains, qui ont fait l'enquête de l'IFSWF, manquent encore de transparence et de responsabilité. Bagnall et Truman (2013) ont établi un nouveau classement des fonds souverains basé sur les quatre axes : transparence, gouvernance, comportement et structure.

A travers son rapport et son classement de 2007 et 2012, on peut noter l'évolution des différents fonds. Par exemple, le fonds souverain des Emirats Arabes Unis, « Abu Dhabi Investment Authority » a considérablement amélioré sa transparence et ses responsabilités en augmentant ses points de 56% sur 5 ans et passant ainsi d'un score de 37 à un score de 56. Mais à l'opposé un fonds comme le « Qatar Investment Authority » a progressé de 9% sur 5 ans (Bagnall et Truman, 2013).

La majorité des progressions se sont faites durant la période allant de 2007 à 2009, période où les principes ont été créés mais aussi période pendant laquelle une grosse pression était mise sur les fonds sur leur transparence et responsabilité (Bagnall et Truman, 2013).

Bagnall et Truman (2013) ont aussi regardé si les fonds souverains respectaient les principes de Santiago. Le fonds norvégien respecte à 98% les 25 principes et est premier du classement de la transparence et de l'application des principes. A l'opposé, un pays comme le Qatar qui possède un des fonds les plus importants et qui a participé à l'ensemble de l'établissement des principes se classent dans les derniers avec un score de 20% sur l'ensemble des principes (Bagnall et Truman, 2013).

Bagnall et Truman (2013) concluent leur travail sur la transparence et la responsabilité des fonds souverains par dire que certains puissants fonds ne font pas assez pour améliorer leur communication avec le public. Des pays comme la Russie, le Mexique, l'Iran, le Bahreïn et le Qatar posent des questions au vu de leur faible implication dans les principes de Santiago. Selon Bagnall et Truman (2013), les principes établis par l'IFSWF (International Forum of Sovereign Wealth Fund) ont une influence limitée sur ces pays. Il y a un besoin de renforcer leur autorité sur ces fonds russes, iraniens, etc.. mais aussi sur les pays qui établissent des nouveaux fonds. D'autres pays comme Hong Kong ou le Kazakhstan qui ont des moyens financiers puissants avec leur fonds n'ont toujours pas adhéré aux principes de Santiago (Bagnall et Truman, 2013).

III. Les fonds souverains chinois

La présente section a pour but d'aborder le sujet des fonds souverains créés en Chine, leur mode de fonctionnement et leurs stratégies d'investissement.

Selon la SWF Institute (2015a), la Chine possède plusieurs fonds souverains : State Administration of Foreign Exchange (SAFE), National Social Security Fund (NSSF), China Development Bank (CDB), SAFE Investment Company et pour finir China Investment Corporation (CIC). Si l'on reprend la définition du FMI ainsi que celle présente dans les Principes de Santiago (International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008), on ne peut compter qu'un seul fonds souverain : le China Investment Corporation. (Marin, 2009)

Les fonds chinois disposent d'importantes ressources dans leurs fonds. Selon le SWF Institute (2015a), l'ensemble des fonds chinois possèdent un total de 1.461,6 billions de dollars ce qui correspond à 20% de l'ensemble des actifs des fonds souverains dans le monde.

A. State Administration of Foreign Exchange

La State Administration of Foreign Exchange (SAFE) est une institution dépendante de la People Bank of China, qui doit s'occuper des nombreuses réserves de change du pays produites par les excédents de balance commerciale liés aux exportations. La SAFE a majoritairement investi dans des actifs peu risqués tels que des bons du Trésor américains. Mais peu à peu, un rendement supérieur devenait nécessaire afin de pouvoir supporter les coûts liés au bon fonctionnement de la banque centrale chinoise.

C'est pour cette raison que la SAFE, à travers sa filiale SAFE Investment Company, a commencé à acheter des actions d'entreprises étrangères (Marin, 2009). Cette filiale fut créée dans le but de pouvoir effectuer des investissements plus diversifiés et plus risqués. Selon les données disponibles, en 2012, la SAFE IC avait des actifs évalués à 570 billions de dollars (Cieślik, 2014). Cela représentait à peu près 17% des réserves officiels de change de la Chine (Cieślik, 2014). Mais les activités de cette société sont, selon Cieślik (2014), un véritable mystère car aucun rapport annuel n'est publié. Ce manque de transparence est, de plus, intensifié car aucune stratégie d'investissement n'a été publiquement annoncée (Cieślik, 2014).

En septembre 2008, de nombreux articles de presse reléguaient l'information d'une prise de position de la SAFE dans de nombreuses entreprises anglaises possédant même 1% du capital de 47 entreprises du London Stock Exchange, évalué à 6 milliards de dollars (Anderlini in Financial Times, 2008). Récemment, la SAFE a publié sur son site officiel un bilan de ses investissements internationaux. On peut y voir en détail l'évolution de ses investissements en action, bons du trésor, or, etc.. ainsi que l'évolution de ses réserves de change (State Administration of Foreign Exchange, 2015).

B. National Social Security Fund

Le National Social Security Fund (NSSF) est un fonds qui fut créé en 2000 et qui a pour but de constituer une réserve pour supporter les dépenses de la sécurité sociale dans le futur (Wikipedia, 2015c).

Au départ, ce fonds n'était pas autorisé à investir dans des actifs étrangers. Mais en 2006, le gouvernement a autorisé le fonds à laisser la gestion de ses avoirs à des investisseurs institutionnels étrangers. C'est ainsi que vers la fin de l'année 2006, le fonds a donné 1 milliards de dollars à 10 sociétés de gestion de fonds afin qu'elles investissent dans des actions, des obligations et des produits de cash (Marin, 2009). Selon le SWF Institute (2015a), la valeur totale de ses actifs s'élèvent à 236 billions de dollars.

C. China Development Bank

La China Development Bank fut créée en 1994 par le gouvernement afin d'investir dans les infrastructures domestiques. Ses investissements furent limités initialement aux territoires chinois. Mais la CDB fut une des parties prenantes dans de nombreux projets avec d'autres fonds dès 1998. En 2007, Central Huijin, une des filiales de la China Investment Corporation, racheta 47% des parts de la China Development Bank. Un des projets les plus importants, le China-Africa Development Fund, fut constitué en 2007 et doté de 5 milliards de dollars (Marin, 2009). Son statut a cependant évolué quand elle fut transformée en décembre 2008 en une banque commerciale (China View, 2008).

D. China Investment Corporation

Le fonds souverain chinois a été créé afin d'accomplir un but simple et précis, augmenter le rendement des réserves liées aux exportations (China Investment Corporation, 2009). Le fonds souverain est composé aujourd'hui d'actifs qui vont jusqu'à 652,7 billions de dollars d'après le SWF Institute (2015a).

En 2004, la croissance rapide des réserves obligea les dirigeants chinois à réfléchir à un établissement capable d'investir ces réserves sur des actifs un peu plus risqué. En effet, le rôle de la banque centrale au départ n'est pas de gérer ce genre de produits financiers car cela peut rentrer en contradiction avec sa mission de base. Y. Marin (2009), dans son article sur les fonds souverains chinois, évoque un problème d'image et de crédibilité pour une Banque centrale qui doit gérer à la fois une politique monétaire mais aussi faire face à des pertes suites à de mauvais investissements (Marin, 2009).

Ciešlik (2014) explique dans son article que la raison de la création de la «CIC» est de pouvoir sortir d'un «dollar trap». Il ajoute que la banque centrale chinoise accusait des pertes car les taux d'intérêts d'investissements domestiques étaient plus élevés que leurs investissements dans le dollar US. Mais il ne pouvait pas changer complètement leurs investissements sans dévaluer le dollar qu'ils possédaient. Ils se retrouvaient pour l'auteur dans un piège.

C'est ainsi qu'en décembre 2006, le vice-gouverneur de la People Bank of China, émet son accord sur la création d'une nouvelle institution financière responsable de gérer ses excédents de réserve (Marin, 2009).

Cette décision fut source de nombreuses tensions au sein du leadership chinois. En effet, la décision de la création d'une nouvelle entité fut un affront pour la People Bank of China. Parce que sa filiale SAFE avait de nombreuses années d'expériences dans la gestion des réserves de change avec une présence à Singapour, Hong Kong, Londres et New York. La SAFE était aux yeux de la banque centrale chinoise la mieux placée pour gérer ses réserves de change (Ciešlik, 2014).

Le financement du fonds souverain fût complexe car le Ministère des Finances a dû établir des bons du Trésor particuliers afin de lever un total de 1.550 milliards de yuans, comptant une maturité de 10 à 15 ans avec un taux allant de 4,3% à 4,5%. La People Bank of China racheta ces bons et finança entièrement le fonds souverain grâce à ses réserves de change. Ceci

permet à la People Bank of China de profiter d'un meilleur rendement que ces 2% à 3% de rendement sur ces réserves de change de 2006 (Marin, 2009).

De plus, le risque du marché est ainsi transféré au China Investment Corporation et le risque de change est tenu directement par le Ministère des Finances (Marin, 2009).

Le Ministère des Finances réussit non seulement à avoir le contrôle sur la China Investment Corporation mais aussi à obliger la SAFE à lui vendre une banque d'investissement chinoise, Central Huijin, à un prix de 67 billions de dollars en 2007 (Koch-Weser et Haacke, 2013).

C'est ainsi que la China Investment Corporation possède aussi des filiales telles que Central Huijin Investment et China Investment Corporation Limited dont respectivement, l'une s'occupe des investissements domestiques et l'autre qui s'occupe des investissements à l'étranger (Marin, 2009).

i. La structure/ l'organigramme de la CIC

La CIC est dirigée par un «Board of Director» composé de 9 membres. Ces 9 directeurs sont divisés en trois directeurs exécutifs ; un CEO, un «Chief Investment Officer» et le directeur des ressources humaines au sein du fonds ; d'un directeur indépendant, et de 5 directeurs non-exécutifs (China Investment Corporation, 2014).

L'objectif de ce comité directeur est de superviser les opérations de la société, évaluer sa performance et prendre des décisions importantes tout en respectant la stratégie décidée par les «Articles's Association».(China Investment Corporation,2013) Le rapport annuel de 2013 de la China Investment Corporation définit le rôle du comité directeur comme : *«reviews and approves the company's development strategies, operational guidelines and investment plans»* (China Investment Corporation, 2013, p.16).

Ensuite, 2 comités soutiennent le travail du comité directeur, il s'agit du «Remuneration Comitee» qui s'occupe de formuler et de revoir les politiques de compensations salariales pour les «seniors executives». Le deuxième comité est le «Executive Comitee» qui gère les opérations journalières du fonds dont le CEO et le «Chief Investment Officer» en font partie également (China Investment Corporation, 2014). Le «Board of Supervisors» est composé de 5 membres dont la tâche est de vérifier que les directeurs et les employés accomplissent leur travail selon leur devoir, ils s'assurent que les procédures de supervision sont efficaces et rapportent directement aux actionnaires de la société. Ils sont aussi chargés du département d'au-

dit interne et se doivent de sélectionner des auditeurs externes afin de vérifier la comptabilité et les fonctions financières (China Investment Corporation, 2014).

Un comité international composé de membres venant des 4 coins du monde a été créé afin d'avoir un rôle consultatif dans le fonds souverain. D'après le rapport annuel de la China Investment Corporation, 2013 : «*who give CIC an international perspective on global economic, investment and regulatory issues* » (China Investment Corporation, 2013, p.14). L'annexe n°3 (p.84) reprend un résumé de la structure de la China Investment Corporation.

Cependant, Koch-Weser et Haacke (2013) remarquent que la CIC maintient de trop étroites relations avec l'Etat. Selon les auteurs sur les 25 individus qui composent les différents comités de direction, de supervision ou d'exécution, seulement 3 directeurs n'étaient pas ou ne sont pas en poste en tant qu'employés gouvernementaux.

En outre, selon la loi chinoise, CIC est obligé d'avoir un comité du parti communiste. Cependant, aucune mention n'est faite dans leur rapport annuel à ce propos. La présence du parti communiste chinois au sein du fond pose des questions concernant l'indépendance du fond entre le management et l'actionnaire. Le fond chinois déclare être opérationnellement indépendant de ses actionnaires mais le comité de direction est composé d'officiels gouvernementaux qui ont une relation direct ou indirect avec le «State Council» qui est l'actionnaire principal du fonds (Koch-Weser et Haacke, 2013).

ii. Transparence

Initialement, la China Investment Corporation n'était pas très ouverte à augmenter ses standards de transparence. En 2008, le président du fond chinois avait indiqué qu'il était prêt à faire quelque chose pour que leur transparence et responsabilité tendent vers les mêmes standards que le fonds norvégien. Mais il ajoutait aussi qu'établir les Principes de Santiago n'étaient ni utile politiquement et économiquement (Koch-Weser et Haacke, 2013).

Cependant, la CIC changea d'intention et participa à l'élaboration du règlement commun aux principes de Santiago. Ce changement de comportement est expliqué selon Koch-Weser et Haacke (2013) par la pression des fonds norvégiens et singapouriens qui ont établi, en premier, des standards de transparence assez élevés.

En terme de conformité du fonds par rapport aux principes de Santiago, la Chine se trouve au dessus de la moyenne. Par rapport au classement établi par Bagnall et Truman en 2013, elle se classe 13ième avec un score de 64 sur 100. Le fond chinois dépasse de nombreux pays du Golfe. Depuis sa création, le fonds a toujours publié ses rapports annuels, dévoilant des détails significatifs sur la gestion de ses actifs et sur ses avoirs financiers.

iii. Stratégie d'investissement

Dans son rapport annuel de 2008, c'est-à-dire son premier rapport suite à la création du fonds, la China Investment Corporation définit sa stratégie et ses objectifs comme : *«invest and manage a portion of China's foreign exchange holdings as mandated by its shareholder, earning an appropriate long-term risk-adjusted returns »* (China Investment Corporation, 2009, p.16).

Suite à la complexité de sa création, le fonds chinois se doit de générer un rendement élevé pour deux raisons particulières.

La première raison est la nécessité de couvrir ses coûts de fonctionnement ainsi que les intérêts liés aux bons du Trésor issus de la constitution de son capital.

La deuxième raison est la compétition avec la SAFE. En effet, l'objectif de la création du fonds est de pouvoir investir les réserves de change dans des actifs plus risqués que les bons du Trésor américains afin d'obtenir un rendement plus élevé (Marin,2009).

En 2008, le fonds souverain chinois annonce son intention d'être un investisseur financier qui ne cherche pas à prendre le contrôle des entreprises ou secteurs. Afin de rassurer les gouvernements du monde entier, ils se définissent comme des investisseurs commerciaux et responsables prêts à se soumettre aux lois et réglementations des pays dans lesquels ils investissent (China Investment Corporation, 2009).

En 2013, 5 ans après la conception de sa stratégie d'investissement, la China Investment Corporation dans son rapport annuel, énumère ses activités d'investissement en 4 principes. L'annexe n°4 (p.85) reprend les objectifs de la CIC en 2008 et 2013 ce qui permet de comparer le développement de sa stratégie.

Une grande évolution dans leur rapport annuel de 2013 est leur philosophie d'investissement qui est définie autour de 3 principes. Ils confirment dans leurs rapports qu'ils prennent leurs décisions d'investissements basées sur une approche disciplinée et une analyse, et un manage-

ment de leur portfolio intègre et stable. Ils se positionnent et confirment leur statut d'investisseurs à long terme ce qui leur permet d'éviter la volatilité des marchés.

Ils terminent par une explication de leur diversification de risque à travers une allocation d'investissements afin de réduire la volatilité de leur portefeuille (China Investment Corporation, 2013).

iv. Performance de leur stratégie

La China Investment Corporation a réussi à faire évoluer les performances de son fonds vers des taux de rendements supérieurs au rendement de la People Bank of China et la SAFE. Koch-Weser et Haacke (2013) assurent que la compétition entre la filiale du State Administration of Foreign Exchange et la China Investment Corporation est rude. Il était donc important pour la «CIC» de pouvoir avoir des return supérieurs aux performances de la «SAFE» qui sont estimés à 2-3% de rendement (Marin, 2009). (cfr : Figure n°2 - Résultats de la China Investment Corporation de 2009 à 2014).

Yann Marin (2009), dans son analyse sur le fonds souverain chinois et sa constitution rapporte, que la China Investment Corporation a été constituée au plus mauvais moment. En effet, après la création du fonds et ses premiers investissements, la crise financière a frappé de plein fouet certains investissements du « SWF », notamment ses investissements dans des banques américaines. Selon l'auteur, les dirigeants du fonds ont manqué d'audace et pas assez diversifié leurs investissements (Marin, 2009).

	Net Cumulative annualized return (%)	Net annual return (%)
2008	-2,1	-2,1
2009	4,1	11,7
2010	6,4	11,7
2011	3,8	-4,3
2012	5,02	10,60
2013	5,7	9,33

Figure n°2 - Résultats de la China Investment Corporation de 2008 à 2013.

Source : China Investment Corporation (2014)

Le China Investment Corporation a notamment fait évoluer l'allocation de ses ressources financières depuis le début de ses activités. (cfr : Figure 3 : Allocation des ressources de 2008 à

2013) On peut voir sur le graphique que l'allocation des ressources du fonds souverain chinois a évolué lors de ces 6 dernières années.

Le cash disponible en 2008 a été utilisé lors des années suivantes. Les investissements dans les «Fixed Income Securities», qui sont en réalité des bons du Trésor de différents pays et des obligations de sociétés, a diminué ces dernières années passant de 27% en 2010 à 17% en 2013. Les investissements nommés «Equities» correspondent aux investissements réalisés dans les sociétés publiques et cotées. Ces investissements ont beaucoup varié durant ces 6 années, atteignant 48% de leurs ressources en 2010 mais redescendant à 26% l'année suivante.

Finalement, les «Others» investissements comprennent d'un côté ce qu'ils appellent les «Absolute Return» c'est-à-dire les Hedges Funds, les «risks parity» et les multi-actifs tactiques. Et d'un autre côté, les «Long-Term Investments» tels que l'immobilier, les ressources naturelles et les infrastructures dans lesquelles ils ont investi. Ces derniers ont considérablement augmenté passant de 0% en 2008 à 40% de leurs avoirs en 2013 (China Investment Corporation, 2013).

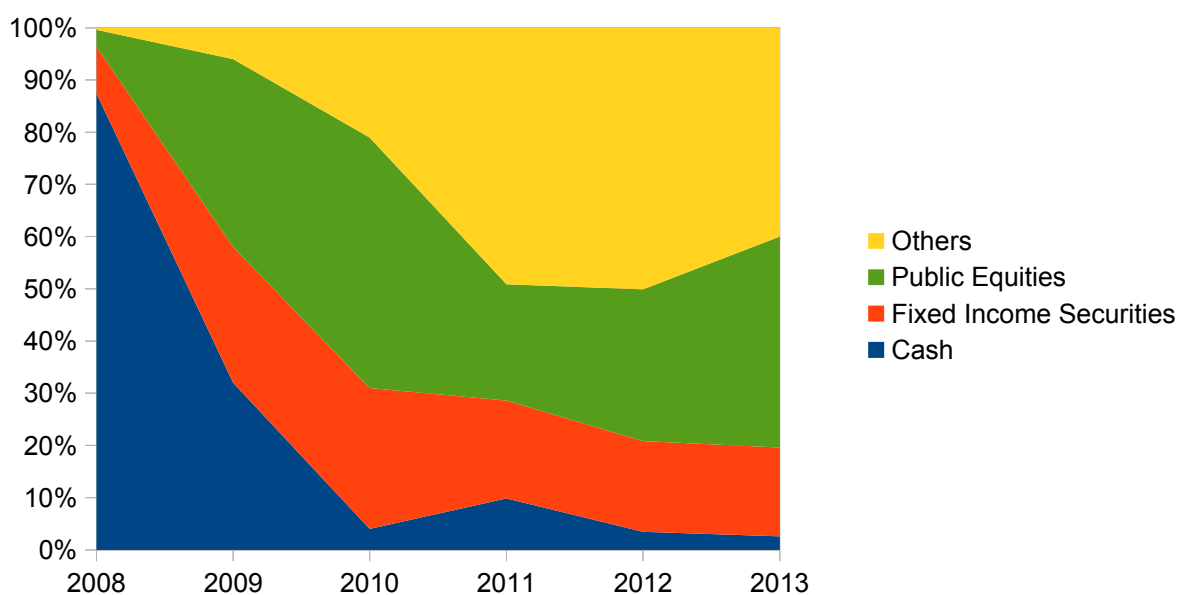


Figure n°3 - Allocation des ressources de 2008 à 2013

Source : China Investment Corporation (2009 à 2014)

IV. **Revue de littérature**

Beaucoup de questions se sont posées face à l'apparition des fonds souverains sur le marché économique mondial. Des investissements dans des banques occidentales par des fonds souverains venus du Moyen-Orient ainsi que l'achat de Blackstone par la China Investment Corporation ont fait connaître ces fonds du grand public. Alors que les fonds souverains ont été le sujet de beaucoup de discussions pour les médias et les législateurs de certains pays dont les Etats-Unis d'Amérique. On ne trouve que très peu d'articles de recherche sur l'impact réel des fonds souverains sur les marchés financiers.

Au cours des dix dernières années, quelques articles ont essayé de tester l'impact des investissements des fonds souverains sur les entreprises cotées. L'ensemble des études, sur le sujet, a été réalisé sur les investissements de l'ensemble des fonds souverains. A notre connaissance, aucune étude n'a été réalisée sur les investissements des fonds souverains venus d'un pays en particuliers. L'ensemble des études sur le sujet ont utilisé la méthodologie d'« event study ».

De plus, l'ensemble des recherches a été réalisé entre les années 2008 à 2009, sur des échantillons d'investissements de 1980 à 2009. Nous n'avons trouvé aucune étude portée sur une période dépassant l'année 2009, alors que les actifs des fonds souverains croient d'année en année. Depuis 2009, les actifs des fonds souverains sont passés de 4 trillions de dollars à 7 trillions de dollars en 2015 (SWF Institute, 2015a). Cette croissance du capital des fonds souverains pourraient induire une plus grande activité sur les marchés financiers, mais aucune recherche n'a été trouvée sur le sujet. En outre, depuis les Principes de Santiago établis en octobre 2008, prônant plus de responsabilité et transparence envers les fonds souverains, il pourrait être intéressant d'étudier les investissements après l'établissement de ce règlement.

De plus, le cas de la Chine se révèle être intéressant car elle dispose de fonds souverains aux caractéristiques différentes. Elle possède un fond qui fait preuve de transparence et dont la gouvernance est critiquée mais claire, la China Investment Corporation. Mais d'un autre côté, un autre fonds géré par le State Administration of Foreign Exchange, n'est absolument pas transparent ni au niveau de sa stratégie et l'allocation de ses actifs et surtout de sa gouvernance.

Les recherches entreprises sur le sujet ont tenté de trouver quel était l'impact des fonds souverains sur les entreprises cotées, à savoir s'ils ajoutent de la valeur ou en détruisent. Le manque de transparence, la gouvernance et les coûts d'agence sont des hypothèses de cause d'impact négatif sur les entreprises et ainsi de destruction de valeur. Alors que le monitoring est une hypothèse d'impact positif sur la valeur des entreprises.

Les différentes études sur les investissements des fonds souverains (voir Figure n°4: Comparaison des différents auteurs)

Bortolotti et al. (2009) dans leur étude s'attendent, suite à leurs hypothèses sur les fonds souverains, à analyser une sous-performance des entreprises face à l'entrée de ce large actionnaire. Ils analysent une série de 802 investissements de fonds souverains dans des entreprises cotées sur une période qui va de 1985 à 2009. Grâce à une « event study », ils remarquent deux tendances différentes par rapport à l'horizon temporel.

Premier horizon temporel à considérer, est l'effet à court terme des investissements des fonds souverains. Les auteurs trouvent un rendement anormal positif de 1,25% autour de la date d'annonce. Ce rendement anormal positif est expliqué par les auteurs comme une preuve que les investissements sont bien accueillis par les investisseurs et les marchés (Bortolotti et al., 2009). Similairement, Dewenter et al. (2009) analyse un return anormalement positif sur une période de 3 jours autour de la date d'annonce sur un échantillon de 227 investissements de 1996 à 2008. Mais les auteurs analysent aussi les désinvestissements des fonds souverains et trouvent un rendement anormal négatif sur un échantillon de 47 événements. (Dewenter et al., 2009)

Kotter et Lel (2008) trouvent dans leur étude portant sur un échantillon de 326 investissements basés sur une période de 1980 à 2009, un rendement anormal positif de 2,25% sur une période de 3 jours autour de la date d'annonce.

Finalement, Bortolotti et al. (2008) avaient déjà effectué une analyse des investissements des fonds souverains sur les entreprises cotées en septembre 2008. Ils avaient alors analysé un échantillon de 212 acquisitions répartis sur une période allant de 1997 à 2008. Lors de cette première analyse, un rendement anormal positif de 0,8% avait été trouvé sur un horizon de 2 jours, comprenant le jour de l'annonce et le jour suivant l'annonce.

Le deuxième horizon temporel pris en compte par les différents auteurs, est la performance des entreprises sur le long terme. Cet horizon temporel va d'une année après la date d'annonce à 5 ans après l'acquisition.

Dewenter et al. (2009) ont trouvé des résultats non significatifs et proches de zéro pour les rendements anormaux moyens allant jusqu'à 5 ans. Ils ont malgré tout réussi à prouver que la médiane des rendements anormaux sur le long terme était significativement négative.

Kotter et Lal (2008) identifient dans leurs analyses un rendement significativement négatif sur une période d'un an, un rendement négatif sur une période de 3 ans qui est non-significatif et finalement un rendement significativement positif sur une période de 5 ans.

Bortolotti et al. (2008) établissent une analyse de la profitabilité de l'entreprise, remplacé comme proxy par le rendement de l'action, sur une période de 2 ans après l'investissement initial du fonds. Ils prouvent alors que les fonds souverains ont tendance à détériorer les performances des entreprises. Bortolotti et al. (2008) trouvent une moyenne de rendement anormaux de -14,14%.

Plus récemment, dans leur dernière analyse, Bortolotti et al. (2009) démontre statistiquement que les investissements des fonds souverains détériorent la valeur de l'entreprise sur une période de 6 mois à 3 ans, utilisant notamment différents «benchmark» et méthodologies.

Les différents auteurs essayent dans leurs articles d'expliquer les différents résultats qu'ils ont obtenus. Ils investiguent pour la plupart quel est le rôle des fonds souverains dans le monitoring des entreprises après investissements ou même leurs influences sur les activités de l'entreprise. Deux tendances se forment alors.

Dewenter et al. (2009) ont investigué les nouvelles de la presse reliant les fonds souverains et leurs sociétés cibles après la date d'annonce d'acquisition. Ils trouvent que les fonds souverains sont des investisseurs actifs. Ils ont pu trouver, pour plus de 50% des cas, des preuves de monitoring ou d'influences sur l'entreprise acquise partiellement. Des preuves d'influences qu'ils définissent comme ; des annonces de «business deal» entre l'entreprise cible et le fonds souverain, des annonces de présence d'un membre du fonds souverain en tant que membre d'un « board » ou encore des révélations de régulations affectant directement l'entreprise après l'investissement du fonds souverain. Les auteurs émettaient l'hypothèse que les gouver-

nements ne sont pas indifférents aux rendements de leurs fonds respectifs. Ils ajoutent que les fonds souverains pourraient utiliser leurs influences sur leurs autorités pour influencer certaines décisions ou même obtenir des informations afin d'anticiper le mouvement des marchés. Mais aussi, faciliter le développement de contrat et ainsi ajouter de la valeur. (Dewenter et al., 2009)

D'un autre côté, Kotter et Lel (2008) trouvent des résultats contradictoires dans leur étude concernant la gouvernance d'entreprise perçue pour les fonds souverains. L'analyse démontre que les rendements sont positivement reliés à la part que les fonds ont acquis. Ce résultat suggère un rôle de monitoring positif mais la mesure de la gouvernance d'entreprise spécifique à chaque pays est non significative. Les auteurs ont alors analysé les mesures comptables de performances économiques ainsi que la gouvernance d'entreprise sur une période de 3 ans après investissements. Aucun changement significatif n'a été trouvé. Les auteurs concluent alors que les fonds souverains sont des investisseurs passifs.

Ces auteurs investiguent aussi la relation entre les performances des rendements anormaux et la transparence, gouvernance et responsabilité des fonds évalués dans le classement de Bagnall et Truman (2013). Kotter et Lel (2008) identifient une relation positive entre la transparence des fonds et la performance des rendements anormaux moyens. Cela signifie qu'au plus les fonds font preuve de transparence et communiquent efficacement envers le monde financier au plus les rendements anormaux seront importants. (Kotter et Lel, 2008)

Bortolotti et al. (2009) investiguent dans leur analyse quelle est la part des entreprises dans lesquelles les fonds souverains reçoivent un siège dans un comité directeur. Les fonds n'acquièrent un siège de représentation que dans 14,9% des cas, et cette statistique chute à 7,4% quand on considère seulement les pays de l'OCDE.

	Echantillons	Période	Fenêtre d'évènement en jour	Rendement Anormal
Kotter et Lel (2008)	326	1980 à 2009	{-1; 1}	2,25%
Bortolotti et al. (2009)	802	1985 à 2009	{-1; 1}	1,25%
Bortolotti et al. (2008)	212	1997 à 2008	{0;1}	0,80%
Dewenter et al. (2009)	227	1996 à 2008	{-1; 1}	1,50%

Figure n°4 – Comparaison des différentes études sur le sujet

V. Méthodologie

A. L'« event study »

Une « event study » ou étude d'évènement est une mesure de l'impact d'un évènement sur le prix d'un actif.

Selon MacKinlay (1997), la première « event study » est apparue dans les années 30 et fut publiée dans le Harvard Business. Elle avait pour but de calculer l'impact d'une division d'actions sur leur prix. Depuis il est possible de recenser 500 articles publiés qui ont réalisé des « event study » (Kothari et Warner, 2004). Parallèlement à ces articles, une autre littérature a évolué depuis les années 1980, celle-ci se focalisant sur la méthodologie des « event study » (Kothari et Warner, 2004).

En utilisant des données du marché financier, une «event study» mesure l'impact d'une annonce spécifique sur la valeur d'une entreprise. L'utilité de cette étude est que, étant donné la rationalité du marché, les effets d'un évènement auront directement une influence sur le prix d'un actif. Par conséquent, une mesure d'un impact économique peut être construite en utilisant le prix de l'actif observé sur une période relativement courte (MacKinlay, 1997).

Une « event study » a de nombreuses applications. L'utilisation d'une telle méthode se révèle être utile car elle peut être réalisée pour n'importe quels types d'évènements. Que cela soit des fusions, acquisitions, des annonces de bénéfices, des plans de licenciement, des émissions de bons d'entreprise ou d'actions ou encore des annonces macroéconomiques. Néanmoins, d'autres applications que des études d'évènement financières sont possibles. En droit, des études d'évènements sont réalisées pour identifier l'impact d'une nouvelle régulation environnementale (MacKinlay, 1997).

A l'opposé, une « event study » permet aussi de confirmer que les marchés sont efficients. Mais cette dernière fait partie d'une toute autre littérature (MacKinlay, 1997).

La raison principale de la réalisation de cette méthode est l'utilisation de celle-ci par l'ensemble des auteurs ayant écrits sur le sujet. Par conséquent, l'emploi d'une étude d'évènement nous permettra de comparer directement les résultats obtenus avec les conclusions trouvées par les différents chercheurs sur le sujet.

La deuxième raison est la pertinence de cette méthode selon la littérature scientifique. Selon Kothari et Warner (2004), cette méthodologie est à maturité car elle est utilisée depuis un grand nombre d'années mais aussi car la littérature basée sur la méthodologie de l'« event study » a évolué.

La troisième raison est l'efficacité des « event study » par rapport à d'autres méthodes basées sur des mesures, par exemple, comptables. La méthodologie liée à une « event study » est devenue populaire car elle permet de ne plus analyser la rentabilité d'une entreprise sur des mesures comptables. Celles-ci peuvent être manipulées par les différents managers d'une entreprise, par conséquent, ces indicateurs ne sont pas de bonnes mesures de la véritable performance d'une entreprise. Le prix des actions, au contraire, n'est pas sujet à la manipulation des managers. Le prix de l'action d'une entreprise est supposé refléter la vraie valeur d'une entreprise car elle sont considérées comme la valeur actualisée de tout les futurs cash flow générés par la société cible. En d'autres mots, les études d'évènement, qui sont basées sur les variations du prix des actions, devraient mesurer l'impact financier d'un changement de politique de l'entreprise, de leadership ou de propriétaire plus efficacement qu'une méthodologie basée sur des données comptables (McWilliams et Siegel, 1997).

L'analyse suivra la structure d'une étude d'évènement définie par MacKinlay (1997). Cette méthode d'analyse peut être définie en quelques points :

1. Définition de l'évènement
2. Critères de sélection de l'échantillon
3. Analyse empirique :
 - a) Constitution de l'échantillon
 - b) Calcul des rendements réalisés
 - c) Modèle d'estimation des rendements espérés
 - d) Calcul des rendements anormaux
 - e) Procédure de test des rendements anormaux
 - f) Interprétation des résultats
 - g) Robustesse des résultats

McWilliams et Siegel (1997) identifient 3 hypothèses sous-jacentes à cette méthode qui doivent être respectées afin de pouvoir identifier des rendements anormaux :

i. L'efficacité du marché:

La première hypothèse est que les marchés soient efficaces. Elle est très importante aux yeux des auteurs car elle est la base de l'utilisation de cette méthode. L'efficacité des marchés implique que toutes les informations disponibles pour les investisseurs sont incorporées dans le prix d'une action directement.

ii. Les événements ne sont pas anticipés:

La deuxième hypothèse est basée sur l'idée qu'un événement est annoncé dans la presse. Le marché n'avait pas l'information sur l'événement, et les investisseurs ont reçu l'information à travers l'annonce. Les rendements anormaux peuvent donc être considérés comme l'impact d'une information nouvelle reçue par le marché. Il est possible qu'un événement puisse être anticipé ou qu'une information soit divulguée au marché avant l'information officielle. De telles fuites d'informations pourraient poser des problèmes à l'utilisation d'une étude d'événement.

iii. Effet de confusion:

La troisième hypothèse est basée sur le fait qu'un chercheur aurait isolé l'effet d'un événement à partir d'effets d'autres événements. Le but d'une étude d'événement est d'identifier l'effet d'une information sur une période de temps. Mais l'effet de confusion signifie que durant cette période d'analyse d'autres événements sont annoncés et par conséquent, influencent le prix des actions.

B. Modèle d'estimation

Une « event study » permet de calculer l'impact financier d'un événement sur le prix d'une action. Une mesure des rendements espérés doit être requise. En effet, le rendement anormal est défini comme le rendement de l'action pendant l'événement annoncé moins le rendement attendu de l'action pendant cette même période. Le rendement attendu est défini comme le rendement espéré de l'action sans l'événement. Pour une action i et une date d'événement t , le rendement anormal est défini comme (MacKinlay, 1997):

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it} | X_t)$$

où RA_{it} est le rendement anormal de l'action i à la date t

R_{it} est le rendement observé de l'action i à la date t

$E(R_{it} | X_t)$ est le rendement attendu de l'action i à la date t

X_t est l'information de l'évènement à la date t

Afin de pouvoir calculer les rendements anormaux liés à l'évènement défini, un modèle d'estimation doit être employé pour obtenir les rendements espérés ou attendus.

Un nombre d'approches différentes sont disponibles afin de calculer les rendements espérés ou attendus d'une certaine action. Ils existent des modèles à la fois statistiques et économiques. Les modèles statistiques ont l'avantage de dépendre du comportement des rendements dans le passé et de ne pas être influencés par quelconque aspect économique (MacKinlay, 1997).

Dans ce travail de recherche, le modèle de marché sera utilisé.

Le modèle de marché est un modèle statistique qui relie le rendement de l'action donné au rendement du portefeuille de marché tel que le S&P 500. Ce dernier est un indice boursier qui est basé sur les 500 plus grandes valeurs boursières américaines. (Wikipedia, 2015c)

Pour toute entreprise i et indice de marché m , le modèle de marché, décrit par MacKinlay (1997), à la date t est égal à :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$$E(\varepsilon_{it} = 0) \qquad \text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_{it}^2$$

où R_{it} est le rendement espéré de l'entreprise i au temps t

R_{mt} est le rendement de l'indice de marché m au temps t

ε_{it} est la terme d'erreur à moyenne égale à 0

α_i β_i et σ_{it}^2 sont les paramètres du modèle.

Les paramètres du modèle seront estimés grâce à une régression linéaire.

Ce modèle sera employé pour deux raisons. La première raison est l'utilisation de ce modèle par l'ensemble des auteurs sur le sujet. Par conséquent, utiliser cette méthode d'estimation nous permettra de comparer nos résultats le plus précisément possible.

La deuxième raison est que les auteurs décrivent ce modèle comme une amélioration potentielle d'un autre modèle statistique qui est le modèle de la moyenne généralisée. Selon MacKinlay (1997), l'estimation des rendements attendus par le modèle du marché peut mener à une augmentation de la possibilité de détecter des effets liés à l'évènement. Le bénéfice lié à ce modèle est le R^2 de la régression (MacKinlay, 1997). Le R^2 obtenu lors de la régression linéaire donne une idée de la qualité d'ajustement du modèle par rapport aux données réelles (Hafner, 2012). Au plus le R^2 est élevé au plus la variance des rendements anormaux est réduite et au plus large est le gain (MacKinlay, 1997).

De plus, Brown et Warner (1985) ont simulé des études d'évènement afin de tester les différentes méthodes d'estimation. Leur conclusion est qu'il n'y a aucune preuve que les modèles plus sophistiqués que le modèle de marché apportent plus de bénéfices à l'estimation des paramètres (Brown et Warner, 1985).

MacKinlay (1997) rajoute que les modèles d'estimation avec plus d'un facteur ont un gain limité. En effet, le rendement de l'action sera mieux expliqué par un facteur supplémentaire, par conséquent, sa variance sera réduite. Mais si l'ensemble de l'échantillon n'est pas mieux expliqué par ce même facteur alors le gain est réduit. Les raisons qui doivent pousser un chercheur à utiliser un modèle à plusieurs facteurs dépend des données disponibles. Si l'ensemble de l'échantillon possède une caractéristique commune comme un même marché ou une même industrie alors un modèle à plusieurs facteurs doit être considéré (MacKinlay, 1997).

C. Période de l'analyse

Une « event study » se divise généralement en 2 périodes distinctes : la fenêtre d'estimation et la fenêtre d'évènement (MacKinlay, 1997).

La période d'estimation est définie comme le laps de temps utilisé afin de calculer les paramètres du modèle. Cette période de temps peut être situé avant ou après la date d'évènement.

La période de l'évènement est la fenêtre de temps où les rendements anormaux vont être calculés et analysés (Bacmann, 2001).

Dans la suite de ce chapitre, les fenêtres d'estimation et d'évènement seront développées plus profondément.

i. La fenêtre d'estimation

La fenêtre d'estimation est un élément important dans l'« event study » car elle sert à évaluer le modèle utilisé comme référence pour l'analyse des rendements anormaux. Il est au choix du chercheur d'établir la période d'estimation avant ou après la fenêtre d'évènement (Bacmann, 2001). Mais Salinger (1992) démontre qu'une estimation des paramètres du modèle sur la période précédant l'évènement est généralement satisfaisante.

La question de la longueur de la fenêtre d'estimation est un dilemme. L'emploi d'une longue période d'estimation permet de définir les paramètres avec précision, mais risque aussi de rendre les estimateurs instables. Par conséquent, les rendements anormaux pourraient être biaisés (Bacmann, 2001). Selon Bacmann (2001), dans sa thèse sur l'« event study », la longueur de la période d'estimation varie entre 100 et 300 jours dans les différents articles réalisant une « event study ».

Dans le cadre de cette recherche, la fenêtre d'estimation sera constituée de -320 jours à -20 jours avant la date de l'évènement afin de s'assurer qu'il n'y ait pas de biais entre l'estimation et l'évènement. De plus, utiliser une période de 300 jours à la base permet de faire face à tous types de problèmes qui pourraient être liés aux données tels que des outliers, des données manquantes, etc.. Et ainsi toujours garder un nombre important de données de base pour estimer au mieux les modèles.

De plus, les auteurs qui ont écrit sur le sujet, ont composé leurs estimations sur une période dépassant 300 jours.

ii. La fenêtre d'évènement

La fenêtre d'évènement est la période d'analyse des rendements anormaux liés à l'effet de l'annonce. Cette période de temps peut être basée sur quelques jours jusqu'à une centaine de

jours. Puisque les marchés financiers sont considérés comme efficients, la réaction des investisseurs devraient se faire sur une période très courte de temps. Une période de recherche plus longue se justifie quand l'information est divulguée par morceaux (McWilliams et Siegel, 1997).

Dans ce travail de recherche, l'évènement choisi ne nécessite pas la divulgation d'informations petit à petit. Par conséquent, des fenêtres d'évènements plus courtes et pouvant être comparées à d'autres études seront utilisées.

Ces périodes d'analyse seront : $\{-5;+5\}$, $\{-2;+2\}$, $\{-1;+1\}$ et $\{0;0\}$ jours autour de la date d'évènement.

Ces périodes courtes sont justifiées par McWilliams et Siegel (1997) par l'utilité de vérifier la réaction du marché avant la date d'annonce car des fuites peuvent apparaître sur des annonces d'achat d'actions. Un tel évènement peut être anticipé à l'avance, à l'opposé, un crash d'avion ou le décès d'un CEO sont des évènements qui ne peuvent être prévus ou devancés (McWilliams et Siegel, 1997).

Une autre motivation à l'utilisation d'une fenêtre plus courte, citée par McWilliams et Siegel (1997), est d'éviter d'avoir d'autres effets d'annonces concernant l'entreprise dans la fenêtre d'évènement.

Ces fenêtres permettront également de comparer nos résultats aux autres études réalisées sur le sujet. En effet, les différents auteurs utilisent des fenêtres de temps très courte. Cela va de 3 jours $(-1;+1)$ à 2 jours $(0;+1)$.

VI. L'évènement choisi et la détermination de l'échantillon

A. Définition de l'évènement

L'évènement qui sera analysé dans ce travail est l'annonce d'un investissement d'un fonds souverain chinois dans une entreprise cotée. L'investissement est défini comme une prise de position dans l'actionnariat de l'entreprise à travers des actions. L'ensemble des fonds souverains chinois sera considéré pour cette analyse, c'est-à-dire : China Investment Corporation, State Administration of Foreign Exchange, China Development Bank, etc.. mais aussi l'ensemble de leurs filiales respectives telles que Central Huijin, Gingko Tree Limited...

Normalement, quand un évènement est annoncé et qu'une information est divulguée, celui-ci ne comprend qu'une seule date, la date d'annonce. Toutes sortes de nouvelles macroéconomiques ou même des publications de résultats d'entreprise sont des exemples d'évènements qui ne comprennent qu'une seule date. Par contre, d'autres événements comme des distributions de dividendes aux actionnaires, des fusions, etc... peuvent contenir deux dates différentes. Ces dernières sont les dates d'annonce et les dates de réalisation (Bacmann, 2001).

La date d'annonce est définie comme la révélation des spécificités pratiques de l'évènement. Tandis que la deuxième date, est la réalisation effective de l'évènement qui a été averti préalablement. (Bacmann, 2001) Ces deux dates ne varient pas uniquement à cause de leurs dates différentes mais aussi par le contraste au niveau de la traduction financière que les marchés financiers en font. Comme le dit Bacmann (2001) dans sa thèse, la date d'annonce informe les investisseurs sur la concrétisation prochaine d'un évènement. La date de réalisation n'aura aucun apport d'informations complémentaires puisque les conditions de l'évènement auront déjà été convenues au préalable (Bacmann, 2001).

De plus, l'auteur rajoute que l'effet d'annonce de l'évènement n'aura pas les mêmes conséquences que l'effet de la réalisation de l'évènement. Etant donné que l'information a déjà été divulguée, les investisseurs et les marchés financiers peuvent déjà anticiper la concrétisation de l'évènement défini (Bacmann, 2001). Ce travail se penchera sur la date d'annonce de l'évènement et non la date de réalisation. L'évènement sera analysé autour de l'annonce de l'acquisition d'actions par un fonds souverain chinois même si l'achat véritable a été accompli à une date antérieure ou ultérieure.

B. Sélection des données

Afin de composer l'échantillon nécessaire pour effectuer le travail d'analyse, la base de données FACTIVE fut utilisée. Cette base de données permet d'avoir accès à un ensemble d'articles de presse économique. La recherche a permis d'obtenir certains articles de presse sur des investissements des fonds souverains chinois dans différentes entreprises. Un grand nombre d'articles a été retenu. Ces articles ont été recoupés avec d'autres sources d'informations afin de composer un échantillon d'investissements qui soit précis et juste. Ces sources d'informations venaient de différents supports : rapports annuels de la China Investment Corporation ou encore certains livres qui reprenaient un compte rendu des investissements des fonds chinois (Alon et al., 2011 ; Cheun & Gregoriou, 2014).

La plus grande difficulté était de déterminer la date exacte de l'annonce d'investissements des fonds souverains dans une entreprise. Des recherches sur des sites tel que Reuters, Financial Times, ou encore Bloomberg ont été entreprises afin d'obtenir la date exacte d'annonce. La date spécifiée dans l'article économique le plus ancien fut retenue car tous ces journaux ne divulguaient pas l'information le même jour.

A la fin de la recherche, 81 investissements ont été recensés dans différents secteurs, différentes organisations, différents pays. Ces investissements proviennent de différents fonds souverains tels que la China Investment Corporation, la State Administration of Foreign Exchange, Central Huijin ou encore d'autre filiale telle que Ginkgo Tree Limited.

C. Statistiques descriptives

Le nombre de données récoltées afin de déterminer l'échantillon final fut de 81. L'ensemble de ces investissements s'est déroulés entre le 1er juin 2007 et le 21 avril 2015. Les annexes n°5 et 6 (p.86) reprennent les différentes caractéristiques des investissements des fonds souverains.

En moyenne, les fonds souverains prennent des participations de 20%, investissant approximativement 1 milliard de dollars. L'investissement le plus important est le rachat de la China Development Bank par la filiale de la China Investment Corporation, Central Huijin, pour un montant de 20 milliards de dollars. L'investissement étranger le plus important, fut l'achat de participation dans la banque américaine Morgan Stanley pour 5,6 milliards de dollars.

En général, le pourcentage acquis dans les sociétés, est le plus important dans les entreprises chinoises, notamment dans les rachats des banques chinoises par le fonds Central Huijin, responsable des investissements domestiques.

A l'étranger, la participation la plus élevée est une «joint venture» pour une installation de gaz gérée par Cheniere Energy Partners où la China Investment Corporation possède 50%.

Les pays cibles sont en majeure parties occidentaux. Les Etats-Unis sont le pays qui accueille le plus d'investissements des fonds souverains chinois avec un total de 16 participations. Ensuite, la Grande Bretagne est le deuxième pays ciblé avec 12 investissements, suivis par l'Australie 7, le Canada 6, la Russie 4 et finalement la France 4. Toutefois, les investissements domestiques sont très nombreux avec 16 participations dans des entreprises chinoises.

D'autres investissements ont été réalisés dans des pays comme l'Indonésie, la Mongolie, l'Italie, l'Espagne, Kazakhstan, etc..

Les secteurs cibles des investissements des fonds souverains sont : les secteurs énergétiques, financiers, d'infrastructure et miniers.

Sur les 81 données récoltées, les fonds souverains ont alloué leurs actifs dans 29 établissements financiers. Plus précisément, 13 banques ont bénéficié d'investissements, comme par exemple Morgan Stanley, Mediobanca, ANZ, VTB Group, etc...

Les fonds d'investissements sont aussi des cibles privilégiées des fonds souverains chinois avec 11 prises de position dans des sociétés comme BlackRock, Apax Partner, Oaktree Capital Management, Blackstone, etc... Et finalement, ils investissent également dans des sociétés d'assurance tels que Prudential et des acteurs domestiques présents sur le marché chinois comme China Reinsurance et New China Life.

Le second secteur privilégié par les fonds chinois est le secteur énergétique avec une vingtaine d'investissement. Deux sortes d'entreprises ressortent de ce secteur. 12 investissements ont été actés dans des entreprises produisant soit du gaz soit du pétrole ou soit les deux. Tandis que 7 investissements furent réalisés dans des entreprises productrices d'énergie. Ces entreprises peuvent être aussi bien des spécialistes des éoliennes ou des entreprises comme AES Corporation qui produit et distribue de l'électricité sur le territoire américain.

Les transports et l'immobilier sont des industries considérées dans le secteur infrastructure. Les fonds ont investi dans des entreprises de transport comme l'aéroport d'Heathrow à Londres ou encore dans des entreprises qui gèrent de nombreux actifs immobiliers. D'autres investissements comprennent également des sociétés distributrices d'eau comme Thames Water en Grande-Bretagne.

Le dernier secteur est l'industrie minière avec une dizaine d'investissements dans des entreprises exploratrices de minéraux. Leurs investissements ne ciblent pas une ressource en particulier car chaque entreprise est spécialisée dans une ressource spécifique que ce soit Polyus Gold avec l'or, Paladin Energy Limited avec l'uranium, South Gobi avec le charbon, Uralkali avec de la potasse, etc.. Parmi les investissements dans les sociétés minières, les fonds souverains chinois n'ont investi qu'une seule fois dans 2 sociétés produisant la même ressource.

Finalement, la China Investment Corporation compte 71 investissements dans les données récoltées. Parmi ces 71 investissements, une dizaine a été réalisée par des filiales. Ginkgo Tree Limited et Central Huijin, filiales de la China Investment Corporation, spécialisé respectivement dans les investissements immobiliers et domestiques sont les auteurs de cette dizaine d'investissements. Le reste des participations fut réalisé par la China Investment Corporation. La State Administration of Foreign Exchange a réalisé une dizaine d'investissements. En moyenne, la « SAFE » prend des participations de 5% alors que la China Investment Corporation a une moyenne d'un peu plus de 20%.

D. Détermination de l'échantillon des investissements

Parmi les 81 investissements identifiés, seulement 21 investissements se retrouvent dans l'échantillon final qui sera analysé dans la suite ce travail.

Une donnée majeure à l'élaboration de l'échantillon est la date d'annonce. Chaque donnée devait être justifiée par une date d'évènement précise directement recoupée d'un article de presse. L'annexe n°7 (p.87) reprend un tableau récapitulatif des sources utilisées pour définir les dates d'évènements.

Par conséquent, les investissements, dont aucune date précise n'était disponible, ont été écartés. Pour certaines données, il était impossible de les relier à un article de presse officialisant l'annonce de l'investissement par un des fonds souverains.

Deuxièmement, tous les investissements réalisés par les fonds souverains ne sont pas des prises de position dans le capital des entreprises. Les données récoltées comprenaient différents moyens d'investissements dans les entreprises cibles. Certains placements comprenaient des achats de «convertible bonds», de simples prêts ou encore des investissements dans des projets. Ces types d'investissements ne font pas l'objet de cette analyse. L'analyse porte sur les participations des fonds souverains chinois en tant qu'actionnaire et non, prêteur ou partenaire dans l'établissement de projets. L'achat de « convertible bonds » est un cas particulier d'investissements car cela donne l'information aux investisseurs d'une part que le fonds souverain investit dans l'entreprise au niveau de sa dette et que cette dette augmente. Lorsque les obligations d'entreprise sont converties, deux types d'informations sont divulguées aux investisseurs; premièrement que le fonds entre au capital de l'entreprise et deuxièmement que la dette de l'entreprise diminue. L'annonce de « convertible bonds » apporte donc deux informations aux investisseurs, qui peuvent influencer le prix de l'actif différemment.

Néanmoins, l'investissement de la China Investment Corporation dans la banque américaine Morgan Stanley fut réalisé à base de «mandatory convertible notes and equity units» (China Investment Corporation, 2011). Puisque ces obligations d'entreprises sont obligatoirement convertibles, la date d'annonce informe les investisseurs sur les spécificités de l'entrée de la CIC au capital de l'entreprise. A la date de réalisation, l'information sera déjà anticipée suite à la date d'annonce. L'évènement de l'investissement de la CIC dans Morgan Stanley sera gardé dans l'échantillon final et considéré à sa date d'annonce.

Troisièmement, l'échantillon a été filtré de toutes les entreprises qui ne sont pas cotées sur les marchés financiers. L'analyse des rendements anormaux oblige à avoir dans notre échantillon final des entreprises dont le prix de l'action est disponible à la date d'annonce ainsi que 300 jours avant cette date. Certaines « Initial Public Offering » ainsi que d'autres entreprises qui ne sont pas cotées sur les marchés ont été éliminés de l'échantillon.

Par la suite, les données ont été analysées et éliminées sur une base plus arbitraire. Certains cas spécifiques, qui ne permettaient pas d'avoir une analyse de l'impact de l'investissement des fonds souverains, ont été retirées de l'échantillon. Des cas d'investissements conjoints avec d'autres fonds ne peuvent pas faire partie de l'échantillon final car il serait impossible de déterminer si l'impact de cet investissement est influencé par tel ou tel fonds.

Finalement, des annonces d'investissements furent retirées de l'échantillon par manque de disponibilité de données. La valeur historique des actions russes et brésiliennes étaient pour la plupart indisponible ou l'indice de marché n'était pas disponible.

Parmi les informations récoltées, un article de presse parle d'un investissement de la « People Bank of China » dans la société Prudential, cotée à Londres (Kleinman in The Telegraph, 2008). Il sera supposé dans la suite de ce travail que l'investissement fut réalisé par la SAFE pour deux raisons. Premièrement, la SAFE par sa filiale, SAFE Investment Company, dépend de la banque centrale chinoise et a déjà effectué de nombreux investissements car celle-ci est responsable de gérer les réserves de change du pays. Deuxièmement, la date d'annonce de l'investissement, le 24 août 2008, concorde avec l'article du Financial Times de septembre 2008 qui annonçait de nombreux investissements de la SAFE dans le capital de certaines entreprises cotées à Londres (Anderlini in Financial Times, 2008). De plus, Marin (2009) énumère dans son article, l'investissement effectué dans Prudential par la SAFE.

L'échantillon final est composé de 21 investissements des fonds souverains chinois et le récapitulatif de ceux-ci se retrouve en annexe n°8 (p.89). Dans cet échantillon final, un tiers a été réalisé par la State Administration of Foreign Exchange. Les deux tiers restant sont des investissements de la China Investment Corporation ou de leurs filiales. Les participations sont en moyenne de 17,46 % pour un montant de 782 \$ millions. Ces investissements sont diversifiés géographiquement avec 8 pays différents et diversifiés au niveau des industries car les 4 industries cibles majeurs des fonds souverains chinois sont présentes dans l'échantillon final.

VII. Analyse Empirique

A. L' "event study"

- i. Collection des données des entreprises et des indices.

L'échantillon final composé, les données concernant les rendements historiques des actions et des indices de marché furent téléchargés par le logiciel statistique «R Commander» sur le site de Yahoo Finance. Ces données sont nécessaires afin d'évaluer les paramètres du modèle de marché. Par la suite, ce modèle permettra de calculer les rendements anormaux liés aux annonces d'investissements des fonds souverains.

Certains rendements historiques n'étaient pas disponibles pour soit l'action ou soit l'indice de marché. Par conséquent, ces observations ont été éliminées et la fenêtre d'estimation a été rallongée afin d'obtenir une période d'estimation de 300 jours.

- ii. Estimation des paramètres du modèle

Afin d'estimer les paramètres du modèle, une régression linéaire des données récoltées fut réalisée à l'aide du logiciel R Commander. L'annexe n°9 (p.90) reprend les différents résultats des régressions linéaires réalisées.

Les indices de référence collectés afin d'estimer les paramètres peuvent être différents d'une entreprise à l'autre même si celles-ci sont cotées sur le même marché. Certains paramètres du modèle étaient mal expliqués ou mal estimés par des indices de marché de référence tels que le S&P 500. Une entreprise comme General Growth Properties dont les paramètres du modèle ont été estimés par le S&P 500, avait des caractéristiques statistiques assez faibles. A l'opposé, le modèle obtenu avec l'indice de référence «Wilshire 5000 Total Market Index», donne une meilleure estimation. L'annexe n°10 (p.91) reprend les différents indices de marché utilisés pour chaque action.

Les caractéristiques des différents modèles ont été analysés afin de choisir l'indice de référence qui offrait la meilleure estimation possible des paramètres. Les caractéristiques analysées furent la p-valeur du « β » et le «R-carré» ou « R^2 ».

Dans le modèle d'estimation des rendements attendus, le paramètre le plus important est le deuxième paramètre. En effet, le « β » marque la variation du rendement de l'action par rapport au marché. Ce paramètre est le plus important de la régression. Afin d'avoir la meilleure estimation possible, la p-valeur de celui-ci doit être la plus petite possible. La p-valeur représente la probabilité d'avoir un paramètre beta qui soit égale à 0 (Hafner, 2009).

Une petite p-valeur indique donc que le β est significativement différent de 0. Pour l'ensemble des sociétés cotées, le paramètre beta est significatif pour un seuil de 1%.

Cette analyse de la p-valeur fut combinée avec une analyse et une comparaison du « R^2 ». Le R^2 permet d'avoir une idée sur la qualité d'ajustement du modèle par rapport aux données (Hafner, 2012). Un « R^2 » élevé signifie que le modèle estime bien les données réelles. Dans cette optique, les modèles de marché avec un R-carré élevé sont les plus intéressants à garder. La moyenne des « R^2 » de nos estimations est de 55,7%.

Finalement, le nombre de jours d'estimation diffèrent d'une donnée à l'autre. La raison est l'élimination d'« outliers » présents dans les observations. Des « outliers » sont des valeurs qui s'écartent complètement des autres valeurs de l'échantillon (Wikipedia, 2015e). Grâce au programme R Commander, les valeurs extrêmes ont été identifiées et éliminées de l'échantillon. A la suite de l'élimination de ces valeurs extrêmes, les modèles d'estimation ont eu un R-carré qui a augmenté et une variance qui a été réduite.

B. Calcul des rendements anormaux

i. Rendement réalisé et calcul des rendements anormaux

Le modèle de marché étant estimé pour chaque action de l'échantillon final, les rendements attendus et espérés peuvent être calculés.

Les rendements réalisés durant la période qui allait de 5 jours avant la date d'évènement à 5 jours après la date d'évènement ont été collectée pour les indices de référence et pour les actions.

Grâce à la collection de ces données, les rendements anormaux ont pu être calculés sur base de la formule:

$$RA_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt}$$

RA_{it} le rendement anormal de l'action i à la date t

R_{it} le rendement de l'action i à la date t

R_{mt} le rendement du marché m à la date t

α_i et β_i sont les paramètres estimés par le modèle de marché

ii. Problèmes liés aux rendements anormaux journaliers

Les rendements anormaux ainsi calculés vont pouvoir nous aider à analyser l'impact des investissements des fonds souverains chinois sur la valeur de l'entreprise. Mais des problèmes liés aux rendements journaliers et aux rendements anormaux journaliers peuvent apparaître.

Selon Brown et Warner (1985), 4 problèmes peuvent être identifiés : la non-normalité des rendements anormaux, le biais de l'estimateur des paramètres en présence de «non-synchronous trading», l'augmentation de la variance lors de la fenêtre d'évènement et le «clustering».

Ces problèmes liés aux rendements anormaux peuvent avoir des conséquences sur les tests statistiques qui pourraient être biaisés. Brown et Warner (1985) ont réalisé des simulations afin de tester l'impact de ces problèmes sur les paramètres de l'estimation ainsi que sur les tests statistiques. En outre, certains tests statistiques de base se reposent sur des hypothèses de normalité ainsi que sur des estimateurs de la variance qui pourrait être ainsi biaisés.

i. *Non-normalité*

Alors que les données mensuelles ont des rendements qui suivent une loi normale, il n'en est pas de même avec les données journalières et leurs rendements journaliers. Brown et Warner (1985) montrent malgré tout que les rendements journaliers moyens tendent vers une loi normale si le nombre d'éléments de l'échantillon augmente. Les auteurs ajoutent que les tests statistiques standards, concernant les rendements journaliers moyens, sont bien spécifiés même pour un échantillon de 5 actions. L'hypothèse de normalité peut être supposée afin d'utiliser les tests statistiques basiques étant donné que ce travail se repose sur un échantillon de 21 données.

ii. «Non-synchronous trading»:

Ce problème apparaît plus généralement dans les cas de données journalières quand une régression linéaire est effectuée sur des données qui ne correspondent pas au même jour ou au même intervalle de temps. Par exemple, quand le rendement d'une action à une certaine date est relié dans la régression linéaire au rendement de l'indice de marché à une autre date.

Par conséquent, les estimateurs des paramètres peuvent être biaisés.

iii. L'estimation de la variance:

L'estimation de la variance est un problème décrit comme important par Brown et Warner (1985). Le soucis majeur est la stationnarité des variances journalières. En effet, il y a de nombreuses preuves et d'études démontrant l'augmentation de la variance immédiatement autour de l'évènement. L'estimateur de la variance basé sur la période d'estimation serait alors biaisé. Ce problème sera pris en compte lors de tests statistiques spécifiques à ce problème et ajusté à cette augmentation de la variance.

iv. «Clustering»:

Le «clustering» est défini par Brown et Warner (1980) comme l'analyse de rendements anormaux de plusieurs actions sur une période de temps commune. Les auteurs ajoutent qu'une certaine dépendance «cross-sectional» peut apparaître lorsque les «return» sont analysés sur une fenêtre de temps similaire. Ce problème est confirmé par Bernard (1987) qui conclut dans son article que cette dépendance peut mener à un biais. Brown et Warner (1985) ajoute que le biais des tests statistiques en présence de dépendance «cross-sectional» pourrait être plus élevé si les actions font partie de la même industrie.

Brown et Warner (1980) ont proposé une statistique de test afin d'éviter ce problème de dépendance «cross-sectional», celle-ci sera réalisée dans la suite de ce travail.

iii. Agrégation des rendements anormaux

L'analyse des rendements anormaux peut se faire de différentes manières. Soit l'analyse peut se baser sur chaque donnée de l'échantillon ou soit sur une date de la fenêtre d'évènement bien précise. Par conséquent, les rendements anormaux ont été agrégés des deux manières différentes:

$RA_{i,t}$ = Rendement Anormal de l'action i à la date t ou à la fenêtre de temps t

RAM_t = Rendements Anormaux Moyens sur la fenêtre de temps t :

cela correspond à la moyenne de l'ensemble des rendement anormaux des actions i au temps t .

$$\frac{1}{N} \sum_i^N RA_{it} \quad \text{Pour tout } t = 1, \dots, T$$

RAC_i = Rendements Anormaux Cumulés de l'action i :

somme des rendements anormaux d'une action sur une fenêtre de temps définie.

$$\sum_t^T RA_{it} \quad \text{Pour tout } i = 1, \dots, 21$$

$RAMC$ = Rendements Anormaux Moyens Cumulés pour toutes les actions i sur une fenêtre de temps définie:

Deux manières de le calculer soit:

$$\sum RAM_t \quad \text{ou soit:} \quad \frac{1}{N} \sum_i^N RAC_i$$

C. Réalisation des tests statistiques

Les rendements anormaux calculés, il est nécessaire de vérifier statistiquement si les résultats sont significatifs. Par conséquent, des tests paramétriques et non paramétriques permettront de tester l'hypothèse nulle, H_0 . L'hypothèse nulle suppose qu'il n'y a pas de rendements anormaux et que ceux-ci sont égaux à 0, c'est-à-dire que l'évènement n'a aucun impact sur la valeur d'une entreprise. Le but sera de tester si nos résultats sont significativement différents de zéro. Les statistiques de tests porteront sur les rendements anormaux moyens cumulés.

Afin de calculer la significativité des résultats, il est nécessaire de définir quelques éléments:

1. Choisir l'hypothèse nulle, H_0
2. Définir l'hypothèse alternative, H_a
3. Choisir les tests statistiques par rapport aux observations.
4. Définir la région de rejet par rapport à la p-valeur.

Source: Hafner (2009)

En résumé, les tests statistiques seront utilisées afin de tester les hypothèses suivantes concernant les rendements anormaux moyens :

$$H_0 : RAM_t = 0$$

$$H_a : RAM_t \neq 0$$

Pour les rendements anormaux moyens cumulés:

$$H_0 : RAMC = 0$$

$$H_a : RAMC \neq 0$$

La règle de décision pour rejeter l'hypothèse nulle sera de vérifier si les statistiques de test calculées seront plus grandes que le quantile défini au niveau de 10%, 5% et 1% par rapport à chaque loi.

i. Tests paramétriques

Beaucoup d'« event study » se reposent sur des tests paramétriques pour tester la significativité des rendements anormaux. Mais un des désavantages de ces tests est qu'ils requièrent l'hypothèse de normalité des rendements. Comme dit précédemment, Brown et Warner (1985) rapportent que les rendements journaliers d'une action ne sont pas distribués comme une loi normale. Afin de réaliser ces procédures de test, l'hypothèse de normalité des «return» sera établie. Néanmoins, d'autres test non-paramétriques seront développés dans la suite de ce travail. Ces tests permettront de vérifier nos résultats sans devoir se baser sur une hypothèse de normalité qui pourrait être violée. De plus, nous assumerons l'hypothèse que les rendements sont indépendants entre eux et identiquement distribués.

a) Statistique de test des rendements anormaux moyens et rendements anormaux moyens cumulés

Cet test statistique se basera sur les travaux de MacKinlay (1997) qui propose de tester ces rendements en émettant l'hypothèse qu'ils suivent une loi normale, qu'ils soient indépendants entre eux et identiquement distribués.

La statistique de test se définit comme suit:

$$T = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{1}{(t_2 - t_1 + 1)} \sum_{t_1}^{t_2} RA_{it}}{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (t_2 - t_1 + 1) \sigma_i} \quad \text{et suit une loi normale.}$$

Où t_1 correspond au début de la fenêtre d'évènement

t_2 correspond à la fin de la fenêtre d'évènement

La variance sera calculée par rapport à la variance de la période d'estimation. Cette variance sera calculée comme suit:

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{1}{T^i - 2} \sum_t^T (R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt})^2}$$

où T^i correspond à la longueur de la fenêtre d'estimation de l'action i

R_{it} est égal au rendement de l'action pour tout $i = 1, \dots, 21$ et pour $t = 1, \dots, T$

R_{mt} est égal au rendement de l'indice de marché pour tout $m = 1, \dots, 21$ et pour tout $t = 1, \dots, T$

Le reste des paramètres correspondent aux paramètres estimés par le modèle de marché.

b) Les tests des rendements standardisés

• Test sur les rendements anormaux moyens à la date de l'évènement

Corrado et Zivney (1992) proposent de standardiser les rendements anormaux par leur écart-type. La statistique de test se calcule de la manière suivante:

$$t = \frac{\sum_{i=1}^N RAS_{i0}}{\sqrt{N}} \quad \text{où} \quad RAS_{i0} = \frac{RA_{i0}}{\sqrt{\sigma_i^2}} \quad \text{et suit une loi normale centrée réduite.}$$

σ_i^2 correspond la variance estimée durant la période d'estimation et qui est un des paramètres du modèle de marché.

• Test de Patell

Patell (1976) propose de standardiser les rendements anormaux de manière à tenir compte de l'erreur qu'il appelle «forecast error». La standardisation de Patell a deux buts: ajuster le fait que les rendements de la fenêtre d'évènement ne font pas partie de la fenêtre d'estimation

qu'ils vont ainsi avoir un plus grand écart-type et éviter que les actions avec une variance élevée ne dominent le test (Boehmer et al., 1991).

Des hypothèses sont également prises par Patell. La première hypothèse est que les rendements anormaux ne sont pas corrélés et que la variance induite par l'évènement n'est pas significative (Boehmer et al., 1991).

La statistique de test se définit comme :

$$t = \frac{\sum_{i=1}^N RAS_{i0}}{\sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{T^i - 2}{T^i - 4}}}$$

Cette statistique de test suit une loi normale centrée réduite.

où RAS_{i0} sont les rendements anormaux standardisés le jour de l'évènement

T^i est la longueur de la fenêtre d'estimation pour l'action $i = 1, \dots, 21$

$$RAS_{i0} = \frac{RA_{i0}}{\sqrt{S_{i0}}} \quad \text{où} \quad S_{i0}^2 = \sigma_i^2 \left[1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_{m0} - \bar{R}_m)^2}{\sum_{t=1}^T (R_{mt} - \bar{R}_m)^2} \right]$$

où σ_i^2 = la variance estimée par le modèle de marché de l'action i

T est la longueur de la fenêtre d'estimation.

$$\bar{R}_m = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R_{mt} \quad \text{est la moyenne du rendement du marché pendant la fenêtre d'estima-}$$

tion.

R_{mt} Est le rendement du marché m au temps t .

Il est aussi possible d'utiliser la statistique de test de Patell (1976) pour vérifier la significativité des rendements anormaux moyens cumulés sur différentes périodes de temps autour de la date d'évènement. Il est nécessaire de modifier les statistiques de test selon :

$$t = \frac{\sum_{t_1}^{t_2} \sum_{i=1}^N RAS_{it}}{\sqrt{L \sum_{i=1}^N \frac{T^i - 2}{T^i - 4}}}$$

$L = t_2 - t_1 + 1$ qui correspond à la taille de la fenêtre d'évènement.

c) Statistique de Student pour les rendements anormaux moyens

Brown et Warner (1980) ont développé un test statistique afin de tester les rendements anormaux moyens cumulés le jour de l'évènement mais en tenant compte de la dépendance « cross-sectional ». Le jour de l'évènement sera noté $t = 0$.

La statistique de test se décrit comme suit:

$$T = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RA_{i0}}{\sigma_0}$$

La statistique de test sera distribuée selon une loi de Student à N-1 degrés de liberté.

La variance σ_0 sera estimée sur la fenêtre d'estimation et celle-ci sera calculée de la manière suivante:

$$\sigma_0 = \frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{1}{T^i - 1} \sum_{t=T_0^i}^{T_1^i - 1} \left(RA_{it} - \frac{\sum_{k=T_0^i}^{T_1^i - 1} RA_{ik}}{T^i} \right)^2}$$

T_0^i est le début de la fenêtre d'estimation, le premier jour de l'estimation

$T_1^i - 1$ est la fin de la fenêtre d'estimation, le dernier jour de l'estimation

T^i est la longueur de la fenêtre d'estimation

d) Les tests avec variance en coupe

Un problème, identifié précédemment, apparait quand on utilise la variance de la période d'estimation pour calculer des statistiques de test. En effet, la variance est susceptible de varier pendant la fenêtre d'évènement. Cette modification de la variance n'est pas prise en compte dans les estimateurs de celle-ci (Brown et Warner, 1985).

Boehmer et al. (1991) ont réalisé un test qui se base sur la variance en coupe des résidus standardisés. Un avantage majeur de ce test de significativité est qu'il tient compte à la fois de la fenêtre d'estimation et de la fenêtre d'évènement.

Boehmer et al. (1991) démontrent que les rendements anormaux lors de la période d'évènement doivent être standardisés par l'écart-type estimé lors de la période d'estimation. Lors du calcul de la statistique de test, la moyenne en coupe des rendements standardisés doit être divisé par l'écart-type de la variance en coupe des rendements standardisés moyens. Cette approche par les auteurs implique que la variance induite par l'évènement est la même à travers l'échantillon des actions.

La statistique de test est définie comme:

$$T = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RAS_{i0}}{\sigma(RS_0)} \quad \text{où} \quad \sigma(RAS_0) = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (RAS_{i0} - \overline{RAS_0})^2}$$

et suit une loi de Student à N-1 degrés de liberté.

Où RAS_{i0} correspond aux rendements anormaux standardisés, comme spécifié précédemment, par la méthode de Patell (1976).

$\overline{RAS_0}$ correspond à la moyenne des rendements anormaux standardisés à $t = 0$, c'est à dire à la date d'évènement.

ii. Tests non paramétriques

L'utilisation des tests qualifiés de « non-paramétriques » comprend des avantages et inconvénients. L'emploi de ces tests statistiques permet aux chercheurs de ne pas devoir se reposer sur des hypothèses à la fois de normalité et d'indépendance des rendements anormaux. Ces hypothèses sont nécessaires à l'élaboration des tests statistiques mais elles sont susceptibles d'être violées et ainsi mal spécifiées les statistiques de tests classiques décrites plus haut. Les tests non-paramétriques permettent donc de comparer les résultats, afin de vérifier si les conclusions des deux types de test sont similaires (MacKinlay, 1997).

Un inconvénient majeur est que ce genre de test se base sur une information qui se révèle être moins importante que les tests paramétriques. Au lieu de se baser sur la performance des ren-

dements anormaux, les tests non paramétriques vont considérer le classement ou le signe de ces rendements (Bacmann, 2001).

Deux types de tests existent dans la littérature: les tests de rang et les tests de signe.

a) Les tests de signe

Le test du signe, qui est souvent utilisé dans les « event study », se base sur un simple test binomial. Le test vérifie si la fréquence des rendements anormaux positifs durant la fenêtre d'évènement est égal à 50%. Cela signifie qu'en absence d'évènements, il y a une chance sur deux d'avoir un rendement anormal positif ou négatif. La statistique de test se définit comme suit (Cowan, 1992):

$$T = \frac{\hat{p} - pN}{\sqrt{p(1-p)N}} \quad \text{est distribuée selon une loi normale centrée réduite.}$$

où $\hat{p}$ correspond aux nombres de rendements anormaux positifs sur une fenêtre d'évènement:

$$\hat{p} = \sum R_i^+ \quad \text{où } R_i^+ = 1, \text{ si } RA_{i0} > 0, 0 \text{ sinon.}$$

$$p = 1/2$$

N = Nombre d'action dans l'échantillon

Cette statistique de test est toutefois remise en question par certains auteurs. Brown et Warner (1980 et 1985) démontrent qu'un biais pourrait apparaître si la proportion des rendements anormaux positifs et négatifs est différente de 50%. Cowan (1992) suggère d'estimer la proportion de rendements anormaux positifs sur la fenêtre d'estimation de chaque action. Cette proportion estimée permettra d'éviter le biais lié à l'absence de symétrie des rendements anormaux.

La proportion des résidus du modèle de régression sera calculée comme suit:

$$p = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{1}{T-1} \sum_{t=t_0}^{T_1} P_{it} \quad \text{où } P_{it} = \begin{matrix} 1 \text{ si } RA_{it} > 0 \\ 0 \text{ sinon} \end{matrix} \quad \text{et suit une normale centrée}$$

réduite.

L'avantage de la méthode proposée par Cowan (1992) est l'adaptation pour tester les rendements anormaux cumulés sur n'importe quelle période. En outre, le calcul de la proportion des rendements anormaux moyens cumulés est le même.

b) les tests du rang

Corrado (1989) propose un test du rang qui ne requiert pas la symétrie des rendements anormaux «cross-sectional». Afin d'implémenter ce test, il est nécessaire de transformer chaque rendement anormal en son rang respectif : $K_{it} = \text{rang}(RA_{it}) \quad \forall t = 1, \dots, T$

où $RA_{it} \geq RA_{ij}$ signifie que $K_{it} \geq K_{ij}$ et $T \geq K_{it} \geq 1$

Seulement la statistique de test de Corrado (1989) a été ajustée pour les échantillons où certaines données sont manquantes, ce qui est plus adapté aux données présentes dans cette recherche puisque certains « outliers » ont été éliminés de l'échantillon des données d'estimation. L'ajustement proposé par Corrado et Zivney (1992) est calculé comme suit:

$$R = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (U_{it} - \frac{1}{2})}{\sigma(K)} \quad \text{où} \quad U_{it} = \frac{K_{it}}{1 + M_i} \quad \text{et suit une loi}$$

normale centrée réduite.

M_i est le nombre de données présentes pour l'action i

$$\text{et} \quad \sigma(K) = \sqrt{\frac{1}{T+J} \sum_{t=T_0}^{T_2} \left(\frac{1}{N^t} \sum_{i=1}^N (U_{it} - \frac{1}{2}) \right)^2}$$

où N^t représente le nombre d'action dont les rendements sont disponibles à la date t .

D. Résultats

i. Présentation des résultats

Les résultats de cette étude d'évènement rapportent un rendement anormal cumulé moyen de 5,1% sur une période de 11 jours autour de la date d'évènement (-5;+5), 4,08% sur une période de 5 jours (-2;+2), 3,71% sur une période de 3 jours (-1;+1) et finalement 2,93% le jour

de l'évènement (0;0). Ces résultats montrent qu'au plus la fenêtre d'évènement est grande, au plus le rendement anormal est élevé.

Mais ces résultats sont à prendre avec précaution car les tests statistiques paramétriques ne montrent aucune preuve que les rendements anormaux sont significativement différents de zéro. Seul le test paramétrique de Brown et Warner (1980), rejette l'hypothèse nulle à un niveau de plus de 1%.

Au contraire, les tests non paramétriques démontrent le rejet de l'hypothèse nulle et la présence significative de rendements anormaux. (Voir figure n°5).

	RAMC	Mac-Kinlay (1997)	Résidus Standardisés (Corrado 1992)	Patell Test	Brown et Warner Test (1980)	Boehmer et al. (1991)	Sign test	Generalized Sign Test	Corrado Rank Test
(-5;+5)	5,1%	0,53	/	0,49	/	/	2,4***	2,57***	/
(-2;+2)	4,08%	0,63	/	0,51	/	/	1,96**	2,15***	/
(-1;+1)	3,71%	0,74	/	0,61	/	/	2,84***	3,02***	/
(0;0)	2,93%	1,01	0,99	0,88	5,76***	0,9	2,84***	3,02***	3,59***

Figure n°5 – Résultats des tests statistiques sur les différentes périodes de temps.¹

Les résultats obtenus sont en en ligne avec les résultats d'autres auteurs sur le sujet. (voir figure n°6- tableau comparatif des différentes études sur le sujet)

L'ensemble des auteurs obtient également des rendements anormaux positifs sur leurs périodes d'étude. Les analyses réalisées par les différents auteurs ont des échantillons d'investissements plus importants que notre recherche. Les rendements anormaux influencés par les investissements des fonds souverains chinois sont plus grands que les rendements anormaux générés par la moyenne des différents fonds présents dans les échantillons des autres auteurs.

¹ *- signifie un seuil de significativité de 10%, ** un seuil de 5% et *** un seuil de 1% et« /»- signifie que le test n'a pu être réalisé pour cette période.

	Echantillon	$\{-5;+5\}$	$\{-2;+2\}$	$\{-1;+1\}$	$\{0;1\}$	$\{0;0\}$
Kotter et Lel (2008)	326	/	2,43%	2,15%	1,94%	/
Bortolotti et al. (2009)	802	/	/	1,25%	/	1,10%
Bortolotti et al. (2008)	212	/	/	0,55%	0,80%	0,34%
Dewenter et al. (2009)	227	/	/	1,50%	/	/
Verheyen (2015)	21	5,10%	4,08%	3,71%	3,22%	2,93%

Figure n°6 – Comparaison des différentes études sur le sujet²

ii. Robustesse des résultats

Puisque de nombreuses hypothèses sont prises concernant les tests statistiques de base, MacKinlay (1997) ajoutait que les tests non paramétriques devaient être utilisés comme un test de robustesse des tests paramétriques. L'observation de nos résultats indique que les tests statistiques de base ne sont pas robustes, puisque les résultats des tests statistiques vont dans des sens contraires. Les tests non paramétriques permettent de rejeter l'hypothèse nulle mais les tests paramétriques ne la rejettent pas.

Il est donc utile d'étudier quels sont les tests qui sont les mieux spécifiés en tenant compte des caractéristiques des données de l'échantillon final. L'élément le plus important qui détermine la puissance des tests est la taille de l'échantillon (Corrado, 1989 ; Brown et Warner, 1985). Selon de nombreux auteurs comme Brown et Warner (1985) et Corrado (1989), au plus grand est la taille de l'échantillon, au mieux seront spécifiés les tests statistiques basés sur des hypothèses de normalité. Selon Corrado (1989), les tests statistiques basés sur des rendements anormaux standardisés ou sur des rendements anormaux non-standardisés sont mal spécifiés pour des échantillons qui ne dépassent pas les 30 données.

Certaines études ont été réalisées, à travers des simulations, pour déterminer quels étaient les tests statistiques qui détectaient les rendements anormaux avec la plus grande probabilité. Il s'agit d'identifier la puissance des tests par rapport aux caractéristiques de différents échantillons et notamment leur taille.

2 “/” signifie que ces périodes de temps n'ont pas été étudiées par les différents auteurs.

Corrado et Zivney (1992) ont sélectionné dans leur simulation un échantillon de 50 actions avec une rentabilité anormale de 1%. Ils ont établi un seuil de significativité à hauteur de 5%. Ils ont alors trouvé que les différents tests statistiques comme le test de Student des rendements standardisés, le test du signe et le test du rang détectent les rentabilités excessives respectivement dans 98,6% des cas, 98,5% des cas et 99,8% des cas.

A l'opposé, lorsque la taille de l'échantillon se réduit à 10 actions, l'efficacité des différents tests diminue. Le test de Student ne trouve les rentabilités anormales dans 53,5% des cas, le test du signe dans 53,2% des cas et le test du rang dans 63,3% des cas (Corrado et Zivney, 1992).

Une autre étude réalisée par Campbell et Wasley (1993), a tenté de déterminer quels étaient les tests de significativité les plus appropriés lors d'une étude d'événement. Leur échantillon se basait notamment sur des rendements journaliers issus d'actions cotées sur le marché américain appelé « Nasdaq ». Les auteurs concluent dans leur travail que les tests statistiques standards énumérés par Brown et Warner (1985) et Corrado (1989) sont mal spécifiés à cause de la non normalité des rendements anormaux journaliers. Campbell et Wasley (1993) décrivent le test du rang de Corrado (1989) comme le test statistique le plus puissant et le mieux spécifié face à un ensemble de conditions différentes liées à l'« event study ».

En conclusion, les tests paramétriques pourraient être mal spécifiés à cause de la taille de l'échantillon utilisé dans ce travail. Par conséquent, il pourrait y avoir une violation de l'hypothèse de normalité. Les différents auteurs attribuent, à travers leur simulation, une plus grande puissance des tests non paramétriques face aux tests paramétriques spécifiquement quand la taille de l'échantillon est relativement restreinte (Corrado et Zivney, 1992).

iii. Interprétation des résultats

a) Analyse par jour

Le graphe ci-dessous (voir figure n°7) représente la moyenne des rendements anormaux par jour autour de la date d'annonce. Excepté pour le jour «-4», le graphe montre la présence de rendements anormaux à la date d'évènement. De plus, cette tendance se confirme lorsque l'on analyse les résultats des tests statistiques. Le tableau en figure n°5 (page 60) illustre bien cette tendance car les statistiques de test augmentent quand la fenêtre d'évènement se réduit pour

arriver à la date d'évènement. Cette tendance s'interprète par une plus grande significativité des tests statistiques dans les périodes les plus courtes.

Le graphique confirme que les dates d'évènements sont bien définies et qu'il y a eu peu de fuites ou de rumeurs avant la date d'annonce car le rendement moyen le jour avant la date d'évènement (-1) atteint 0,5% uniquement.

A l'opposé, le choix d'analyser une période assez large autour de la date d'annonce est dangereux à cause d'autres évènements qui pourraient influencer les rendements anormaux.

Si le jour «-4» avant l'évènement est considéré, le graphe laisse apparaître des rendements anormaux moyens de plus de 1%. Ces rendements peuvent être soit liés à des rumeurs concernant la tentative d'acquisition d'actions par les fonds souverains chinois ou soit des évènements indépendants qui influencent le prix des actions. Dans ce cas bien précis, ces rendements anormaux sont menés par deux entreprises qui ont respectivement une rentabilité excessive de 10% et 13%, quatre jours avant l'évènement. Afin de s'assurer que ces deux entreprises ne biaisent la moyenne générale, la moyenne des rendements anormaux est calculée, tout en excluant les actions précitées. La moyenne ainsi calculée pour le jour «-4» avant la date d'annonce n'est plus égale qu'à 0,04%. On peut donc conclure que les rendements anormaux moyens étaient influencés par deux actions qui biaisaient la moyenne de l'échantillon.

De plus, ce problème identifié précédemment et appelé «effet de confusion» pourrait être la raison pour laquelle les auteurs ne calculent des rendements anormaux uniquement sur des fenêtres d'évènement très courtes.

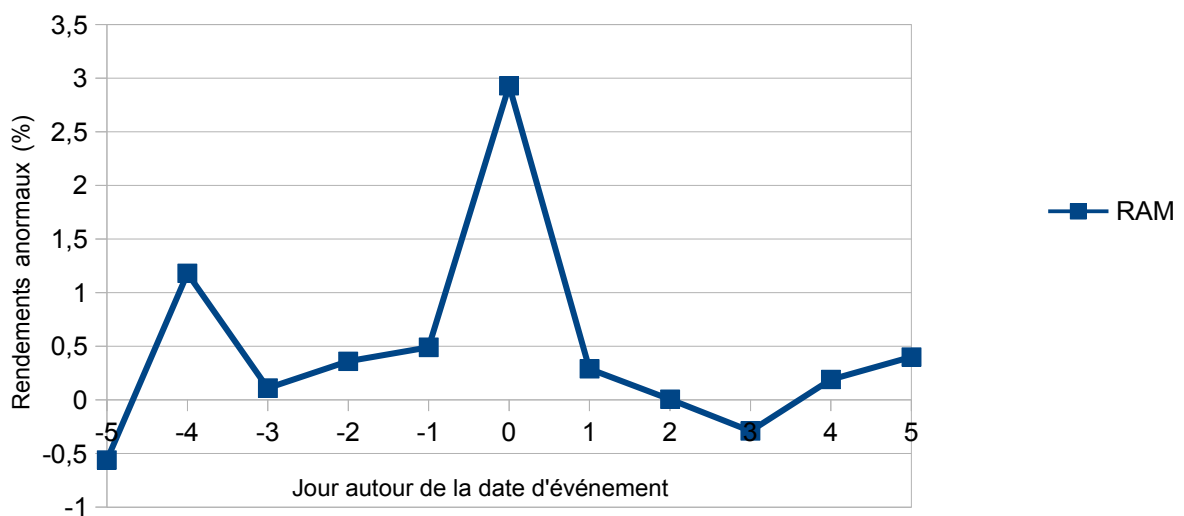


Figure n°7- Rendements anormaux moyens (RAM) par jour

b) Analyse des rendements par fonds

Dans l'échantillon final, deux fonds souverains chinois différents ont investi dans des actions. La State Administration of Foreign Exchange, qui est responsable de gérer les réserves de change du pays et la China Investment Corporation qui a pour tâche d'investir une partie des réserves de change dans des actifs plus risqués.

Kotter et Le (2008), dans leur étude d'événements sur les fonds souverains, avaient établi une relation significative et positive entre la transparence des fonds et le rendement anormal. Il est donc intéressant d'analyser si cette tendance se reproduit dans nos résultats.

Parmi les investissements repris dans les données, la «SAFE» compte 7 investissements alors que la CIC en compte 14. Dans le graphique (voir figure n°8), les rendements anormaux moyens des investissements des deux fonds sont repris pour différentes périodes de temps. Il est possible de remarquer une grande différence entre les deux fonds. Les investissements réalisés par la China Investment Corporation ont des rendements anormaux moyens beaucoup plus élevés que les investissements de la SAFE. La SAFE est complètement différente de la CIC dans son mode de fonctionnement, sa communication et sa transparence envers le monde financier. Ce qui pourrait expliquer la moindre rentabilité excessive de ces investissements. La relation établie par Kotter et Le (2008) se reproduit dans les résultats de notre analyse mais celle-ci est à mettre en parallèle avec l'analyse des rendements anormaux par rapport aux parts acquises.

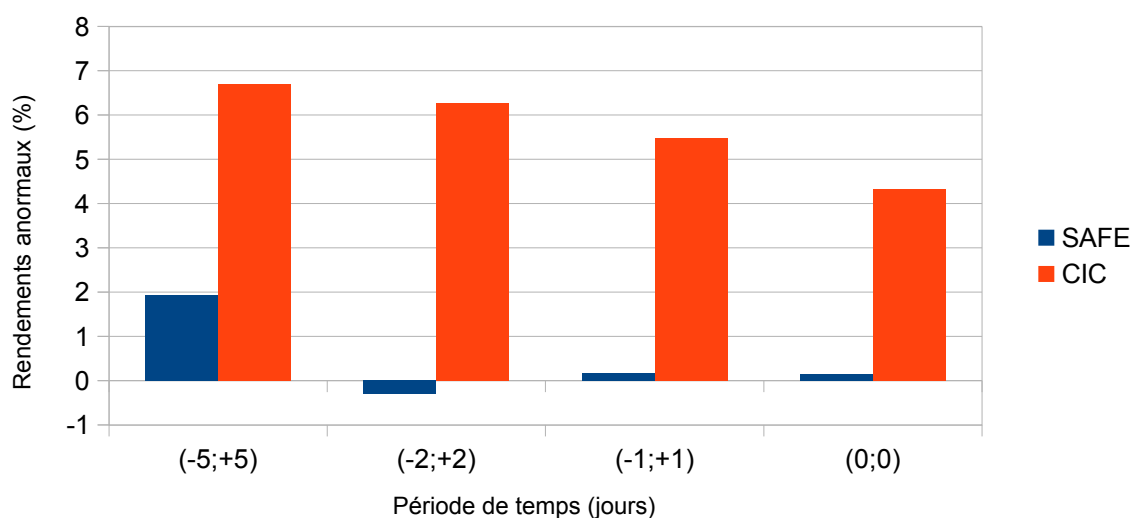


Figure n°8 – Performance des rendements anormaux des différents fonds

c) Analyse des rendements anormaux par rapport aux parts acquises

Kotter et Lel (2008) identifiaient dans leurs travaux, une relation positive entre les prises de position des fonds souverains et la performance des rendements anormaux. Même si leurs résultats étaient en contradiction avec l'étude de gouvernance d'entreprise qu'ils ont effectuée.

Certains auteurs émettaient l'idée que les fonds souverains pouvaient améliorer la performance des entreprises suite à un monitoring du management de l'entreprise (Shleifer et Vishny, 1986). L'interprétation qui peut en être faite est qu'au plus les fonds augmentent leur participation, au plus ils ont la possibilité d'influencer le management de l'entreprise.

Une étude de la corrélation entre les rendements anormaux et les différentes parts acquises lors de l'investissement se révèle être intéressant afin de tester le lien entre ces deux variables.

Pour déterminer s'il existe une quelconque relation entre parts acquises et rendements anormaux, 2 sous-groupes différents ont été composés à partir de notre échantillon final. Le premier sous-groupe fut constitué à partir des investissements dont la participation est inférieure à 5% et le second avec les investissements supérieurs ou égaux à 5% du capital de l'entreprise. Le seuil de 5% est établi sur une base arbitraire. L'objectif est de tester la significativité des rendements anormaux des investissements des 2 sous-groupes afin d'observer si des différences dans les résultats apparaissent. Les tests statistiques développés précédemment ont été réalisés à nouveau pour les 2 sous-groupes de l'échantillon. L'annexe n°11 (p.92) reprend les résultats des statistiques des tests pour les 2 sous-groupes différents.

En observant le tableau des statistiques de test effectuées sur les 2 groupes, l'échantillon des investissements inférieurs à 5% au niveau de la prise de participation n'est pas significativement différent de 0 ni pour les tests paramétriques et ni pour les tests non paramétriques. On peut donc dire que les investissements avec des prises de position de moins de 5 % n'augmentent pas la valeur des entreprises.

A l'opposé, les statistiques de test du second sous-groupe des investissements supérieurs ou égaux à 5%, ne démontrent pas une significativité des rendements anormaux pour les tests paramétriques à l'exception du test de Brown et Warner (1980). Mais les tests non paramétriques montrent que les rendements anormaux de ce sous-groupe sont significativement différents de 0 à hauteur de 1%. Les investissements de ce sous-groupe seraient alors créateurs de valeurs

pour les entreprises cibles. Si on considère une plus grande puissance des tests non paramétriques face à de petits échantillons.

De plus, un graphe de dispersion est utilisé afin d'évaluer si une dépendance linéaire existe entre les deux variables. L'axe X représente les rendements anormaux en pourcentage et l'axe des Y, représente le pourcentage de parts acquises dans l'entreprise cible. Les graphes de dispersion ont été réalisés pour l'ensemble des périodes. (voir Figure n°9 ci-dessous pour (0;0) et voir annexe n°12 (p.93) pour (-5;+5), (-2;+2) et (-1;+1) jours autour de la date d'annonce)

Si on analyse le graphique (Figure n°9), on peut voir qu'il n'y a pas une dépendance linéaire entre ces deux variables. Mais il est tout de même possible de remarquer que l'ensemble des investissements de la SAFE se retrouve regroupé formant un sous-groupe. La SAFE n'a réalisé que des investissements impliquant de petites prises de positions, inférieures à 5%. En d'autres mots, l'analyse des rendements anormaux par fonds ou par la taille de la prise de participation au sein du capital de l'entreprise se confond. Il est impossible de dissocier l'effet d'une variable seule sur les rendements anormaux. Etant donné l'échantillon final, l'analyse en sous-groupe réalisée précédemment, comporte donc un sous-groupe d'échantillon de la SAFE avec des participations inférieures à 5% et un sous-groupe avec les investissements de la CIC avec des prises de positions supérieures ou égales à 5%, excepté un investissement de la CIC qui est inférieur à 5%.

Les statistiques de tests effectuées précédemment, peuvent être interprétées différemment. Les rendements anormaux des investissements de la SAFE qui sont inférieurs à 5% du capital de l'entreprise cible, ne sont pas significativement différents de 0. Ces prises de positions n'ajoutent pas de valeur à l'entreprise et n'en détruisent pas non plus. Au contraire, les rendements anormaux des investissements de la CIC dont la prise de participation dépasse ou égale 5%, sont significativement différents de 0 pour un seuil de 1% selon les tests non paramétriques. Ces investissements créent de la valeur pour l'entreprise cible. Les tests paramétriques qui sont moins bien spécifiés pour une petite taille d'échantillon, ne permettent pas de rejeter l'hypothèse nulle.

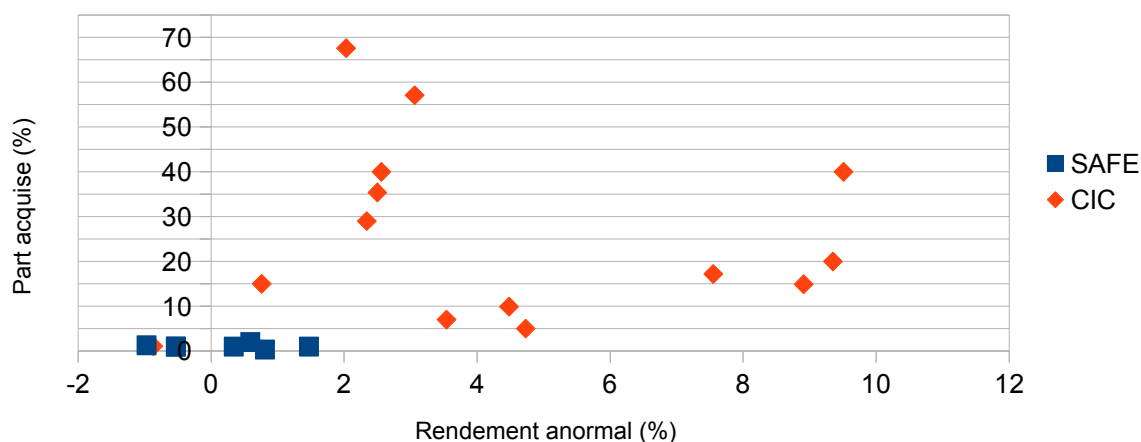


Figure n°9 – Graphe de dispersion entre rendements anormaux et parts acquises

L'annexe n° 12 reprend les différents graphes de dispersion pour les différentes périodes de temps. Aucun des différents graphes ne laissent apparaître une quelconque relation linéaire entre les parts acquises et les rendements anormaux.

D'autres éléments peuvent influencer le monitoring des entreprises comme la présence de membres des fonds souverains chinois dans les comités directeurs des différentes sociétés cibles. La China Investment Corporation possède 3 membres directeurs dans 2 sociétés différentes. Parmi ces 2 sociétés cibles, une seule a des rentabilités anormales au-dessus de la moyenne. Il s'agit de Poly Energy Limited (GCL-Poly Energy Holdings Limited, 2009).

A l'opposé, AES Corporation a une rentabilité excessive plutôt faible malgré la présence d'un membre de la CIC dans l'un de ses comités directeurs (Mufson, 2009).

En conclusion, au vue des spécificités de notre échantillon final, il est impossible de déterminer quelles sont les influences des différentes variables, que sont la transparence et les parts acquises, sur la performance des rendements anormaux.

VIII. Limitations

Les limitations se résument majoritairement aux principaux défauts de l'« event study ». Pour réaliser cette méthodologie, la date d'annonce de l'évènement défini doit être exacte. Seulement il est difficile de définir avec précision la date de l'annonce d'acquisition d'actions. Le graphe (Figure n°7) montre bien que les dates d'annonce semblent bien définies globalement mais il est possible que certaines dates ne soient pas correctes. Ce problème de définition de la date d'évènement est l'inconvénient majeur de cette méthode.

Un autre désavantage lié à la méthode de l'«event study» est le problème des rumeurs et informations précédant la date réelle d'annonce. Pour certaines acquisitions de parts, certains articles de presse donnaient au préalable l'information que des discussions étaient entamées ou que les fonds souverains avaient l'intention d'investir sans confirmation officielle. Ces informations peuvent réduire l'effet de l'annonce si les acquisitions se concrétisent. En effet, une partie de l'information est déjà dévoilée au préalable à travers les rumeurs. Il n'est pas possible de considérer une rumeur comme une date d'annonce car les modalités de l'investissement, à savoir si le fonds entrera au capital de l'entreprise ou sera prêteur n'est pas spécifiée clairement.

Le dernier inconvénient lié à l'« event study » est l'« effet de confusion ». Cet effet influence la performance des rentabilités excessives et peut nuire à l'analyse faite durant cette recherche. Il est possible que des évènements se soient glissés dans les différentes fenêtres d'analyse des rendements anormaux. Afin d'éviter ce problème, des périodes d'analyse courtes doivent être privilégiées.

Un autre problème qui peut biaiser l'étude est le «non-synchronous trading». Certaines données utilisées pour l'estimation des paramètres du modèle comprenaient des données manquantes pour soit le rendement historique de l'action ou soit le rendement historique du marché. Ces dernières ont dû être retiré manuellement de l'échantillon. Par conséquent, des données pourraient ainsi être mal spécifiées à cause d'erreur de manipulations manuelles.

IX. Conclusion

Les auteurs, qui ont publié sur le sujet, montrent que généralement les fonds souverains augmentent la valeur des entreprises dans lesquelles ils investissent. L'ensemble des recherches effectuées rapportent des rendements anormaux positifs. De plus, certaines analyses ont démontré l'influence de différentes variables, comme les caractéristiques des fonds et leur prise de participation, sur la performance des rendements anormaux. Etant donné qu'aucune recherche n'a été réalisée sur les fonds souverains issus d'un pays en particulier, l'étude tente de savoir si les entreprises cibles perdent ou gagnent de la valeur lors de l'annonce d'un investissement de la part d'un fond souverain chinois.

Dans ce travail, en utilisant une étude d'événement, un impact positif est analysé sur de nombreuses périodes de temps. Ces rendements anormaux moyens cumulés sont de 5,1% sur une fenêtre de (-5;+5) jours, 4,08% sur une période de (-2;+2) jours, 3,71% sur une période de (-1;+1) jours autour de l'évènement et finalement 2,93% le jour de l'évènement (0;0).

Même si les tests paramétriques ne permettent pas de rejeter l'hypothèse nulle à un seuil de 10%, les tests non paramétriques sont mieux spécifiés face à notre échantillon final.

Ces tests qui ne sont basés sur aucune hypothèse de normalité, permettent de conclure que les rendements anormaux moyens sont significativement différents de 0 pour un seuil de 1%. Les fonds souverains chinois augmentent la valeur des entreprises dans lesquels ils investissent. Ces résultats sont en ligne avec ce que les différents auteurs identifient dans leur recherche.

L'analyse des rendements anormaux moyens par jour autour de la date d'annonce indique que les actions des entreprises, sur lesquelles l'«event study» se base, réagissent majoritairement le jour de l'annonce. Par conséquent, les dates d'annonce semblent être bien définies. Mais l'analyse nous a prouvé qu'il fallait être prudent avec des périodes d'études plus longues qui pourraient être biaisées par des autres effets d'annonce.

Différentes analyses ont été réalisées dans ce travail afin de déterminer si les rendements anormaux étaient amplifiés par une quelconque variable.

Premièrement, une comparaison des rendements anormaux moyens cumulés pour différentes périodes de temps et par fonds souverains fut réalisée. Cette comparaison indique que la performance des rentabilités excessives est plus importante pour les investissements de la China

Investment Corporation face à la State Administration of Foreign Exchange (SAFE). La moyenne des rendements anormaux de la CIC se situe à 4,32% le jour de l'annonce alors que la SAFE a une moyenne de rendements anormaux de 0,16%.

Lors de la seconde analyse, l'échantillon final a été divisé en 2 sous-groupes. D'un côté, les investissements qui sont inférieurs à 5% du capital de l'entreprise et de l'autre côté, ceux qui sont supérieurs ou égaux à 5%. Il a été observé que l'ensemble des investissements inférieurs à 5% du capital des entreprises fut réalisé par la State Administration of Foreign Exchange à l'exception d'une donnée. Au contraire, le second sous-groupe fut composé entièrement d'investissement de la CIC. Ce qui signifie qu'analyser les rendements anormaux selon le fonds souverain ou la part acquise au capital de l'entreprise pour un seuil de 5% est la même chose à l'exception d'un investissement. Différents tests statistiques ont été effectués sur les deux sous-groupes créés. Les résultats de ces derniers indiquent que les rendements anormaux des investissements de la China Investment Corporation qui sont supérieurs ou égaux à 5% du capital de l'entreprise, sont significativement différents de 0 au niveau de 1% selon les tests non paramétriques. Les tests paramétriques ne permettent pas de rejeter l'hypothèse nulle.

A l'opposé, les résultats des tests statistiques pour les rendements anormaux des investissements de la SAFE qui ne dépassent pas 5% du capital de l'entreprise cible, ne permettent pas de rejeter l'hypothèse nulle. Ces investissements ne semblent pas ajouter ou détruire de la valeur.

Finalement, puisque nous disposons pas d'investissements de la SAFE supérieurs à 5% du capital de l'entreprise et ni d'un échantillon suffisant d'investissement de la CIC plus petit que 5%, il est impossible de déterminer quelle variable influence la performance des rentabilités excessives. On peut conclure que les investissements de la CIC supérieurs à 5% ajoutent de la valeur tandis qu'il n'y a aucune preuve que les investissements de la SAFE qui sont inférieurs à 5% du capital ajoutent ou détruisent de la valeur pour l'entreprise.

Les différentes variables, prises en compte dans cette étude et qui pourraient expliquer la taille des rendements excessifs, sont la transparence des fonds et les parts acquises. Mais d'autres variables seraient intéressantes à analyser comme les relations entre les fonds souverains et l'entreprise cible après l'investissement. Il pourrait être utile d'analyser les différentes informations ou influences que le fonds pourrait exercer sur l'entreprise comme l'obtention de

contrats, de nouveaux marchés, etc... Ce type d'analyses permettrait de tester le rôle de « lobbyiste » des fonds souverains chinois.

Une autre analyse qui pourrait être poursuivie est l'étude des entreprises dans lesquelles les fonds souverains investissent. Certains auteurs émettent l'hypothèse que les fonds souverains investissent dans des entreprises en détresse et qu'ainsi le prix de l'action augmente grâce à ce nouvel investisseur qui joue un rôle stabilisateur. (Chhaochharia and Laeven, 2008).

Suite à cette étude, de nombreuses questions concernant les fonds souverains chinois restent en suspens:

Quel sera l'avenir de la SAFE Investment Company face à la CIC?

La China Investment Corporation fut créée dans le but d'obtenir un rendement sur investissement supérieur aux rendements de la People Bank of China et plus particulièrement, sa filiale de la SAFE. Seulement, selon les informations et notre échantillon, la SAFE continue d'investir les réserves de change du pays dans certains actifs étrangers. Celles-ci entrent directement en compétition avec la CIC. Alors que la CIC est contrainte de faire preuve de transparence aux niveaux de ses objectifs, sa stratégie, ses résultats, etc.. suite aux principes de Santiago, la-SAFE semble ne faire preuve d'aucune transparence. Mais celle-ci soulève des questions par rapport à son influence politique ainsi que ses intentions stratégiques d'investissements comme par exemple le cas des achats de bons du Trésor du Costa Rica à la condition que le gouvernement costaricain coupe tout lien avec Taiwan. La question du futur de la SAFE commence à se poser. Comment les gouvernements du monde entier vont-ils réagir face à ce fonds souverain qui semble réaliser des investissements purement politiques, mais semble aussi diversifier son portefeuille d'action dans les entreprises cotées sur le London Stock Exchange ?

Comment interpréter les nombreux investissements de la China Investment Corporation dans des ressources énergétiques et minières?

La China Investment Corporation a réalisé beaucoup d'investissements dans des ressources pétrolières, gazières mais aussi dans des entreprises minières. L'objectif de la CIC est d'investir leurs capitaux dans des investissements de long terme afin de récolter un retour sur inves-

tissement. Mais leur stratégie d'investissement pourrait faire l'étude d'analyse plus poussée. Car la Chine voit sa démographie explosée ainsi que sa demande pour de nombreuses matières premières comme le pétrole et gaz. Leur besoin pour ces matières ne cesse d'augmenter et certaines questions pourraient s'élever sur leurs objectifs d'investir dans des entreprises productrices de ressources naturelles. Est-il possible que la China Investment Corporation investisse dans de telles entreprises afin de s'assurer un approvisionnement constant de ces matières ? Des études relatives aux différents contrats ou quantités de matières importées en Chine suite à ces investissements pourraient être entreprise. Ou des analyses relatives aux influences politiques chinoises, inquiètes d'assurer une certaine sécurité à leurs pays au niveau des ressources qui s'amenuisent, pourraient être intéressantes à développer.

X. Bibliographie

Allen, R., & Radev, D. (2010). Technical Notes and Manuals: Extrabudgetary Funds. *International Monetary Fund*. Repéré à :

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2010/tnm1009.pdf>

Alon, I., Fetscherin, M., & Gugler, P. (Eds.). (2011). *Chinese international investments*. Palgrave Macmillan.

Anderlini J. (11 septembre 2008). Beijing's shadowy fund for buying assets. *Financial Times*.

Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/cf2e1a1a-801e-11dd-99a9-000077b07658.html>

Bacmann, J. F. (2001). *Analyse d'évènement et dépendances temporelles des rentabilités boursières* (Doctoral dissertation, Université de Neuchâtel). Repéré à :

<https://www2.unine.ch/files/content/sites/iaf/files/shared/documents/Thèses/BacmannJeanFrancois.pdf>

Bagnall, A. E., & Truman, E. M. (2013). Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard. *Policy Brief*, 13-19.

Balding, C. (2008). A portfolio analysis of sovereign wealth funds. *Available at SSRN 1141531*.

Balding, C. (2012). *Sovereign Wealth Funds: The New Intersection of Money and Politics*. Oxford University Press.

Banque de France (2008). Bilan des perspectives des fonds souverains. *Focus*. Numéro 1.

Repéré à : https://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/focus1-fonds-souverains-unicolonnage-nov-2008.pdf

Banque Mondiale (2015). *GDP (Current US\$)*. Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à :

<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>

Bernard, V. L. (1987). Cross-sectional dependence and problems in inference in market-based accounting research. *Journal of Accounting Research*, 1-48.

Bernstein, S., Lerner, J., & Schoar, A. (2013). The investment strategies of sovereign wealth funds. *The Journal of Economic Perspectives*, 219-237.

Boehmer, E., Masumeci, J., & Poulsen, A. B. (1991). Event-study methodology under conditions of event-induced variance. *Journal of Financial Economics*, 30(2), 253-272.

Bortolotti, B., Fotak, V., Megginson, W., & Miracky, W. (2008). The financial impact of sovereign wealth fund investments in listed companies. *Unpublished working paper, University of Oklahoma and Università di Torino*.

Bortolotti, B., Fotak, V., Megginson, W. L., & Miracky, W. (2009). *Sovereign wealth fund investment patterns and performance* (No. 22.2009). Nota di lavoro//Fondazione Eni Enrico Mattei: Institutions and markets.

Bowley G. (2008). Cash helped China win Costa Rica recognition. *Financial Times*. Consulté le 14 juillet et repéré à : http://www.nytimes.com/2008/09/13/world/asia/13costa.html?_r=0

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of financial economics*, 8(3), 205-258.

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of financial economics*, 14(1), 3-31.

Chalamish, E. (2009). Protectionism and Sovereign Investment Post Global Recession. *OECD Global Forum on International Investment VIII*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1554618>

Campbell, C. J., & Wesley, C. E. (1993). Measuring security price performance using daily NASDAQ returns. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 73-92.

Chen, X., Harford, J., & Li, K. (2007). Monitoring: Which institutions matter?. *Journal of Financial Economics*, 86(2), 279-305.

Cheun, D. L. K., & Gregoriou, G. N. (Eds.). (2014). *Handbook of Asian Finance: Financial Markets and Sovereign Wealth Funds* (Vol. 1). Academic Press.

China Investment Corporation (2009). *Annual Report 2008*.

China Investment Corporation (2010). *Annual Report 2009*.

China Investment Corporation (2011). *Annual Report 2010*.

China Investment Corporation (2012). *Annual Report 2011*.

China Investment Corporation (2013). *Annual Report 2012*.

China Investment Corporation (2014). *Annual Report 2013*.

China View (16 décembre 2008). *China Development Bank corp. goes commercial*. Consulté le 14 juillet et repéré à : http://news.xinhuanet.com/english/2008-12/16/content_10513436.htm

Chhaochharia, V. and Laeven, L., (2008). Sovereign Wealth Funds: Their Investment Strategies and Performance. CEPR Discussion Paper No. DP6959. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1308030>

Cieřlik, E. (2014). Investment strategy of sovereign wealth funds from emerging markets: the case of China. *Bulletin of Geography. Socio-economic Series*, 24(24), 27-40.

Corrado, C. J. (1989). A nonparametric test for abnormal security-price performance in event studies. *Journal of financial economics*, 23(2), 385-395.

Corrado, C. J., & Zivney, T. L. (1992). The specification and power of the sign test in event study hypothesis tests using daily stock returns. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 27(03), 465-478.

Cowan, A. R. (1992). Nonparametric event study tests. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2(4), 343-358.

DEDU, V., & NIȚESCU, D. C. (2014). Sovereign wealth funds, catalyzers for global financial markets. *Theoretical & Applied Economics*, 21(2).

Dewenter, K. L., Han, X., & Malatesta, P. H. (2010). Firm values and sovereign wealth fund investments. *Journal of Financial Economics*, 98(2), 256-278.

Gasparro, V., & Pagano, M. S. (2010). Sovereign wealth funds' impact on debt and equity markets during the 2007-09 financial crisis. *Financial Analysts Journal*, 66(3), 92-103.

GCL-Poly Energy Holdings Limited (2009). *GCL-POLY Energy Holdings Limited and China Investment Corporation Enter into Subscription Agreement and Joint Venture Agreement*.

Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à :

http://www.gcl-poly.com.hk/uploadfiles/news/1351664322_H8o1pzF4wL.pdf

Global Finance. (19 novembre 2012). Largest Sovereign Funds (SWFs) – 2012 Ranking.

Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : <https://www.gfmag.com/global-data/economic-data/largest-sovereign-wealth-funds>

Hafner C. M. (2009). Statistique Approfondie- INGE1214. *Chapitre X: Test d'hypothèse [Présentation PowerPoint]*. Université Catholique de Louvain.

Hafner C. M. (2012). Econométrie- INGE1221. *Econométrie*. Université Catholique de Louvain.

Han, L., Megginson, W. L., & You, M. (2013). Determinants of Sovereign Wealth Fund Cross- Border Investments. *Financial Review*, 48(4), 539-572.

IMF (2008). *Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda*. Retrieved from :

<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>

International Forum of Sovereign Wealth Funds. (2013). Report on the International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF) Members' Experiences in the Application of the Santiago Principles. *Fifth Meeting of the International Forum of Sovereign Wealth Funds* (pp. 3-20). Norway, Oslo: International Forum of Sovereign Wealth Funds.

International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008). *Generally Accepted Principles and Practices «Santiago Principles»*. Retrieved from : <http://www.iwgswf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Kleinman M. (2008, 24 août) People's Bank of China buys stake in Prudential. *The Telegraph*. Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/2795240/Peoples-Bank-of-China-buys-stake-in-Prudential.html>

Koch-Weser, I. N., & Haacke, O. D. (2013). US-China Economic and Security Review Commission June 13, 2013 China Investment Corporation: Recent Developments in Performance, Strategy, and Governance. *China Investment*.

Kothari, S. P., & Warner, J. B. (2004). The econometrics of event studies. *Available at SSRN 608601*.)

Kotter, J., & Lel, U. (2008). *Friends Or Foes?: The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets*. Board of Governors of the Federal Reserve System.

Lau, Y. W., & Tong, C. Q. (2008). Are Malaysian government-linked companies (GLCs) creating value. *International Applied Economics and Management Letters*, 1(1), 9-12.

Lücke, M. (2010). *Stabilization and savings funds to manage natural resource revenues: Kazakhstan and Azerbaijan vs. Norway* (No. 1652). Kiel working paper.

MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 13-39.

Marin, Y. (2009). Fonds souverains chinois: état des lieux. *Revue d'économie financière*, 109-119.

McWilliams, A., & Siegel, D. (1997). Event studies in management research: Theoretical and empirical issues. *Academy of management journal*, 40(3), 626-657.

Mufson, S.(2009).Chinese Company to buy a stake in AES. *The Washington Post*. Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à: <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/11/06/AR2009110601977.html>

Mulder, M. C. B., Sy, M. A. N., Lu, Y., & Das, M. U. S. (2009). *Setting up a sovereign wealth fund: some policy and operational considerations* (No. 9-179). International Monetary Fund.

No, S. (2008). The Rise of Sovereign Wealth Funds: Impacts on US Foreign Policy and Economic Interests.

Norges Bank (2011). *About the fund*. Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : <http://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund>

Norges Bank (2012). *Proxy Acces :Wells Fargo & Company*. Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à: <http://www.nbim.no/en/responsibility/responsible-investments/board-accountability/shareholders-proposals/proxy-access-wells-fargo--company/>

Patell, J. M. (1976). Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: Empirical test. *Journal of accounting research*, 246-276.

Robb, A. (2014, August 21). *Australia's economic diplomacy and Singapore -*

Australian High Commission. Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à :

http://www.singapore.embassy.gov.au/sing/ahcsg_140821_trademinoped.html

Salinger, M. (1992). Value event studies. *The review of economics and statistics*, 671-677.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, 461-488.

State Administration of Foreign Exchange (2015). *China's International Investment Position (Annually)*. Retrieved from : <http://www.safe.gov.cn>

Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of financial Economics*, 20, 25-54.

Stulz, R. M. (2005). The limits of financial globalization. *The Journal of Finance*, 60(4), 1595-1638.

Summers L. (2007). Funds that shake capitalist logic. *Financial Times*. Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/bb8f50b8-3dcc-11dc-8f6a-0000779fd2ac.html#axzz3aZTJbmli>

SWF Institute (2015a). *Sovereign Wealth Fund Ranking. Largest SWF by Assets Under Management*. Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>

SWF Institute (2015b). *Government of Singapore Investment Corporation*. Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : <http://www.swfinstitute.org/swfs/government-of-singapore-investment-corporation/>

SWF Institute. (2014a). *Iran Oil Stabilization Fund*. Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à SWF Institute: <http://www.swfinstitute.org/swfs/iran-oil-stabilisation-fund/>

SWF Institute. (2014b). *Future Fund*. Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : <http://www.swfinstitute.org/swfs/future-fund/>

Truman, Edwin M., 2007, Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability, Peterson Institute for International Economics Policy Brief.

Truman, E. M. (2008). Sovereign Wealth Funds: New Challenges from a Changing Landscape. *Testimony before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology, Financial Services Committee, US House of Representatives*. Available at: <http://www.iie.com/publications/papers/truman0508.pdf>.

Wikipédia (2015a). *Temasek Holdings*. Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://en.wikipedia.org/wiki/Temasek_Holdings

Wikipedia (2015b). *Fonds Souverains*. Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://fr.wikipedia.org/wiki/Fonds_souverain

Wikipedia (2015c). *National Council for Social Security Fund*. Retrieved from : http://en.wikipedia.org/wiki/National_Council_for_Social_Security_Fund

Wikipedia (2015d). *S&P 500*. Retrieved from : https://en.wikipedia.org/wiki/S%26P_500

Wikipedia (2015e). *Outliers*. Retrieved from : <https://en.wikipedia.org/wiki/Outlier>

Wu, F. (2008). Singapore Sovereign Wealth Funds: The Political Risk of Overseas Instruments. *RSIS Working Paper*, 16. Singapore: Nanyang Technological University.

XIAOKUN L. & JIZE (2008). Strategic partnership gets boost. *China Daily*. Repéré à : http://www.chinadaily.com.cn/china/2008-01/19/content_6405995.htm

XI. Annexe

A. Annexe n°1 – Liste des 20 plus grands fonds souverains classés selon leur taille

Pays	Noms du fonds souverain	Date de création	Taille (billions de \$)	Origine
Norvège	Government Pension Fund - Global	1990	882	Pétrole
Emits Arabes Unis	Abu Dhabi Investment Authority	1976	773	Pétrole
Arabie Saoudite	SAMA foreign Holdings	NA	757,2	Pétrole
Chine	China Investment Corporation	2007	652,7	Non- Commodity
Chine	SAFE Investment Company	1997	567,9	Non- Commodity
Koweït	Kuwait Investment Authority	1953	548	Pétrole
Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	1993	400,2	Non- Commodity
Singapour	Government of Singapore Investment Corporation	1981	320	Non- Commodity
Qatar	Qatar Investment Authority	2005	256	Pétrole et Gaz
Chine	National Social Security Fund	2000	236	Non- Commodity
Singapour	Temasek Holdings	1974	177	Non- Commodity
Australie	Australian Future Fund	2006	95	Non- Commodity
Emits Arabes Unis	Abu Dhabi Investment Council	2007	90	Pétrole
Russie	Reserve Fund	2008	88,9	Pétrole
Corée du Sud	Korea Investment Corporation	2005	84,7	Non- Commodity
Russie	National Welfare Fund	2008	79,9	Pétrole
Kazakhstan	Samruk-Kazyna JSC	2008	77,5	Non- Commodity
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	2000	77	Pétrole
Emits Arabes Unis	Investment Corporation of Dubai	2006	70	Pétrole
Emits Arabes Unis	International Petroleum Investment Company	1984	68,4	Pétrole

Source: SWF Institute (2015a)

B. Annexe n°2 – Les 24 principes de Santiago

PPGA 1. Principe Le cadre légal des Fonds souverains doit être sain et promouvoir leur bon fonctionnement et la réalisation de(s) l'objectif(s) qui leur a (ont) été assigné(s).

GAPP 1.1 Principe subsidiaire Le cadre légal des Fonds souverains doit garantir la solidité de ces Fonds et de leurs transactions.

PPGA 1.2 Principe subsidiaire Les caractéristiques essentielles du fondement légal et de la structure des Fonds souverains, et des relations entre ces Fonds et les autres entités publiques doivent être rendues publiques.

PPGA 2. Principe La finalité de la politique du Fonds souverains doit être clairement définie et rendue publique.

PPGA 3. Principe [Lorsque les activités du Fonds souverains ont une forte incidence macroéconomique interne, ces activités doivent être étroitement coordonnées avec les autorités budgétaires et monétaires locales, afin de veiller à la sa concordance avec la politique macroéconomique générale.]

PPGA 4. Principe [L'approche générale des opérations de financement, de retrait et de dépenses du Fonds souverains doit être soumise à des politiques, règles, procédures et dispositifs clairement établis et relevant du domaine public.]

PPGA 4.1 Principe subsidiaire La source de financement du Fonds souverains doit être rendue publique.

PPGA 4.2 Principe subsidiaire L'approche générale des retraits et des dépenses du Fonds souverains pour le compte de l'État doit être rendue publique.

PPGA 5. Principe Les données statistiques pertinentes du Fonds souverains doivent être communiquées en temps voulu à son propriétaire ou à toute autre entité désignée à cet effet, pour insertion en bonne et due forme dans les séries de données macroéconomiques.

PPGA 6. Principe Le cadre de gouvernance du Fonds souverains doit être sain et prévoir une distinction précise et effective des rôles et attributions qui favorise la responsabilisation et l'indépendance opérationnelle de la direction du Fonds souverains qui la rendent apte à poursuivre ses objectifs.

PPGA 7. Principe Le propriétaire doit fixer les objectifs du Fonds souverain, nommer les membres de son/ses organe(s) directeur(s) selon des procédures clairement définies et exercer la supervision des opérations du Fonds souverains.

PPGA 8. Principe L’(es) organe(s) directeur(s) doi(ven)t agir dans l’intérêt bien compris du Fonds souverain, avoir mandat explicite ainsi que les attributions et compétences nécessaires pour s’acquitter de ses/leurs fonctions.

PPGA 9. Principe La gestion opérationnelle des Fonds souverains doit consister à appliquer leur stratégie de manière indépendante et avec des attributions clairement définies.

PPGA 10. Principe Le cadre de responsabilisation des opérations du Fonds souverain doit être clairement établi dans les domaines relatifs à la législation, à la charte, à d’autres documents constitutifs ou à un accord de mise en gérance.

PPGA 11. Principe Un rapport annuel et les états financiers y afférents, relatifs aux opérations et à la performance du Fonds souverain doivent être établis en temps voulu et de façon régulière, conformément aux normes comptables internationales ou nationales reconnues.

PPGA 12. Principe Les opérations et les états financiers du Fonds souverain doivent faire régulièrement l’objet d’un audit annuel, conformément aux normes internationales ou nationales d’audit reconnues.

PPGA 13. Principe Des normes professionnelles et déontologiques claires doivent être établies et communiquées aux membres de(s) l’organe(s) directeur(s), de la direction et du personnel du Fonds souverain.

PPGA 14. Principe Les transactions avec des tiers aux fins de la gestion opérationnelle du Fonds souverain doivent reposer sur des considérations économiques et financières, et obéir à des règles et procédures précises.

PPGA 15. Principe Les opérations et activités du Fonds souverain dans un pays d’accueil doivent s’effectuer conformément à la réglementation en vigueur et aux obligations de communication de l’information financière de ce pays.

PPGA 16. Principe Le cadre de gouvernance et les objectifs, ainsi que le degré d’autonomie opérationnelle de la direction du Fonds souverain par rapport au propriétaire doivent être rendus publics.

PPGA 17. Principe L’information financière pertinente afférentes au Fonds souverain doit être rendue publique pour attester de son orientation économique et financière, afin de contribuer à la stabilité des marchés financiers internationaux et d’affermir la confiance dans les pays d’accueil.

PPGA 18. Principe La politique d’investissement du Fonds souverain doit être explicite et conforme aux objectifs, au niveau de tolérance du risque et à la stratégie d’investissement ar-

rêtés par le propriétaire ou l'/les organe(s) directeur(s) et reposer sur des principes sains de gestion de portefeuille.

PPGA 18.1 Principe subsidiaire La politique d'investissement doit encadrer le degré d'exposition du Fonds souverain au risque et son éventuel recours aux effets de levier. PPGA 18.2

Principe subsidiaire Sa politique d'investissement doit tenir compte du degré de recours à des gestionnaires de portefeuille internes et/ou externes, de la portée de ses activités et de ses compétences, ainsi que de la procédure de sélection et de suivi de la performance de ces gestionnaires.

PPGA 18.3 Principe subsidiaire La description de la politique d'investissement du Fonds souverain doit être rendue publique.

PPGA 19. Principe Les décisions d'investissement du Fonds souverain doivent viser à maximiser les rendements financiers corrigés des risques, conformément à sa politique d'investissement et sur la base de considérations économiques et financières.

PPGA 19.1 Principe subsidiaire Lorsque les décisions d'investissement sont asservies à d'autres considérations économiques et financières, celles-ci doivent être clairement énoncées dans la politique d'investissement et rendues publiques.

PPGA 19.2 Principe subsidiaire La gestion des actifs d'un Fonds souverain doit être conforme aux principes généraux d'une gestion d'actifs saine.

PPGA 20. Principe Le Fonds souverain ne doit pas rechercher ou mettre à profit des informations privilégiées ou une position dominante déloyale des entités publiques pour concurrencer les entités privées.

GAPP 21. Principe Les Fonds souverains considèrent les droits de propriété de leur propriétaire comme un élément fondamental de la valeur de leurs prises de participation. Tout Fonds souverain qui décide d'exercer son droit de propriété doit le faire de manière compatible avec sa politique d'investissement et de façon à protéger la valeur financière de ses placements. Le Fonds souverain doit rendre publique son approche générale de la sélection de titres d'entités cotés en bourse, notamment les facteurs clés qui guident l'exercice de son droit de propriété.

PPGA 22. Principe Le Fonds souverain doit être doté d'un cadre permettant d'identifier, d'évaluer et de gérer les risques inhérents à ses opérations.

PPGA 22.1 Principe subsidiaire Le cadre de gestion du risque doit comporter des systèmes fiables d'information et de communication de données financières d'actualité, qui permettent un suivi et une gestion appropriés des risques pertinents dans des limites et selon des para-

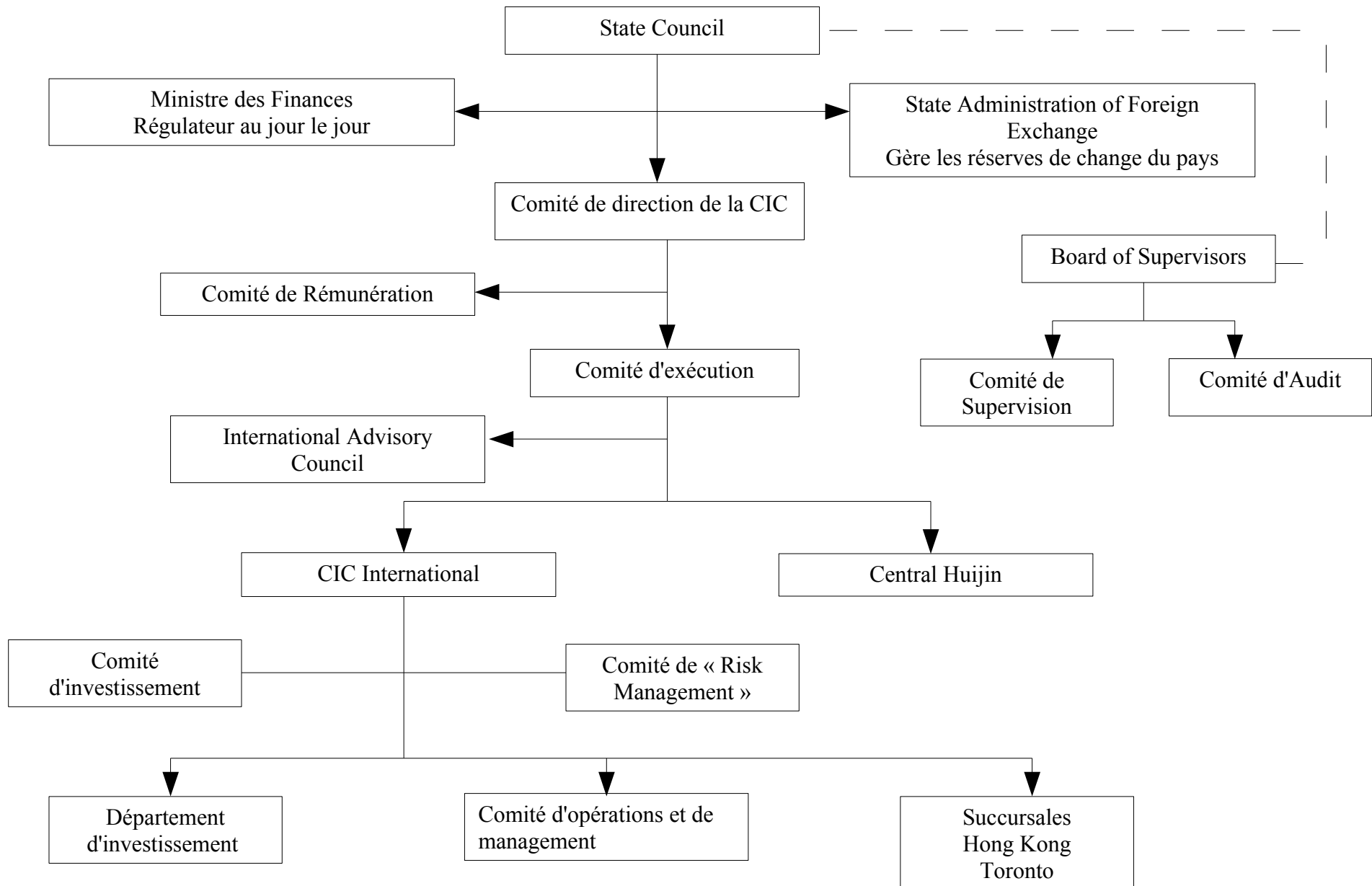
mètres acceptables, des mécanismes de contrôle et d'incitation, des codes de conduite, la planification de la continuité de l'activité et une fonction d'audit indépendante. PPGA 22.2 Principe subsidiaire L'approche générale qui sous-tend la gestion du risque par le Fonds souverain doit être dans le domaine public.

PPGA 23. Principe La performance des actifs et des investissements (en termes absolus et relatifs par rapport à des repères, le cas échéant) du Fonds souverain doit être mesurée et communiquée au propriétaire suivant des principes ou normes clairement définis

PPGA 24. Principe Une procédure régulière de revue de la mise en œuvre des PPGA doit être effectuée par le Fonds souverain ou en son nom.

Source: International Working Group of Sovereign Wealth Fund (2008)

C. Annexe n°3 - Structure des fonds souverains chinois
Source : Koch-Weser et Haacke (2013)



D. Annexe n°4 - Comparaison des objectifs de la CIC entre 2008 et 2013

2008	2013
“The underlying investment objective is long-term, sustainable, risk-adjusted returns for its shareholder.”(China Investment Corporation, 2009, p.28)	“We pursue investments based on in-depth research under asset allocation framework to ensure prudent and disciplined approach both in decision-making and investment activities.”(China Investment Corporation, 2014, p.30)
“CIC is a financial investor. As such, it does not seek to control enterprises or sectors.”(China Investment Corporation, 2009, p.28)	“We are a financial investor and do not seek control of the companies in our portfolio.”(China Investment Corporation, 2014, p.30)
“CIC invests on a commercial basis.”(China Investment Corporation, 2009, p.28)	“We invest on a commercial basis. Pure objective is to seek maximum returns for our shareholder within acceptable risk tolerance.”(China Investment Corporation, 2014, p.30)
“CIC is a responsible investor which abides by local laws and regulations in the countries in which it invests, and takes its corporate social responsibility seriously.”(China Investment Corporation, 2009, p.28)	“We are responsible investor, abiding by the laws and regulations of China and recipient countries and conscientiously fulfilling our corporate social responsibilities.”(China Investment Corporation, 2014, p.30)

Source : China Investment Corporation(2009) et (2014)

E. Annexe n°5 – Répartition des investissements des différents fonds selon les pays.

	China Investment Corporation	State Administration of Foreign Exchange	Somme
Afrique du Sud	1		1
Australie	5	3	8
Brésil	1		1
Canada	6		6
Chine	15	1	16
Espagne	1		1
France	3	1	4
Indonésie	2		2
Italie		1	1
Kazakhstan	1		1
Mongolie	1		1
Russie	7		7
Singapour	3		3
Trinité et Tobago	1		1
Grande-Bretagne	9	3	12
Etats-Unis	15	1	16
Somme	71	10	81

F. Annexe n°6 – Répartition des investissements des différents fonds selon les secteurs

	China Investment Corporation	State Administration of Foreign Exchange	Somme
Banques	9	4	13
Fonds d'investissement	9	2	11
Assurance	2	1	3
Gaz et/ou pétrole	10	2	12
Producteur d'électricité	7		7
Immobiliers	5		5
Transport/ Distribution	8	1	9
Mine	10		10
Autres	11		11
	71	10	81

G. Annexe n°7 – Articles de presse utilisés pour récolter les dates d'annonce

Entreprise cible	Source
Morgan Stanley	Plumb C. & Zimmerman D., (2007, 19 décembre). China Investment Corp buys \$5 bln in M. Stanley units. <i>Reuters</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://www.reuters.com/article/2007/12/19/morganstanley-china-idUSN1957628320071219
Commonwealth Bank of Australia	Thomas D. & Subler J. (2008, 4 janvier). China Forex Arm Buys Stake in Australian Banks. <i>Reuters</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://mobile.reuters.com/article/idUSSYD6736620080104
National Bank of Australia	Thomas D. & Subler J. (2008, 4 janvier). China Forex Arm Buys Stake in Australian Banks. <i>Reuters</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://mobile.reuters.com/article/idUSSYD6736620080104
ANZ	Thomas D. & Subler J. (2008, 4 janvier). China Forex Arm Buys Stake in Australian Banks. <i>Reuters</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://mobile.reuters.com/article/idUSSYD6736620080104
Total	Hollinger P., McGregor R. & Sender H. (2008, 4 avril). China buys 1,6% stake in Total. <i>Financial Times</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://www.ft.com/intl/cms/s/0/8a6a78a2-0179-11dd-a323-000077b07658.html#axzz3ZjEn2ttC
British Petroleum	Bergin T. & Wheatley A. (2008, 15 avril). China fund buys nearly 1 pct of BP. <i>Reuters</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://mobile.reuters.com/article/idUSPEK24520620080415?irpc=932
Prudential	Kleinman M. (2008, 24 août) People's Bank of China buys stake in Prudential. <i>The Telegraph</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/2795240/Peoples-Bank-of-China-buys-stake-in-Prudential.html
Teck Ressources	Rabinovitch S. (2009, 3 juillet) China's CIC says to hold Teck for at least 1 year. <i>Reuters</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://www.reuters.com/article/2009/07/03/cic-teck-idUSPEK30735620090703
Diageo	McGregor R. & Wiggins J. (2009, 20 juillet). CIC takes Diageo stake. <i>Financial Times</i> . Repéré à : http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4d162adc-7554-11de-9ed5-00144feabdc0.html#axzz3eSO5lCvq
Citic Capital	Klamann E. & Shen S. (2009, 20 juillet). China's CIC to buy 40 pct of CITIC Capital. <i>Reuters</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://www.reuters.com/article/2009/07/20/cic-citiccapital-idUSSHA3174020090720
Nobel Group	Chatterjee N. (2009, 22 septembre). China buys Noble stake, seeks commodities expertise. <i>Reuters</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://www.reuters.com/article/2009/09/22/us-noble-cic-idUSTRE58L08E20090922
AES Corporation	Nair A. (2009, 6 novembre). AES to sell stake to China's CIC for \$1.58 billion. <i>Reuters</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://www.reuters.com/article/2009/11/06/us-aes-idUSTRE5A53XJ20091106
Poly Energy Holding Ltd	Duce J. & Fellman J. (2009, 19 novembre) China Sovereign Fund buys \$710 million GCL-Poly Stake. <i>Bloomberg</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=abXEKwLZlIeno

Penn West	Haggett S. (2010, 13 mai). Penn West, China fund to develop oil sands project. <i>Reuters</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://www.reuters.com/article/2010/05/13/pennwestenergy-idUSSGE64C0JO20100513
General Growth Properties	Weiss M. (2010, 19 novembre) China's General Growth Stake a bet on US Shoppers. <i>Bloomberg</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://www.bloomberg.com/news/articles/2010-11-19/china-investment-corp-holds-74-million-general-growth-shares-warrants
Bank of China	Tong S. (2011, 11 octobre). Chinese Banks rally after Huijin Begins increasing holdings. <i>Bloomberg</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://www.bloomberg.com/news/articles/2011-10-10/central-huijin-buys-shares-in-china-s-four-biggest-banks
China Construction Bank	Tong S. (2011, 11 octobre). Chinese Banks rally after Huijin Begins increasing holdings. <i>Bloomberg</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://www.bloomberg.com/news/articles/2011-10-10/central-huijin-buys-shares-in-china-s-four-biggest-banks
Agricultural Bank of China	Tong S. (2011, 11 octobre). Chinese Banks rally after Huijin Begins increasing holdings. <i>Bloomberg</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://www.bloomberg.com/news/articles/2011-10-10/central-huijin-buys-shares-in-china-s-four-biggest-banks
Industrial & Commercial Bank of China Ltd	Tong S. (2011, 11 octobre). Chinese Banks rally after Huijin Begins increasing holdings. <i>Bloomberg</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://www.bloomberg.com/news/articles/2011-10-10/central-huijin-buys-shares-in-china-s-four-biggest-banks
Eutelstat	Rucinski T. (2012, 22 juin). Abertis sells 7 pct of Eutelstat to China Investment. <i>Reuters</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://www.reuters.com/article/2012/06/22/abertis-eutelsat-idUSE8E8FP02020120622
Mediobanca	Massoudi A., Politi J. & Schäfer D. (2014, 21 octobre). China bank funds buys stake in Mediobanca. <i>Financial Times</i> . Consulté le 14 juillet 2015 et repéré à : http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2178c108-5935-11e4-a33c-00144feab7de.html#axzz3eSO5lCvq

H. Annexe n°8 – Echantillon final des 21 investissements des fonds souverains

Entreprise cible	Part. (%)	Date d'annonce	Montant (millions \$)	Pays hôte	Industrie	Fonds souverains
Morgan Stanley	9,9	19 décembre 2007	5600	USA	Banque	CIC
Commonwealth Bank of Australia	1	4 janvier 2008	176	Australie	Banque	SAFE
National Bank of Australia	0,33	4 janvier 2008	180	Australie	Banque	SAFE
ANZ	1	4 janvier 2008	176	Australie	Banque	SAFE
Total	1,3	4 avril 2008	1600	France	Pétrole	SAFE
British Petroleum	1	15 avril 2008	1600	Grande Bretagne	Pétrole	SAFE
Prudential	1	24 août 2008	undisclosed	Grande Bretagne	Assurance	SAFE
Teck Ressources	17,2	3 juillet 2009	1500	Canada	Mine	CIC
Diageo	1,1	20 juillet 2009	365	Grande Bretagne	Consommation	CIC
Citic Capital	40	20 juillet 2009	258,06	Chine	Fonds d'investissements	CIC
Nobel Group	14,9	22 septembre 2009	850	Singapour	Distributeur de ressources	CIC
AES Corporation	15	6 novembre 2009	1580	USA	Electricité	CIC
Poly Energy Holding Ltd	20	19 novembre 2009	717	Chine	Electricité	CIC
Penn West	5	13 mai 2010	416	Canada	Gaz et Pétrole	CIC
General Growth Properties	29	19 novembre 2010	1,03	USA	Immobilier	CIC
Bank of China	67,6	11 octobre 2011	7,7775	Chine	Banque	CIC
China Construction Bank	57,1	11 octobre 2011	7,7775	Chine	Banque	CIC
Agricultural Bank of China	40	11 octobre 2011	7,7775	Chine	Banque	CIC
Industrial & Commercial Bank of China Ltd	35,4	11 octobre 2011	7,7775	Chine	Banque	CIC
Eutelstat	7	22 juin 2012	483	France	Communication	CIC
Mediobanca	2	21 octobre 2014	110	Italie	Banque	SAFE

I. Annexe n°9 – Résultats des estimations du modèle de marché

	N	α	β	P-valeur du “ β ”	R^2	Residual standard error	Intervalle de confiance (95%)
AES	300	0,001269	1,366662	<2e-16 ***	0,4561	0,03954	1.197086395 ; 1.536236933
Agricultural Bank of China	286	0,0001432	0,7600089	<2e-16 ***	0,4352	0,01222	0.658878657 ; 0.861139062
ANZ	294	0,006166	0,7876934	<2e-16 ***	0,6192	0,006166	0.716554638 ; 0.858832225
Bank of China	297	-0,0003227	0,6118439	<2e-16 ***	0,561	0,006836	0.549827903 ; 0.673859887
BP	300	0,0004092	0,8626997	<2e-16 ***	0,5856	0,009003	0.7799675843 ; 0.945431755
China Construction Bank	297	0,00003299	1,125	<2e-16 ***	0,7472	0,007679	1.0500362837 ; 1.2000144683
Citic Capital	298	0,0000968	0,8124649	<2e-16 ***	0,3955	0,03724	0.697577493 ; 0.927352336
Commonwealth Bank of Australia	300	0,0004617	0,8394335	<2e-16 ***	0,6677	0,0059	0.7719242751 ; 0.906942665
Diageo	300	0,0004783	0,6592487	<2e-16 ***	0,5171	0,01461	0.586621717 ; 0.731875744
Eutelstat	297	0,0006451	0,4207137	<2e-16 ***	0,4044	0,008826	0.3622067566 0.479220599
General Growth Properties	287	0,001300	1,426791	<2e-16 ***	0,2328	0,03102	1.125844897 ; 1.727737356
Industrial & Commercial Bank of China	300	0,00006342	0,9552	<2e-16 ***	0,7691	0,007419	0.8957680321 ; 1.0147186327
Mediobanca	300	0,0003539	1,3245676	<2e-16 ***	0,6053	0,01302	1.20283680 ; 1.446298340
Morgan Stanley	296	-0,000586	1,770698	<2e-16 ***	0,678	0,0111	1.630646604 1.910750058
National Bank of Australia	300	-0,0001564	0,9046618	<2e-16 ***	0,5978	0,007392	0.8200741272 ; 0.989249420
Noble Group	293	0,002198	1,804217	<2e-16 ***	0,4863	0,03999	1.590268467; 2.018166222
Penn West	294	0,0006743	1,3979697	<2e-16 ***	0,6221	0,01508	1.272467953 ; 1.523471407
Poly Energy	287	-0,002857	0,513470	4.82e-15 ***	0,1939	0,03797	0.391411819 ; 0.635527332
Prudential	292	0,0001295	1,6122489	<2e-16 ***	0,7358	0,01319	1.500601612 ; 1.723896283
Teck Resources	286	-0,002422	2,055137	<2e-16 ***	0,6869	0,03429	1.893084723 ; 2.217188446
Total	294	0,0004005	0,9360599	<2e-16 ***	0,6929	0,007949	0.8642804426 ; 1.007839295

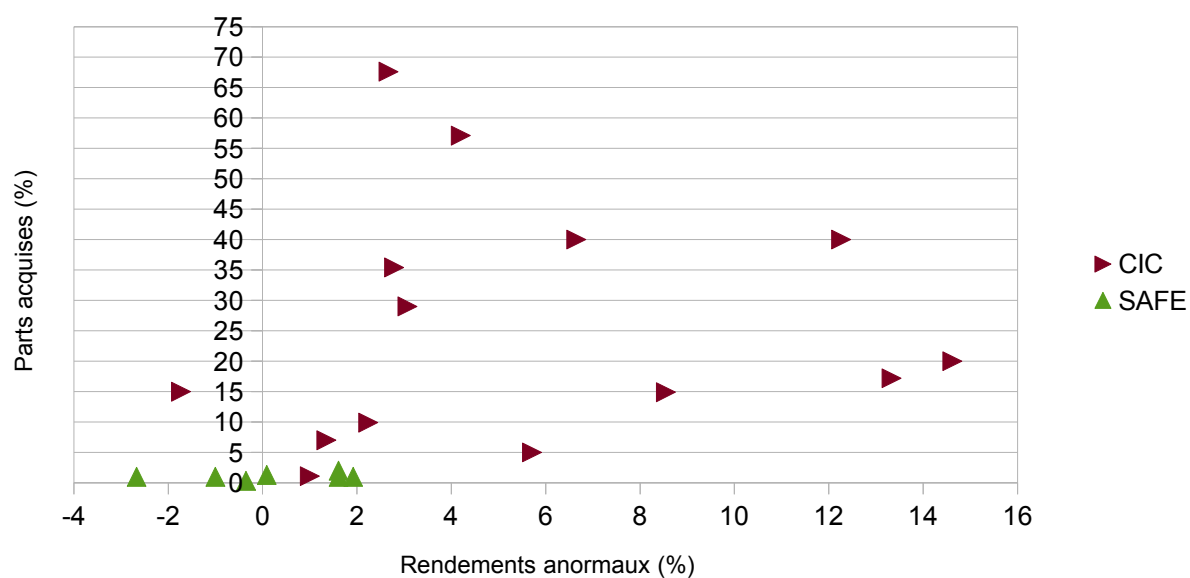
J. Annexe n°10 – Indice de référence utilisé pour chaque entreprise

Nom de l'entreprise	Indice de référence
AES	S&P500
Agricultural Bank of China	Hang Seng China Enterprises
ANZ	S&P/ ASX 200
Bank of China	SSE Composite Index
BP	FTSE 100
China Construction Bank	Hang Seng Index
Citic Capital	Hang Seng China Enterprises
Commowalth bank of Australia	S&P/ ASX 200
Diageo	FTSE 100
Eutelstat	Paris Ind SBF120
General Growth properties	Wilshire 5000 Total Market Index
Industrial & Commercial Bank of China	Hang Seng China Enterprises
Mediobanca	FTSE MIB
Morgan Stanley	S&P500
National Bank of Australia	S&P/ ASX 200
Noble Group	FTSE ST All-Share Index
Penn West	S&P/ TSX Composite Index
Poly Energy	Hang Seng China Enterprises
Prudential	FTSE 100
Teck Ressources	S&P/ TSX Composite Index
Total	CAC40

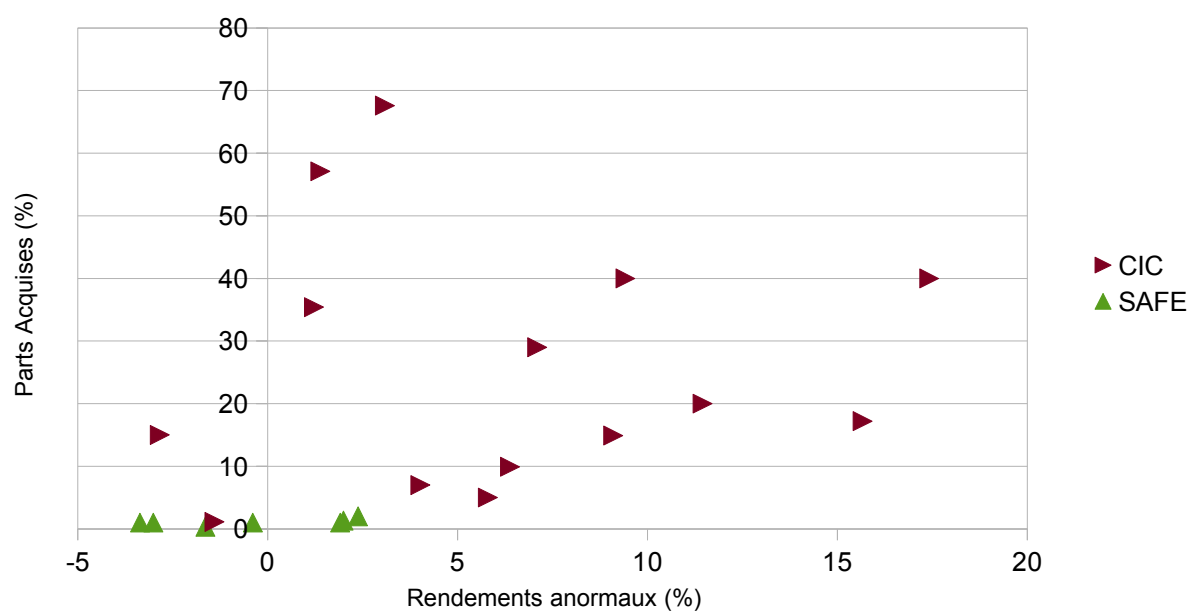
K. Annexe n°11 - Résultats des tests statistiques pour les sous-groupes créés selon la prise de participation au capital
 (*- signifie un seuil de significativité de 10%, ** un seuil de 5% et *** un seuil de 10%)

Période	RAMC (%)		MacKinlay (1997)		Résidus Standardisés (Corrado 1992)		Patell Test		Brown et Warner Test (1980)		Boehmer et al. (1991)		Sign test		Generalized Sign Test		Corrado Rank Test	
	>=5%	<5%	>=5%	<5%	>=5%	<5%	>=5%	<5%	>=5%	<5%	>=5%	<5%	>=5%	<5%	>= 5%	<5 %	>=5%	<5 %
{-5;+5}	0,08	0,01	0,54	0,11			0,57	0,06					3,05***	0	3,74***	0,1	5,07***	-0,2
{-2;+2}	0,07	-0,04	0,74	-0,45			0,67	-0,02					3,05***	0,71	3,18***	0,81		
{-1;+1}	0,06	0,003	0,81	0,05			0,73	0,05					3,05***	-0,71	3,18***	-0,6		
{0;0}	0,05	0,0004	1,14	0,01	1,26	0	1,11	0,02	5,95***	0,11	1,43	0	3,6***	0	3,18***	0,1		

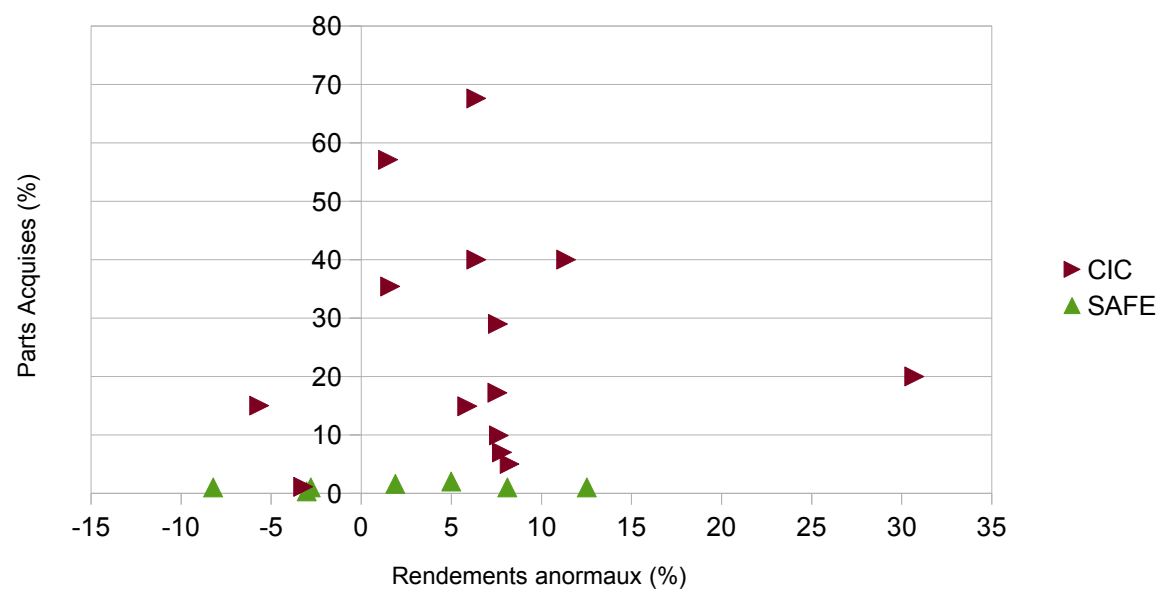
L. Annexe n°12 – Graphe de dispersion des rendements anormaux par rapport aux parts acquises



Rendements anormaux vs Parts Acquises (-1;+1)



Rendements anormaux vs Parts Acquises (-2;+2)



Rendements anormaux vs Parts Acquisés (-5;+5)