



Institut de hautes études en administration publique
Swiss Graduate School of Public Administration
Institut universitaire autonome

Patrick Csikos

**Les stratégies foncières des
grands propriétaires collectifs :**
Les cas des sociétés immobilières, fonds
de placement immobilier et fondations de
placement

Working paper de l'IDHEAP
Chaire Politiques publiques et durabilité



Institut de hautes études en administration publique
Swiss Graduate School of Public Administration
Institut universitaire autonome

L'Université pour le service public

Les stratégies foncières des grands propriétaires fonciers collectifs : Les cas des sociétés immobilières, fonds de placement immobilier et fondations de placement

Vol. 3

Monographie
Patrick Csikos

Chaire Politiques publiques et durabilité

Working paper de l'IDHEAP 10/2008

Octobre 2008

Ce document se trouve sur notre site Internet: <http://www.idheap.ch> > publications

© 2008 IDHEAP, Chavannes-près-Renens

Table des matières

0. Projet de recherche « Propriété foncière et aménagement durable du territoire »	1
1. Objectifs et méthodes	10
1.1. Description du corpus « idéal » des différentes données recherchées.....	10
1.2. Critère de choix des cas étudiés.....	10
1.3. Difficultés et limites du travail.....	10
2. Caractéristiques générales des propriétaires fonciers collectifs	11
2.1. Les fonds de placement immobilier.....	11
2.2. Les sociétés immobilières.....	13
2.3. Les fondations de placement immobilier.....	14
3. PSP Swiss Property	16
3.1. Description générale.....	16
3.2. Forme juridique.....	17
3.3. Les différentes entités de base de PSP Swiss Property.....	17
3.4. Description des organes.....	18
3.5. Mode d'évaluation des immeubles.....	19
3.6. Description des procédures décisionnelles internes.....	20
3.7. Stratégies foncières et immobilières.....	20
3.7.1. Etat du patrimoine foncier et données disponibles.....	21
3.7.2. Eléments déterminants du point de vue foncier.....	21
3.7.3. Types de produits.....	21
3.7.4. Localisation.....	22
3.7.5. Stratégies.....	23
3.8. Le rôle des locataires.....	25
3.9. Stratégies d'interventions au niveau de l'aménagement du territoire.....	27
3.10. Stratégies politiques ou de lobbying.....	30
3.11. Stratégie de durabilité.....	30
3.12. Evolution des stratégies dans le temps.....	31
4. Le Fonds Immobilier Romand (FIR)	33
4.1. Description générale.....	33
4.2. Forme juridique.....	33
4.3. Les différentes entités de base du FIR.....	34
4.4. Description des organes.....	35
4.5. Mode d'évaluation des immeubles.....	36
4.6. Description des procédures décisionnelles internes.....	36
4.7. Stratégies foncières et immobilières.....	37
4.7.1. Etat du patrimoine foncier et données disponibles.....	37
4.7.2. Eléments déterminants du point de vue foncier.....	37
4.7.3. Types de produits.....	37
4.7.4. Localisation.....	38
4.7.5. Stratégies.....	39
4.8. Stratégies politiques ou de lobbying.....	41
4.9. Stratégie de durabilité.....	42
4.10. Evolution des stratégies dans le temps.....	43
5. Analyses et commentaires	45
6. Bibliographie	50
6.1. Sources primaires.....	50
6.2. Sources secondaires.....	51
6.3. Sources juridiques.....	51
6.4. Sites Internet.....	52
6.5. Entretiens.....	52
7. Annexes	53
7.1. Etat de la propriété de PSP Swiss Property.....	53
7.1.1. Dans la région de Zurich.....	53
7.1.2. Dans la région de Genève.....	57
7.1.3. Dans la région de Bâle.....	59
7.1.4. Dans la région de Berne.....	61
7.1.5. Dans la région de Lausanne.....	63
7.1.6. Sur les autres sites.....	65

7.2.	Etat de la propriété du Fonds Immobilier Romand (FIR).....	67
7.3.	Modèle de fiche de calcul « Discounted Cash Flow » (DCF) du FIR	72

0. Projet de recherche « Propriété foncière et aménagement durable du territoire »

Fiche technique

- Titre :** Propriété foncière et aménagement durable du territoire. Les stratégies politiques et foncières des grands propriétaires fonciers collectifs en Suisse et leurs effets sur la durabilité des usages du sol
- Bodeneigentum und nachhaltige Raumplanung
- Financement :** Projet financé par le Fonds National Suisse de la Recherche Scientifique (FNS, Division I, projet n°100012-107833), Pro Natura, Office Fédéral de la Statistique (OFS), Office fédéral du développement territorial (ARE) et armasuisse
- Durée :** Octobre 2005 - Décembre 2008
- Auteurs :** Peter Knoepfel, Stéphane Nahrath, Jean-David Gerber, Kathrin Daepf, Marie Fauconnet, Patrick Csikos

Présentation

La présente monographie, consacrée à l'un des grands propriétaires fonciers et/ou immobilier collectif de Suisse, constitue l'un des résultats de la recherche « Propriété foncière et aménagement durable du territoire. Les stratégies politiques et foncières des grands propriétaires fonciers collectifs en Suisse et leurs effets sur la durabilité des usages du sol »¹ réalisée par une équipe de l'Institut de Hautes Études en Administration Publique (IDHEAP). Cette recherche de trois ans a été menée entre octobre 2005 et décembre 2008.

Ce projet de recherche s'inscrit dans la problématique générale du rôle de la propriété foncière dans les processus d'aménagement du territoire et, au-delà, de ses impacts sur les usages effectifs du sol et leur durabilité (Comby, Renard 1996 ; Cunha, Ruegg 2003 ; Nahrath 2003, 2005 ; Ruegg 2000). Il reprend ainsi l'idée que, au-delà de l'influence, souvent très structurante, des frontières du parcellaire, ce sont l'ensemble des enjeux (économiques) des rapports de propriété se jouant sur les marchés fonciers qui pèsent, souvent d'une manière déterminante, sur les opérations de zonage menées dans le cadre de la réalisation des plans d'affectation. Ce qui implique que les propriétaires fonciers constituent des acteurs déterminants dans les processus de délimitation et de définition des zones d'affectation, comme de réalisation des usages effectifs du sol.

L'objectif central de ce projet de recherche consiste ainsi à analyser le rôle des grands propriétaires fonciers collectifs et des stratégies – aussi bien politiques que plus proprement foncières – que ces derniers développent en vue de la valorisation de leur patrimoine, dans le cadre des processus de choix en matière d'affectation et d'usage du sol. Plus particulièrement, il s'agit d'identifier les

¹ Requêteur principal Peter Knoepfel (IDHEAP), co-requêteur Stéphane Nahrath (IDHEAP), financement : FNS Division I (projet n°100012-107833), Pro Natura, OFS, ARE, armasuisse.

principales variables permettant de comprendre et d'expliquer les stratégies des grands propriétaires fonciers collectifs quant à leurs choix d'activer les règles relevant soit des politiques publiques, soit des droits de propriété, respectivement à leur capacité à activer simultanément les deux répertoires de règles, dans le cadre des processus d'aménagement dans lesquels ils se trouvent impliqués.

Ce faisant, cette recherche s'intéresse en premier lieu à analyser la *durabilité des stratégies foncières* et d'*aménagement du territoire* des grands propriétaires fonciers collectifs. L'évaluation des stratégies – plus spécifiques – de renforcement de la *durabilité de la gestion de leur patrimoine proprement immobilier* ne constitue ainsi pas un aspect central de cette recherche, même s'il n'est pas totalement laissé de côté. En effet, lorsque c'était nécessaire pour comprendre les principales caractéristiques des stratégies des grands propriétaires analysés, nous sommes allés au-delà des objectifs initiaux de notre recherche et avons également abordé certains aspects des stratégies de gestion du patrimoine immobilier, ces dernières étant envisagées comme un prolongement, en quelque sorte incorporé dans les bâtiments, des choix (plus ou moins durables) effectués par les propriétaires en matière d'*utilisation du sol*.

Ainsi, les *questions* que nous investiguons dans le cadre de cette recherche portent :

- (1) sur les différentes stratégies politiques et/ou foncières que les grands propriétaires collectifs sont susceptibles de mettre en place afin de valoriser leurs biens-fonds ;
- (2) sur la capacité de ces propriétaires à coordonner des stratégies menées simultanément sur les marchés fonciers et dans les arènes de politiques publiques (notamment dans le cadre des processus d'aménagement du territoire) ;
- (3) sur les impacts, en termes de durabilité (écologique, économique et sociale) des usages effectifs de leur patrimoine foncier et immobilier.

Plus particulièrement, nous faisons ainsi l'hypothèse (figure 1) qu'il existe une série de liens de causalité entre les différentes variables suivantes :

- les caractéristiques socio-juridiques des propriétaires fonciers collectifs (forme juridique, caractéristiques sociales, organisationnelles et morphologiques, objectifs poursuivis) ;
- les règles décisionnelles internes relatives à la gestion de son patrimoine foncier et immobilier ;
- les stratégies politiques et/ou foncières éventuellement développées par ces mêmes propriétaires afin d'orienter les choix relatifs à la définition des zones et à l'affectation du sol conformément à leur intérêt ;
- les choix finalement retenus concernant les usages effectifs des biens-fonds ;
- et, finalement, les effets en termes de durabilité (écologique, sociale et économique) de la réalisation de ces usages.

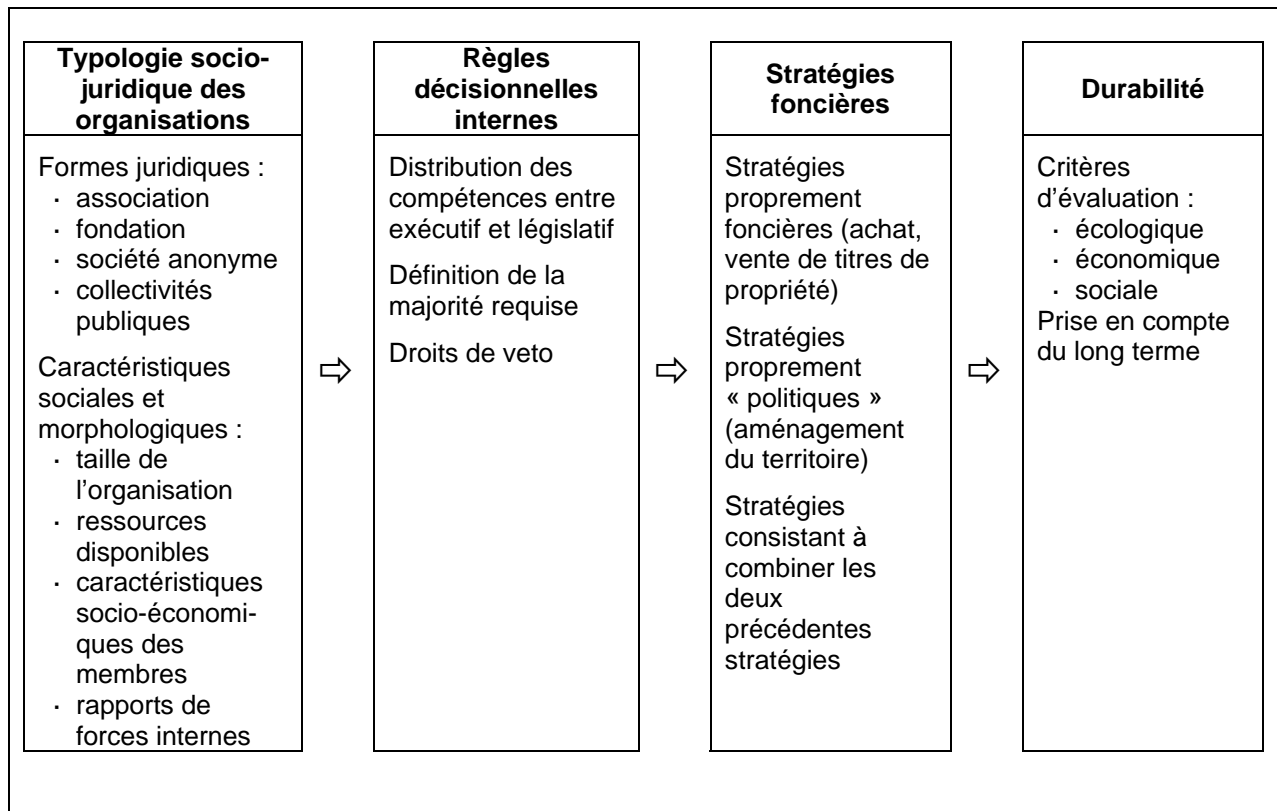


Figure 1 : Champ de recherche du projet et rapports de causalité entre variables

Par *caractéristiques socio-juridiques et organisationnelles*, nous entendons essentiellement trois séries de dimensions. La première consiste dans la forme juridique prise par l'organisation : association, fondation, société anonyme, collectivités publiques, etc. Celle-ci découle généralement des objectifs (économiques, écologiques, sociaux ou politiques) poursuivis par l'organisation, ainsi que de ses caractéristiques socioéconomiques, de la structure de son capital ou encore de ses modalités d'implantation territoriale. Elle a bien évidemment des effets sur les règles de fonctionnement (notamment décisionnelles) internes, ainsi que sur le répertoire des stratégies et des comportements d'usage susceptibles d'être adoptés (ou non) par l'organisation. La deuxième dimension renvoie à l'ensemble des caractéristiques sociales, économiques, morphologiques et organisationnelles distinguant les différents types de propriétaires collectifs. Il s'agit par exemple de la taille de l'organisation, des caractéristiques socio-économiques de ses membres (ou de ses actionnaires), des ressources collectives (infrastructures, argent, temps, compétences scientifiques, juridiques, techniques, etc.), mobilisables auprès de ses membres, de la structure organisationnelle (centralisée, fédérée, etc.) et des rapports de force internes à l'organisation (oppositions centre-périphérie, exécutif-législatif, direction-conseil d'administration, etc.), ou encore des modalités de son implantation territoriale (nationale, cantonale, régionale, locale, concentrée dans les zones urbaines, rurales, etc.). La troisième dimension concerne les objectifs fondamentaux poursuivis par l'organisation. On peut distinguer ici en première approximation trois grandes orientations que sont : les objectifs d'exploitation et de valorisation économique du patrimoine (voire la spéculation ou la thésaurisation), les objectifs d'exploitation et de valorisation sociale et politique du patrimoine, les objectifs de protection et de valorisation écologique et paysagère du patrimoine.

Par *règles décisionnelles internes*, nous entendons l'ensemble des règles organisant les processus de décision en matière de choix des stratégies de gestion, de valorisation, d'exploitation ou de protection du patrimoine foncier et immobilier détenu par l'organisation.

Par *stratégies politiques et foncières* nous entendons l'ensemble des actions de toutes sortes délibérément menées (ou non) par un propriétaire collectif en vue d'atteindre ses objectifs. Sur la base des connaissances empiriques et théoriques existantes, il semble que l'on peut distinguer schématiquement les trois grands répertoires stratégiques suivants :

1. Les *stratégies proprement foncières* menées par les propriétaires directement sur le marché foncier. La concrétisation de telles stratégies passe par des opérations portant aussi bien sur le titre de propriété formelle (achat, vente, échange, don), que sur les droits de disposition (mise en location au travers d'un contrat d'affermage ou de droits de superficie, mise en gage/hypothèque, etc.).
2. Les *stratégies « politiques »* consistant à intervenir dans les processus décisionnels (parlementaires, démocratie directe), notamment en matières d'élaboration et de mise en oeuvre des politiques publiques à incidences spatiales (en premier lieu l'aménagement du territoire, mais également politique des transports, du logement, des agglomérations, politique agricole, de protection de la nature et du paysage, etc.) susceptibles d'avoir des impacts (positifs ou négatifs) sur la poursuite des objectifs de l'organisation, respectivement sur la mise en valeur de son patrimoine foncier et/ou immobilier.
3. Les *stratégies consistant à combiner les deux précédentes stratégies* de manière à pouvoir créer des synergies, par exemple en menant des opérations *concertées* et *simultanées* sur les marchés fonciers *et* dans les arènes de politiques publiques pertinentes².

Par « *usages (stratégiques) effectifs de leur bien-fonds* », nous entendons les choix concrètement opérés par les propriétaires fonciers – respectivement les ayants droits auxquels ils ont éventuellement transféré (par la mise en affermage, la location, la vente de droits de superficie, etc.) leurs droits d'usages – concernant l'exploitation ou, plus généralement, l'exploitation de leur bien-fonds par rapport aux limites prescrites par le plan d'affectation et le règlement communal. On peut ici distinguer, à titre d'illustration, plusieurs comportements d'usages : (1) l'affectation *conforme* aux objectifs, (2) la *sous-utilisation*, (3) les tentatives de *surexploitation*.

Par *effets sur la durabilité des usages du sol*, nous entendons les conséquences physiques (écologiques), économiques et sociales des usages effectifs que les propriétaires fonciers (ou leurs ayants droits) font des biens-fonds, mesurables à l'aide des critères de durabilité élaborés par l'administration (p. ex. : système d'évaluation Monet ou WinWin 22³).

De manière à opérationnaliser les différent(e)s (groupes de) variables, de même qu'à évaluer empiriquement la plausibilité des différentes hypothèses que nous venons de mentionner, notre *design de recherche* propose une démarche combinant plusieurs types d'enquêtes et de *produits* différents dans le cadre des étapes suivantes :

² A titre d'illustration, on peut citer le cas de la politique foncière de la Ville de Bienne fondée sur la combinaison des opérations foncières et de zonage (de ses propres biens-fonds), celui d'un promoteur immobilier faisant pression sur une commune en train de réviser son plan d'affectation de manière à faire classer en zone constructible les terrains qu'elle vient d'acquérir ou encore, le cas d'une ONG environnementale achetant des terrains stratégiques au sein d'une zone protégée ou d'une zone intermédiaire (voire même en zone à bâtir), afin de se positionner comme un interlocuteur incontournable lors de la prochaine révision du plan de zone, de quartier ou lors de la redéfinition de la zone protégée, par exemple dans le cadre d'un projet de création d'un Parc Naturel Régional.

³ Cf. sur ce point, voir Knoepfel, Münster, Corbière-Nicollier (2006).

Produit 1 : *Un screening juridique*⁴ portant à la fois sur le *droit des personnes morales* (code civil et code des obligations) et sur le *droit comptable et commercial* (Bord 2006). Il a pour objectif de décrire la diversité et les spécificités des formes organisationnelles et juridiques⁵ que peuvent prendre les différents propriétaires fonciers collectifs actifs sur les marchés fonciers du pays.

Produit 2 : *Un screening du « paysage » de la propriété foncière collective en Suisse* permettant d'élaborer une première représentation, la plus complète possible, de la structure de distribution de la propriété foncière en Suisse en répondant à la question *qui possède quoi et où ?* Ce screening a également pour objectif d'identifier les principaux propriétaires fonciers du pays, que ce soit en termes de surfaces ou de valeur économique du patrimoine.

Produit 3 : *La réalisation d'études monographiques* consacrées aux principaux propriétaires fonciers du pays. Chaque monographie décrit (1) les caractéristiques socio-juridiques et les règles organisationnelles et décisionnelles internes au propriétaire, (2) l'état de son patrimoine foncier et/ou immobilier et (3) l'état des réflexions en matière d'intégration des principes de la durabilité dans la gestion de son patrimoine.

Produit 4 : *La réalisation d'études de cas* analysant des processus de mise en œuvre de stratégies (foncières et/ou politiques), ainsi que leurs effets en termes de durabilité ; ceci dans le cadre de différentes configurations d'acteurs typiques au sein des différentes zones d'aménagement, respectivement pour différents types de processus de changements de zones⁶.

La présente monographie est l'une des neuf monographies (produit 3) consacrées aux principaux grands propriétaires fonciers collectifs en Suisse que sont : (1) les cantons et les communes, (2) les bourgeoisies, (3) les chemins de fer fédéraux (CFF), (4) armasuisse (DDPS), (5) Pro Natura, (6) les caisses de pensions, (7) les fonds de placement, sociétés immobilières et fondations de placement, (8) le commerce de détail (Migros, COOP) et (9) les banques et les assurances.

Si ces monographies ne partagent pas exactement la même structure, elles contiennent par contre toutes au minimum les éléments suivants :

- une description des caractéristiques générales (objectifs, fonction, statut juridique, etc.) et de l'organisation interne (structure, processus décisionnels concernant la gestion du patrimoine foncier/immobilier) de l'organisation ;
- une description du patrimoine foncier et immobilier possédé actuellement ;
- lorsque c'est possible, une description des principales tendances de l'évolution récente de ce patrimoine ;
- une analyse des stratégies foncières et immobilières du (type de) propriétaire foncier/immobilier collectif ;
- une analyse des (éventuelles) stratégies d'intervention au niveau de l'aménagement du territoire ;
- une analyse de ces différentes stratégies sous l'angle de la question de la durabilité ;

⁴ Un *screening* consiste en une opération de « balayage » permettant une identification de l'ensemble des éléments pertinents pour la suite de la recherche et, d'autre part, une première reconnaissance qualitative des caractéristiques de ces éléments.

⁵ Associations (de droit privé ou public, à but lucratif ou non), fondations (de droit privé ou public), SA, Sàrl, bourgeoisies, consortages, communes politiques, services de l'Etat, etc.

⁶ A titre d'exemple de « configurations typiques », mentionnons : le développement des différents types de zones constructibles dans les communes périurbaines, l'implantation de zones industrielles et/ou commerciales en (proche) banlieue, le réaménagement d'un plan de quartier sensible au centre-ville ou aux abords d'une gare, la réaffectation d'une friche industrielle, le déclassement d'une zone à bâtir surdimensionnée, un remembrement parcellaire en zone agricole (et/ou en zone à bâtir), la mise sous protection d'une zone naturelle sensible etc.

- une discussion des principales caractéristiques des stratégies du (type de) propriétaire foncier/immobilier collectif mises en lumière, ainsi que, finalement ;
- la formulation, dans certains cas (p.ex. Pro Natura, armasuisse, CFF), de recommandations en vue d'un renforcement de la durabilité de la gestion du patrimoine foncier/immobilier du propriétaire en question.

L'objectif de cette démarche monographique est *triple*. D'une part, il s'agit d'étudier de manière approfondie et systématique l'organisation, le fonctionnement et les stratégies des principaux grands propriétaires fonciers collectifs du pays. D'autre part, il s'agit de développer, sur cette base, une démarche comparative permettant de mettre en lumière les principales convergences et divergences entre ces différents propriétaires privés et publics en ce qui concerne les différents aspects mentionnés ci-dessus. Finalement, la documentation des stratégies des propriétaires a constitué l'une des bases de sélection des études de cas (produit 4) réalisées ultérieurement.

De par le nombre de propriétaires analysés, ainsi que de par leur caractère systématique, ces monographies recèlent une importante valeur documentaire. Il s'agit en effet, à notre connaissance, de la première enquête aussi systématique sur cette question dans notre pays. A ce titre, elle permet de dégager une première vision d'ensemble utile aussi bien pour les praticiens que pour les chercheurs s'intéressant aux questions foncières et d'aménagement du territoire.

Par ailleurs, le travail de comparaison en cours de réalisation (et qui sera publié dans le cadre du rapport final, ainsi que dans divers articles en cours de rédaction à paraître dans des revues scientifiques) comporte également une haute valeur analytique dans la mesure où il permet de mettre en lumière les changements récents ou en cours concernant, non seulement les stratégies politiques et foncières de ces grands propriétaires collectifs, mais également leur conception de - et leur rapport à - la propriété foncière et immobilière (sur ce point voir quelques premiers résultats dans Csikos, Nahrath 2007 ; Nahrath, Fauconnet, Gerber, Knoepfel 2008 ; Nahrath, Csikos, Gerber, Knoepfel 2008).

Références

Bord M., 2006, *Analyse juridique des formes de propriété et de propriétaires collectifs en Suisse*, Chavannes-près-Renens, Working paper de l'IDHEAP 10/2006.

Comby J., Renard V., 1996, *Les politiques foncières*, Paris, PUF.

Csikos P., Nahrath S., 2007, « Transformations du rapport à la propriété des grands acteurs fonciers », Collage. *Périodique d'urbanisme, d'aménagement et d'environnement*, n°5/2007, pp.8-10.

Da Cunha A., Ruegg J. (éds), 2003, *Développement durable et aménagement du territoire*, Lausanne, PPUR.

Knoepfel P., Münster M., Corbière-Nicollier T., 2006, *WinWin22 – un outil de planification et d'évaluation de projets d'Agenda 21: bases conceptuelles et guide d'application*, Chavannes-près-Renens, Working paper de l'IDHEAP 9/2006.

Nahrath S., 2003, *La mise en place du régime institutionnel de l'aménagement du territoire en Suisse entre 1960 et 1990*, Lausanne, IDHEAP-Université de Lausanne, Thèse de doctorat.

Nahrath S., 2005, « Le rôle de la propriété foncière dans la genèse et la mise en oeuvre de la politique d'aménagement du territoire: quels enseignements pour la durabilité des aménagements urbains? », in Da Cunha A., Knoepfel P., Leresche J.-Ph., Nahrath S. (éds.), *Enjeux du développement urbain durable. Transformations urbaines, gestion des ressources et gouvernance*, Lausanne, Presses Polytechniques et Universitaires Romandes, pp.299-328.

Nahrath S., Fauconnet M., Gerber J.-D., Knoepfel P., 2008, « Le rôle des grands propriétaires fonciers collectifs dans les processus d'aménagement du territoire en Suisse : retour sur quelques hypothèses de recherche », in Monteventi Weber L., Deschenaux C., Tranda-Pittion M. (éd.), *Campagne-ville : le pas de deux. Enjeux et opportunités des recompositions territoriales*, Lausanne, Presses Polytechniques et Universitaires Romandes, pp.185-197.

Nahrath S., Csikos P., Gerber J.-D., Knoepfel P., 2008, « Transformations des rapports à la propriété des grands propriétaires fonciers collectifs et urbanisme durable », *Urbia - Les Cahiers du développement urbain durable*, n°6, juin 2008, pp.87-106.

Ruegg J., 2000, *Zonage et propriété foncière*, Paris, adef.

RESUME : PROPRIETE FONCIERE ET AMENAGEMENT DURABLE DU TERRITOIRE

Contexte

Les impacts de la propriété foncière sur les processus d'aménagement du territoire et sur les usages effectifs du sol – et par conséquent sur la durabilité – n'ont que peu été étudiés jusqu'à présent. Le marché foncier et la valeur économique des terrains résultant des rapports de propriété sont toutefois des facteurs importants qui déterminent les opérations de zonage menées dans le cadre de la réalisation des plans d'affectation communaux. Les propriétaires fonciers jouent par conséquent un rôle central, non seulement dans la détermination des usages effectifs des différentes parcelles, mais aussi dans la délimitation et la définition des affectations. Une meilleure compréhension de la façon dont les intérêts des propriétaires s'articulent avec d'autres intérêts publics (tels que p. ex. : le maintien de la mixité sociale, la protection de l'environnement et du paysage, la planification à l'échelle communale et régionale) est déterminante dès qu'il s'agit d'appréhender l'aménagement du territoire sous l'angle de la durabilité.

Suite à l'acceptation du projet Propriété foncière et aménagement durable du territoire par le Fonds national suisse de la recherche scientifique [subvention n°100012-107833] et grâce au soutien de l'Office fédéral du développement territorial, de l'Office fédéral de la statistique, du Domaine départemental armasuisse du DDPS et de Pro Natura, ces sujets seront abordés par une équipe de recherche de l'Institut de hautes études en administration public (IDHEAP) sous l'angle théorique et pratique.

Objectifs

Le présent projet a pour objectif d'analyser le rôle joué par les grands propriétaires fonciers sur les marchés fonciers, ainsi que dans le cadre des processus d'aménagement du territoire, d'affectation et d'usage du sol. Nous supposons ainsi qu'il existe un lien de causalité – dont l'analyse relève d'un grand intérêt pour une meilleure compréhension des processus d'aménagement du territoire – entre les différentes variables que sont (1) la structure de distribution de la propriété foncière, (2) la nature sociojuridique des principaux propriétaires fonciers collectifs (p. ex. banques, sociétés immobilières, collectivités publiques, associations de protection de la nature, etc.), (3) les stratégies politiques et foncières que ces derniers développent en vue de valoriser leur patrimoine foncier et immobilier, (4) les objectifs poursuivis par les autorités politico-administratives cantonales et communales en matière d'aménagement du territoire, (5) les choix en matière d'affectation et d'usages du sol qui sont effectivement faits par l'ensemble de ces différents acteurs et, finalement, (6) les impacts de ces différents choix sur la durabilité des usages du sol.

Méthodes

Le projet repose sur trois principales étapes. Dans un premier temps, il s'agit de rassembler un corpus de données aussi complet que possible concernant la distribution de la propriété foncière en Suisse, ceci afin d'établir une liste des plus grands propriétaires fonciers du pays et de décrire le contenu et la localisation de leur portefeuille foncier et immobilier. Dans un deuxième temps, des études de cas approfondies seront réalisées dans un certain nombre de périmètres typiques aussi bien du point de vue foncier que de l'aménagement du territoire, ceci afin de mettre en évidence les stratégies et les comportements effectifs de ces grands propriétaires. Finalement, un lien sera établi entre ces comportements stratégiques et leurs impacts en termes de durabilité des usages du sol.

ZUSAMMENFASUNG : BODENEIGENTUM UND NACHHALTIGE RAUMPLANUNG

Ausgangslage

Der Einfluss des Bodenbesitzes auf die Raumplanungsprozesse und auf die tatsächliche Bodennutzung – und somit auf die ökologische, soziale und wirtschaftliche Nachhaltigkeit – ist bis heute noch sehr wenig erforscht worden. Der Bodenmarkt und die aus den Besitzverhältnissen entstehenden Bodenpreise sind jedoch wichtige Faktoren, welche die Zonenunterteilung während der Realisierung der kommunalen Nutzungspläne beeinflussen. Folgendermassen spielen die Grundbesitzer

eine wichtige Rolle sowohl in der Bestimmung des tatsächlichen Gebrauchs der verschiedenen Parzellen als auch in der Umgrenzung und Definition der Parzellenverwendung. Ein besseres Verständnis der Artikulation von Besitzer- beziehungsweise öffentlichen Interessen (z.Bsp. Erhaltung der sozialen Durchmischung, Umwelt -und Landschaftsschutz, regionale und kommunale Planung) ist deshalb entscheidend um die Raumplanung vom Gesichtspunkt der Nachhaltigkeit erfassen zu können.

Diesen Fragen ist das Forschungsprojekt « Bodeneigentum und nachhaltige Raumplanung » gewidmet, das das IDHEAP im Rahmen eines Beitrags des Nationalfonds [Subvention n°100012-107833] und dank der Unterstützung durch das Bundesamt für Raumentwicklung, das Bundesamt für Statistik, die armasuisse und Pro Natura im Oktober begonnen hat.

Zielsetzung

Hauptziel des vorliegenden Projekts ist die Rolle der grossen Grundbesitzer im Bodenmarkt und im Rahmen der Raumplanungsverfahren sowie der Bodennutzung zu analysieren. Wir vermuten, dass es einen Kausalitätszusammenhang gibt zwischen folgenden Variablen: 1) der Verteilungsstruktur des Grundbesitzes, 2) der soziojuristischen Organisation der wichtigsten kollektiven Grundbesitzern (z.Bsp. Banken, Versicherungen, öffentliche Hand, Naturschutzverbände etc.), 3) den politischen Strategien sowie den Bodenstrategien, welche diese Besitzer zur Inwertsetzung ihres Besitztums anwenden, 4) den von den kantonalen und kommunalen Behörden verfolgten raumplanerischen Zielen, 5) den tatsächlich getroffenen Bodennutzungsentscheidungen der verschiedenen Akteuren, sowie 6) den Einfluss dieser Entscheidungen auf die Nachhaltigkeit der Bodennutzung.

Methode

Folgende drei Hauptetappen sind vorgesehen: In einer ersten Etappe sollen so weit wie möglich Daten über die Verteilung des Bodenbesitzes in der Schweiz gesammelt werden, um danach eine Liste mit den grössten Bodenbesitzern in der Schweiz zu etablieren sowie eine Beschreibung deren Immobilien- sowie Landportfolio. Anschliessend werden vertiefte Fallstudien in bestimmten Perimetern durchgeführt, welche die Strategien und das tatsächliche Verhalten dieser grossen Besitzer aufzeigen sollen. Schlussendlich wird die Beziehung zwischen diesem strategischen Verhalten und dessen tatsächlichen Einfluss auf die Nachhaltigkeit der Bodennutzung hervorgehoben.

1. Objectifs et méthodes

1.1. Description du corpus « idéal » des différentes données recherchées

Cette monographie vise à décrire de la manière la plus détaillée possible la forme juridique des sociétés immobilières, fonds de placement immobilier et fondations de placement, leurs caractéristiques organisationnelles, les objectifs poursuivis, les règles décisionnelles en vigueur en leur sein, l'état et l'évolution du patrimoine foncier et/ou immobilier, les stratégies de gestion de ce patrimoine, de même que la composition des gestionnaires du patrimoine foncier/immobilier et l'état des réflexions en matière d'intégration des principes de la durabilité.

1.2. Critère de choix des cas étudiés

Pour illustrer les grands propriétaires collectifs que sont les sociétés immobilières, les fonds de placement immobilier et les fondations de placement, nous avons choisi deux cas qui ont été étudiés plus en détail.

Au niveau des sociétés immobilières, nous avons sélectionné PSP Swiss Property, dans la mesure où il s'agit de la *plus grande entité* de ce type en Suisse, avec un portefeuille d'une valeur d'environ 5.1 milliards de francs⁷. D'autre part, la société, qui est *active au niveau de l'ensemble du territoire*, se focalise exclusivement sur de l'*immobilier commercial*.

Au niveau des fonds de placement immobilier, nous avons sélectionné le Fonds Immobilier Romand (FIR), qui se situe, en terme de valeur du portefeuille (environ 600 millions de francs⁸), parmi les *fonds de moyenne importance* en Suisse. Il est actif au niveau *régional* (Suisse romande) et focalise ses investissements quasi exclusivement sur de l'*immobilier résidentiel*.

Au niveau des fondations de placement immobilier, nous n'avons pas sélectionné de cas particulier, dans la mesure où leur fonctionnement est relativement *similaire aux caisses de pensions* (Csikos 2008). Ces dernières sont d'ailleurs les seules et uniques propriétaires de parts sociales de ces fondations, dont la vente à des investisseurs privés ou à d'autres institutionnels est prohibée du fait de l'exonération fiscale dont elles bénéficient.

1.3. Difficultés et limites du travail

Notre recherche bénéficie du fait que les acteurs cotés en bourse que sont les sociétés immobilières et les fonds de placement immobilier ont une obligation légale de publier l'état de leur patrimoine foncier/immobilier (OPCC⁹, art. 73). Si cette obligation de transparence nous permet une collecte d'information relativement riche, en particulier sur les lieux d'implantation des biens-fonds de ces acteurs, les prescriptions boursières en matière de communication d'information au public en dehors des périodes de publication des rapports annuels ou intermédiaires est susceptible de limiter quelque peu la portée des données obtenues lors des entretiens que nous avons mené.

⁷ Etat au 31 mars 2008.

⁸ Etat au 30 juin 2007.

⁹ Ordonnance de la CFB du 21 décembre 2006 sur les placements collectifs de capitaux (OPCC-CFB), RS 951.312.

2. Caractéristiques générales des propriétaires fonciers collectifs

Les sociétés immobilières (SI), les fonds de placement immobilier (FPI) et les fondations de placement (FP) font tous partie de la famille d'acteurs de l'immobilier indirect ou immobilier titrisé. Pour participer à ces SI, FPI ou FP, les investisseurs acquièrent des actions (dans le cas des SI), ou des parts (pour le FPI et la FP) qui leur donnent droit de bénéficier d'une portion des flux de bénéfices tirés du patrimoine, proportionnelle au montant de leur participation. Ces entités concentrent en leur sein un ensemble de biens-fonds dont elles assurent la gestion (sélection des terrains et/ou immeubles, achat, vente, financement, construction, encaissement des loyers, démolition, rénovation, reconversion, etc.) en vue de dégager une plus value distribuée aux investisseurs sous deux formes : un dividende régulier (en général versé annuellement) et une augmentation du cours de leur action ou part par le biais de mouvements boursiers, réévaluation périodique du portefeuille de biens-fonds, plus values engrangées par la vente de terrains ou d'immeubles, ou encore rachat, vente ou destruction (réduction du capital) d'actions propres. En somme, ces acteurs de l'investissement indirect permettent de convertir des valeurs immobilières (terrains, immeubles, etc.) en valeurs mobilières (actions, parts, etc.) plus aisément échangeables de gré à gré ou sur un marché boursier.

2.1. Les fonds de placement immobilier

Les *fonds de placement immobilier* entrent dans la catégorie des fonds de placement collectifs de capitaux, régie par la loi fédérale du même nom (LPCC¹⁰). De manière générale, les fonds de placement sont basés sur un contrat de placement collectif (contrat de fonds) aux termes duquel la direction du fonds (en général une banque) s'engage à faire participer l'investisseur aux résultats de ce dernier, proportionnellement aux parts qu'il a acquies. La direction du fonds doit s'engager à se conformer aux dispositions de la loi et du contrat de fonds de placement à titre autonome et en son propre nom. L'acheteur de parts de fonds n'a donc aucune influence (autre qu'une stratégie d'« exit », qui consiste en la vente de ses parts) sur la définition de la stratégie menée par la direction. Les fonds de placement immobilier actifs sur le marché suisse et ouverts au public¹¹ sont actuellement au nombre de 19¹², et investissent chacun dans un ou plusieurs types de biens-fonds définis au niveau fonctionnel (immobilier résidentiel, commercial, industriel, homes médicalisés, parkings, etc.) ou géographique (Suisse romande, Suisse alémanique, région bâloise, etc.), soit de manière directe (le fonds est le propriétaire formel des immeubles), soit par l'intermédiaire de « sous-sociétés immobilières » (le fonds est propriétaire des titres des sociétés immobilières qu'il contrôle, qui elles-mêmes sont propriétaires d'un ou plusieurs immeubles). Ces fonds sont, en règle générale, cotés en bourse. D'autres fonds de placement immobilier sont spécifiquement destinés

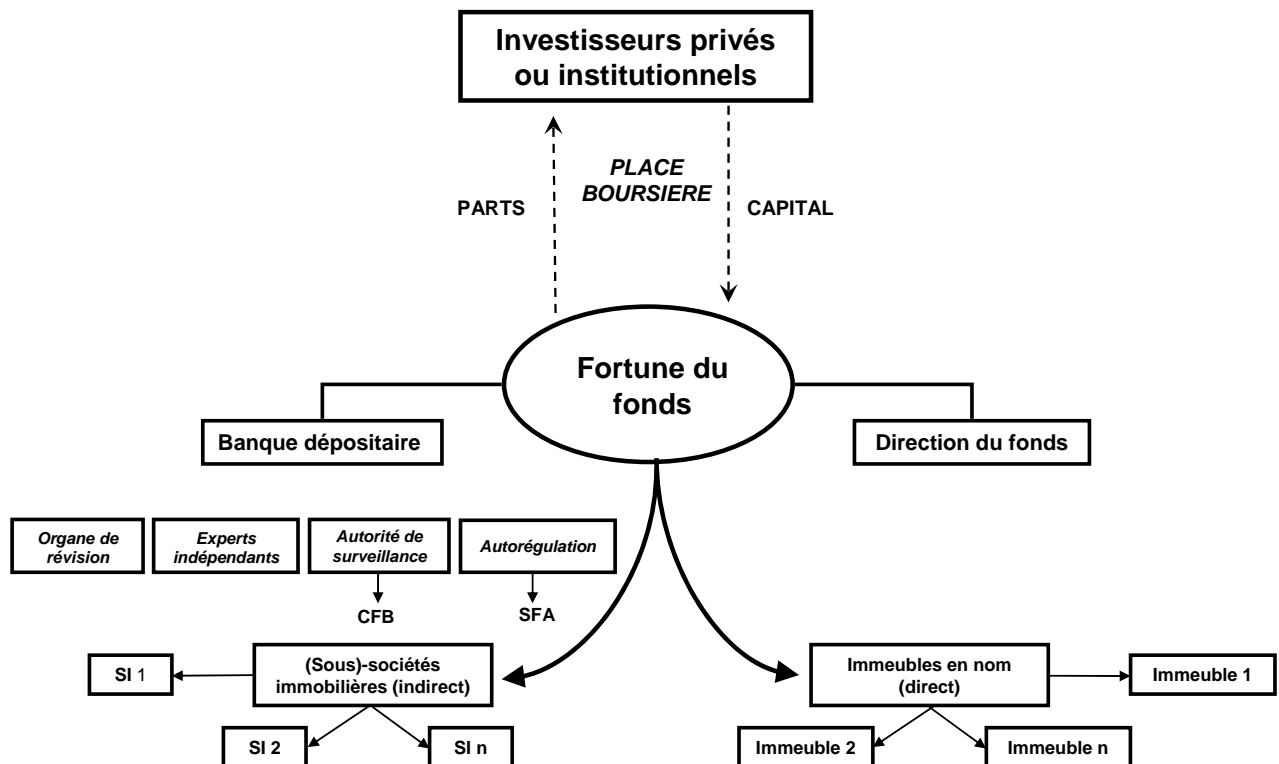
¹⁰ Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (LPCC), RS 951.31.

¹¹ Art. 10 al.2 LPCC.

¹² UBS Property Fund Swiss Residential «Anfos», UBS Property Fund Léman Residential «Foncipars», UBS Property Fund Swiss Mixed «Sima», UBS Property Fund Swiss Commercial «Swissreal», Fonds Immobilier Romand (FIR), La Foncière, Solvalor 61, ImmoFonds, CS REF Interswiss, CS REF Siat, Swisscanto Ifca, MI-Fonds Immo, CS REF Living Plus, Swissinvest Real, Swiss Re ImmoPlus, Dynamic Real Estate Fund, Bonhôte Immobilier, Procimmo Swiss Commercial Fund, Realstone Swiss Property. Cette liste ne comprend pas les fonds de placement dédiés spécifiquement aux investisseurs institutionnels tels que les caisses de pensions ou investisseurs « qualifiés » (ex : CS 1a Immo PK, Patrimonium Swiss Real Estate Fund, etc.). Etat au 1^{er} juillet 2008.

aux investisseurs dits « qualifiés »¹³ (caisses de pensions, banques, personnes fortunées, etc.). Ils sont soumis à un régime juridique plus souple et intègrent ainsi une plus faible protection des investisseurs, dans la mesure où ces derniers sont censés être plus avisés que les investisseurs individuels.

Figure 1 : Schéma du fonctionnement d'un fonds de placement immobilier



Les premiers fonds datent des années 1940, avec le lancement en 1943 du Léman Residential «Foncipars», actif, comme son nom l'indique, sur l'arc lémanique, et actuellement géré par UBS. S'en est suivie une seconde vague entre les années 1940 et 1960 (ex. : UBS « Sima » (1950), FIR (1954), Immofonds (1955), UBS « Anfos » (1956), Solvalor 61 (1961), etc.). Depuis la fin des années 1960 aucun fonds n'a plus été lancé sur le marché. Ce n'est qu'au début des années 2000 que de nouveaux fonds de placement immobilier ont été mis sur pied¹⁴, résultat d'une conjonction d'éléments favorables à ce type de véhicule d'investissement : il s'agit d'une part d'un regain d'intérêt des investisseurs pour une classe d'actifs relativement stable, peu sensible à l'inflation et procurant des revenus constants, d'une volonté de la part de certaines entreprises de se défaire de leur patrimoine immobilier, considéré comme non stratégique, en vue d'enregistrer des liquidités (ex : vente du patrimoine immobilier de l'entreprise Airesis (Hazard Immobilier) au fonds Dynamic Real Estate Fund en 2005 (Airesis 2006 : 3 et 13)), d'une volonté de la part de certaines caisses de pensions de transférer leur patrimoine immobilier dans un fonds en échange de titres de

¹³ Art. 10 al.3 LPCC.

¹⁴ Dynamic Real Estate Fund en 2005, Bonhôte Immobilier en 2006, Credit Suisse Real Estate Fund Living Plus et Procimmo Swiss Commercial Fund en 2007, Realstone Swiss Property en 2008.

celui-ci plus aisément négociables¹⁵ (ex. : transfert du patrimoine immobilier de la caisse de pensions de Philip Morris dans le fonds Bonhôte Immobilier en 2006 (Schaerrer 2006)), et enfin, d'un changement réglementaire qui permet aux fonds investissant dans l'immobilier direct de s'acquitter eux-mêmes des impôts sur les immeubles de leur portefeuille en contrepartie d'une exemption d'impôt (impôt anticipé et impôt sur la fortune) pour les détenteurs de parts, ceci en vue d'éviter une double imposition.

La valeur totale des biens-fonds gérés au sein de ces fonds de placement en Suisse se monte à 15,9 milliards de francs (Swiss Fund Data 2008)¹⁶, soit environ 0,94% de l'ensemble d'un marché immobilier helvétique évalué entre 1'600 et 1'800 milliards de francs (De Pari 2008)¹⁷.

2.2. Les sociétés immobilières

Les *sociétés immobilières* sont organisées sous la forme de sociétés anonymes au sens des articles 620ss du CO¹⁸. Leur but est la promotion, l'acquisition, la gestion et la vente de biens-fonds en vue de dégager un revenu régulier versé sous forme de dividendes à leurs actionnaires et d'assurer une augmentation de la valorisation de leur portefeuille immobilier.

La première société de ce type a débuté son activité dans les années 1970 (Intershop). La plupart d'entre elles ont cependant été fondées au début des années 2000. Elles sont souvent l'émanation d'anciens groupes industriels (Feldschlösschen, Warteck, Oerlikon, etc.) ou de construction (Züblin, etc.), de même que des banques ou assurances (Zurich Financial Services, Credit Suisse Group, Helvetia Patria, Banque cantonale de Bâle Campagne, etc.). Il en existe actuellement dix focalisées sur le marché national et cotées à la bourse suisse¹⁹. Les deux plus importantes sont PSP Swiss Property AG et Swiss Prime Site AG, qui gèrent respectivement des biens-fonds d'une valeur de 5,1 et 3,7 milliards de francs²⁰. L'ensemble des sociétés immobilières cotées en bourse gère une valeur totale de biens-fonds de plus de 16,4 milliards de francs, soit environ 0,97% de l'ensemble du marché immobilier suisse (De Pari 2008)²¹. A noter que certains groupes industriels contrôlent leur propre société immobilière, qui n'est elle-même pas directement cotée en bourse, (ex : Sulzer avec Sulzer Immobilien AG, Swatch Group avec Swatch Group Immeubles SA, Eichhof avec Eichhof Immobilien AG, Metall Zug avec MZ-Immobilien AG, Industrieholding Cham avec Hammer Retex AG, etc.) et sein de laquelle l'ensemble de leurs biens immobiliers commerciaux, industriels ou résidentiels ont été transférés. Ce type de montage facilite généralement une future vente ou une introduction en bourse du patrimoine immobilier du groupe, du fait que ce pôle a ainsi déjà fait l'objet d'une première forme d'externalisation.

¹⁵ Technique appelée « swap » dans les milieux financiers, qui consiste à échanger des valeurs immobilières (bâtiments, terrains, etc.) en valeurs mobilières (actions, parts, etc.).

¹⁶ Etat fin mai 2008.

¹⁷ Etat fin 2007.

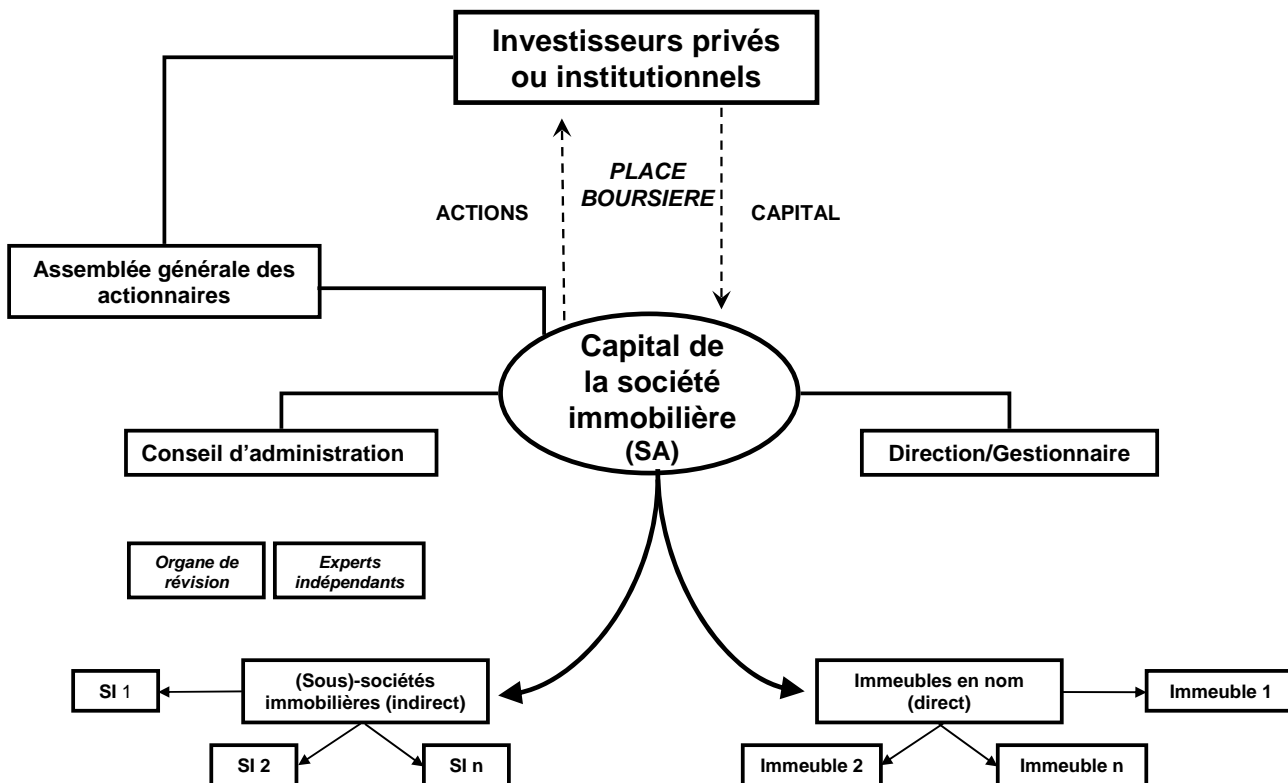
¹⁸ Code des obligations (CO), RS 22.

¹⁹ PSP Swiss Property, Swiss Prime Site, Allreal, Warteck Invest, Züblin Immobilien, Intershop, Mobimo, Pax, LO Holding, Bfw Liegenschaften. Etat au 1^{er} avril 2008. Certains considèrent Unique (Flughafen Zürich AG), société exploitant l'aéroport de Zurich, comme une société immobilière du fait des surfaces bâties (terminaux, parkings, etc.) et des terrains qu'elle contrôle. Nous ne la considérerons pas dans ce travail comme une société immobilière, dans la mesure où sa tâche principale consiste en l'exploitation d'une infrastructure aéroportuaire dont l'activité va bien au-delà de la simple gestion de biens-fonds.

²⁰ Etat au 31 mars 2008.

²¹ Etat fin 2007.

Figure 2 : Schéma du fonctionnement d'une société immobilière



2.3. Les fondations de placement immobilier

Les *fondations de placement immobilier* servent aux placements collectifs des caisses de prévoyance et sont, de ce fait, exonérées d'impôt sur le capital et le bénéfice. A ce titre, elles ne sont pas accessibles aux particuliers et aux investisseurs institutionnels tiers. Elles ont été créées pour permettre aux plus petites caisses de pensions d'avoir accès à une gestion immobilière professionnelle, tout en bénéficiant des revenus d'un patrimoine immobilier diversifié, tant géographiquement que qualitativement. Il n'est en effet pas rare que certaines caisses de pensions, en général les plus petites, ne possèdent que quelques immeubles, situés dans une seule région, d'où un accroissement du risque financier (p.ex. : risque de vacance). Certaines de ces fondations sont indépendantes, d'autres ont été mises en place par des banques (Credit Suisse, LODH, Swisscanto, etc.) ou des assurances (Zurich Financial Services, Swiss Life, AXA, etc.). Alors qu'un certain nombre de fondations effectuent des investissements sur tous types de marchés (actions, obligations, monétaires, private equity, matières premières, immobiliers, etc.), d'autres se focalisent exclusivement sur la gestion d'actifs immobiliers (ex. : Anlagestiftung Turidomus, Anlagestiftung Pensimo, Anlagestiftung Imoka, Anlagestiftung Testina, Fondation Lithos, etc.). Elles revêtent la forme juridique des fondations au sens des articles 80ss du Code civil (CC²²). Les organes de la fondation sont l'assemblée générale des investisseurs et le conseil de fondation. Les institutions de prévoyance qui adhèrent à une fondation et lui confient des biens à gérer sont

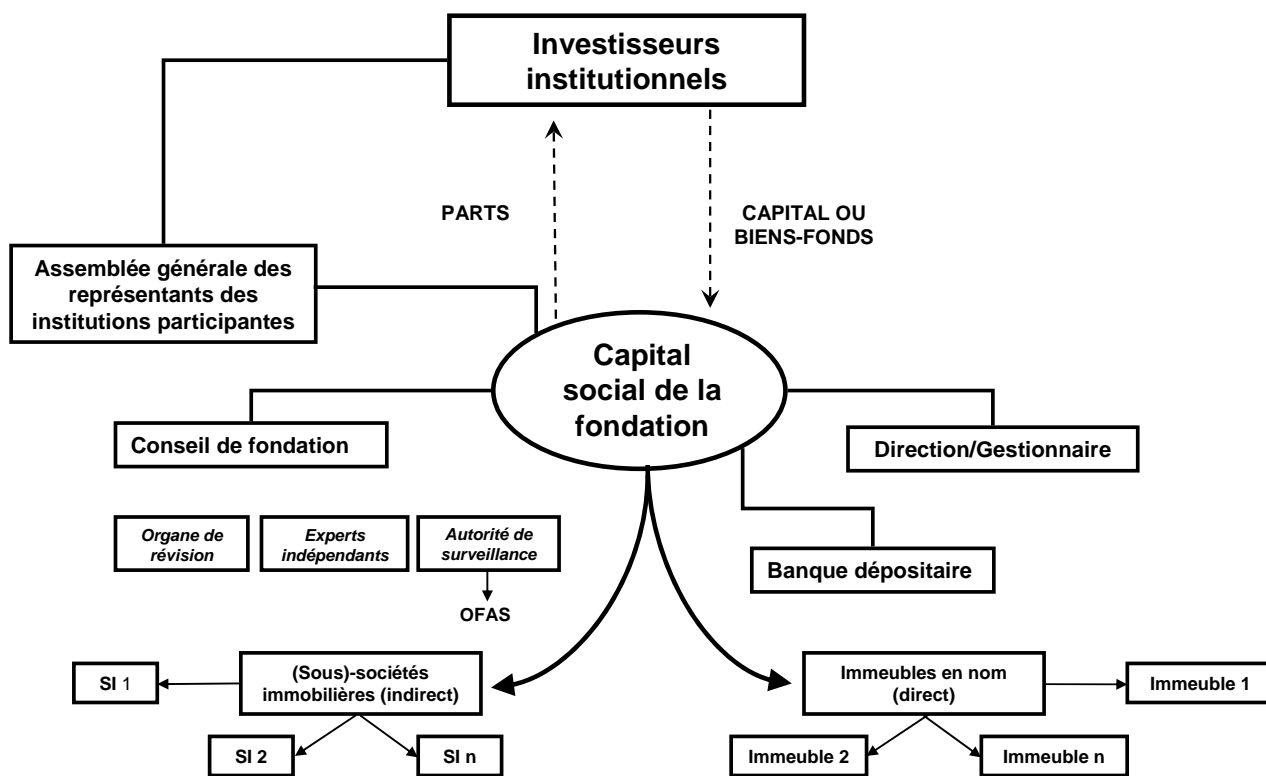
²² Code civil suisse (CC), RS 210.

automatiquement membre du conseil de fondation et peuvent de ce fait influencer directement sur ses choix stratégiques. Ces organismes sont soumis à la LPP²³ (supervision par l’Office fédéral des assurances sociales) et, par analogie, à la législation sur les fonds de placement.

Depuis la fin des années 1990, un certain nombre de petites et grandes caisses de pensions (Nestlé, La Poste, Ville de Zurich, Swiss International Air Lines, SAirGroup, etc.) ont transféré leurs portefeuilles immobiliers au sein de ce type de fondation en échange de parts de celle-ci (Fondation Turidomus 2007 : 3).

La valeur totale des biens-fonds gérés au sein des douze fondations de placement immobilier helvétiques se monte à 14,5 milliards de francs, soit environ 0,85% de l’ensemble du marché immobilier suisse (De Pari 2008)²⁴.

Figure 3 : Schéma du fonctionnement d’une fondation de placement immobilier



²³ Loi fédérale sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (LPP), RS 831.40.

²⁴ Etat fin 2007.

3. PSP Swiss Property²⁵

3.1. Description générale

PSP Swiss Property SA est une *société immobilière* fondée en juillet 1999 par le groupe d'assurance Zurich Financial Services (ZFS). Dès sa création, l'entreprise est vouée à devenir une entité totalement indépendante de ZFS. Cette dernière y transfèrera la plupart de ses immeubles commerciaux en Suisse, de même que l'entreprise de gestion en charge de ce patrimoine foncier et immobilier, l'actuelle PSP Management SA (anciennement Turegum Immobilière SA).

En mars 2000, ZFS lance le processus d'introduction à la bourse suisse de PSP. Son portefeuille affiche à cette époque une valeur d'environ 1 milliard de francs suisses.

En mars 2001, PSP finalise l'acquisition d'un vaste portefeuille immobilier de l'entreprise Swisscom d'une valeur d'environ 1,3 milliards de francs. Elle opère conjointement cette transaction avec l'un des fonds d'investissement immobilier (LBREP) de la banque américaine Lehman Brothers. 16 immeubles d'une valeur d'environ 409 millions de francs sont directement intégrés au portefeuille de PSP, alors que le reste des objets, d'une valeur d'environ 850 millions sont transférés dans une société holding (WTF Holdings Switzerland) contrôlée à hauteur de 20% par PSP et à 80% par LBREP.

En décembre 2002, PSP procède à la reprise des actions de la société holding zurichoise Verral AG et intègre ainsi un portefeuille d'une valeur d'environ 360 millions, composé d'immeubles totalisant une surface locative de plus de 138'000 m², principalement situés à Zurich Ouest.

En mai 2004, PSP fusionne avec REG Real Estate Group, émanation du groupe brassicole Feldschlösschen-Hürlimann Holding AG. Avec cette fusion, PSP devient la première société immobilière cotée à la bourse suisse en terme de valeur du portefeuille immobilier. Ce dernier affiche déjà à cette époque une valeur d'environ 4 milliards de francs.

En juillet 2005 PSP rachète GFG Gesellschaft für Grundeigentum à Zurich et intègre ainsi 17 immeubles commerciaux de première catégorie, d'une valeur d'environ 230 millions de francs et situés à des emplacements de choix tels que la Bahnhofstrasse à Zurich, la Spitalgasse et Kramgasse à Bern, la Freie Strasse à Bâle, la Rue du Pont à Lausanne ou la Via Pessina à Lugano (PSP 2005).

En 2007, constatant que la rentabilité de cette activité était trop basse, PSP se sépare de son département de gestion immobilière pour le compte de clients-tiers (qui gère un volume d'affaire d'environ 8 milliards de francs). Celui-ci est vendu au groupe allemand Bilfinger Berger. Dès cette date, PSP va uniquement assurer la gestion de son propre portefeuille immobilier. La même année, elle acquiert la totalité de WTF Holdings Switzerland. Il est intéressant de relever qu'avant la vente de son activité de gestion pour le compte de tiers, PSP assurait notamment ce type de services pour le compte de sociétés immobilières ou fonds de placement concurrents tels que Mobimo ou UBS Fund Management.

²⁵ Une grande partie des informations contenues dans ce chapitre nous ont été communiquées lors d'un entretien le 24 janvier 2008 à Lausanne avec M. Jean-Jacques Morard, membre de la direction de PSP Management SA et responsable du bureau de Lausanne. Nous lui adressons ici nos remerciements pour le temps qu'il nous a consacré.

A fin mars 2008, le portefeuille de PSP affiche une valeur de 5,1 milliards de francs, dont un peu plus de 42 % sont financés par le biais d'emprunts (PSP 2007 ; 9 et 15). Son actionnariat est très fragmenté. ZFS et Publigroupe SA qui possédaient respectivement 40,4% et 7,4% lors de l'introduction en bourse de la société en 2000 ont cédé depuis l'ensemble de leurs participations. La Beamtenversicherungskasse du canton de Zurich, est actionnaire de PSP à hauteur de 3,88% depuis 2004. L'actionnaire le plus important à fin 2007 est la société immobilière israélienne Alony Hetz Properties & Investments Ltd. qui contrôle près de 15,3% du capital (SWX Bourse suisse 2007). Cet actionnaire est d'ailleurs loin d'être passif, dans la mesure où il s'enquiert de l'évolution de la société sur une base quasi hebdomadaire auprès de la direction.

3.2. Forme juridique

PSP Swiss Property SA est une société anonyme au sens des articles 620 et suivants du Code des obligations (CO), fondée sous forme de holding et basée dans le canton de Zug. Le but de la société holding consiste essentiellement en la détention et en la gestion de parts dans d'autres sociétés (Bord 2006 : 147-148). Rappelons à toutes fins utiles qu'une société peut bénéficier d'un statut de holding dans le cas où les participations qu'elle détient représentent au minimum les deux tiers de son actif ou si les revenus issus de ses participations constituent les deux tiers de l'ensemble de ses revenus. Si ces conditions sont remplies, la société est totalement exonérée de l'impôt sur le bénéfice et des plus-values au niveau communal et cantonal. Au niveau fédéral, selon la loi de 1997 relative à la réforme de l'impôt sur les sociétés, ce type d'entreprise bénéficie d'un taux fiscal forfaitaire particulièrement favorable (8,5%)²⁶.

3.3. Les différentes entités de base de PSP Swiss Property

En tant que holding, PSP Swiss Property SA contrôle un certain nombre de sous-sociétés immobilières dans lesquelles sont domiciliés les différents immeubles de son portefeuille (PSP Properties Ltd., Immobiliengesellschaft Septima AG, etc.). La multitude de sociétés de ce type est essentiellement justifiée pour des raisons fiscales ou juridiques. A cela s'ajoute le fait que lors des reprises de sociétés tierces ou des fusions, des structures existantes ont été reprises telles quelles. Dans les faits, seules PSP Group Services SA et PSP Management SA ont une activité opérationnelle. La première s'occupant des affaires du groupe (comptabilité, finance, service juridique, décisions stratégiques, relations publiques, etc.), la seconde traitant de la gestion quotidienne du portefeuille (rapports avec les locataires, évaluation d'immeubles, encaissement des loyers, construction/rénovations, etc.). PSP est actuellement dans une phase de réflexion quant à une simplification de sa structure de propriété avec un regroupement des immeubles dans une société immobilière commune.

²⁶ Loi fédérale sur l'impôt fédéral direct (LIFD), RS 642.11, art. 68.

Figure 4 : Structure de PSP Swiss Property au 31.12.2007

(Source : PSP)

3.4. Description des organes

Outre l'assemblée générale des actionnaires qui se réunit au minimum une fois par année, PSP, comme toute société anonyme, est dotée d'un conseil d'administration et d'un organe de révision (Bord 2006 : 121). Elle comprend en outre une direction exécutive qui se charge de la gestion quotidienne de la société.

Le conseil d'administration est composé de huit membres. Sur ces huit membres, quatre proviennent du secteur financier (banque ou assurance), dont le directeur exécutif. L'actionnaire israélien Alony Hetz Properties & Investments Ltd. dispose d'un représentant.

L'organe de révision est PricewaterhouseCoopers AG, alors que le portefeuille immobilier est évalué sur une base semestrielle par le bureau de conseil Wüest & Partner AG selon la méthode du « Discounted Cash Flow » (DCF)²⁷. Cette réévaluation régulière par un cabinet de conseil indépendant constitue d'ailleurs une obligation légale des sociétés immobilières cotées à la bourse suisse. Il est d'ailleurs intéressant de relever que la forte fréquence de ces évaluations vient en contradiction avec les caractéristiques traditionnelles d'investissement à long terme qui ont longtemps été associées à l'immobilier.

La direction exécutive est composée de trois membres, tous issus du secteur financier (deux de UBS/ZFS, et un de UBS/Swiss Re).

²⁷ Voir chapitre 3.5.

3.5. Mode d'évaluation des immeubles

L'évaluation du portefeuille immobilier est une tâche cruciale, dans la mesure où elle impacte directement sur la valeur de la société et sur son cours boursier. D'autre part, outre les entrées de liquidités générées par les loyers versés par les locataires, l'autre source d'évolution de la valeur de la société est matérialisée par les plus, respectivement les moins values éventuelles des immeubles en possession.

Sans entrer dans des détails trop techniques, on peut préciser que « jusqu'en 1995, prévalaient trois méthodes, de la plus utilisée à la plus périphérique :

La *méthode du rendement perpétuel*, consistant à capitaliser le rendement courant d'un immeuble par un taux plus ou moins corrélé aux taux hypothécaires du lieu ;

La *méthode comparative*, confrontant, tant que faire se peut, un actif à un autre, si possible analogue ou voisin, objet d'une transaction pour le mieux récente ;

La *méthode intrinsèque*, consistant à estimer le coût de reconstruction à neuf du bâtiment diminué d'un taux de vétusté et d'obsolescence (décote de vieillesse), le tout additionné à la valeur de marché probable du terrain.

De ces trois [...] méthodes coutumières [dites statiques], reposant plus sur l'expérience de l'expert (qui anticipe un résultat, car on évalue toujours dans une intention précise) que sur la rigueur scientifique, la première fut la plus massivement appliquée. Elle a pour mérite une grande simplicité et pour faiblesse la confusion des bases de calcul »²⁸ (Cavaleri, Pedrazzini, Micheli 2005 : 15).

A l'heure actuelle, ces modes de calculs ont progressivement été supplantés par les méthodes financières, dites dynamiques, qui tendent à « considérer l'immeuble comme un actif financier « normal », sans discrimination d'approche, qu'il fût mobilier ou immobilier. »²⁹ (Cavaleri, Pedrazzini, Micheli 2005 : 16). Ainsi, on évalue de la même façon un portefeuille d'actions ou un portefeuille immobilier. La méthode actuellement utilisée par la plupart des sociétés immobilières et fonds de placement immobilier est celle dite des « flux futurs de trésorerie », également désignée sous le terme de « Discounted Cash Flow » (DCF). Largement promue par les normes comptables IAS/IFRS³⁰ en vigueur, celle-ci part du principe général qu'un bien immobilier « vaut ce qu'il rapporte ». Cela signifie que les futurs rendements de l'immeuble doivent être estimés sur le long terme en vue de déterminer sa valeur. On relèvera deux biais à cette méthode : le premier est qu'il existe plusieurs modes de calcul du DCF, de sorte que chaque bureau d'expertise immobilière va appliquer son propre modèle, plus ou moins conservateur. Ceci peut rendre la comparabilité des valeurs des biens immobiliers très incertaine. Le second biais concerne l'un des postulats de départ du DCF qui établit généralement le principe selon lequel les rendements d'un immeuble iront en augmentation constante (market growth). Cela cadre difficilement avec l'évolution de paramètres macro-économiques tels que la conjoncture, les variations des taux d'intérêts ou l'évolution démographique.

Si le transfert de l'expertise immobilière des milieux traditionnellement liés au monde l'immobilier vers le monde de la finance était déjà perceptible à travers un certain nombre d'évolutions (titrisation, profils des gestionnaires, etc.), on constate que ces nouveaux modes d'évaluation prônés

²⁸ Nous soulignons.

²⁹ Nous soulignons.

³⁰ International Accounting Standards (IAS) / International Financial Reporting Standards (IFRS).

par les normalisateurs comptables accentuent ce glissement vers la sphère financière. Ainsi, on semble effacer progressivement les spécificités intrinsèques d'un bien immobilier pour le considérer comme un bien mobilier (action ou obligation), en oubliant au passage que « l'expertise immobilière n'est pas qu'un calcul financier. » (Cavaleri, Pedrazzini, Micheli 2005 : 16).

3.6. Description des procédures décisionnelles internes

PSP reçoit quotidiennement des propositions d'acquisition d'immeubles de la part de courtiers, promoteurs, entreprises générales ou entreprises souhaitant se défaire de tout ou partie de leur patrimoine immobilier. Une pré-analyse est menée par les bureaux régionaux. Le dossier est ensuite transmis au siège à Zurich où une équipe va évaluer l'immeuble selon la méthode du DCF. Si le résultat d'avère positif, le dossier passe en mains du service d'« Asset Management » qui va apprécier la pertinence financière de l'éventuelle acquisition. En cas d'accord, une lettre d'intention (« Letter of Intention » (LOI)) est envoyée au vendeur en vue d'établir une évaluation plus fine et complète de l'ensemble des caractéristiques physiques et financières de l'immeuble (« Due Diligence ») à l'aide notamment de l'ensemble des documents liés au bâtiment (extrait du registre foncier, baux à loyer, comptes d'exploitation, décomptes de frais d'exploitation, plans d'investissements, etc.). Le bon déroulement de ces étapes est souvent conditionné par le niveau de professionnalisme du vendeur et sa capacité à produire les documents nécessaires à cette évaluation. Alors que ce type de transaction ne pose généralement pas de problèmes lorsqu'elles s'opèrent avec des investisseurs du même type que PSP, elle s'avère être plus difficile lorsque qu'il s'agit de traiter avec de plus petits propriétaires n'ayant pas nécessairement ce type de documents (données périmées ou incomplètes, pas de réelle politique d'investissement, pas de budget, etc.). On constate ainsi, de la part d'investisseurs professionnels tels que PSP, une forte exigence d'expertise réciproque lors de négociations d'acquisition (« parler le même langage »), ce qui peut avoir comme tendance d'affaiblir voire d'exclure du champ de négociation un certain nombre d'acteurs ne répondant pas à ces critères de standards de gestion (« navigation aux instruments » vs. « navigation à vue »). Dans le cas où les informations demandées ne sont pas disponibles, PSP tente alors d'évaluer en interne la valeur de l'immeuble, processus susceptible de générer une certaine dissymétrie d'information avec le vendeur. La décision finale est alors prise par la direction générale à Zurich, quant au dépôt d'une éventuelle offre.

3.7. Stratégies foncières et immobilières

Les grandes lignes de la stratégie foncière et immobilière de PSP sont définies par la société en ces termes : « PSP Swiss Property entend poursuivre le développement de son portefeuille immobilier. Dans le même temps, l'entreprise cherche à accroître la valeur interne de son action et à améliorer encore son degré de liquidité sur le marché boursier. A travers cette croissance, appuyée sur un portefeuille immobilier de première qualité, l'objectif visé est la création de valeur ajoutée pour les actionnaires. Dans ce but, l'entreprise acquiert des biens immobiliers prometteurs par des reprises de sociétés ou acquisitions de portefeuilles, ou achète des objets individuels au potentiel inexploité. [Le] succès [de l'entreprise] se fonde sur l'analyse continue des opportunités de croissance et sur l'optimisation constante de son portefeuille en fonction des prévisions d'évolution du marché. L'objectif poursuivi est un accroissement des profits et de valeurs supérieures à la moyenne. L'entreprise investit exclusivement en Suisse. » (Site Internet PSP 2008)³¹. L'objectif central de

³¹ Nous soulignons.

PSP étant de dégager un revenu constant (dividende) et une plus value de son portefeuille qui se reflétera dans son cours boursier.

3.7.1. Etat du patrimoine foncier et données disponibles

PSP, en tant que société cotée en bourse, est tenue d'informer publiquement du contenu de l'ensemble de son portefeuille immobilier, de même que les lieux d'implantation de chaque immeuble qu'elle possède. Nous avons regroupé l'ensemble de ces données dans les annexes à la fin de ce document. Celles-ci comprennent ainsi la localisation de chaque immeuble au 30 septembre 2007, sa surface locative, sa date de construction et rénovation, de même que des cartes géographiques situant les objets immobiliers au sein de leurs régions d'implantations respectives.

3.7.2. Eléments déterminants du point de vue foncier

La stratégie financière est l'élément déterminant pour le développement de la stratégie foncière et immobilière. Globalement les contraintes légales (Lex Friedrich/Lex Koller³²) s'appliquent en matière d'acquisition de biens immobiliers résidentiels, qui restent cependant très marginaux pour PSP et qui ne constituent pas, comme nous allons le voir plus loin, son cœur de cible. A part cet élément, peu de contraintes externes ont été relevées en cours d'entretien.

3.7.3. Types de produits

PSP focalise sa stratégie immobilière exclusivement sur de l'immobilier commercial, c'est-à-dire les immeubles et les biens-fonds nécessaires aux entreprises pour exploiter des activités administratives (bureaux) ou de commerce (surfaces de vente, logistique, restaurants, etc.). La société n'investi donc pas dans de l'immobilier résidentiel (logements). Les seuls biens de ce type en sa possession sont le résultat d'acquisitions d'immeubles mixtes comprenant, outre des surfaces commerciales, un ou plusieurs logements. Dans ce cas, si elle ne parvient pas à modifier l'affectation de ces logements, elle les conserve en tant qu'activité marginale ou tente de les vendre. La limitation du nombre de logements découle également d'une volonté de PSP de ne pas tomber sous le coup de la Lex Friedrich/Lex Koller qui limiterait les possibilités pour des investisseurs étrangers d'investir dans des titres de la société.

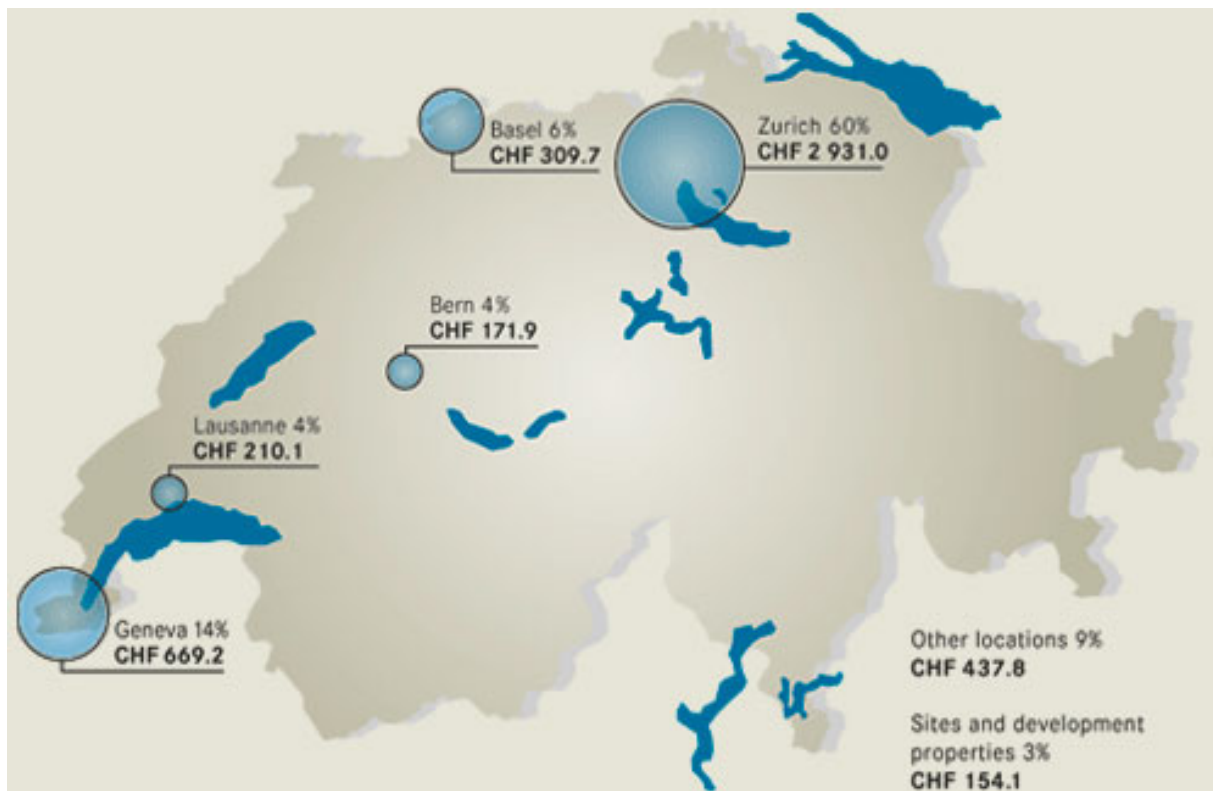
Pour M.Morard, membre de la direction de PSP Management SA et responsable du bureau de Lausanne, les acteurs de l'immobilier indirect se doivent de se spécialiser dans un secteur précis : soit l'immobilier commercial, soit l'immobilier résidentiel. Il estime que dans le cas de portefeuilles mixtes, l'immobilier résidentiel monopolise la plus grande part des ressources de gestion alors qu'il génère la plus modeste part des revenus, alors que les clients commerciaux génèrent la plus grande part des revenus pour une part proportionnellement plus faible de services de gestion. Pour lui, cette dissymétrie tend à desservir les locataires commerciaux au sein de portefeuilles mixtes, dans la mesure où ces derniers doivent indirectement financer les services consacrés aux locataires résidentiels. A cela s'ajoute le fait qu'un certain nombre de pratiques et de normes légales diffèrent dans les deux secteurs : le droit du bail et les contrats n'ont pas les mêmes caractéristiques, de même que les interlocuteurs, les exigences, ou encore le profil des gérants (aspects sociaux, humains, empathiques pour du résidentiel vs. aspects essentiellement techniques et financiers dans le cas de l'immobilier commercial).

³² Loi fédérale sur l'acquisition d'immeubles par des personnes à l'étranger (LFAIE), RS 211.412.41.

3.7.4. Localisation

La stratégie immobilière de PSP focalise ses investissements exclusivement dans les régions de Zurich, Genève, Bâle, Berne et Lausanne. Il s'agit, selon elle, des lieux les plus porteurs et les moins risqués en terme économique, même si ces régions ne sont pas nécessairement les plus rentables financièrement du fait de leur forte attractivité et ses conséquences sur les prix d'acquisition. En terme d'investissement, la région zurichoise constitue le plus grand marché de PSP avec un portefeuille immobilier de 2,93 milliards de francs, soit 60% de la valeur totale de la société. Suivent la région genevoise avec près de 670 millions de francs (14%), la région bâloise avec près de 310 millions de francs (6%), la région lausannoise avec 210 millions de francs (4%) et enfin la région bernoise avec 172 millions de francs (4%). Bien que possédant quelques biens-fonds en dehors de ces régions cibles (438 millions de francs, soit 9%), nous verrons plus loin que PSP vise, après étude, à s'en séparer.

Figure 5 : Etat de la propriété de PSP Swiss Property



(Source : PSP)

Pour accompagner cette stratégie, PSP exploite quatre bureaux régionaux à Lausanne, Genève, Olten et Zurich. Une ouverture à Bâle est envisagée si des opportunités d'acquisitions se présentent. Ces emplacements correspondent aux régions au sein desquelles la société dispose d'immeubles. Ils sont principalement l'héritage des expansions successives et des reprises de portefeuilles qui ont jalonné l'histoire de PSP et du groupe d'assurance ZFS. A titre d'illustration, le bureau genevois est issu du rachat de la compagnie d'assurance La Genevoise par ZFS dans les années 1990. Le portefeuille de départ et les bureaux régionaux associés ont ainsi été conditionnés par la présence territoriale des compagnies d'assurances de l'époque.

PSP estime qu'une présence régionale sur ses sites d'acquisition et de croissance est essentielle, de même qu'une gestion de ses biens-fonds en interne. Ceci permet un suivi plus précis des clients et accélère la capacité de réaction en cas de modifications de leurs besoins. L'objectif étant d'éviter de perdre un client en lui proposant, le cas échéant, des alternatives au sein du portefeuille de PSP. A cela s'ajoute l'importance d'une présence régionale en vue de nouer des réseaux de contacts et ainsi capter les meilleures opportunités d'acquisitions sur le marché. Un ancrage local, notamment à travers les directeurs régionaux, permet à PSP de se profiler comme un partenaire à prendre en compte dans le montage de nouveaux projets. M.Morard cite d'ailleurs le réseau zurichois comme étant le principal vecteur de nouvelles acquisitions, dans la mesure où les directions des plus grandes entreprises suisses se trouvent généralement dans cette ville. Générer un réseau de relations dans les principales villes de Suisse est ainsi un élément central de la politique d'investissement de PSP.

Au niveau de l'entretien des immeubles, PSP dispose encore de quelques concierges auxiliaires (qui exercent parallèlement une autre activité) au niveau local en contrat direct avec elle. Cependant, cette pratique tend à disparaître dans la mesure où les objets immobiliers nouvellement acquis étant d'une taille souvent considérable, un employé à temps partiel, et de surcroît non professionnel, ne peut plus faire face à la quantité de travail que l'entretien de ce type de bâtiment suppose. Les concierges restant sont délégués dans les quelques rares immeubles où il existe encore des logements afin de conserver une proximité avec les locataires. Pour les immeubles commerciaux, la tendance de PSP est actuellement de faire prioritairement appel à des sociétés de « Facility Management »³³, ce qui s'avère à la fois plus flexible pour la société et la décharge des contraintes inhérentes à la gestion des ressources humaines telles que les absences ponctuelles des concierges qu'elle emploie. Avant la vente des activités de gestion pour les tiers, PSP avait plus de 700 concierges sous contrat.

3.7.5. Stratégies

PSP a décomposé son portefeuille en secteurs au sein desquels elle y développe une stratégie particulière en vue de valoriser son patrimoine. Ces trois secteurs sont les suivants :

- a) Les « *immeubles de placement* » ;
- b) Les « *biens-fonds en développement* » ;
- c) Les « *biens-fonds en désinvestissement* ».

Immeubles de placement

En terme d'« immeubles de placement », PSP privilégie, comme nous l'avons évoqué, les régions de Zurich, Genève, Bâle, Berne et Lausanne qui représentent ses marchés d'investissement stratégiques. D'autres régions telles que le Valais sont actuellement exclues, dans la mesure où PSP estime qu'elles sont susceptibles d'être plus affectées par des changements conjoncturels et qu'elles constituent, de ce fait, un risque qui ne coïncide pas avec la stratégie empreinte de prudence que tente de suivre PSP. Au sein des régions sélectionnées, PSP a une vision assez large des communes dans lesquelles elle serait susceptible d'acquérir un immeuble. Ainsi, pour Lausanne ou Genève, c'est l'ensemble de l'arc lémanique qui est considéré. Ceci s'explique notamment par le fait que les clients, parfois internationaux, ont souvent un rapport aux distances plus flexible et envisagent une localisation dans une région telle que l'arc lémanique,

³³ Le « Facility Management » est un mode de gestion qui consiste à regrouper sous une unique responsabilité la gestion des services aux occupants d'un bâtiment et des services techniques qui lui sont liés.

indépendamment de la commune ou des quelques kilomètres de plus ou de moins qui les séparent d'infrastructures telles que l'aéroport.

En terme de type de biens-fonds, PSP évalue un immeuble à partir de la qualité de sa construction, mais aussi par rapport à son emplacement géographique dans les régions sélectionnées. Il doit y avoir une cohérence entre l'immeuble et son environnement. Ainsi, un bâtiment de grande qualité perdra de son attrait dans une zone géographique peu avenante. Ceci est ainsi susceptible d'avoir un impact direct sur l'attractivité du bâtiment aux yeux d'éventuels locataires (p.ex. : un cabinet d'avocats pourra trouver un immeuble à son goût, mais refusera le type d'emplacement proposé, car ne correspondant pas à l'image que cette firme veut véhiculer).

De manière plus spécifique, l'objet type susceptible d'intéresser PSP est un immeuble d'une valeur comprise entre 20 et 100 millions de francs, avec une valeur moyenne de 30 millions de francs. Cela positionne PSP dans le groupe restreint des investisseurs ciblant les biens-fonds les plus onéreux sur le marché suisse, et évitera ainsi à la société la concurrence plus vive qui sévit au sein du marché des biens-fonds d'une valeur inférieure. A l'achat, l'immeuble doit être loué entre 80% et 100%, avec des locataires de premier ordre, et afficher un potentiel de développement du bâtiment lui-même ou du quartier de telle manière à générer une plus value potentielle (développement de la volumétrie du bâtiment par le biais d'une densification, une reconfiguration de l'intérieur du bâtiment, mutation du quartier, etc.). PSP privilégie d'autre part une propriété intégrale de ses biens-fonds.

Biens-fonds en développement

Une équipe de développement spécifique est chargée au sein de PSP de la réalisation du potentiel de création de valeur des biens-fonds en développement qu'elle possède au sein de son portefeuille. Nous traiterons de ce type de biens dans le chapitre consacré aux stratégies d'intervention au niveau de l'aménagement du territoire.

Biens-fonds en désinvestissement

Il s'agit généralement d'objets immobiliers faisant partie d'un lot et qui n'ont que peu ou pas d'intérêt à la lumière de la stratégie de PSP. De manière générale, ces immeubles qui ne correspondent pas à la cible d'investissement sont appelés à être vendus à court ou moyen terme. En vue de maximiser le prix de vente et ainsi dégager une plus value, le service d'« Asset Management » détermine une ligne directrice pour chaque immeuble de ce type avec comme alternative de le vendre le plus rapidement possible s'il constitue un facteur de coûts, ou d'attendre une opportunité de vente dans le cas où l'objet en question aurait un rendement considéré comme acceptable. PSP, dans certaines situations, s'attèle à valoriser ces biens-fonds en désinvestissements en procédant, sans pour autant trop investir de temps et d'argent, à des travaux ou en cherchant des locataires, si possible de premier ordre. Les logements en propriété dans des immeubles neufs sont quant à eux rapidement mis en vente.

PSP se focalise sur l'achat de portefeuilles entiers comprenant un certain nombre de biens-fonds, ne répondant pas nécessairement tous à sa stratégie de base. En effet, les vendeurs potentiels (ex. : Swisscom) sont avant tout intéressés à vendre des lots d'immeubles, leur permettant ainsi de constituer un panachage de biens-fonds à haute valeur ajoutée et d'immeubles de moindre intérêt. Dans ce type de cas, PSP est susceptible d'acquérir l'ensemble du lot, seul ou en association avec un partenaire, pour ensuite se séparer des terrains ou immeubles ne répondant pas à ses critères, ou pour partager le lot avec son éventuel partenaire. La croissance passée et certainement future de

PSP passe par l'achat de ces importants lots de biens-fonds pour lesquels seul un nombre limité d'investisseurs immobiliers sont à même de financer la reprise. A défaut d'opportunités d'acquisition de portefeuilles entiers, PSP procède parfois à des achats ponctuels de biens-fonds.

En terme de sélection d'immeubles, outre les éléments déjà mentionnés, PSP focalise particulièrement son attention sur des portefeuilles pour lesquels il est possible de dégager une plus value. En d'autres termes, PSP n'est que peu intéressée à l'acquisition de biens-fonds dans un état parfait, permettant d'encaisser des loyers élevés. La raison est la suivante : ce type d'objets sont relativement onéreux à l'achat et n'ont qu'un potentiel d'amélioration limité. PSP concentre donc ses acquisitions sur des immeubles qui affichent un certain potentiel de valorisation. Ainsi, lors de la vente du portefeuille immobilier de Swisscom, PSP s'est concentré sur l'achat du lot B, contenant un nombre plus élevé d'immeubles hétérogènes mais pour lesquels la société estimait pouvoir en tirer une plus value moyennant quelques transformations, réaménagements, et application plus rigoureuse des conditions contractuelles envers les preneurs de baux³⁴. Le lot A, contenant des immeubles mieux cotés et encaissant des loyers plus élevés, a été cédé par Swisscom à la société concurrente Swiss Prime Site (SPS) qui, quant à elle, focalise sa stratégie sur des immeubles de première catégorie, dégageant un bon rendement mais dont le potentiel d'amélioration est plus réduit.

3.8. Le rôle des locataires

Il est intéressant de relever que le rôle des locataires, dans le domaine de l'immobilier commercial, est une composante essentielle de la valorisation du portefeuille d'une société immobilière. La qualité des preneurs de baux est ainsi évaluée au sein de la profession à l'aide, ici aussi, de formes de rating. Ainsi, à titre d'illustration, une grande multinationale (p.ex. : Deutsche Bank, Google, etc.) obtiendra, en tant que locataire, la meilleure note (AAA) du fait de sa solidité financière potentielle et de l'image de prestige qu'elle va diffuser au sein du bâtiment qu'elle va occuper. A l'autre bout de l'échelle, parmi les locataires commerciaux les moins cotés, on trouvera les restaurants qui affichent un potentiel de risque plus important.

Outre cette première particularité, l'immobilier commercial a pour caractéristique de confier généralement l'aménagement des surfaces louées à la charge des preneurs de baux. Le rôle de la société immobilière se limitant ainsi à fournir une surface que le locataire aménagera à sa convenance.

Enfin, en plus de la qualité des preneurs de baux, la durée des contrats de location est une composante essentielle dans la valorisation d'un bien-fonds. Plus les baux auront été signés pour de longues durées, plus l'immeuble aura de valeur sur le marché. On comprend ainsi que PSP, lorsqu'elle tente de se séparer d'un immeuble ne correspondant plus à sa stratégie, tente de trouver un locataire disposé à signer un bail à long terme en vue de valoriser l'objet en phase de vente.

Dans un certain nombre de cas, lors du montage de projet en vue de développer un nouvel immeuble, la présence ou non d'un futur locataire s'engageant à l'avance sur un bail de longue durée déterminera la pertinence d'un investissement pour une société immobilière telle que PSP. Ainsi, pour la plupart des nouveaux projets d'immobilier commercial, le promoteur devra

³⁴ Cette démarche a permis, dans certains cas, d'augmenter le montant des loyers à encaisser, notamment lorsque l'évolution de celui-ci était en partie indexée sur le chiffre d'affaire du commerce titulaire du bail.

impérativement proposer un futur locataire, si possible de premier ordre, pour intéresser les investisseurs.

Il est intéressant de relever que lors de la fusion PSP/REG Real Estate Group, la nouvelle société ainsi créée s'est retrouvée avec un nombre important de locataires actifs dans le domaine de la restauration, issus des relations qu'entretenaient les groupes brassicoles à l'origine de REG avec leurs clients restaurateurs. Les acquisitions de l'époque étaient en partie déterminées en fonction des possibilités de vente de bière qui se présentaient, le bien-fonds devenant ici un instrument commercial à part entière. Ainsi le groupe brassicole bénéficiait d'une clientèle de restaurateurs captive louant les locaux qu'il leur mettait à disposition. PSP a ainsi été confronté au résultat de la politique commerciale de l'industrie à l'origine du portefeuille immobilier intégré, alors même que sa propre stratégie visait à éviter des preneurs de baux aussi risqués que les restaurants. Cette intégration a nécessité une adaptation de la stratégie de départ en vue d'intégrer le risque que représentait ce type de locataire. Idem lors de l'acquisition du portefeuille immobilier de Swisscom qui intégrait des locataires issus des milieux administratifs, artisanaux ou encore industriels et qui a nécessité du point de vue de PSP de devoir traiter des demandes d'acteurs économiques avec lesquels elle n'avait pas l'habitude de travailler jusqu'alors. A titre d'illustration, le cas typique étant un restaurateur sollicitant une réduction de son loyer au vu de la faible rentabilité dégagée par son activité. Dans ce cas, PSP a dû se munir de nouvelles compétences en matière de gestion de restaurant en vue de déterminer le caractère légitime ou non de la doléance de son preneur de bail.

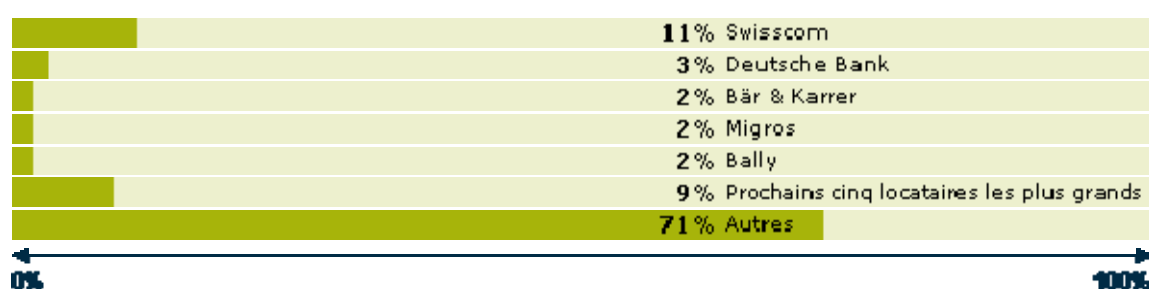
L'une des tendances actuelles dans la relation avec les locataires est le développement de *configurations d'acteurs quadripartites* incluant une *entreprise générale*, un *vendeur de terrain*, une *société immobilière* ou un *fonds immobilier* et un *locataire*. Dans ce système, le locataire fait état de ses besoins à une entreprise générale qui va élaborer un projet complet depuis l'identification du terrain jusqu'à la conception et la construction d'un immeuble répondant aux exigences de ce locataire, puis va chercher un investisseur immobilier telle qu'une société immobilière afin qu'elle finance l'achat du terrain et la réalisation du nouvel immeuble en échange d'un contrat de longue durée avec le locataire demandeur. Les risques sont ainsi limités pour la société immobilière qui peut compter sur un engagement à long terme de la part du preneur de bail. Ce dernier n'a quant à lui pas besoin de mobiliser une somme importante en vue de l'achat de son immeuble tout en conservant un *droit d'usage à long terme*. Enfin, le vendeur du terrain et l'entreprise générale sont assurés d'être payés pour l'acquisition du bien-fonds et la réalisation de l'immeuble. Cette démarche peut, d'une certaine manière, rappeler le système du *leasing* appliqué à de l'immobilier, où le *droit d'usage* est au centre de la transaction, en lieu et place du *droit de propriété*.

De manière générale, PSP estime que le locataire est le groupe d'acteur le plus important après les actionnaires, dans la mesure où, comme nous l'avons mentionné, il contribue de manière déterminante à la valeur du portefeuille. A cela s'ajoute le fait qu'une part non négligeable du potentiel de relocation provient du propre parc de locataires de PSP. La vente de l'activité de gestion d'immeubles pour des tiers en 2007 a d'ailleurs trouvé l'une de ses justifications dans le fait que PSP a estimé qu'elle passait trop de temps à s'occuper des locataires des autres au lieu des siens. Il semblerait que, contrairement au secteur de l'immobilier résidentiel, le rapport de force dans l'immobilier commercial se trouve ici plutôt dans le camp des locataires. Ceci peut s'expliquer par le fait que le secteur de l'immobilier commercial fait face à des taux de vacance sensiblement plus élevés (en moyenne 8 à 13%) que dans l'immobilier résidentiel pour lequel le

taux de biens vacants a atteint, dans la plupart des villes suisses, le seuil de pénurie (<1%)³⁵. On peut d'autre part émettre l'hypothèse que les entreprises s'avèrent beaucoup plus mobiles et sont susceptibles de définir leur réimplantations par rapport à des paramètres exogènes à l'immobilier tels que la charge fiscale, la stabilité politique et économique, l'accès à du personnel qualifié, les facilités administratives, ou encore la qualité des infrastructures adjacentes, etc. Ceci n'est pas nécessairement le cas des locataires résidentiels, moins mobiles, qui sont, avant toutes autres considérations, attachés à une certaine qualité de vie et à un environnement attractif.

La conjonction de ces différents éléments peut expliquer en quoi le locataire semble, dans le cas de l'immobilier commercial, disposer d'un levier d'influence plus grand sur le propriétaire de l'immeuble dans lequel il a établi ses locaux.

Figure 6 : Principaux locataires de PSP Swiss Property au 31.12.2007



(Source : PSP)

3.9. Stratégies d'interventions au niveau de l'aménagement du territoire

De manière générale, PSP est favorable aux initiatives de densification, mais regrette le caractère « rigide » des procédures administratives. Elle estime nécessaire une plus grande flexibilisation des plans et règlements de zones en vue de favoriser le montage de projets « attractifs » dans les villes. Elle souligne d'autre part le caractère souvent empreint de « lenteurs » des procédures de modification des PPA et des plans de quartier qui sont souvent en inadéquation avec les besoins des investisseurs tels que les sociétés immobilières.

En terme de développement urbain, PSP se focalise sur des projets mixtes associant de l'habitat, des locaux administratifs, de même que des surfaces commerciales. A ce titre, la société possède actuellement pour 300 à 400 millions de francs de « zones de développement », qui découlent de sa fusion avec la société REG Real Estate Group, propriétaire de l'ensemble des actifs immobiliers du groupe Feldschlösschen-Hürlimann Holding AG. Ces anciens terrains industriels, dévolus à l'époque aux activités brassicoles, constituent à l'heure actuelle des friches industrielles en cours d'aménagement. Ainsi, à Zurich, PSP a développé le « Hürlimann Areal » au centre-ville, à proximité de la Bahnhofstrasse. Il s'agit d'un ensemble mixte s'étendant sur une superficie de 64'000 m² composé de bureaux, de commerces et de logements, dont une partie de l'architecture du complexe industriel des anciennes usines Hürlimann a été conservé. Ce type de démarche permet, d'une certaine mesure, de conserver une trace, aussi infime soit elle, du passé industriel de certaines villes et contribue ainsi, même modestement, à une mixité architecturale des espaces urbains.

³⁵ Etat à fin septembre 2008.

Figure 7 : Plan du site « Hürlimann Areal » à Zurich



(Source : PSP)

A Berne, l'ancienne fabrique Gurten, sur les hauteurs de Berne, fait aussi partie du portefeuille de PSP suite à sa fusion avec REG. Cette friche industrielle, elle aussi liée aux activités brassicoles, était à l'origine vouée à la vente. Devant la pénurie de biens-fonds sur le marché, PSP a pris la décision d'utiliser cette forme de réserve foncière pour y développer elle-même un projet.

A l'heure actuelle, le plan de quartier ainsi que le permis de construire ont été délivrés. Il y est prévu d'y mener des travaux de démolition et construction, rénovations, transformations et restaurations des immeubles existants, à l'image de ce qui a déjà été réalisé dans le cas de l'« Hürlimann Areal ».

Figure 8 : Plan du site du « Gurten » à Berne



(Source : PSP)

Dans la région de Bâle, à Rheinfelden, sur un ancien site brassicole de Cardinal, PSP compte développer un projet immobilier mixte sur une parcelle de 54'000 m² qui devrait faire le lien entre la vieille ville et les quartiers environnants.

Figure 9 : Plan du site de Rheinfelden dans la région bâloise



(Source : PSP)

Au vu de ce qui précède, on constate que PSP est un acteur majeur du réaménagement des friches industrielles dans les plus grandes villes de Suisse alémanique, bien que la société n'ait pas de stratégie particulière d'acquisition de sites de ce type. Cette situation, selon PSP, relève plus de l'opportunité offerte par des terrains déjà en leur possession qu'une réelle intention de développer ce type d'initiatives. La séparation de l'immobilier des activités proprement industrielles ont permis à certains groupes de se spécialiser dans leur cœur de métier (p.ex : fabrication de Bière, industrie des machines, etc.) en revendant les terrains et immeubles de leurs anciens sites industriels situés au sein des villes et devenus inadaptés à l'évolution de leurs activités. Outre ce que nous avons présenté dans le cas de PSP, on peut relever que la société immobilière concurrente qu'est SPS a elle aussi procédé à l'acquisition de plus petites sociétés immobilières, émanations de groupes industriels. C'est ainsi qu'elle a pu mettre la main sur les friches industrielles de l'entreprise zurichoise Maag (un projet de tour de 36 étages, la Swiss Prime Tower, accompagné de bâtiments annexes est d'ailleurs en cours de construction sur l'un de ces terrains à Zurich) ou encore sur les terrains de l'ancienne usine de papier Sihl à Zurich, en y développant le grand complexe commercial « Sihlcity » (SPS 2006-2008). D'autres groupes industriels ont conservé, pour l'heure, des entreprises immobilières en leur sein, à l'image de Sulzer qui, par l'intermédiaire de sa filiale Sulzer Immobilien AG, développe ses anciennes friches, notamment dans la ville de Winterthur avec la « Sulzerareal Winterthur Stadt ».

Le transfert du patrimoine foncier et immobilier dans des sociétés ou des fonds *ad hoc*, uniquement orientées vers le contrôle de la propriété formelle et la gestion de ces biens-fonds, semble constituer une tendance lourde et fondamentale au niveau de certains grands propriétaires à l'image des entreprises industrielles, technologiques ou financières. En faisant un parallèle entre ce phénomène et celui de la délocalisation croissante au niveau mondial de toutes ou parties des fonctions de certaines entreprises, on peut faire l'hypothèse que l'ancrage géographique que

constitue la propriété de biens-fonds à usage administratif ou industriel tend à céder la place à l'acquisition de simples droits d'usage (location à plus ou moins long terme), beaucoup plus flexibles, permettant aux entreprises de faire fi, de manière simple et rapide, de leur ancrage territorial en cas de redéfinition des lieux d'implantation de leurs activités. Lorsque certaines entreprises conservent la propriété d'une société immobilière externalisée, on peut émettre l'hypothèse que le patrimoine foncier et immobilier est, dans ce cas, susceptible de constituer une réserve financière mobilisable – par le biais d'une vente – en cas de besoin.

3.10. Stratégies politiques ou de lobbying

Ponctuellement, lorsque PSP a la possibilité de participer à un projet immobilier totalement ficelé, elle peut être amenée à entrer en discussion avec une commune en vue de tenter d'infléchir la politique de zonage sur la parcelle qui l'intéresse. Au dire de la société, ce type de démarche reste néanmoins marginale.

En terme de participation à des organisations professionnelles ou de lobbying, PSP a récemment fait un inventaire de l'ensemble de ses engagements en la matière. Il s'avère que la société elle-même n'est pas nécessairement membre à part entière des diverses organisations. Elle n'a d'ailleurs pour l'heure pas de stratégie nationale allant dans ce sens. Elle y assure une participation à travers ses cadres régionaux qui la représentent au sein d'associations professionnelles telles que :

L'Association suisse de l'économie immobilière (SVIT) qui défend les intérêts des milieux immobiliers et représente les prestataires professionnels de services dans des secteurs tels que la vente, la gérance, l'estimation ou le conseil.

La *Hauseigentümerversand Schweiz (HEV)* qui représente 282'000 propriétaires fonciers en Suisse et qui mène des activités de lobbying au niveau fédéral en matière d'aménagement du territoire, de fiscalité, etc. Elle fournit aussi un certain nombre de services de conseil à ses membres.

La *chambre vaudoise du commerce et de l'industrie (CVCI)* qui, pour PSP, favorise la pratique du « réseautage » en Suisse romande en vue d'être informé sur les besoins de certaines entreprises. Il s'agit ici d'être en lien direct avec des clients actuels ou futurs de PSP.

Avenir Suisse, « think-tank » financé par les plus grandes entreprises suisses et qui produit des documents et des prises de position diffusant une perspective néolibérale du monde et de la société. Le directeur de PSP en fait partie.

M.Morard voit un « potentiel d'optimisation » dans ces diverses participations à des associations ou organisations professionnelles, avec une nécessité de définir quels publics PSP veut toucher et en quoi chaque adhésion est susceptible d'apporter quelque chose à PSP. Une politique de sélection des affiliations au niveau du groupe pourrait être mise en place, avec une priorisation des participations.

3.11. Stratégie de durabilité

PSP est actuellement dans une phase de réflexion embryonnaire quant à un projet de labellisation écologique de quelques immeubles du portefeuille. Cela répond à une demande de certains

locataires intéressés à l'« étiquette énergétique »³⁶ du bâtiment qu'ils occupent. Cette préoccupation découle directement du discours sur la durabilité de certaines entreprises, en particuliers des multinationales, généralement propagé à travers la constitution d'un rapport spécifique à l'usage des investisseurs, et regroupant les initiatives de l'entreprise en terme de « développement durable ». PSP semble estimer que ses immeubles se doivent de rester attractifs pour ce type de locataire dont la solvabilité les place parmi les plus convoités par les grands propriétaires immobiliers. Les discussions portent sur l'adoption d'un label existant (ex. : Minergie) ou la création d'un label propre dont les garanties seraient définies par PSP elle-même. Cette démarche passerait pour PSP par une évaluation du potentiel, essentiellement en terme d'efficacité énergétique, de chaque immeuble susceptible d'intéresser un locataire, puis d'investir certains montants en vue d'améliorer l'étiquette énergétique des immeubles les plus prometteurs.

Cette démarche peut être assimilée à une déclinaison supplémentaire de la stratégie que mène PSP en terme d'activation de la plus value des immeubles qu'elle détient dans son portefeuille. La stratégie de durabilité étant ici essentiellement perçue comme un facteur de diminution du risque de vacances (immeubles plus attractifs pour des locataires de première qualité) et d'augmentation potentielle du rendement (loyers plus élevés dans la mesure où le bâtiment apporte une plus value en terme d'image au locataire). C'est donc une *vision essentiellement utilitariste* de la durabilité écologique qui est ainsi considérée. A noter que si, pour l'heure, peu de démarches en terme de durabilité écologique sont menées au niveau des biens-fonds actuellement en portefeuille, PSP intègre de telles composantes pour ses projets en cours de construction ou pour ses futures acquisitions. Elle s'assure ainsi que la plupart des nouveaux immeubles soient construits selon les normes « Minergie » ou « Minergie P », de même qu'elle tend à prendre en compte les aspects de mobilité en accordant une place à l'accessibilité en transports en commun (type de transport et qualité de la desserte) lors du choix du terrain en vue d'une implantation. De manière générale, on constate que c'est avant tout le type de demande des locataires commerciaux qui oriente les critères de sélection des biens-fonds d'une société immobilière telle que PSP. L'actuelle tendance des entreprises clientes à afficher une stratégie – réelle ou factice – de durabilité écologique n'est ainsi pas étrangère à l'orientation actuelle prise par PSP.

3.12. Evolution des stratégies dans le temps

Au vu de ce qui précède, deux étapes principales se dégagent au niveau de l'évolution de la stratégie de PSP au niveau de l'immobilier :

La première étape a consisté en la multiplication des acquisitions en vue de construire un portefeuille susceptible d'atteindre une certaine masse critique. La société est ainsi passée d'un portefeuille d'une valeur d'un milliard de francs à l'époque du transfert de certains immeubles de ZFS et de son introduction en bourse au début des années 2000, à un portefeuille d'une valeur de près de 5 milliards de francs en 2007. Selon M.Morard, cette politique d'expansion a été marquée du sceau de l'ancien dirigeant de la société et consistait en une sélection extrêmement stricte des immeubles. On peut relever que ce dirigeant, Fritz Jörg, a un parcours de pur professionnel de l'immobilier. Après un apprentissage de dessinateur en bâtiment, il s'est spécialisé dans la régie et dans le courtage en immeubles. En avril 2007, un nouveau directeur lui a succédé en la personne de Luciano Gabriel qui a, quant à lui, un pur profil de financier. Après des études d'économie

³⁶ A l'image de l'étiquette énergétique apposée sur les appareils électroniques ou les véhicules automobiles informant le consommateur sur la consommation et le rendement énergétique ou les émissions de CO₂.

d'entreprise, il a occupé des postes à la direction des finances d'UBS et au sein du groupe Zurich Financial Services. C'est d'ailleurs en tant que directeur financier qu'il est entré au sein de PSP.

Ce changement de profil a eu un impact direct sur la réorientation de la stratégie foncière et immobilière de PSP, dans la mesure où l'arrivée de ce nouveau directeur a eu pour effet d'élargir le type de biens susceptibles d'intéresser la société. On passe ainsi d'une stratégie marquée par une forte orthodoxie, à une stratégie plus souple et ouverte à des opportunités pouvant se présenter sur le marché. On peut faire l'hypothèse que cette nouvelle stratégie, si elle est susceptible de générer des rendements ou plus values supérieures, est aussi empreinte d'un peu plus de risque pour la société.

La seconde étape est liée à l'état relativement asséché du marché actuel et des prix souvent trop élevés des objets immobiliers qui limitent les possibilités d'acquisition pour une société telle que PSP. Cette situation l'a mené à se concentrer sur son propre portefeuille en tentant de déterminer quels relais de croissance elle pouvait tirer en interne. Si la réactivation de réserves de densité a déjà par le passé été utilisée par PSP, celles-ci sont actuellement prises en compte de manière plus systématique en vue de faire évoluer la valeur du portefeuille.

4. Le Fonds Immobilier Romand (FIR)³⁷

4.1. Description générale

Le Fonds Immobilier Romand (FIR) est un *fonds de placement immobilier* créé en 1954. Il est l'un des plus anciens fonds immobilier en Europe. La structure actuelle est le résultat de la fusion, en 2002, des fonds immobiliers FIR (ancien), FIR 1970 et Clair-Logis, qui étaient tous gérés par la société GEP SA (Société pour la Gestion de Placements Collectifs). Fondée en 1953, cette entité externe d'administration de fonds de placement immobilier appartient, depuis les années 1960, à la Banque cantonale vaudoise (BCV). Cette dernière fait d'ailleurs aussi office de banque dépositaire³⁸ pour le FIR.

Le patrimoine du FIR est composé d'une centaine d'immeubles d'habitation, pour une valeur actuelle de plus de 600 millions de francs suisses. Les immeubles sont exclusivement situés en Suisse romande. Le FIR est donc un acteur essentiellement régional.

Selon son promoteur GEP SA, le FIR s'adresse principalement « aux investisseurs privés et institutionnels qui : souhaitent s'engager sur le marché immobilier romand; désirent un revenu régulier; ont un horizon de placement à long terme; veulent bénéficier des avantages d'une gestion professionnelle » (Site Internet FIR « Portrait » 2008).

4.2. Forme juridique

Le FIR, en tant que fonds immobilier, est un placement collectif ouvert³⁹ (art. 58) au sens de la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (LPCC)⁴⁰ ; ses parts peuvent donc être acquises par tout type d'investisseur qu'il soit privé ou institutionnel. Il est directement placé sous le contrôle de la Commission fédérale des banques (CFB) (LPCC, art. 132) qui autorise la commercialisation des fonds, en valide les comptes et le règlement de placement.

Selon la LPCC, les fonds immobiliers peuvent effectuer des placements dans des objets répondant aux caractéristiques suivantes (art. 59) : « 1) immeubles et leurs accessoires; 2) dans des participations à des sociétés immobilières dont le but est uniquement l'acquisition et la vente, ou la location et le bail à ferme de leurs immeubles et dans des créances contre de telles sociétés, pour autant que le fonds immobilier détienne au moins deux tiers de leur capital et des voix; 3) dans des parts d'autres fonds immobiliers ainsi que de sociétés d'investissement immobilier cotées en bourse jusqu'à concurrence de 25 % de la fortune totale du fonds; 4) dans des valeurs immobilières étrangères si leur valeur peut être évaluée de manière satisfaisante ». A noter que la copropriété

³⁷ Une grande partie des informations contenues dans ce chapitre nous ont été communiquées lors d'un entretien le 28 janvier 2008 à Lausanne avec M. Bruno de Siebenthal, directeur général et administrateur délégué du Fonds Immobilier Romand (FIR). Nous lui adressons ici nos remerciements pour le temps qu'il nous a consacré.

³⁸ Une banque dépositaire se charge de différentes opérations : elle conserve les titres (p.ex. : actions de sous-sociétés immobilières, cédulas hypothécaires, etc.), calcule la valeur des parts du fonds, procède à la livraisons de titres aux investisseurs, supervise les opérations effectuées et veille à ce que ces opérations soient compatibles avec la politique d'investissement du fonds telle qu'elle est définie dans le prospectus d'émission, de même qu'elle coordonne la distribution des dividendes (LPCC, art. 73).

³⁹ On parle de placement collectif ouvert lorsqu'il donne à l'investisseur un droit direct ou indirect au remboursement de ses parts à la valeur nette d'inventaire à la charge de la fortune collective (LPCC, art. 8).

⁴⁰ Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (LPCC), RS 951.31.

d'immeubles est autorisée pour autant que la direction ou le fonds soient en mesure d'exercer une influence dominante.

Les fonds de placement immobilier doivent en outre, selon l'art. 60, « conserver une part adéquate de la fortune collective sous forme de valeurs mobilières à court terme servant un intérêt fixe ou sous forme d'autres avoirs disponibles à court terme », en vue de pouvoir répondre aux éventuelles demandes de remboursement des investisseurs, sans pour autant devoir se défaire dans la précipitation d'objets immobiliers dont le processus de vente est généralement long. A cela s'ajoute le fait que l'investisseur désireux de se défaire de ses parts en les faisant racheter par le fonds devra annoncer son intention avec un préavis de 12 mois, laissant le temps à la direction de ce fonds de prendre ses dispositions (art. 66). A noter que ce type de cas est rare, dans la mesure où les fonds immobiliers sont, dans leur grande majorité, cotés en bourse et que les achats/ventes s'opèrent directement entre investisseurs sur une place boursière.

On constate ainsi que le cadre juridique qui régit les fonds immobiliers est plus restrictif que le CO auquel sont soumises les sociétés immobilières cotées en bourse. La LPCC inclut en effet des instruments qui orientent la stratégie des fonds (diversification), de même qu'elle tend à protéger le patrimoine du fonds des éventuels excès d'imprudence des gestionnaires (liste exhaustive des types d'investissements autorisés), ou des éventuels mouvements de panique des investisseurs qui seraient tentés de se faire racheter leurs parts par le fonds lui-même (conservation de liquidité rapidement mobilisables, préavis de 12 mois).

4.3. Les différentes entités de base du FIR

Contrairement à d'autres fonds immobiliers, le FIR ne possède que cinq immeubles en direct. L'ensemble des autres objets en sa possession sont contrôlés par le biais de sociétés immobilières (SI) organisées sous forme de sociétés anonymes (SA)⁴¹. Selon cette organisation, le FIR ne possède ainsi pas directement les immeubles, mais uniquement les valeurs mobilières (actions) des SI qui, elles-mêmes, possèdent directement les immeubles (FIR, 2007 : 13-16). Ainsi, le patrimoine immobilier du FIR est décomposé en plusieurs dizaines de SI, juridiquement et fiscalement indépendantes du fonds. L'immeuble y est inscrit à la valeur comptable, c'est-à-dire celle que l'immeuble avait lors de la fondation de la société immobilière. Lorsque celle-ci a été formée dans les années soixante, la valeur inscrite y est très largement inférieure à la valeur actuelle sur le marché. Cet écart se creuse généralement d'année en année avec l'augmentation du prix de l'immobilier. En cas de dissolution de la société immobilière, l'immeuble sera alors vendu au prix du marché et la différence entre la valeur comptable et le prix de vente sera considérée par les autorités fiscales comme un bénéfice. Il faut d'autre part préciser que dans le cas d'un immeuble au sein d'une SI, les banques exigent plus de garanties lors d'une demande de financement, dans la mesure où les actions de la SI sont considérées comme des sûretés de moindre qualité. La constitution d'une grande partie des SI date de l'époque où le Code civil (CC⁴²) ne réglait pas les questions de copropriété ; les actions de la société permettaient alors de se répartir le capital en lieu et place des parts de copropriété. Pour M. de Siebenthal, directeur général et administrateur délégué du FIR, peu d'acteurs sur le marché sont intéressés à acheter des SI, raison pour laquelle le FIR peut bénéficier de bonnes opportunités. Les immeubles en SI sont d'autre part

⁴¹ Voir annexe 7.2.

⁴² Code civil suisse (CC), RS 210.

moins valorisés qu'en propriété directe, car ils sont imposés deux fois : une fois au sein de la SI et une seconde fois en cas de versement de dividende au fonds propriétaire.

Une future loi sur les fusions de sociétés devrait permettre au FIR de regrouper certaines sociétés immobilières en vue de simplifier sa structure, avec comme objectif de n'avoir plus qu'une SI par canton. Il est intéressant de noter que la loi fédérale sur l'impôt fédéral direct (LIFD)⁴³ offrait une substantielle réduction d'impôt (-75%) en cas de dissolution d'une SI et du transfert de l'immeuble directement au propriétaire avant 2003. Alors que certains fonds à l'image de Solvalor 61⁴⁴ en juillet 1998 ont dissout leurs SI pour détenir leurs biens-fonds en propre, cette incitation n'a pas modifié la manière de faire du FIR. Une dissolution de ses SI aurait entraîné une charge fiscale trop importante pour le fonds. Cette incitation a surtout profité aux propriétaires privés qui, grâce à des SI, bénéficiaient antérieurement d'avantages fiscaux que les autorités fiscales voulaient voir disparaître. Dans le même temps, l'un des effets de cette mesure a été de réduire l'anonymisation des propriétaires, qui doivent, sous le régime de la propriété directe, afficher leur identité dans le registre foncier, alors qu'il est particulièrement difficile de déterminer le nom de l'ayant droit réel lorsqu'un bien-fonds est contrôlé par le biais d'une société immobilière (contrôle indirect). Enfin, le mode de détention en direct permet de faire passer le taux de l'impôt sur le bénéfice de plus de 40% à moins de 15% ; dans ce cas le fonds paie l'entier de la charge fiscale, les détenteurs de parts (investisseurs) étant dispensés de l'impôt sur la fortune et sur le revenu⁴⁵. Au vu de ce qui précède, on peut souligner le fait que si le fonds de placement ne possède, selon le droit suisse, pas de personnalité juridique propre, les fonds immobiliers avec propriété foncière directe sont soumis à un régime particulier qui en font des sujets fiscaux à part entière selon la LIFD⁴⁶.

4.4. Description des organes

Selon la LPCC, les organes du FIR sont la direction, la banque dépositaire, l'organe de révision et les experts indépendants.

La direction du fonds est exercée par la société GEP SA, et plus particulièrement par un directeur général (B. de Siebenthal) et un directeur (S. De Pari). GEP SA est dotée d'un conseil d'administration est composé de cinq membres : le directeur général de la Banque cantonale vaudoise (BCV) (A. Achard), un administrateur indépendant (K. Oesch), un administrateur délégué (B. de Siebenthal), le directeur général des Retraites populaires (C. Richard), et un avocat (G. Sutter).

La banque dépositaire est la Banque cantonale vaudoise (BCV).

L'organe de révision est KPMG SA à Genève, alors que le portefeuille immobilier est évalué sur une base annuelle par le Centre d'Information et de Formation Immobilières SA (CIFI) à Zurich

⁴³ Loi fédérale sur l'impôt fédéral direct (LIFD), RS 642.11, art. 207.

⁴⁴ Solvalor 61 est l'un des principaux fonds de placement immobilier actif en Suisse romande, avec un portefeuille immobilier de près de 600 mio de francs à fin 2007 (Solvalor 61 2007).

⁴⁵ Il est intéressant de relever que l'ensemble des nouveaux fonds de placement immobilier lancés sur le marché depuis 2005 et ouverts à l'ensemble des investisseurs sont gérés sous le régime de la propriété directe (p.ex. : Dynamic Real Estate Funds, Bonhôte Immobilier, Credit Suisse Real Estate Fund LivingPlus, Procimmo Swiss Commercial Fund, Realstone Swiss Property, etc.). Avant 2005, Solvalor 61 était le seul fonds de placement suisse à détenir ses biens-fonds en direct. Il est d'ailleurs, à notre connaissance, le seul ancien fonds de placement immobilier ayant converti dès 1998 son portefeuille du régime indirect au régime direct ; les nouveaux fonds cités plus haut ayant tous débuté leur activité en régime direct.

⁴⁶ Loi fédérale sur l'impôt fédéral direct (LIFD), RS 642.11, art. 66 al. 3.

qui agit en tant que bureau de conseil, en association avec deux experts indépendants (un expert immobilier et un architecte) (FIR, 2007 : 2).

Il est intéressant de relever le fait que la BCV semble être un acteur central dans la gestion (non opérationnelle) et l'administration du FIR, dans la mesure où elle est propriétaire du gestionnaire du fonds (GEP SA) et dispose à ce titre d'un administrateur au sein de cette société, mais elle remplit aussi la fonction de banque dépositaire, censée, entre autre, contrôler le respect de la loi et des règlements auxquels le FIR est soumis. Précisons enfin que la banque dépositaire doit conserver une indépendance par rapport au fonds pour lequel elle assure cette fonction, raison pour laquelle elle n'a qu'un représentant au conseil d'administration de GEP SA. D'autre part, « la direction, la banque dépositaire ainsi que leurs mandataires et les personnes physiques ou morales qui leur sont proches ne peuvent pas acquérir de valeurs immobilières du fonds immobilier ou en céder à ce dernier » (LPCC, art. 63 al.2), ceci afin d'éviter tout conflit d'intérêt dans la détermination du prix d'achat ou de vente des bien-fonds. A noter que cette contrainte n'existe pas dans le cas d'une société immobilière, où la direction et les collaborateurs peuvent librement acquérir des actions. Pour une société telle que PSP, un plan d'intéressement en actions est d'ailleurs l'une des composantes de la rémunération des membres de la direction (PSP 2008 : 40, 57, 67). Les traditionnels risques de conflits d'intérêts (intérêts personnels vs. intérêts de la communauté des actionnaires, maximisation des profits en cours de mandat vs. gestion patrimoniale à long terme, etc.) souvent évoqués dans ce type de cas peuvent, ici aussi, être mentionnés.

4.5. Mode d'évaluation des immeubles

A l'image de la plupart des fonds de placement immobilier et sociétés immobilières, et en vertu des normes comptables applicables⁴⁷ à ces entités, la méthode d'évaluation des immeubles est le « Discounted Cash Flow » (DCF), qui vise à calculer la valeur vénale d'un bien-fonds en se basant sur une prévision à dix ans de ses recettes et dépenses futures. Cette réévaluation régulière par des experts indépendants constitue d'ailleurs une obligation légale des fonds immobiliers cotés à la bourse suisse. Il est d'ailleurs intéressant de relever que la forte fréquence de ces évaluations vient en contradiction avec les caractéristiques traditionnelles d'investissement à long terme qui ont longtemps été associées à l'immobilier. La méthode et ses principaux enjeux ont été précédemment discutés dans le chapitre 3.5 « Mode d'évaluation des immeubles » dans le cas de PSP Swiss Property. Ces explications peuvent s'appliquer par analogie aux fonds de placement immobilier. Le lecteur s'y référera pour plus d'informations.

4.6. Description des procédures décisionnelles internes

Les projets d'acquisition sont directement étudiés par la direction du FIR. Si le dossier répond aux critères d'investissement du fonds, la direction organise une visite en compagnie du collège d'experts. Au terme de cette visite, un préavis est formulé par ces derniers. Une expertise est ensuite menée pour analyser l'état du bien-fonds, ses perspectives de rentabilité et la qualité de son emplacement. L'expertise est ensuite transmise au conseil d'administration qui prend la décision finale d'achat.

⁴⁷ Dont l'IAS 40 qui règle les questions d'évaluation comptable de biens fonciers et immobiliers.

Les propositions d'acquisition parviennent au FIR principalement par le biais de courtiers, de gérances, de promoteurs, ou entreprises générales de construction. Plus rarement, certaines communes contactent directement le FIR, ou sont contactées par lui, en vue de discuter du développement de parcelles constructibles.

4.7. Stratégies foncières et immobilières

Les grandes lignes de la stratégie foncière et immobilière du FIR sont définies par la société en ces quelques slogans : « Investir dans la proximité, 50 ans d'expérience, la connaissance du terrain, la priorité à la qualité des terrains à bâtir et immeubles déjà construits, une gestion rigoureuse, construire de l'habitat locatif, de hautes exigences légales et plusieurs niveau de contrôle » (FIR, 2008)⁴⁸. On peut ainsi relever le caractère essentiellement régional et à vocation patrimoniale de la stratégie générale du FIR focalisée sur de l'habitat.

4.7.1. Etat du patrimoine foncier et données disponibles

Le FIR, en tant que fonds immobilier coté en bourse, est tenu d'informer publiquement du contenu de l'ensemble de son portefeuille immobilier, de même que les lieux d'implantation de chaque immeuble qu'il possède. Nous avons regroupé l'ensemble de ces données dans les annexes à la fin de ce document. Celles-ci comprennent ainsi la localisation⁴⁹ de chaque immeuble au 30 juin 2007.

4.7.2. Eléments déterminants du point de vue foncier

La stratégie financière est l'élément déterminant pour le développement de la stratégie foncière et immobilière. Globalement les contraintes légales (Lex Friedrich/Lex Koller) s'appliquent en matière d'acquisition de biens immobiliers résidentiels. Les vellétés d'abrogation de la Lex Koller sont perçues négativement par M. de Sienbenthal. Pour ce dernier, la libéralisation de l'immobilier en Suisse ouvrira la porte à d'importants investisseurs étrangers, qui importeront d'autres notions de rentabilité des biens-fonds acquis, et qui feront augmenter les prix des objets immobiliers sur le marché. Cela risque de générer des hausses de loyer à terme, susceptibles d'engendrer des conséquences financières et sociales sur les locataires, en particulier les ménages aux revenus les plus modestes. Du côté du FIR, la valeur de son portefeuille pourrait certes être revue à la hausse, mais cela engendrerait des demandes de meilleurs rendements de la part des investisseurs, avec là aussi une augmentation générale des loyers à la clé. On peut ajouter que l'ouverture du marché immobilier aura aussi pour conséquence une concurrence plus vive sur le type de biens-fonds susceptibles d'intéresser le FIR, d'où la réticence de la direction de ce dernier envers l'abrogation de cette loi.

4.7.3. Types de produits

Le patrimoine du FIR est presque exclusivement composé d'immeubles d'habitation. Les rares surfaces commerciales propriétés du fonds sont des emplacements se situant au bas des immeubles résidentiels. En terme de critères de sélection de ses investissements, le FIR privilégie en premier lieu la qualité de l'emplacement du bien-fonds : idéalement en milieu urbain, proche des voies de communication et des transports publiques, proche des commerces et autres commodités (restaurants, parcs publics, administrations, musées, etc.) que le locataire est susceptible de rechercher. En second lieu des critères micro-économiques et macro-économiques entrent en jeu, à

⁴⁸ Nous soulignons.

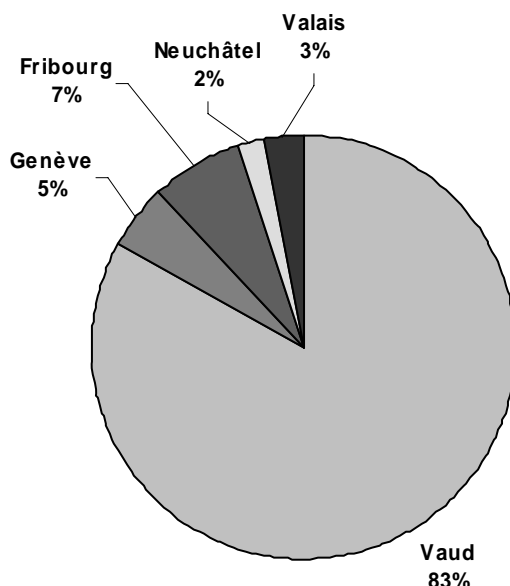
⁴⁹ Ordonnance de la CFB sur les placements collectifs de capitaux (OPCC-CFB), RS 951.312, art.73 al.2.

l'image de la fiscalité, la situation du marché de l'emploi, l'évolution démographique d'une commune ou d'une région.

4.7.4. Localisation

Le FIR possède 110 immeubles représentant environ 3'000 appartements, exclusivement situés en Suisse romande⁵⁰, et plus particulièrement dans les cantons de Vaud (96), Genève (6), Valais (5), Fribourg (4) et Neuchâtel (2). Pour l'heure, le Jura, du fait de la relative faiblesse de son tissu économique, de même que pour des raisons essentiellement historiques (le Jura n'existait pas lors de la création du fonds), ne fait pour l'heure pas partie des cantons privilégiés par le FIR pour ses futurs investissements. L'arc lémanique reste la région sur laquelle se focalise prioritairement le fonds.

Graphique 1 : Répartition des immeubles (en % par canton)



(Source : FIR, 2008)

Des contacts ont été noués par le FIR, dès 2002, avec les communes de Rolle et Aubonne en vue d'y développer des projets de logements locatifs. Dans le premier cas, le FIR a investi 55 millions de francs dans l'acquisition d'une parcelle de 33'000 m² et la construction de 70 logements à des loyers mensuels moyens compris entre 1'100 et 2'900 francs. Une seconde étape verra la construction de 85 logements supplémentaires auxquels seront associés quelques surfaces commerciales. A Aubonne, un projet devisé à 33 millions de francs vise à construire 70 logements haut de gamme et un parking d'environ 100 places. Le FIR perçoit, dans ces partenariats avec des communes, une opportunité en vue de développer de nouvelles constructions dans un marché marqué par une pénurie de biens-fonds à acquérir. Le fonds profite d'autre part de son positionnement exclusivement romand et des contacts facilités que lui procure cette proximité avec les communes. Enfin, le fait que le FIR soit essentiellement orienté vers de l'habitat locatif

⁵⁰ Voir annexe 7.2.

intéresse particulièrement les communes en vue de rééquilibrer leur parc locatif face à des projets immobilier généralement vendus sous forme de PPE.

Dans la détermination de lieu d'implantation d'immeubles potentiellement intéressants, la direction du FIR se base, en partie, sur les ratings du bureau de conseil Wüest & Partner (W & P). Pourtant, elle tend parfois à s'engager dans des projets d'acquisition qui se détachent des critères de W & P, en vue notamment de ne pas mener une stratégie de « suiveur », qui a pour effet de focaliser l'attention de l'ensemble des investisseurs institutionnels sur les mêmes biens-fonds, tout en faisant augmenter le prix de ces derniers. Du fait de sa focalisation sur la Suisse romande et d'une bonne connaissance des caractéristiques du marché local, le FIR n'hésite ainsi pas à investir où les autres ne vont pas. A titre d'illustration, le fonds étudie depuis fin 2007 un dossier concernant un immeuble à Estavayer-le-Lac (FR) et un autre à Sierre (VS), dont les localisations respectives sont relativement mal notées par W & P ou d'autres bureaux de conseil, alors qu'elles recèlent un potentiel de rendement intéressant pour le FIR. Cette prise de risque limitée fait partie de la stratégie de croissance du fonds. En dehors de la Suisse romande, le FIR reçoit parfois des propositions d'investissement. Jusqu'à maintenant aucune d'entre elles n'a été retenue, en particulier à cause du fait que ce type de proposition, souvent de piètre qualité, parvient au FIR après avoir été refusée par d'autres investisseurs institutionnels focalisés sur le marché local en question.

Au vu de ce qui précède, on constate que les rapports de proximité avec les acteurs du marché local semblent être une nécessité pour ces investisseurs institutionnels en vue de recevoir les offres les plus intéressantes, et ceci en primeur.

4.7.5. Stratégies

Le FIR se présente comme un investisseur à long terme. Les ventes d'immeubles sont relativement rares. Depuis l'exercice 2002/2003 (FIR, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007), seuls quatre immeubles ont été vendus par le fonds.

Comme les autres grands propriétaires collectifs, le FIR est lui aussi confronté à une certaine pénurie d'objets sur le marché. La concurrence des PPE se fait ressentir au niveau des offres qui lui sont soumises. Un entrepreneur général préférant vendre ses immeubles sous cette forme, dans la mesure où elle est plus rémunératrice que la vente d'un immeuble complet en un seul lot. Le fonds prévoit que cette situation devrait perdurer tant que les taux d'intérêt demeurent bas. Cet assèchement du marché et l'augmentation générale du prix de l'immobilier n'a pas fondamentalement modifié la stratégie du FIR, dans la mesure où le prix d'achat de chaque objet a un impact direct sur le rendement total du fonds. Un prix trop élevé a donc tendance à réduire la rentabilité sur plusieurs dizaines d'années, avec comme risque, lors d'une éventuelle cession d'un objet, de ne pas parvenir à le vendre avec une plus value, voire, au pire, de devoir enregistrer une perte. La ligne de conduite d'investisseur à long terme pousse donc le FIR à attendre une situation de marché plus favorable, avec comme objectif de mener, dans la mesure du possible, une stratégie d'investisseur anti-cyclique. Il convient cependant de noter que le fonds avait, lors de la crise immobilière des années 1990, acheté un certain nombre de terrains constructibles qu'il peut maintenant utiliser pour y développer lui-même des projets. Ces années de crise lui ont aussi permis d'acquérir des immeubles à des prix intéressants.

Contrairement à d'autres fonds ou sociétés immobilières, on peut relever que le FIR étudie des acquisitions de biens-fonds dès 2 à 3 millions de francs, ce qui lui permet de prospecter des types d'immeubles qui sortent des critères recherchés par les grand investisseurs institutionnels, qui

visent plutôt des objets de plusieurs dizaines de millions de francs. D'autre part, pour des questions de liquidité du fonds, le FIR préfère des acquisitions plus petites, susceptibles, en cas de besoin, d'intéresser un nombre important d'acheteurs potentiels, en lieu et place d'immeubles de forte valeur pour lesquels la liste des acheteurs potentiels est relativement limitée.

Le FIR privilégie la propriété exclusive. En cas de développement de projet de taille importante, qui dépasserait ses capacités d'investissement, le fonds est disposé à souscrire à des tranches du dit projet et ainsi devenir co-proprétaire au côté d'autres investisseurs institutionnels. M. de Sienbenthal estime que ce type de montage deviendra de plus en plus fréquent du fait de la taille des futurs projets de construction en milieu urbain qui nécessitent des besoins importants en capitaux, en particulier pour le réaménagement de friches industrielles. Le FIR étant une petite structure, elle n'a pas la capacité de s'engager seule dans des projets de cette envergure. Des discussions ont eu lieu il y a quelques années avec les CFF en vue de développer des friches industrielles et ferroviaires qui leur appartenaient, mais elles n'ont pas abouti de fait de la taille des projets qui dépassaient largement les possibilités financières et humaines du FIR. Le fonds imagine dans ce cas son rôle uniquement comme simple investisseur pourvoyeur d'une part du capital nécessaire à la mise en oeuvre du projet, tout en laissant le chapitre des modalités de réalisation à de plus grands acteurs (entreprises générales, grandes sociétés immobilières, etc.) au bénéfice d'une expertise dans la conception de ce type de promotions.

La gestion quotidienne des immeubles du FIR est assurée par des gérances (choix des locataires, entretien des immeubles, etc.). Il définit à leur attention les programmes d'entretien du parc immobilier. Depuis 2005, et pour environ 80% du parc, le fonds encaisse lui-même les loyers et s'occupe du paiement des charges. Contrôler l'entrée et la sortie des fonds est, selon M. de Sienbenthal, « la clé de la réussite », ceci pour éviter une dérive des dépenses et limiter le risque de perte de loyer en cas de difficulté ou de faillite de l'une ou l'autre des gérances mandatées. Cela découle aussi des prescriptions de la LPCC en matière de contrôle des liquidités du fonds. La réinternalisation des encaissements et décaissements est une tendance que l'ensemble des investisseurs institutionnels sera appelé à adopter.

Pour le FIR, une stabilité des locataires au sein de son parc immobilier est un point essentiel pour assurer des rendements constants, dans la mesure où le départ d'un preneur de bail est financièrement coûteux pour le propriétaire, tant en terme de démarches de relocation (honoraires de la gérance), qu'en terme de risque de vacance du logement pendant une durée plus ou moins longue. Le FIR tend donc à privilégier la stabilité des rendements par rapport à une maximisation des profits tirés de la location, dans la mesure où cette dernière attitude génère un risque important : en cas de retournement conjoncturel, ses immeubles se vident de leurs locataires qui cherchent ailleurs à se loger à de meilleures conditions. A noter cependant que le fonds reste attentif à ne pas subir les contrecoûts financiers de certaines rentes de situation dont bénéficient des locataires de longue date pour lesquels le montant du loyer est sensiblement inférieur au prix du marché. D'autres fonds, tel que le Realstone Swiss Property, lancé en 2008, affichent une volonté de mettre en place un nouveau système de répartition des charges initialement couvertes par le propriétaire (frais de conciergerie, entretien d'ascenseurs, etc.) en transférant une partie de celles-ci vers les locataires, en vue d'augmenter leur rendement (Realstone Swiss Property 2008 : 24). Ces rendements que doivent tirer les fonds de leur portefeuille immobilier peuvent, dans ces cas, venir en contradiction avec la notion de durabilité sociale pour des locataires se trouvant dans cette situation et devant subir une hausse de leur loyer ou une résiliation de leur bail.

Au vu de ce qui précède, il convient toutefois de relever que les fonds de placement immobilier n'ont, au cours de leur histoire, pas tous suivi une stratégie linéaire d'investissement de type patrimonial telle que celle affichée par le FIR actuellement. Certains, à l'image du fonds Solvalor 61 ont développé, lors de certaines périodes, des stratégies opportunistes essentiellement axées sur la spéculation. Il en a été ainsi à l'origine de ce fonds au début des années 1960, lorsque l'essentiel de ses investissements se focalisaient sur des terrains agricoles situés le long du tracé envisagé pour la construction de l'autoroute reliant Lausanne à Genève, avec comme effet de tirer de substantielles plus-values sur la valeur de ces terrains sur un laps de temps réduit (Oppliger 2006). Dans ce cas, le fonds, comme véhicule d'investissement spéculatif, tirait avantage de sa capacité à mobiliser rapidement des capitaux financiers conséquents, de la possibilité qui lui était donnée de s'endetter en vue d'accroître son stock de capital financier, et enfin de sa disposition à conclure rapidement les transactions envisagées grâce à ses capacités d'expertises internes (en terme d'identification des opportunités grâce à son réseau local, de l'évaluation des enjeux juridiques de l'opération envisagée et enfin de l'évaluation des risques financiers) et son habilité à payer dans les meilleurs délais ses acquisitions.

4.8. Stratégies politiques ou de lobbying

Le FIR est partie prenante des organisations suivantes, non pas directement, mais à travers les membres de sa direction :

Swiss Funds Association (SFA) est l'association faîtière des fonds de placement en Suisse, qu'ils soient mobiliers (actions, obligations, monétaire, etc.) ou immobiliers. Fondée en 1992, elle regroupe 132 promoteurs de fonds qui représentent 90% de la fortune totale placée dans ce type de produits financiers. La SFA mène des activités de lobbying politique, édicte des normes à l'attention de ses membres en vue d'autoréguler le secteur, et promeut au sein du grand public l'investissement dans des fonds de placement (SFA, 2008).

USPI Vaud (Union suisse des professionnels de l'immobilier) est l'association faîtière des professionnels de l'immobilier dans le canton de Vaud. Elle a été créée en 1940 et regroupe une centaine d'entreprises : gérances, société de courtage, promoteur, etc. L'USPI Vaud fournit des conseils juridiques à ses membres, tente d'autoréguler la profession, et mène des activités de lobbying politique pour promouvoir les intérêts du secteur immobilier dans le canton de Vaud (USPI Vaud, 2008).

Chambre Vaudoise Immobilière est l'association de défense des intérêts des propriétaires, qu'ils soient privés ou institutionnels. Créée en 1938, elle vise à promouvoir l'accès à la propriété et poursuit des activités de représentation et de défense des intérêts des propriétaires. Il est intéressant de relever que le FIR fait ici partie d'une association qui promeut la propriété pour tous, alors même que son activité se focalise sur la location d'appartement, en concurrence directe avec l'achat par des privés de PPE ou de villas.

Pour le FIR l'adhésion à ces associations professionnelles lui permet d'acquérir des connaissances du marché et de tisser un réseau lui permettant parfois d'obtenir des informations sur des affaires en cours qui pourraient intéresser le fonds en tant qu'investisseur.

Il est intéressant de relever, tant dans le cas de PSP que du FIR, que ces deux importants acteurs ne sont pas membres de l'*Association des Investisseurs immobiliers (AIA)* qui se présente comme « un regroupement d'investisseurs qui tiennent des biens immobiliers comme placement de

capitaux ou d'investissement. Il se constitue d'investisseurs institutionnels, d'investisseurs privés, de sociétés anonymes immobilières, de fonds immobiliers, de fondations de placements immobiliers, [...] de caisses de pensions [et de gérances] provenant de l'ensemble du territoire suisse. » et qui, selon ses propres termes, promeut une vision des politiques publiques orientées vers : « un engagement en faveur de l'économie de marché et de la concurrence, une amélioration des conditions cadres dans le domaine de l'immobilier, le maintien de la capacité d'investissement, une limitation de l'inflation législative, un engagement en faveur de la propriété immobilière privée, une prise en compte équitable des intérêts des investisseurs et des bailleurs, d'une part, des locataires d'autre part » (Site Internet AIA 2008 et AIA 2006). Alors que de grands noms de l'investissement immobilier, tels que la caisse de pensions Migros (MPK) (voir Csikos 2008), Publica, La Bâloise Assurances, Swiss Life Property Management AG, Zürich Schweiz Real Estate, etc., font partie de cette instance de lobbying, seules cinq sociétés immobilières cotées et un gestionnaire de fonds de placement immobilier en font partie (UBS Fund Management (Switzerland) AG). L'AIA est représentée au sein de la Commission fédérale du logement (CFL) et de la Commission suisse pour les questions immobilières (CSQI).

4.9. Stratégie de durabilité

Pour le FIR, la stratégie de durabilité est directement liée aux préoccupations de pérennisation de l'attractivité de son parc immobilier. Sans pour autant viser un passage de l'ensemble de son parc à des standards de type « Minergie », le fonds accorde une importance particulière à l'isolation thermique et phonique de ses immeubles. Pour les nouveaux immeubles à construire, le FIR commence à envisager les standards de type « Minergie », ou tout du moins s'en approchant. Le fonds part du principe que pour le locataire, les charges sont parties intégrantes du loyer. Qu'une partie des charges soit indirectement intégrées dans le supplément de coûts que représente la construction d'un immeuble énergétiquement efficient est plus cohérent que des dépenses supplémentaires en combustible. D'autre part, M. de Sienbenthal relève le fait que les locataires vont progressivement devenir plus regardants sur le montant des charges et compareront les offres de location en fonction de ce critère. Dans l'optique de la mise en place du certificat énergétique par la Confédération suisse, le fonds prévoit qu'il sera, à plus ou moins long terme, un indicateur à mentionner obligatoirement dans les offres de location, à l'image de ce qui se fait actuellement pour les véhicules automobiles ou les appareils électriques. Un propriétaire n'ayant pas la possibilité d'afficher un indice d'efficacité énergétique satisfaisant verra certainement son immeuble déserté par les locataires, au profit des immeubles les plus efficaces. Il en va donc de la durabilité économique des différents biens-fonds du parc du FIR que d'intégrer des logiques de durabilité écologique. Les rénovations actuelles des bâtiments du FIR visent, entre autre, une amélioration de l'isolation périphérique, le changement des fenêtres, un changement de toiture, un changement du chauffage. A noter que pour l'heure aucun immeuble du FIR ne répond aux standards de type « Minergie ». Cette possibilité sera étudiée pour les futurs projets et en fonction de l'évolution du coût de ce type de constructions.

A l'image d'autres propriétaires collectifs (caisses de pensions, sociétés immobilières, etc.), le FIR étudie une éventuelle densification de certaines parcelles en sa possession, essentiellement en milieu urbain. A Lausanne, le fonds réfléchit à la possibilité de démolir un ancien bâtiment en vue d'en reconstruire un autre de plus grande taille pour atteindre les limites du coefficient de densité de la parcelle. Pour le FIR, la rareté du terrain, en particulier en milieu urbain rend nécessaire ce type de démarche. Cela a aussi pour effet d'augmenter la rentabilité des biens-fonds, et ainsi la

performance générale du fonds, de même que d'augmenter l'offre de logements disponibles et de maintenir des prix de location compétitifs en vue de conserver les locataires.

En terme d'aménagement du territoire, la direction du FIR estime que les prescriptions en la matière sont « trop contraignantes » et qu'elles sont « pénalisantes » en terme de temps consacré au développement d'un projet, ceci en particulier à cause des différents niveaux de législation à respecter (communal, cantonal, fédéral) et des parties prenantes (administration, opposants privés, ONG, etc.) susceptibles d'intervenir. Cela a des conséquences économiques importantes sur les coûts de développement d'un projet. Au niveau du zonage, certaines difficultés proviennent de communes définissant des plans de quartier ou des PPA où tout est dorénavant et déjà fixé et où la marge de manœuvre pour l'investisseur est nulle ou quasi-nulle. A cela s'ajoute que le temps qui s'écoule (parfois 10-15 ans) entre la définition d'un plan de quartier et sa réalisation rend certains projets inadaptés aux tendances et aux besoins actuels. Dans le cas du terrain acquis par le FIR à Aubonne, le plan de quartier établi à l'époque mentionnait un centre commercial au centre de la commune, ce qui ne correspond plus nécessairement aux pratiques actuelles. Des discussions actuellement en cours avec la commune visent à modifier le plan en y construisant à la place des immeubles. Les intérêts des investisseurs immobiliers devraient, selon M. de Sienbenthal, être intégrés dès la conception du plan de quartier ou du PPA. La vision des aménagistes ne correspond pas nécessairement aux attentes des investisseurs immobiliers tels que le FIR, à l'image de la situation actuelle dans le cadre du réaménagement du quartier du Rotillon à Lausanne, qui intègre de telles contraintes au niveau du plan de quartier qu'il rend difficilement envisageable la venue d'un investisseur tel que le FIR.

Si l'on retrouve ici des doléances relativement courantes de la part des propriétaires envers la législation en matière d'aménagement du territoire et des processus administratifs y relatifs, il convient de relever la mention de l'intégration probable, dans le futur, du coût des charges dans l'évaluation, par les locataires, de leur logement, ceci par le biais d'indicateurs environnementaux dont la publication serait obligatoire. Si la mention des caractéristiques énergétiques des immeubles rendra les plus obsolètes peu attractifs aux yeux des locataires, il est probable que le loyer de ceux énergétiquement efficaces augmentera notablement ; le montant des charges économisé par le locataire étant contrebalancé par la fixation d'un loyer plus élevé par les bailleurs (transformation de coûts variables – charges – en coûts fixes – loyers). Les améliorations énergétiques étant alors indirectement financées par les locataires. On peut émettre l'hypothèse que cet évolution en faveur d'une certaine durabilité écologique est ici à mettre en rapport avec un affaiblissement de la durabilité sociale ; les nouveaux immeubles énergétiquement efficaces, du fait d'une demande accrue, resteront attribués aux locataires les plus aisés, alors que les immeubles énergétiquement obsolètes resteront l'apanage des couches de la population les plus modestes.

4.10. Evolution des stratégies dans le temps

L'évolution récente du FIR est marquée dès 2002 par une concentration des trois fonds (FIR, FIR 1970, Clair-Logis) gérés par la société GEP SA en vue d'atteindre une certaine masse critique sur le marché des fonds de placement immobilier en Suisse. Ce phénomène de concentration est d'ailleurs loin d'être unique, dans la mesure où l'UBS et Swisscanto, ont procédé à la fusion de plusieurs de leurs fonds à la même époque. Cette démarche peut-être perçue comme une volonté de réduire les coûts de gestion en vue d'augmenter les rendements versés aux porteurs de parts, et ainsi rendre plus attractif un investissement dans ce type de produit financier.

Alors qu'il restait essentiellement investi sur l'arc lémanique, le FIR a commencé à prospecter plus activement, depuis le début des années 2000, vers des régions ou cantons périphériques en vue de déployer, même de manière limitée, une stratégie inverse aux autres grands investisseurs institutionnels qui se basent essentiellement sur les ratings de bureaux de conseils pour orienter leurs choix. Cette démarche est d'ailleurs facilitée par le fait que le FIR est un acteur historique de l'immobilier en Suisse romande et qu'il a pu développer, durant plus de 50 ans, une fine connaissance du marché romand lui permettant de faire des paris sur des régions traditionnellement délaissées par les autres grands investisseurs. A cela s'ajoute le fait que le FIR mène en parallèle une initiative de prise de contact directe avec certaines communes (Rolle, Aubonne, Cugy), au sein desquelles les récentes constructions ont plutôt été le fait de promoteur désireux de vendre leurs appartements en PPE. Par ses activités d'investisseur actif sur le marché de la location, le FIR peut ainsi apparaître pour ces communes comme une solution en vue rééquilibrer la proportion de locataires par rapport aux propriétaires sur leurs territoires. Cette approche lui permet de limiter les conséquences de la pénurie d'objets immobiliers sur le marché.

Enfin, l'assèchement actuel du marché immobilier a permis au FIR de réduire son endettement, qui est actuellement quasi nul. Le comportement anti-cyclique derrière cette démarche permet de faire l'hypothèse que ce type d'acteurs est susceptible, en cas de crise immobilière, d'être un élément de stabilisation du fait de leur capacité financière à racheter des biens-fonds dans ces circonstances. Les fonds, fondations ou sociétés immobilières peuvent en ce sens être perçus comme des vecteurs de durabilité économique du marché foncier ou immobilier.

5. Analyses et commentaires

Au vu de ce que nous avons pu observer, la tendance actuelle semble privilégier une évaluation quasiment en temps réel des portefeuilles de biens-fonds, quitte à générer des plus values ou des moins values rapides de ceux-ci, qui ne correspondent pas nécessairement à la réalité empirique. A titre d'illustration, au début des années 2000, lorsque l'UBS a appliqué la nouvelle méthode d'évaluation « Discounted Cash Flow » (DCF) aux immeubles de ses différents fonds, la valeur boursière de l'un d'eux a lourdement chuté de plus de 10% en l'espace d'une seule séance boursière, marquant ainsi une différence notable entre la valeur du portefeuille immobilier évaluée selon les anciennes méthodes et celle issue du DCF. Au niveau de l'utilisation actuelle de cette DCF, nos différents interlocuteurs n'ont pas manqué de souligner les imperfections de cette méthode qui base la valeur d'un immeuble sur les revenus et charges futures, c'est-à-dire ceux qui n'ont pas encore été encaissés ou décaissés, partant du postulat que ceux-ci augmentent plus ou moins régulièrement. Il en résulte un accroissement de l'incertitude quant à l'évolution de la valeur réelle d'un portefeuille immobilier en cas de nouvelle crise immobilière. Cette forme d'appropriation du monde foncier et immobilier par la sphère financière est aussi perceptible dans le profil de la direction et du conseil d'administration d'une société immobilière telle que PSP Swiss Property. On constate ainsi que le nombre de ses membres provenant du monde de la finance tend à supplanter largement ceux issus du secteur immobilier. Le choix du nouveau directeur exécutif de PSP, un ancien de l'UBS et de Zurich Financial Services est en cela symptomatique.

A l'heure actuelle, on constate que le discours affiché par la plupart de ces acteurs de l'investissement immobilier indirect est clairement orienté sur un vocabulaire et des objectifs proprement financiers : le terme « patrimoine immobilier » a été remplacé par « portefeuille immobilier », les techniques d'évaluation des biens-fonds à travers des experts du secteur de la construction tendent à être remplacées par des modèles mathématiques tirés du monde de la finance, la gestion du patrimoine « à vue » tend à être substituée par une gestion « par les instruments ». Le nouvel investisseur immobilier définit ainsi les « allocations de son capital » en quantifiant, à travers des « tableaux de bord de gestion », les profits et les risques inhérents à ses possessions immobilières. Enfin, on ne parle plus de « valeur d'un patrimoine immobilier » mais on adopte plus volontiers le terme de « valeur nette d'inventaire » (VNI), de même que l'on remplace le terme « société immobilière » ou « fonds de placement » par « véhicule de placement », comme pour signifier que le capital ainsi investi n'est qu'un « passager » susceptible de quitter le dit « véhicule » à tout moment.

L'entrée en bourse des deux plus grandes sociétés immobilières émanant de groupes financiers (Zurich Financial Services pour PSP Swiss Property et Credit Suisse Group pour Swiss Prime Site) n'est probablement pas étranger à cette nouvelle orientation, et il est même probable que les techniques adoptées par ces acteurs se sont progressivement diffusées au sein des sociétés immobilières et des fonds de placement déjà existants. En effet, une cotation en bourse, associée à un ensemble de données à communiquer sur ses états financiers, permettent une comparabilité quasi quotidienne des performances de chacun de ces « véhicules de placement », de sorte que les anciens modes de gestion ne résistent pas nécessairement à cette concurrence, lorsqu'il ne sont pas tout simplement abandonnés au profit de normes juridiques ou d'autorégulation promues par les plus grands acteurs du secteur, notamment à travers des associations faitières telles de la Swiss Funds Association.

S'il est relativement difficile de tirer à ce stade des conclusions quant aux impacts de ces nouveaux modes de gestion du foncier ou de l'immobilier en terme de durabilité, on peut souligner que l'immédiateté et les calculs de rentabilité en temps réel, de même que l'extrême mobilité du capital ne correspondent pas nécessairement à une perspective foncière et immobilière qui s'inscrit plutôt dans le temps long.

Il est intéressant de constater que le rôle des locataires apparaît comme prépondérant dans le cas des sociétés immobilières orientées vers de l'immobilier commercial. Comme nous avons tenté de le montrer précédemment, leurs demandes orientent passablement les décisions stratégiques des sociétés immobilières ou fonds de placement. Ainsi, un locataire peut définir l'emplacement qui l'intéresse et le type de bien immobilier qu'il désire occuper et faire financer cette réalisation par un fonds de placement ou une société immobilière en échange d'un droit d'usage conclu sur du long terme. D'autre part, certains locataires, du fait de leurs demandes, orientent les décisions d'investissement d'un certain nombre d'acteurs de l'immobilier indirect vers une reconfiguration de leur portefeuille en direction d'objets répondant à des normes environnementales particulières ou situées dans telle ou telle commune identifiée comme attractive. En ce sens, on pourrait ainsi considérer les *locataires commerciaux* comme des *groupes cibles* potentiels des politiques publiques d'aménagement du territoire, dans la mesure où certains d'entre eux contribuent directement à la définition des orientations stratégiques des grands acteurs de l'immobilier indirect.

Nous avons pu noter dans nos entretiens que les deux acteurs interrogés (PSP et FIR) ont cité les CFF (voir Gerber 2008) comme détenteurs de terrains potentiellement intéressants dans la perspective du développement de nouvelles zones en milieu urbain, notamment en extension de certaines friches industrielles en cours de développement (ex. : A Lausanne Malley par rapport au Flon, à Genève La Praille, etc.). Les liens historiques de proximité entre les sites industriels et ceux servant au transport ferroviaire de marchandises constituant ici un facteur de valorisation potentiel de terrains appartenants aux CFF dans une optique de secondes étapes de développement des friches industrielles fraîchement réaménagées ou en cours de réaménagement.

En raisonnant à partir de l'idée de *configurations d'acteurs quadripartites* que nous avons préalablement évoqué (voir chapitre 3.8) et en y appliquant la notion de stock, on pourrait ici considérer les CFF comme détenteurs d'un *stock de terrains*, les entreprises générales d'un *stock de ressources cognitives* (expertise en ingénierie), les locataires comme détenteur d'un *stock de production de valeur* (industrie, commerce, etc.) et enfin les sociétés immobilières ou fonds de placement d'un *stock de capital* (ressources financières). Cette perspective renforce le constat que les différents acteurs du foncier et de l'immobilier semblent se focaliser sur un nombre limité de fonctions spécifiques (ou de ressources conservées en stock) et tendent à transférer à d'autres acteurs toutes celles relevant d'activités considérées comme périphériques. Ainsi que nous l'avons déjà constaté dans le cas des acteurs du commerce de détail (Csikos, Fauconnet, 2008), et plus spécifiquement au niveau de Coop, le stock foncier et immobilier tend à être transféré à des sociétés immobilières ou des fonds de placement en échange d'une partie du stock de capital collecté par ces derniers auprès d'investisseurs. Ceci semble se confirmer au niveau de certains groupes industriels (Feldschlösschen-Hürlimann, Maag, Sihl, etc.) ayant transféré leur patrimoine immobilier au sein de sociétés immobilières (PSP, SPS, etc.). On peut ainsi relever une *division fonctionnelle des activités et des stocks de ressources qui y sont liés*, qui s'étend même au sein des acteurs de l'immobilier indirect. En effet, comme nous l'avons évoqué précédemment, on constate que ceux-ci tendent à se spécialiser dans un secteur spécifique : immobilier commercial, immobilier résidentiel, immobilier risqué et à haut rendement, immobilier associé à des services à

la personne, immobilier au sein d'une région déterminée, etc. Plus généralement, la tendance va clairement dans la direction d'une *professionnalisation de la fonction de propriétaire foncier et immobilier*, au sein d'entités (sociétés immobilières, fonds et fondations) spécifiquement créées à cet effet.

L'étude de PSP et du FIR nous a permis de constater que pour un certain nombre d'acteurs du secteur foncier ou immobilier, la gestion directe des biens-fonds, ou tout du moins de certains aspects clés (p.ex. l'encaissement des loyers et le paiement des charges dans le cas du FIR) était essentielle. Ces décisions relevaient généralement d'une gestion antérieure insatisfaisante par le biais de gérances tierces. On peut ainsi émettre l'hypothèse que ces dernières tendent à perdre de l'influence au sein de la chaîne de responsabilité inhérente à la gestion d'un bien immobilier. Les prescriptions juridiques en la matière visent d'ailleurs à réinternaliser les flux financiers au sein des sociétés immobilières ou des fonds. On relèvera cependant le cas du fonds de placement Solvalor 61, dont la gestion est assurée par la gérance de Rham par le biais de sa filiale Solvalor Fund Management SA. Cette gérance lausannoise contrôle ainsi le portefeuille immobilier du fonds, mais assure aussi des services de gérance pour un certain nombre d'immeubles de ce même fonds. Outre l'encaissement d'honoraires de gestion du portefeuille immobilier et de gérance, de Rham contrôle ainsi directement ou indirectement l'ensemble de la chaîne de décision concernant les biens-fonds de Solvalor 61 (acquisition, gestion, choix des locataires, encaissement des loyers, vente, entretien et rénovation, etc.). Dans cette configuration spécifique on peut identifier un risque de conflit d'intérêt, par lequel la société de gestion confie à sa propre gérance des mandats concernant certains immeubles du portefeuille.

Lors de nos entretiens, nous avons pu relever l'importance prépondérante du rapport de proximité (connaissance du terrain) et du réseau (courtiers, entreprises générales, autres institutionnels) que doivent tisser les sociétés immobilières et les fonds en vue d'obtenir, si possible en primeur, des offres d'acquisition intéressantes. La réputation semble aussi être une composante importante au sein du marché immobilier où un acteur bénéficiant d'une solide assise financière sera considéré comme un interlocuteur de choix dans la présentation de propositions d'acquisition. Les immeubles « sur le marché », étant souvent ceux qui ont été écartés par les grands investisseurs. Si cette situation favorise inmanquablement une certaine opacité du marché, elle tend à structurer, même indirectement, le positionnement géographique du portefeuille d'immeubles de la société ou du fonds (forte concentration à Zurich pour PSP, ou sur l'arc lémanique pour le FIR).

En terme de durabilité économique, nous avons pu constater que certains fonds de placement immobilier, à l'image du FIR ou de Solvalor 61, tentent de mener des stratégies anti-cycliques visant à limiter les achats de biens-fonds en temps de pénurie en attendant une détente du marché. En parallèle, ces acteurs en profitent pour réduire leur endettement en vue de pouvoir, lorsque des occasions plus intéressantes se présenteront, emprunter à nouveau afin de procéder à des acquisitions. Cette démarche peut avoir, même de manière limitée, un rôle de stabilisation du marché immobilier lors des crises du secteur, dans la mesure où la reprise du marché n'est effective que lorsque les acheteurs se remettent à acquérir des biens-fonds.

En terme de durabilité écologique, on peut penser que la réglementation qui oblige les acteurs de l'immobilier indirect à n'acquérir que des terrains en zone constructible, avec à la clé un projet prêt à être développé, peut avoir un effet bénéfique, dans la mesure où il empêche une thésaurisation de ces biens-fonds. Les motifs économiques prennent ici aussi toute leur importance, dans la mesure où ces sociétés ou fonds doivent fournir un certain rendement aux investisseurs. La conservation de terrains ne rapportant aucun revenu (si ce n'est dans un but, incertain, de spéculation), il n'est pas

dans leur intérêt de les conserver sans en faire usage. On peut aussi mentionner les projets de densification du sol en milieu urbain qui deviennent une opportunité importante d'augmentation de la valeur et des revenus du portefeuille immobilier de ces acteurs et qui débouche, dans le même temps, sur une amélioration de la durabilité écologique. Dans ce cas, cette dernière découle indirectement des intérêts économiques de ces sociétés ou fonds.

A noter que durant notre recherche, nous n'avons pas identifié de fonds ou de société immobilière spécifiquement axé sur le développement d'un portefeuille immobilier « durable », à l'image de ce qui peut se faire au sein de fonds de placement en valeurs mobilières (actions, obligations, etc.) répondant à des critères de durabilité écologique. On peut ainsi imaginer la création de sociétés immobilières ou de fonds sur le même modèle que ceux actuellement en place, mais avec des objectifs autres que la rentabilité. Il s'agirait simplement de « véhicules de placement durables », et promus en tant que tels, pour lesquels les investisseurs privilégieraient des aspects écologiques et sociaux au détriment d'intérêts strictement financiers.

Lors de nos entretiens, les acteurs interrogés ont tous mis en avant l'importance de la durabilité écologique pour leur parc immobilier, mais il n'en reste pas moins qu'à l'heure actuelle les démarches en vue de convertir leurs portefeuilles immobiliers dans cette direction sont encore homéopathiques ou sont le fait de déclarations d'intention pour un futur plus ou moins éloigné ; l'aspect du coût de transformation des biens-fonds étant ici un facteur déterminant. Pour accélérer le processus, on pourrait imaginer des incitations fiscales spécifiquement orientées vers ce type de grands propriétaires, à l'image des débats actuels sur une éventuelle utilisation de la taxe CO₂ ou du centime climatique pour des initiatives de ce genre. De manière plus générale, nous avons pu constater que les acteurs de l'immobilier indirect se posent relativement peu de questions quant à l'impact de leur propre activité sous l'angle de la durabilité de l'aménagement de l'espace. Lorsque ce type de préoccupation émerge, il est en lien direct avec la recherche d'optimisation financière ou d'amélioration de l'attractivité de leurs possessions foncières et/ou immobilières.

Enfin, comme nous avons pu le constater dans le cas des caisses de pensions (Csikos 2008), les stratégies d'investissement de la plupart des sociétés ou des fonds de placement immobilier sont influencées par les outils du rating de communes établis par les bureaux de conseils immobiliers à l'image de Wuest & Partner ou du Centre d'Information et de Formation Immobilières (CIFI). Il s'ensuit un risque de réduction de l'univers de placement de ces acteurs et de standardisation accrue de l'évaluation immobilière, avec des conséquences économiques plus massives (touchant plusieurs grands propriétaires) en cas de réduction du rating de certaines communes. Dans ce type de situation, on peut imaginer que de grands propriétaires collectifs ayant massivement investi sur une commune dont le rating vient de se dégrader sont susceptibles d'exercer certaines formes de pressions directes ou indirectes sur les autorités politiques (p.ex. : en matière de fiscalité ou sur le zonage) en vue de voir évoluer plus favorablement l'état des indicateurs pris en compte dans le calcul des ratings. Le risque extrême pourrait être un pilotage des politiques publiques au travers d'indicateurs définis par des bureaux de conseils privés, dénués de toute forme de légitimité démocratique. Dans la définition des stratégies foncières et immobilières des acteurs de l'investissement foncier/immobilier indirect, la prise en compte massive de ces rating en vue de déterminer les emplacements des biens-fonds les plus attractifs est susceptible d'avoir deux effets principaux en terme d'aménagement du territoire. Le premier, positif, dans la mesure où les communes bénéficiant déjà d'infrastructures publiques (écoles, lieux culturels, installations sportives, etc.) de transport ou commerciales sont plutôt avantagées dans ce type de classement, ce qui peut freiner les vellétés d'étalement. Le second, négatif, dans la mesure où les communes les

plus mal notées, souvent éloignées des centres urbains, ont une fiscalité peu avantageuse, des infrastructures insuffisantes et ne vont ainsi pas améliorer leur situation du fait de l'absence d'intérêt de la part de ces investisseurs. Les grands propriétaires collectifs, dans le but de limiter le risque d'investissement, ne mènent en effet généralement pas de politique de précurseur dans le choix de nouvelles aires géographiques d'investissement⁵¹. On constate que les ratings ont donc une influence non négligeable en termes de durabilité écologique, économique et sociale sur les investissements de ces propriétaires collectifs et des lieux potentiels implantation, respectivement de non implantation. On peut enfin noter que la focalisation de plusieurs grands propriétaires collectifs sur un nombre restreint de communes ou plus généralement de régions bien notées par les bureaux de conseil risque d'avoir un impact à la hausse sur le prix général du foncier et de l'immobilier, avec pour conséquence une réduction des rendements et un effet compensatoire sous forme d'augmentation du niveau général des loyers et une impossibilité, pour des acteurs ayant une surface financière plus réduite, d'envisager l'acquisition de biens-fonds situés au sein de ces périmètres.

⁵¹ Certaines sociétés immobilières ou fonds de placement immobilier affichent cependant clairement une politique d'investissement sur des biens-fonds ou dans des régions délaissés par les acteurs traditionnels en vue d'améliorer le rendement de leur portefeuille, tout en assumant un risque plus important en terme d'attractivité à long terme des biens-fonds sous gestion (p.ex. : Espace Real Estate AG dans la région du Mittelland et le canton de Schaffhouse).

6. Bibliographie

6.1. Sources primaires

- Airesis (2006), *Rapport de gestion 2005*, Montreux, Airesis.
- Association des Investisseurs immobiliers (AIA) (2006), *VIV-AIA. Brochure de présentation*, Berne, VIV-AIA.
- Fondation Turidomus (2007), *Prospectus*, Zurich, Pensimo Management AG.
- Fonds Immobilier Romand (2004), *Rapport annuel*, Lausanne, GEP/FIR.
- Fonds Immobilier Romand (2005), *50^e rapport annuel*, Lausanne, GEP/FIR.
- Fonds Immobilier Romand (2006), *51^e rapport annuel*, Lausanne, GEP/FIR.
- Fonds Immobilier Romand (2007), *52^e rapport annuel*, Lausanne, GEP/FIR.
- Fonds Immobilier Romand (2008), *Investir dans la proximité*, Lausanne, GEP/FIR.
- PSP Swiss Property (2001), *Annual Report 2000*, Zug, PSP.
- PSP Swiss Property (2002), *Annual Report 2001*, Zug, PSP.
- PSP Swiss Property (2003), *Annual Report 2002*, Zug, PSP.
- PSP Swiss Property (2004), *Annual Report 2003*, Zug, PSP.
- PSP Swiss Property (2005a), *Annual Report 2004*, Zug, PSP.
- PSP Swiss Property (2005b), *PSP Swiss Property takes over a real estate portfolio valued approximately CHF 230 million*, Zug, PSP, 1^{er} juillet.
- PSP Swiss Property (2006), *Annual Report 2005*, Zug, PSP.
- PSP Swiss Property (2007), *Annual Report 2006*, Zug, PSP.
- PSP Swiss Property (2007), *Interim Report*, Zug, PSP.
- PSP Swiss Property (2008), *Annual Report 2007*, Zug, PSP.
- Realstone Swiss Property (2008), *Realstone Swiss Property. Fonds de Placement Immobilier Suisse (A caractère résidentiel)*, Lausanne, Realstone SA.
- Solvalor 61 (2007), *Rapport annuel 2006/2007*, Lausanne, Solvalor Fund Management SA.
- SPS (2006a), *Swiss Prime News*, n° 15, septembre, Olten, Swiss Prime Site AG.
- SPS (2006b), *Swiss Prime News*, n° 14, mars, Olten, Swiss Prime Site AG.
- SPS (2007a), *Swiss Prime News*, n° 17, septembre, Olten, Swiss Prime Site AG.
- SPS (2007b), *Swiss Prime News*, n° 16, mars, Olten, Swiss Prime Site AG.
- SPS (2008), *Swiss Prime News*, n° 18, mars, Olten, Swiss Prime Site AG.
- Swiss Funds Association SFA (2008), *Rapport annuel 2007*, Bâle, SFA.
- Swiss Fund Data (2008), *Angaben für den schweizerischen Fondsmarkt Mai 2008*, Zurich, SFD.

6.2. Sources secondaires

Bord M. (2006), *Analyse juridique des formes de propriété et des propriétaires collectifs en Suisse*, Chavannes-près-Renens, Working paper de l'IDHEAP.

Brüllmann D. (2006), *Présentation UBS Immobilienfonds Schweiz*, Chavannes-près-Renens, IDHEAP, 16 mai.

Cavaleri, Pedrazzini, Micheli (2005), *Les prix immobiliers en Suisse romande*, Genève, Colliers AMI.

Csikos P. (2008), *Les stratégies foncières des grands propriétaires collectifs : le cas des caisses de pensions*, Chavannes-près-Renens, Working paper de l'IDHEAP.

De Pari S. (2008), *Présentation du Fonds Immobilier Romand*, Chavannes-près-Renens, IDHEAP, 27 juin.

Gerber J.-D. (2008), *Les stratégies foncières des grands propriétaires collectifs : le cas des CFF*, Chavannes-près-Renens, Working paper de l'IDHEAP.

Oppliger E. (2006), « Solvalor 61 lance un vaste programme d'investissements », *24 Heures*, 28 septembre.

Schaerrer O. (2006), « Neuchâtel aura son fonds de placement », *Le Temps*, 13 septembre.

Wüest & Partner (2006), *Immo-Monitoring. Analysen & Prognosen. Fokus Wohnungsmarkt*, 2006/1, Zurich, Verlag W&P.

Wüest & Partner (2006), *Immo-Monitoring. Analysen & Prognosen. Fokus Geschäftsflächenmarkt*, 2006/3, Zurich, Verlag W&P.

Wüest & Partner (2006), *Immo-Monitoring. Facts & Figures. Automne*, 2006/2, Zurich, Verlag W&P.

Wüest & Partner (2006), *Immo-Monitoring. Facts & Figures. Printemps*, 2006/4, Zurich, Verlag W&P.

6.3. Sources juridiques

Code civil suisse (CC), RS 210.

Code des obligations (CO), RS 22.

Loi fédérale sur l'acquisition d'immeubles par des personnes à l'étranger (LFAIE), RS 211.412.41.

Loi fédérale sur l'impôt fédéral direct (LIFD), RS 642.11.

Loi fédérale sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (LPP), RS 831.40.

Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (LPCC), RS 951.31.

Ordonnance de la CFB du 21 décembre 2006 sur les placements collectifs de capitaux (OPCC-CFB), RS 951.312.

Ordonnance de la CFB sur les placements collectifs de capitaux (OPCC-CFB), RS 951.312.

6.4. Sites Internet

Association des Investisseurs immobiliers (AIA), <http://www.viv.ch/>

Association suisse de l'économie immobilière (SVIT), <http://www.svit-romandie.ch/>

Chambre vaudoise du commerce et de l'industrie, <http://www.cvci.ch/>

Chambre Vaudoise Immobilière, <http://www.cvi.ch/>

Espace Real Estate AG, <http://www.espacereal.ch/>

Fonds Immobilier Romand (FIR), <http://www.fir.ch/>

Hauseigentümergeverband Schweiz (HEV), <http://www.hev-schweiz.ch/>

PSP Swiss Property AG, <http://www.psp.info/>

Realstone Swiss Property, <http://www.realstone.ch/>

Solvalor Fund Management SA – Solvalor 61, <http://www.solvalor61.ch/>

Sulzer Immobilien AG, <http://www.sulzerimmobilien.ch/>

Swiss Fund Data AG, <http://www.swissfunddata.ch/>

Swiss Funds Association, <http://www.sfa.ch/>

Swiss Prime Site AG, <http://www.swiss-prime-site.ch/>

SWX Bourse suisse, <http://www.swx.com/>

USPI Vaud, <http://www.uspi-vaud.ch/>

Wüest & Partner AG, <http://www.wuestundpartner.com/>

6.5. Entretiens

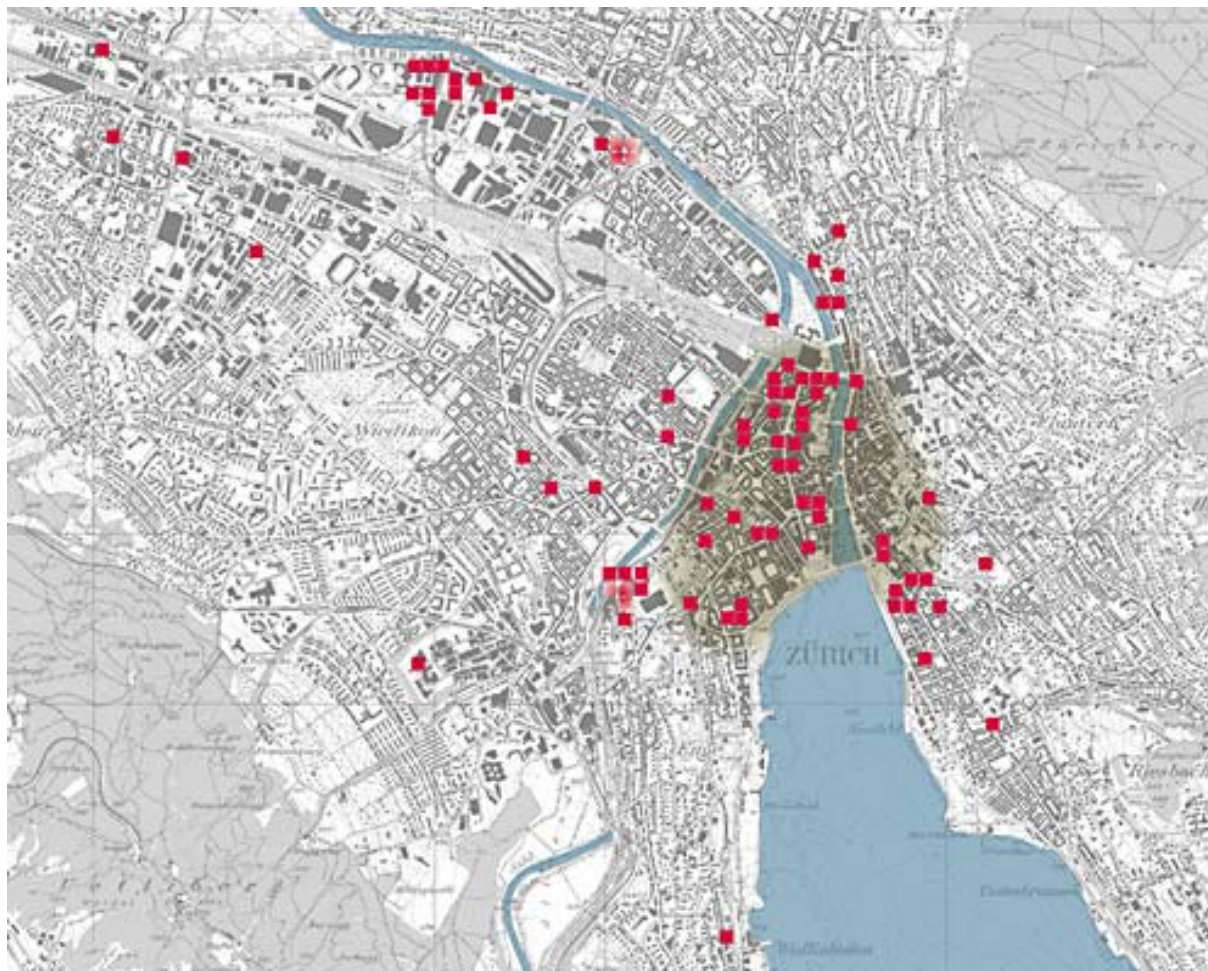
Entretien le 24 janvier 2008 à Lausanne avec M. Jean-Jacques Morard, membre de la direction de PSP Management SA et responsable du bureau de Lausanne.

Entretien le 28 janvier 2008 à Lausanne avec M. Bruno de Siebenthal, directeur général et administrateur délégué du Fonds Immobilier Romand (FIR).

7. Annexes

7.1. Etat de la propriété de PSP Swiss Property⁵²

7.1.1. Dans la région de Zurich



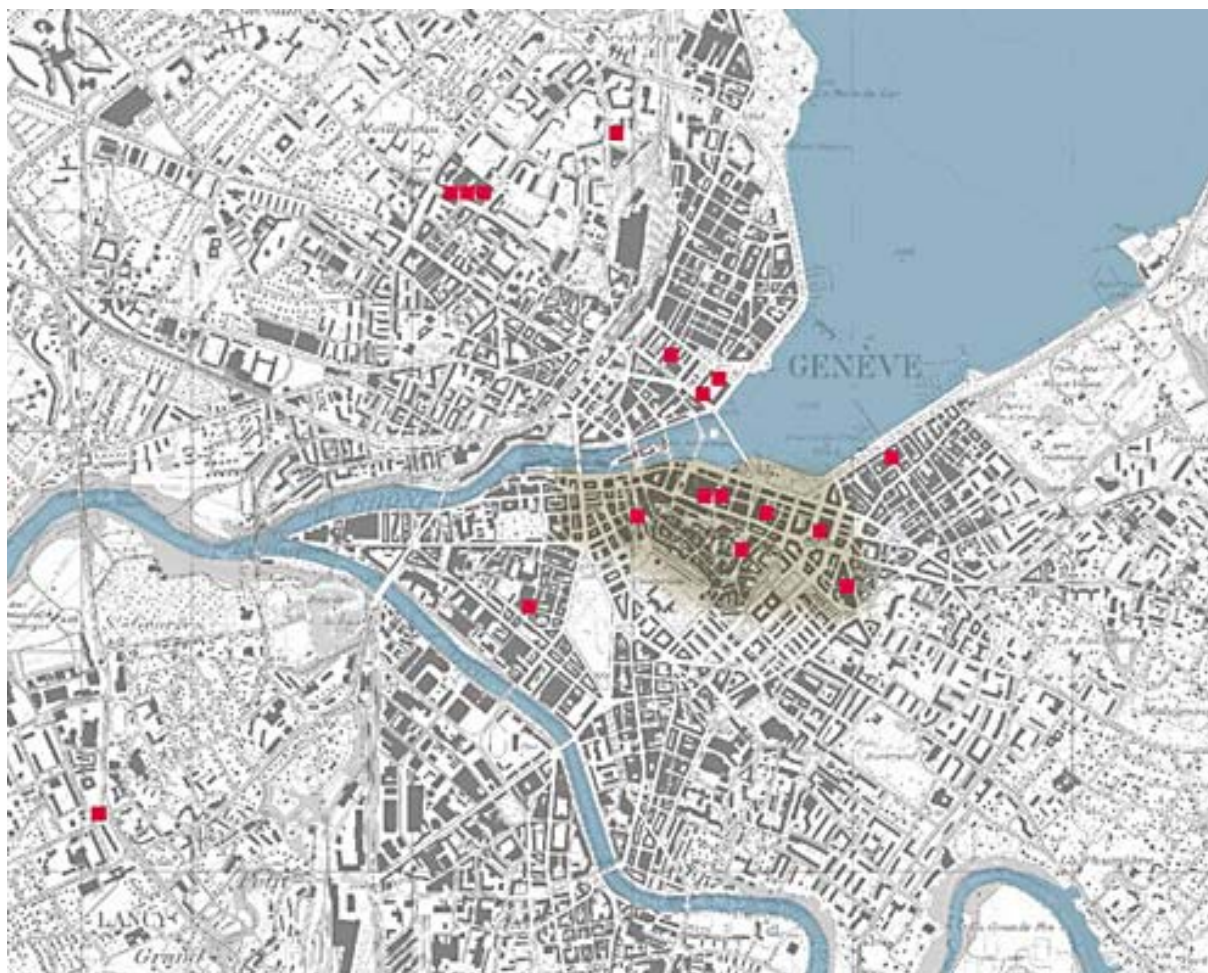
Localité	Adresse	Surface locative totale en m2	Année de construction / de rénovation
Kilchberg	Seestr. 40, 42	2 922	1966/2001
Rüschlikon	Moosstr. 2	8 869	1969
Urdorf	Heinrich-Stutzstr. 27/29	47 513	1976/2003

⁵² Etat au 30 septembre 2007. Source rapport annuel 2006 PSP.

Wallisellen	Handelszentrum	4 649	1992
Wallisellen	Richtistr. 3	7 357	2000
Wallisellen	Richtistr. 5	7 558	2003
Wallisellen	Richtistr. 7	9 772	2003
Zürich	Albulastr. 57	2 763	1986
Zürich	Alfred Escherstr. 17	930	1907/2000
Zürich	Altstetterstr. 124/Herrligstr.	12 909	1974/1997
Zürich	Augustinergasse 25	761	1850
Zürich	Bahnhofplatz 1	2 030	1894/1986
Zürich	Bahnhofplatz 2	2 680	1895/1985
Zürich	Bahnhofplatz 9	4 462	1933
Zürich	Bahnhofquai 9-11	2 281	1899/1994
Zürich	Bahnhofquai 15	2 011	1894/1995
Zürich	Bahnhofstr. 28a/Waaggasse 6	3 468	1812
Zürich	Bahnhofstr. 39	3 564	1911/2003
Zürich	Bahnhofstr. 66	4 516	1967/1995
Zürich	Bahnhofstr.81/Schweizergasse 2/4	2 345	1931/2001
Zürich	Bernerstr. Süd 167,169	11 056	1974/1992
Zürich	Binzring 15/17	41 528	1992
Zürich	Bleicherweg 10	2 895	1930/1985
Zürich	Bleicherweg 14	530	1857/1998
Zürich	Börsenstr. 18	1 506	1885/1984
Zürich	Brandschenkestr. 70 (TK/KH)	257	1921/2003
Zürich	Brandschenkestr. 72-78 (KG)	254	2003
Zürich	Brandschenkestr. 72-78 (W1)	90	2003
Zürich	Brandschenkestr. 80,82,84	13 072	2005
Zürich	Brandschenkestr. 90 (DL1)	11 689	2003
Zürich	Brandschenkestr. 100 (DL2)	9 464	2003
Zürich	Brandschenkestr. 110 (DL3)	15'988	2006
Zürich	Brandschenkestr. 130 / 132	7 484	1877/2005
Zürich	Brandschenkestr. 150	4 940	1877/2005
Zürich	Dufourstr. 56	2 711	1950
Zürich	Flüelastr. 7	3 314	1982/1998

Zürich	Förrlibuckstr. 10	8 460	1963/2002
Zürich	Förrlibuckstr. 60/62	27 096	1989/1996
Zürich	Förrlibuckstr. 66	7 196	1969/2004
Zürich	Förrlibuckstr. 110	11 706	1962/2000
Zürich	Förrlibuckstr. 151 (Parkhaus)	1 828	1975/2000
Zürich	Förrlibuckstr. 178-180	10 775	1988
Zürich	Förrlibuckstr. 181	4 925	2002
Zürich	Freieckgasse 7	798	1700
Zürich	Füsslistr. 6	3 180	1925/1998
Zürich	Gartenstrasse 32	1 698	1967/1986
Zürich	Genferstr. 23	967	1895/1998
Zürich	Gerbergasse 5	2 650	2004
Zürich	Goethestr. 24	942	1874
Zürich	Gutenbergstr. 1/9	8 589	1969/1986
Zürich	Hardturmstr. 131-135	25 321	1982/1995
Zürich	Hardturmstr.161/Förrlibuckstr. 150	36 823	1975/1999
Zürich	Hardturmstr. 169-175	18 917	1952/1997
Zürich	Hardturmstr. 181-185	20 900	1989
Zürich	Hottingerstr. 10-12	3 727	1914/1994
Zürich	In Gassen 16	1 119	1812/1984
Zürich	Konradstr. 1/Zollstr. 6	3 338	1879/1990
Zürich	Kurvenstr. 17/Beckenhofstr. 26	1 741	1971/1999
Zürich	Limmatquai 4	2 774	1837/2000
Zürich	Limmatquai 144/Zähringerstr.51	2 271	1888/1994
Zürich	Limmatstr. 291	3 067	1985
Zürich	Lintheschergasse 23	647	1879/2001
Zürich	Löwenstr. 16	874	1883
Zürich	Löwenstr. 22	929	1964
Zürich	Mühlebachstr. 6	621	1975
Zürich	Mühlebachstr. 32	2 125	1981
Zürich	Müllerstr. 71, Ankerstr. 114	2 565	1969
Zürich	Obstgartenstr. 7	1 836	1958/2002

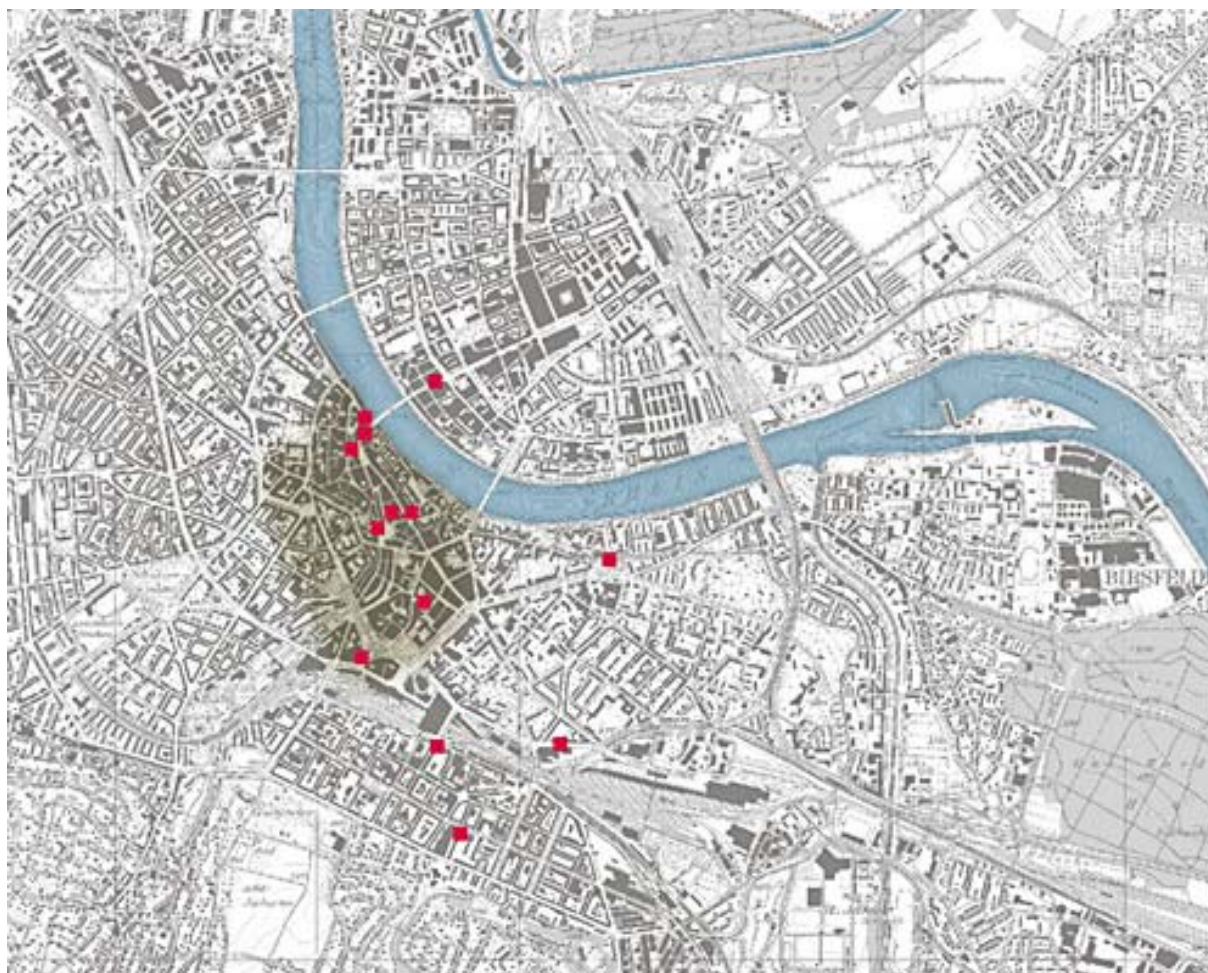
Zürich	Poststr. 3	1 703	1893/1999
Zürich	Schaffhauserstr. 611	3 660	2001
Zürich	Schanzengraben 7	1 220	1976
Zürich	Schützengasse 32	606	1881
Zürich	Seebahnstr. 89	5 007	1959
Zürich	Seefeldstr. 5	1 181	1840/2000
Zürich	Seefeldstr. 123	8 405	1972/2003
Zürich	Seestr. 339	1 195	1950
Zürich	Sihlamtstr. 5	822	1950
Zürich	Splügenstr. 6	1 047	1896/1998
Zürich	Stampfenbachstr.48/Sumatrastr.	4 753	1929/2001
Zürich	Stauffacherstr. 31	1 613	1896/2000
Zürich	Theaterstr. 12	6 618	1973/1993
Zürich	Theaterstr. 22	1 021	1700
Zürich	Uraniastr. 9	5 637	1906
Zürich	Waisenhausstr. 2,4/Bahnhofquai7	7 213	1913/1985
Zürich	Walchestr. 11,15/Neumühlequai	3 422	1919/2000
Zürich	Wasserwerkstr. 10/12	7 855	1982
Zürich	Zeltweg 67	1 195	1965
Zürich	Zurlindenstr. 134	1 512	1972
Zürich	Zweierstr. 129	2 839	1958/2003

7.1.2. Dans la région de Genève⁵³

Localité	Adresse	Surface locative totale en m2	Année de construction / de rénovation
Carouge	Route des Acacias 50-52	9 195	1965
Carouge	Rue de la Gabelle 6	998	1987
Genève	Cours de Rive 13,15/Helv. 25	5 628	1981
Genève	Place du Molard 7	3 430	1931
Genève	Rue Adrien-Lachenal 20	2 492	1973
Genève	Rue de Berne 6	3 354	1895/1999
Genève	Rue de la Corraterie 24-26	2 254	1825/1996

⁵³ Etat au 30 septembre 2007.

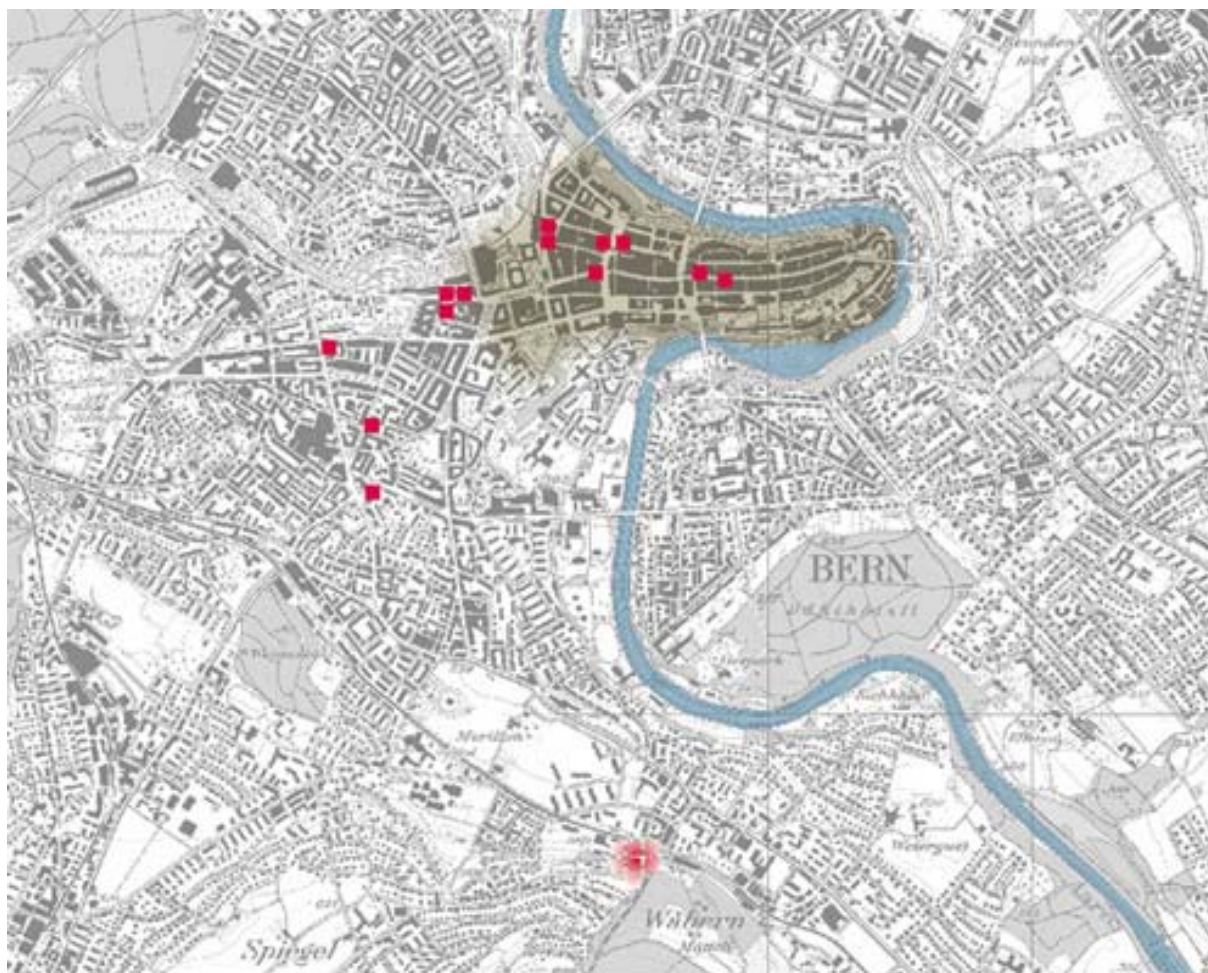
Genève	Rue de la Fontaine 5	1 299	1920/2001
Genève	Rue des Bains 31 bis, 33, 35	11 935	1994
Genève	Rue du Grand-Pré 54-56-58	6 087	1984/1992
Genève	Rue du Marché 40	5 095	1972
Genève	Rue du Mont-Blanc 12	1 477	1860/2000
Genève	Rue du Prince 9-11	4 049	1966/2001
Genève	Rue du XXXI-Décembre 8	3 695	1962/2001
Genève	Rue F. Bonivard/Rue des Alpes	2 163	1852/1995
Genève	Rue Richard-Wagner 6	10 158	1986/1998
Petit-Lancy	Av. des Morgines 8-10	15 600	2002

7.1.3. Dans la région de Bâle⁵⁴

Localité	Adresse	Surface locative totale en m2	Année de construction / de rénovation
Basel	Barfüsserplatz 10	1 399	1914
Basel	Dornacherstr. 210	13 235	1969/2004
Basel	Falknerstr. 31/Weisse Gasse16	1 316	1902
Basel	Freie Strasse 38	1 316	1896/1981
Basel	Greifengasse 21	1 868	1930
Basel	Grosspeterstr. 18,20	13 751	1988
Basel	Hochstr./Pfeffingerstr.	16 318	1986/2000

⁵⁴ Etat au 30 septembre 2007.

Basel	Kirschgartenstr. 12-14	6 492	1978/2003
Basel	Marktgasse 4	1 105	1910
Basel	Marktgasse 5	1 185	1924/2002
Basel	Marktplatz 30/30A	2 761	1936
Basel	St. Alban-Anlage 46	4 133	1968/2000
Basel	Steinentorberg 8/12	14 403	1991

7.1.4. Dans la région de Berne⁵⁵

Localité	Adresse	Surface locative totale en m2	Année de construction / de rénovation
Bern	Bollwerk 15	1 933	1924/2002
Bern	Eigerstr. 2	4 452	1964/1999
Bern	Genfergasse 4	1 847	1899/1984
Bern	Haslerstr.30/Effingerstr.47	6 856	1964/1992
Bern	Kramgasse 49	762	1900
Bern	Kramgasse 78	1 001	1900/1991
Bern	Laupenstr. 10	2 517	1965/2004

⁵⁵ Etat au 30 septembre 2007.

Bern	Laupenstr. 18	4 815	1935/1997
Bern	Laupenstr. 18a	3 091	1960
Bern	Seilerstr. 8	4 569	1971/2001
Bern	Spitalgasse 9	2 294	1900/2001
Bern	Waisenhausplatz 14	3 327	1950/2001
Bern	Zeughausgasse 26/28	3 450	1900/1999

7.1.5. Dans la région de Lausanne⁵⁶

Localité	Adresse	Surface locative totale en m2	Année de construction / de rénovation
Lausanne	Av. de Cour 135	2 774	1973/2004
Lausanne	Av. de Sévelin 46	15 438	1994/1996
Lausanne	Av. de Sévelin 40	7 457	1992
Lausanne	Av. de Sévelin 54	3 073	1932/2002
Lausanne	Chemin du Rionzi 52, Dépôt	6 024	1971
Lausanne	Chemin de Bossons 2	2 272	1971/1998
Lausanne	Grand Pont 1	892	1957/2000

⁵⁶ Etat au 30 septembre 2007.

Lausanne	Place Saint-François 5	6 295	1913/2004
Lausanne	Place Saint-François 15	12 135	1900/2004
Lausanne	Rue Centrale 15	2 319	1938/1987
Lausanne	Rue du Grand-Chêne 2	2 846	1910/2001
Lausanne	Rue du Pont 22	2 302	1952/2003
Lausanne	Rue de Sébeillon 1, 3, 5	11 015	1963/1998
Lausanne	Rue de Sébeillon 2	1 122	1930/1998
Lausanne	Rue St.-Martin 7	4 499	1962/2002

7.1.6. Sur les autres sites⁵⁷

Localité	Adresse	Surface locative totale en m2	Année de construction / de rénovation
Aarau	Bahnhofstr. 18	2 098	1968/2002
Aarau	Bahnhofstr. 33	1 405	1971
Aarau	Igelweid 1	560	1945/2000
Aarau	Metzgergasse 8	1 583	1933
Aarau	Parking Flösserplatz 8	0	1933
Aigle	Route Industrielle 20, Depot	2 149	1985
Allschwil	Lettenweg 118	19 164	1972/2002
Biel	Aarbergstr. 94	15 277	1928/1962
Biel	Aarbergstr. 107	18 592	1994
Bülach	Bahnhofstr. 50 (Baurecht)	0	1928
Effretikon	Vogelsangstr. 15	3 924	1991
Frauenfeld	Metzgerstr. 5	3 692	1987
Fribourg	Av. de Beauregard 1	3 184	1993
Fribourg	Route des Arsenaux 41	10 116	1997
Fribourg	Rue de la Banque 4/Rte d.Alpes	1 598	1970/2001
Glarus	Auf Erlen, Depotgebäude Erlen	1 011	1974
Grolley	Au paquier, Land	0	1969
Gwatt (Thun)	Rösslimatte 6/6A/6C, Depot	6 456	1984
Interlaken	Bahnhofstrasse 23	308	1908/2003
Lugano	Via Pessina 16	1 485	1900/1980
Luzern	Hirschmattstr. 36	3 150	1969/2001
Luzern	Maihofstr. 1	3 158	1989
Luzern	Schlossergasse 1/Sternenplatz	1 292	n.a./1980
Neuchâtel	Faubourg du Lac 10	691	1902

⁵⁷ Etat au 30 septembre 2007.

Neuchâtel	Rue de Draizes 3,5,7	14 639	1962
Olten	Baslerstr. 44	2 851	1964/1995
Rapperswil	alte Jonastr. 24/neue Jonastr. 59	17 632	1974
Rheinfelden	Bahnhofstr. 21	3 984	1921
Rheinfelden	Marktgasse 36	1 192	1900/1998
Rheinfelden	Marktgasse 54-60	3 421	1934
Rheinfelden	Marktgasse 61	1 305	1930
Rheinfelden	Parking Fröschweid	0	1900
Rheinfelden	Roberstenstr. 95/Rheinweg 42	1 693	1899
Schaffhausen	Vordergasse 61	620	1953/1996
Sion	Av.de la Gare 27/Av.d.Pratifori	6 313	1934/1998
Sion	Rue des Vergers 1	3 645	1988
Solothurn	Curzelngasse 5	989	1900/2001
Solothurn	Stalden 35	469	1880/1995
Solothurn	Zuchwilerstr. 33, Depot	4 094	1964
St. Gallen	Burggraben (Parkgarage)	184	1989/2000
St. Gallen	Kornhausstr. 25	6 338	1977
St. Gallen	Marktplatz 4	2 137	1956/1991
St. Gallen	Multergasse 22	1 112	1891/1996
Uster	Bankstr. 11	931	1928/1996
Wabern	Seftigenstr. 259	1 907	1988
Winterthur	Marktgasse 74	1 209	1595/2002
Winterthur	Untertor 34	772	1879/1996
Zug	Kolinplatz 2	1 076	1491/2004
Zurzach	Auf Rainen, Land	0	1978
Zweisimmen	Thunstr., Bauland	0	1964

7.2. Etat de la propriété du Fonds Immobilier Romand (FIR)⁵⁸

ADRESSE DU BIEN-FONDS	SOCIETE IMMOBILIERE PROPRIETAIRE DU BIEN-FONDS
------------------------------	---

Terrains à bâtir

AUBONNE
Clos d'Asper

SI La Cité Renens A SA

Constructions commencées

CUGY
Dessus La Praz

SI Campagne Villard SA

ROLLE
Au Maupas, 2e étape

SI Clos du Ronsier SA

Constructions terminées (y compris le terrain) - Immeubles d'habitation*LAUSANNE*

St-Roch 1-3

SI Roquette B SA

St-Roch 5

SI Roquette C SA

Vermont 20

SI Clos Soleil SA

Vermont 22

SI Clos Soleil B SA

Aubépines 16

SI Rivage Fleuri C SA

Victor-Ruffly 30

SI Victor Ruffly 30 SA

Victor-Ruffly 30bis

SI Victor Ruffly 30 B SA

Mont-d'Or 32

Campagne Villard SA

Fleurettes 41- 43

Campagne Villard SA

Fontenay 7bis

Campagne Villard SA

Bonne-Espérance 12

Chissiez Espérance A SA

Bonne-Espérance 14

Chissiez Espérance F SA

Délices 1 SI

Les Marcottes SA

Dapples 7 SI

Les Marcottes SA

Morges 17 SI

La Tornallaz SA

France 49-51

Le Pavot SA

Yverdon 2-4

Le Pavot SA

Croix Rouges 10 à 20

SI Belvédère Chemin des

Tivoli 5-7-9

Croix-Rouges A à D SA

Maupas 10

SI Cèdres-Maupas A SA

Signal 19

SI Majestic A SA

Passerose 15

Campagne Villard SA

Bonne-Espérance 28

SI Les Marcottes SA

Montchoisi 27

SI Avenue de Montchoisi

⁵⁸ Etat au 30 juin 2007. Source : rapport annuel 2006/2007 FIR

Chandieu 2	SI De Jurigoz E
Chandieu 4	SI De Jurigoz D
Jurigoz 9	SI De Jurigoz D
Jurigoz 17	SI Les Marcottes SA
Montolivet 20	SI Les Marcottes SA
Figuiers 31	SI Sarcelle B SA
Rumine 35	SI Les Marcottes SA
Crêtes 5	SI Les Crêtes SA
Berne 35-37	Beauval A SA
Montelly 29b	SI La Vigie Montelly B SA
Pierrefleur 22	SI Montecarl Lausanne SA
Vermont 18	Sarcelle B SA
Bois-Gentil 27-29	SI Clair-Logis Lausanne A
Plaines-du-Loup 44	SI Clair-Logis Lausanne A
Cassinette 1-3	Bois-Gentil C SA
Cour 83	en nom
Entrebois 57-59	SI Clair-Logis Lausanne C
A.-Fauquez 110-112-114	Villeclair SA
Fleurettes 28bis	SI En Villard-Fleurettes SA
Grey 45	SI La Floriane B
Mousquines 38	SI Des Mousquines SA
Muveran 5	SI La Ramée SA
Pontaise 49	Pontura SA
Mont-Blanc 1	Pontura SA
Renens 24-26	Les Uttins A
Renens 26bis	en nom
Renens 28	Les Uttins B
Risoux 21	Parc De Valency SA
 <i>BUSSIGNY</i>	
Industrie 15-17	SI Champ Soleil Bussigny C SA
Roséaz 16	Roséatte SA
Roséaz 24	Roséatte SA
 <i>BULLE</i>	
Gare 7-9 SI	Les Alpes SA
 <i>CHAVANNES</i>	
Epenex 3-5-7-9	SI La Cité Renens A SA
 <i>CHESEAUX</i>	
Grands-Champs 3	SI Le Chezél SA
Grands-Champs 1	SI Le Chezél SA
 <i>CLARENS</i>	
Collège 2-4	SI Les Brayères Clarens SA

ÉCHALLENS

Champs 1-3 en nom
 Lausanne 31 en nom

ÉCUBLENS

Forêt 5a et 5b SI La Renarde SA

FRIBOURG

Beaumont 1-7 SI Cité-Beaumont A SA
 Botzet 3 SI Bellevue SA Fribourg
 Beaumont 3-7 SI Cité-Beaumont B SA

GENÈVE

Grand-Pré 27 SI Augustins-Midi SA
 Richemont 16 Pacofi SA
 Lyon 73 SI Charmilles-Centre A SA14

MARTIGNY

Maladière 8 SI Chavalard SA

MEYRIN

Livron 29-31 SI Meyrin-Cité A SA
 Livron 33-35 SI Meyrin-Cité B SA

MONTHHEY

Gare 27-29 SI Les Grands Confins SA

MONTREUX

Alpes 27 SI Biarou SA
 Grand-Rue 46 SI Biarou SA
 Alpes 27bis SI Passage de la Rouvenaz SA

MORGES

Lonay 20 SI Les Cerisiers Morges SA
 Lonay 22 SI Les Cerisiers Morges SA
 Grosse Pierre 3 SI Pré-Maudry A SA

NEUCHÂTEL

Parcs 129 Soparc Immobilière SA
 Charmettes 34-36-38 SI Carrelia SA

NYON

St-Cergue 24-24b SI Clos Du Ronsier SA
 Saint-Cergue Cité-Clairmont SA
 52-52bis-54 SI Cité-Clairmont SA
 Saint-Cergue 54b SI Cité Clair-Logis SA

ORBE

Sous-le-Château 2-4 SI Sous Le Château SA

PAUDEX

Simplon 31 SI Théodosie SA

PAYERNE

Yverdon 23 SI Clos De La Broye SA

PENTHAZ

Vaux 23-23bis en nom

PRILLY

Suettaz 7-9-11 SI La Suettaz F SA

Floréal 27 SI La Suettaz F SA

Rapille 12 en nom

PULLY

Collèges 39 SI Pré Du Collège

C.-F. Ramuz 7 SI La Coquette SA

Rosiaz 7 SI La Coquette SA

Fontanettaz 25 SI Champ Des Dailles A SA

Forêt 45 Campagne Villard SA

Forêt 47 Campagne Villard SA

Guillemin 4 SI La Mandragore A SA

C.-F. Ramuz 26 SI Pré-Du-Collège B SA

Désertes 21 SI De La Batellerie SA

Liseron 9 La Lise SA

RENENS

Gare 12 SI Beaulieu A & B SA

Pépinières 11 SI De Viris SA

Saugiaz 15 SI Les Alpes G SA

ROLLE

Auguste-Matringe 11-13-15-17-19-21-23-25 SI Clos du Ronsier SA

SION

Chanoine-Berchtold 20-22 SI Les Mayennets SA16

Condémines 22 SI Hauterive SA

Matze 11-13 SI Hauterive SA

Tourbillon 80-82 SI Le Scex SA

LA TOURDE-PEILZ

Perrausaz 20 SI Clairval C

Baumes 8 SI Les Ormeaux

VALLORBE

Boulangerie 2 SI Centre-Ville SA

VEVEY

Midi 23-25

SI Plan-Midi SA

Deux-Marchés 15

SI La Goellette SA

Nestlé 9

SI L'Arabesque A & B SA

YVERDON

Promenade des Pins 1

SI Vermont-Parc SA

Promenade des Pins 3

SI Vermont-Parc SA

Constructions terminées (y compris le terrain) - Immeubles à caractère commercial

LAUSANNE

Rasude 2 / Ouchy 3

SI La Rasude SA

Rumine 3

SI Les Marcottes SA

BULLE

Nicolas-Glasson 3

SI Les Alpes SA

GENÈVE

Richemont 10

SI Rue Richemont 10 SA

Immeuble subventionné

LAUSANNE

Entrebois 15-17

SI Tour d'Entrebois A SA

7.3. Modèle de fiche de calcul « Discounted Cash Flow » (DCF) du FIR⁵⁹

S.I. Roquette B. / Rue St-Roch 1-3, Lausanne												
2.0001.8		Rendement brut 8.0%					Valeur DCF					CHF 6'640'000
année	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	année
taux d'escompte pour les années 1-10	3.01%	3.25%	3.49%	3.73%	3.97%	4.21%	4.45%	4.69%	4.93%	5.17%	5.41%	taux résiduel
taux de capitalisation dès la 11ème année												2016
progression IPC / an (années 1-10)												
Hausse des charges d'entretien												
année de construction	1984											
valeur à neuf bâtiment	6'188'000											
taux hypothécaire de référence Igt	3.00%											
Revenu locatif												
loyer logement	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381	
+ Potentiel	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Potentiel	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
risque de vacance locative	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
état locatif logement	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381	
loyers commerciaux indexés	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
+ Potentiel	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
+ Potentiel	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Potentiel	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
risque de vacance locative	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
état locatif commercial	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
Total revenu locatif	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381	
Total état locatif	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381	
assurances	0.80%	4'222										
conciergerie	2.27%	12'019										
impôts fonciers et taxes	3.26%	17'314										
électricité, eau, autres	3.52%	18'935										
fraîs de publicité, encaissement	0.14%	759										
honoraires de garantie	3.00%	16'487										
total des frais d'exploitation	10.00%	79'319										
entretien												
total des charges	30.0%	148'810										
entretien extraordinaire (1 - 10 ans)												
part répartie sur les loyers												
part MCM répartie sur les loyers												
Cash-Flow net												
entretien extraordinaire dès la 11ème année												
taux d'escompte	3.00%											
Discounted Cash-Flow												

année	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	537'381
EL net minimum pris en compte	467'112	487'112	470'427	474'376	491'323	495'307	512'291	516'311	533'332	537'380	

L'IDHEAP EN BREF

Avec l'Institut de hautes études en administration publique, la Suisse dispose d'une haute école pour l'enseignement et la recherche dans le domaine de l'administration des affaires publiques.

Créée en 1981, l'IDHEAP est une fondation autonome associée à l'Université et à l'Ecole polytechnique fédérale de Lausanne.

L'IDHEAP a pour vocation la formation postgrade des étudiants qui désirent se consacrer à la fonction publique ou parapublique, le perfectionnement professionnel des fonctionnaires des administrations au sens large. Il a également une mission de recherche et d'expertise dans tous les domaines du secteur public.

Institut universitaire, l'IDHEAP propose une palette de formations adaptée à l'enseignement et au perfectionnement des connaissances des spécialistes de la fonction publique. Il dispense notamment le Master of Public Administration (MPA) et organise des séminaires pour spécialistes et cadres (SSC). L'Institut assure une formation doctorale et décerne le titre de docteur en science administrative de l'Université de Lausanne. Centre de formation au service des collectivités publiques, l'IDHEAP est ouvert aux entreprises, permettant à leurs collaborateurs de s'initier aux modes de fonctionnement propres au secteur public.

Comme tout institut universitaire, l'IDHEAP poursuit également une mission de recherche.

Son objectif est de fournir les instruments d'analyse et de gestion nécessaires à la réflexion des responsables du secteur public.

Concentration unique en Suisse de spécialistes de l'analyse des politiques et du management publics, l'IDHEAP intervient à la demande des entreprises et collectivités communales, cantonales, fédérales, voire étrangères, pour résoudre des problématiques spécifiques. Les mandats de conseil contribuent à nourrir l'interactivité permanente entre théorie et pratique qui caractérise les formations dispensées par l'IDHEAP.