

DESS « Etudes urbaines »  
IDHEAP/IGUL/IEPI  
C/o Institut de géographie  
de l'Université de Lausanne  
BFSH 2, Dorigny  
1015 Lausanne

2003-2005

Thierry Theurillat

**Les logiques d'investissements immobiliers des  
caisses de pension : peut-on tenir compte de  
critères de durabilité ?**

Mémoire de DESS

sous la direction du Professeur

Antonio Da Cunha

Neuchâtel, le 15 août 2005

## **Avant-propos**

Ce mémoire s'inscrit dans le cadre de la formation poste grade (DESS) en Etudes Urbaines suivies aux Universités de Lausanne et de Genève (2003 – 2005) ainsi que dans le cadre d'un projet financé par le Fonds national suisse de la recherche scientifique (FNSRS) dont l'intitulé est le suivant : « *L'impact des caisses de pension sur les circuits de financement et de contrôle de l'économie suisse (1985-2003)* ».

Dans ce contexte, j'ai pu bénéficier des précieux conseils et de l'amitié de MM. José Corpataux et Olivier Crevoisier, respectivement docteur en économie et directeur de recherches à l'Institut de recherches économiques et régionales (IRER) de l'Université de Neuchâtel. Je tiens à les remercier chaleureusement.

Je remercie également le professeur Antonio da Cunha, professeur de géographie et directeur de mémoire, sans oublier mon épouse, Hongyan, qui m'a soutenu tout au long de ces deux années de formation.

## TABLES DES MATIERES

<b><u>MISE EN PERSPECTIVE DE LA RECHERCHE</u></b>	<b>3</b>
INTRODUCTION	3
PROBLÉMATIQUE ET HYPOTHÈSE	4
SOURCES ET MÉTHODOLOGIE	6
STRUCTURE DE LA RECHERCHE	7
<b><u>1 LE SYSTÈME DU 2ÈME PILIER DANS L'ÉCONOMIE SUISSE</u></b>	<b>8</b>
1.1 LES CAISSES DE PENSION: DES ACTEURS DE PLUS EN PLUS IMPORTANTS DANS L'ÉCONOMIE SUISSE	8
1.2 L'ORGANISATION DU SYSTÈME DU 2 <sup>ÈME</sup> PILIER ET LIMITATION DE LA RECHERCHE	10
1.3 LE PORTEFEUILLE DES CAISSES DE PENSION (ENREGISTRÉES)	11
1.4 LES STRUCTURATIONS FONCTIONNELLES DU 2 <sup>ÈME</sup> PILIER	13
1.4.1 LA CATÉGORISATION DES CAISSES DE PENSION	13
1.4.2 CARACTÉRISTIQUES ADMINISTRATIVES ET JURIDIQUES DES TROIS CATÉGORIES IDENTIFIÉES	14
1.5 LA DÉTERMINATION DE LA POLITIQUE D'INVESTISSEMENT	16
1.6 LES INVESTISSEMENTS IMMOBILIERS DES CAISSES	17
<b><u>2 LA GESTION DE L'IMMOBILIER</u></b>	<b>19</b>
2.1 LA STRATÉGIE IMMOBILIÈRE	19
2.2 MANAGEMENT INTERNE ET MANAGEMENT EXTERNE	21
2.3 LES INVESTISSEMENTS IMMOBILIERS DES CAISSES DE PENSION	22
2.3.1 LES MODALITÉS DE PLACEMENT DES CAISSES DE PENSION	22
2.3.2 LES CAISSES DE PENSION AYANT UN PORTEFEUILLE IMMOBILIER	23
2.3.3 LES MODALITÉS DE PLACEMENT IMMOBILIER EN FONCTION DE LA FORTUNE DES CAISSES DE PENSION	25
2.4 LES ACTEURS PRINCIPAUX DE L'IMMOBILIER EN SUISSE	27
2.4.1 RÉPARTITION DE LA FORTUNE « IMMOBILIER »	27
<b><u>3 LES CIRCUITS DIRECT ET FINANCIARISÉ</u></b>	<b>30</b>
3.1 CIRCUIT A : GESTION DIRECTE, PROXIMITÉ, COMPÉTENCES, ÉVALUATION PROPRE	30
3.1.1 TYPE D'AFFECTATION	30
3.1.2 COMPÉTENCES LIÉES À LA POLITIQUE IMMOBILIÈRE	31
3.1.3 L' AIRE SPATIALE DES INVESTISSEMENTS	34
3.1.4 LES CRITÈRES D'INVESTISSEMENT ET DE SÉLECTION IMMOBILIERS DES CAISSES DE PENSION	38
3.2 CIRCUIT B : GESTION FINANCIARISÉE, DÉLÉGATION, DISTANCE ET ÉVALUATION PAR LES MARCHÉS FINANCIERS	40
3.2.1 LES CARACTÉRISTIQUES DES VÉHICULES DE PLACEMENTS COLLECTIFS	40
3.2.2 LA DÉTERMINATION ET LES MODALITÉS DE LA POLITIQUE IMMOBILIÈRE	44
3.2.3 LES CARACTÉRISTIQUES DES PORTEFEUILLES IMMOBILIERS DES PRINCIPAUX VÉHICULES DE PLACEMENTS IMMOBILIERS COLLECTIFS DU PAYS	46
3.3 LE RECOURS À L'EXPERTISE EXTERNE	52
3.4 LES INVESTISSEMENTS À L'ÉTRANGER DES VÉHICULES DE PLACEMENT COLLECTIFS	53

<b>4</b>	<b><u>L'IMMOBILIER DES CAISSES DE PENSION DANS LE CONTEXTE DE FINANCIARISATION DE L'ÉCONOMIE</u></b>	<b>55</b>
<b>4.1</b>	<b>LA FINANCIARISATION OU COMMENT RENDRE MOBILE LE CAPITAL IMMOBILIER</b>	<b>55</b>
<b>4.2</b>	<b>RETOUR SUR LA THÉORIE FINANCIÈRE ET SON ARTICULATION À L'ÉCONOMIE RÉELLE</b>	<b>56</b>
4.2.1	LES CRITÈRES DE L'ÉCONOMIE FINANCIÈRE : RENDEMENT ET RISQUE COMPARÉS, LIQUIDITÉ	57
4.2.2	LES CRITÈRES DE RENDEMENT, RISQUE ET LIQUIDITÉ ET LES LOGIQUES FONCTIONNELLES	60
<b>4.3</b>	<b>LA CONSTRUCTION D'UN MARCHÉ IMMOBILIER NATIONAL</b>	<b>62</b>
<b>4.4</b>	<b>LA COURSE À LA TAILLE ET LA REMONTÉE DES ÉCHELLES</b>	<b>63</b>
4.4.1	LOGIQUE TRADITIONNELLE DE GESTION INTERNE ET D'INVESTISSEMENTS DIRECTS	64
4.4.2	LA LOGIQUE D'EXTERNALISATION DES INVESTISSEMENTS ET L'ÉMERGENCE DE NOUVEAUX ACTEURS : LES FONDATIONS IMMOBILIÈRES	64
<b>5</b>	<b><u>GÉOGRAPHIE DE LA FINANCE ET DÉVELOPPEMENT DURABLE</u></b>	<b>67</b>
<b>5.1</b>	<b>LE CONCEPT DE DÉVELOPPEMENT DURABLE</b>	<b>67</b>
<b>5.2</b>	<b>LES INVESTISSEMENTS DES CAISSES PAR LES MARCHES FINANCIERS : LOGIQUE DE L'ENTONNOIR ET POSSIBILITES RESTREINTES DE FAIRE « AUTREMENT »</b>	<b>68</b>
<b>5.3</b>	<b>DÉVELOPPEMENT DURABLE ET INVESTISSEMENTS MOBILIERS</b>	<b>69</b>
5.3.1	L'INVESTISSEMENT DURABLE	69
5.3.2	L'EXERCICE DES DROITS D'ACTIONNAIRES	72
<b>5.4</b>	<b>DÉVELOPPEMENT DURABLE ET INVESTISSEMENTS IMMOBILIERS</b>	<b>74</b>
<b>6</b>	<b><u>CONCLUSION</u></b>	<b>77</b>
<b>7</b>	<b><u>RÉFÉRENCES</u></b>	<b>81</b>
<b>8</b>	<b><u>ANNEXES</u></b>	<b>85</b>

## MISE EN PERSPECTIVE DE LA RECHERCHE

---

### INTRODUCTION

Le développement de l'espace construit est largement le résultat des comportements des acteurs immobiliers. Au cours des vingt dernières années, les caisses de pension ont connu un développement spectaculaire et constituent aujourd'hui le plus important financeur et acteur de ce secteur parmi les institutionnels. Comprendre la manière dont sont organisées les caisses de pension, les circuits par lesquels passent les investissements et les critères qui fondent les choix d'investissement est par conséquent devenu incontournable pour saisir la manière dont se développe le secteur immobilier en Suisse.

Historiquement, les caisses de pension sont disséminées sur le territoire suisse. Une partie importante de leurs fonds étaient traditionnellement investie dans le logement des employés des entreprises. Cette logique de proximité et de relation avec l'entreprise et ses employés s'est rapidement distendue avec la croissance rapide qui a suivi la généralisation du deuxième pilier en 1985. Depuis cette date, les caisses de pension font face à une tâche beaucoup plus conséquente afin de gérer des fonds considérables (490 Mrd, dont 56 Mrd d'immobilier, en 2000). Parallèlement à la croissance de ces fonds, un autre phénomène massif a marqué l'évolution de l'ensemble de l'économie et de la société, à savoir la financiarisation des activités. Brièvement, par financiarisation, on entend l'évaluation systématique des investissements économiques par les marchés financiers, évaluation qui suppose des institutions (par exemple la réglementation des marchés financiers), des circuits (par exemple le passage par les bourses et les places financières), des acteurs (les investisseurs institutionnels, les conseillers financiers, etc.), des temporalités et des territorialités propres à l'industrie financière. Les critères exclusifs d'évaluation des investissements sont le rendement, le risque et la liquidité. Cependant, ces termes apparemment clairs ne recouvrent pas la même signification que dans l'économie réelle, non financiarisée. Par exemple, le critère du rendement dépend largement de l'horizon temporel retenu. Durant les années nonante, la croissance des cours boursiers rendaient très attractifs les investissements mobiliers car la temporalité des marchés financiers est le court terme. Ainsi, depuis la baisse brutale des cours de 2002, les investissements immobiliers sont redevenus attractifs pour les marchés financiers. Dans les termes de l'industrie financière, ce n'était pas une erreur que d'avoir perdu de l'argent suite aux placements en actions. L'erreur est de perdre plus que les indices du marché. On pourrait pourtant comparer les performances d'un portefeuille placé sur les marchés avec des investissements réels directs, effectués sans passer par les circuits financiers sur une période de quinze ou vingt ans. Une telle comparaison n'est pas « financière », puisqu'un des termes échappe aux marchés financiers. De telles comparaisons ne sont réalisées qu'exceptionnellement.

En outre, la financiarisation se traduit par une gestion « industrielle » des placements qui favorise certains espaces (les places financières) et en défavorise d'autres (les régions spécialisées dans des secteurs traditionnels, industriels ou touristiques, peu à la mode), certains acteurs (les grandes entreprises, les acteurs financiers, etc.) au détriment d'autres (les PME, les petits épargnants, etc.), certains investissements (les projets comparables, de grande taille) plutôt que d'autres (l'innovation, les petits projets, etc.). Quel est l'impact des fonds de pension sur les investissements immobiliers en Suisse ? Les disparités régionales ou villes/campagnes sont-elles renforcées ? Quels types d'investissements (surfaces commerciales ou habitat ? habitat collectifs ou individuel ?) sont favorisés ? Peut-on faire un lien entre ces investissements et le développement durable et si oui, à quels niveaux et de quelle manière ?

Sur le plan théorique, notre thèse concerne les relations entre la financiarisation de l'économie, l'organisation spatiale et le développement. La financiarisation permet la comparaison entre acteurs et entre espaces, mais elle rend distante ou opaque la relation entre le détenteur du capital et l'investissement réel. La financiarisation centralise la gestion de l'économie dans quelques places financières. Elle favorise la concentration des investissements dans les métropoles. Enfin, elle uniformise et hiérarchise les critères de gestion. Dès lors, certains critères de l'économie réelle, comme la spécificité technique des investissements, leur localisation, et plus généralement leurs qualités ne sont plus considérés comme justifiés. Il en résulte une approche *homogénéisante* du développement économique défavorable à l'innovation et à la décentralisation, ces dernières étant basées par définition sur la différenciation. C'est uniquement en favorisant les relations entre espaces (l'abolition des frontières) et l'uniformisation des manières d'analyser les espaces et des règles mobilisées (l'adoption de législations identiques) que l'industrie financière peut se développer.

## PROBLÉMATIQUE ET HYPOTHÈSE

Le chapeau théorique est ainsi lié aux théories et travaux, trop rares, qui ont considéré l'espace et les secteurs dans leur problématique financière. Nous mobilisons ainsi deux grandes approches liées à la notion de mobilité/ liquidité du capital. Dans ce cadre, nous partons de l'idée que liquidité et mobilité spatiale des capitaux sont un seul et même concept. En effet, la libéralisation des mouvements de capitaux correspond avant tout à un accroissement de leur mobilité spatiale. De plus, la liquidité peut se définir comme la faculté qu'ont les acteurs financiers à désengager rapidement leurs capitaux pour les réinvestir ailleurs. Pour les tenants de l'efficacité des marchés financiers, la parfaite mobilité du capital associé à des marchés financiers suffisamment développés est dans son ensemble bénéfique aux activités économiques. Il en résultera, en effet, une allocation optimale du capital productif : tous les bons projets pourront être financés à moindre coût et la palette des instruments de financement s'élargira ... pour toutes les catégories d'emprunteurs, indépendamment bien entendu de leur localisation. D'autres considèrent, au contraire, que marchés financiers et économie réelle entretiennent des rapports complexes et *contradictoires* et qu'un certain nombre de tensions, à même de remettre en question l'unité des économies nationales, en découlent. Pour certains (par exemple : Orléan, 1999), les marchés financiers sont animés par une logique de court terme qui n'est pas forcément connecté au temps long de la production. Pour d'autres (par exemple : Dow, 1999), les systèmes financiers tendent à se concentrer spatialement et ce processus ne facilite pas le financement des activités productives dans les régions non-centrales, en particulier le financement des PME localisées dans ces régions. En bref, le passage à une économie gouvernée par les marchés financiers n'est pas sans conséquence sur le développement économique et spatial des économies contemporaines.

C'est à partir des années nonante que le lien entre *finance* et *espace* a été fait par des économistes et surtout des géographes britanniques, et a fait l'objet de certaines investigations théoriques et empiriques. Ce regain d'intérêt est, peut être à relier au contexte britannique qui voit une région du sud-est prospère et abritant une place financière d'envergure mondiale alors que le reste du Royaume-Uni est en mal de reconversion industrielle depuis plusieurs décennies. Au milieu des années 90, Leyshon (1995) pouvait ainsi suggérer que c'était « le début de la fin » et que cette nouvelle sous-discipline qualifiée de « geography of money and finance » allait définitivement s'établir. Depuis lors, un certain nombre d'ouvrages et d'articles sont consacrés à ce thème (Leyshon et Thrift, 1997 ; Martin et Minns, 1995 ; Clark, 2000). En Suisse, un certain nombre de travaux ont été réalisés sur les transformations du système financier et le développement régional (Corpataux et Crevoisier, 2001 ; Corpataux, Crevoisier et Thierstein, 2001 ; Corpataux et Crevoisier, à paraître).

Notre mémoire, qui s'inscrit dans le cadre d'un projet financé par le Fonds national suisse de la recherche scientifique (FNSRS) - dont l'intitulé est le suivant : « *L'impact des caisses de pension sur les circuits de financement et de contrôle de l'économie suisse (1985-2003)* » - se situe dans la lignée des travaux susmentionnés visant à prolonger le couplage des deux champs théoriques que sont *finance* et *espace*.

Si dans ce projet de recherche toutes les classes d'actifs des caisses sont concernées, notre mémoire est l'étude d'une des grandes catégories d'investissement des caisses de pension, soit les placements immobiliers, le tout dans une perspective de développement durable. Deux grandes étapes sont à distinguer dans notre recherche. Dans une première étape, nous abordons les relations de l'industrie des caisses de pension sous l'angle fonctionnel et social ainsi que sous l'angle spatial et temporel. Puis, dans une seconde étape, nous tentons de faire le lien entre les développements concernant les logiques d'investissement et leurs implications (fonctionnelles, sociales, spatiales et temporelles) et la mise en oeuvre par les caisses de pension de critères qui se rapportent ici au concept de développement durable.

De manière claire, nous tentons de répondre à la question suivante : **dans quelles mesures les logiques d'investissements immobiliers permettent d'aller dans le sens des principes du développement durable ?**

Il apparaîtra dans notre travail qu'il existe deux logiques d'investissements immobiliers :

- Une logique d'investissement directe qui reflète la situation actuelle : quels sont les avantages et les inconvénients pour la prise en compte de critères de développement durable ?

- Une logique d'investissement indirecte qui reflète la tendance de transformation de la filière, à savoir la « financiarisation » de l'immobilier : quels sont les avantages et les inconvénients pour la prise en compte de critères de développement durable ?

Par conséquent, le passage d'investissements directs à des investissements indirects ou la modification des droits de propriété/ responsabilité provoque des changements importants des logiques fonctionnelles et sociales, spatiales et temporelles des investissements. Dans le trend actuel de « financiarisation » de l'immobilier, nous nous mettons dans la peau d'un consultant chargé d'évaluer les conséquences de ce passage par rapport à des critères de durabilité. Nous proposons, en quelque sorte, un scénario fictif basé sur un certain nombre de parallèles et d'enseignements provenant des caractéristiques du marché des titres - que nous avons pu mettre en évidence dans le cadre de notre projet de recherche - et des impacts de la liquidité/ mobilité sur ce dernier. Afin d'orienter notre recherche, nous avançons les hypothèses suivantes :

*La chaîne de valeur : hypothèses fonctionnelles et sociales*

Hypothèse 1 : Dans le cas de placements directs, l'investisseur est en mesure de savoir très concrètement dans quel objet immobilier il a investi. Dès lors, s'il le souhaite, il est capable de définir un certain nombre de critères respectant les principes du développement durable.

Hypothèse 2 : Dans le cas de placements indirects, l'ajout d'une ou plusieurs étapes au processus d'investissement augmente l'opacité du circuit. Il est donc plus difficile pour les instances dirigeantes de la caisse de pension de savoir concrètement quels objets immobiliers sont détenus. Par conséquent, il leur est plus difficile de se prononcer sur le caractère durable des investissements réalisés.

*La chaîne de valeur : hypothèses spatiales et temporelles*

Hypothèse 3 : Les placements directs ont généralement lieu à proximité de l'investisseur. Le marché immobilier en Suisse est très fragmenté et à un caractère régionalisé très prégnant. Par conséquent, il est plus facile pour les caisses de pension de connaître les caractéristiques territoriales des objets immobiliers et de faire valoir des critères de durabilité pertinents.

Hypothèse 4 : L'acquisition de parts/ actions sur le marché boursier de l'immobilier permet un allongement de la distance des investissements et d'accéder à un portefeuille immobilier national et international. A l'instar des titres, la gestion est aux mains d'un nombre restreint de gestionnaires qui sont majoritairement localisés dans les principaux centres financiers, soit Genève et Zurich. Par conséquent, lors de la gestion centralisée, les caractéristiques territoriales des biens immobiliers importeraient peu/ pas pour les gestionnaires et les investisseurs. Ici, ce sont les critères de rendement, de risque et de liquidité qui sont prioritairement invoqués et non des critères de durabilité.

*La durabilité dans les marchés financiers*

Hypothèse 5 : Le recours à des véhicules de placement collectifs implique une logique de gestion de masse. En effet, les produits proposés aux clients institutionnels sont des produits standardisés qui reposent sur le triptyque de rendement/ risque/ liquidité. Or, si certaines caisses de pension cherchent à prendre en compte une dimension éthique et durable dans l'évaluation de leurs investissements immobiliers, à l'instar des modèles concernant le marché des titres<sup>1</sup>, ces derniers sont standardisés et sectoriels, et ne tiennent pas compte de la dimension territoriale.

---

<sup>1</sup> Sur le modèle de la fondation de placement « Ethos » destinée à des investisseurs institutionnels qui veulent placer dans des entreprises respectant des critères éthiques (sociaux et environnementaux). Si l'on poursuit le raisonnement, à une échelle plus large, il existe également l'indice du développement durable du Dow Jones (Dow Jones Sustainability Indexes) qui recense les grandes entreprises cotées qui respectent les principes du développement durable. Il est à relever que toutes les grandes entreprises suisses cotées y figurent.

Les hypothèses exposées ci-dessus visent à déterminer si les caisses de pension, lors de leur politique immobilière, ont la faculté de fixer des critères et des principes liés au concept de développement durable des territoires. De manière globale, le développement durable comme tout concept peut se définir de plusieurs manières. Cependant, de manière plus particulière, le développement durable se veut être par excellence un principe d'action contextualisé. Il ne peut être concrètement défini que par des critères « particularisants ». C'est pourquoi, dans notre mémoire, nous ne faisons qu'un bref rappel des grandes lignes du concept de développement durable et nous ne nous aventurons pas sur l'établissement d'une grille de critères susceptibles d'être utilisée dans le cadre des investissements immobiliers. Nos propos sont de déterminer si les logiques de placement immobilières permettent aux instances dirigeantes des caisses de pension de réfléchir sur la durabilité des objets immobiliers plutôt que de poser une grille définie et trop normative.

## **SOURCES ET MÉTHODOLOGIE**

Pour notre mémoire, nous mobilisons les mêmes sources que pour le projet de recherche FNSRS. Ces dernières sont riches et multiples. Sur le plan des sources quantitatives, nous avons disposé des bases de données de l'Office fédéral de la Statistique sur les caisses de pension enregistrées en Suisse, de 1994 à 2002. Les traitements de ces données nous a permis de mesurer l'importance du portefeuille des caisses de pension, et partant de leur fortune immobilière. Nous avons dès lors pu procéder à des découpages pertinents en fonction de la taille/ fortune des caisses, des formes juridique et administrative, ainsi que les régions MS et les cantons de localisation des caisses de pension. Ces données ont été complétées par celles provenant de diverses enquêtes réalisées de 1997 à 2004 sur les investissements en valeurs mobilières et immobilières des caisses de pension et d'autres investisseurs institutionnels (fonds de placement, assurances-vie, fondation de placement, etc.).

Afin de mieux comprendre le fonctionnement de ce qu'on appelle l'industrie des fonds de pension et d'appréhender ses modalités fonctionnelles, sociales, géographiques et temporelles, nous avons réalisé 19 entretiens semi-directifs, d'une heure environ, auprès des différents acteurs de la filière intervenant aux différentes étapes du processus d'investissement. En outre, un panel de treize experts a été réuni en automne 2004 afin de valider les hypothèses et d'identifier les sources d'information et les informateurs pertinents. La liste des personnes interrogées et des experts figure en annexe.

Dans le cas des caisses de pension, l'accent a été mis sur les processus de décision (Conseil de fondation), la gestion interne de groupe de placement, titres et immobilier, et les critères d'investissement (financiers et autres) et les formes de contrôle des placements (gouvernement d'entreprise). Lors des entretiens auprès des acteurs de la gestion de fortune externe, les questions se sont focalisées sur les contacts avec les caisses, sur la structuration des produits d'investissement proposés – pour les valeurs mobilières et immobilières - et sur les critères de placement ainsi que sur les possibilités de prise d'influence des caisses.

Afin de renforcer notre démarche et d'illustrer les critères d'investissement et les spatialités des investissements des caisses de pension, de manière directe et indirecte, nous avons procédé à la saisie et à l'analyse des portefeuilles immobiliers de cinq caisses de pension et de quinze principaux véhicules de placement collectifs du pays, ce qui représente 2826 objets immobiliers pour une fortune de 26 Mrd en 2003/2004.

## STRUCTURE DE LA RECHERCHE

La première partie est une introduction au système du deuxième pilier helvétique dans laquelle nous mettons en évidence l'importance que représentent les fonds de pension dans l'économie suisse et dans le secteur immobilier. Rapidement, nous procédons à une catégorisation en trois groupes selon la fortune des caisses puisque celle-ci est concentrée aux mains de certaines caisses dont nous décrivons les caractéristiques. Puis, brièvement, nous expliquons comment les caisses réalisent leur allocation d'actifs.

La deuxième partie s'intéresse aux modalités et aux logiques d'investissements immobiliers des caisses de pension. Deux circuits de financement sont à distinguer, un circuit interne et direct et un circuit externe et indirect. Cette distinction nous amène à considérer l'importance des circuits et leurs évolutions, d'une part dans une perspective globale, et d'autre part en fonction de la taille/ fortune des caisses, afin de voir si des différences existent en matière de comportement d'investissement et de répartition de la fortune dans les deux circuits considérés.

Dans la troisième partie, nous mettons en évidence les caractéristiques des deux circuits que nous appelons direct et financiarisé. Ceux-ci se différencient fortement l'un de l'autre par les acteurs concernés, par leur organisation spatiale ainsi que par les critères de placement. Deux critères apparaissent déterminant dans la manière dont se répartissent les investissements dans ces circuits : premièrement, les compétences de gestion immobilière, à tout les stades - du maître d'œuvre à la gestion des locataires – demandent une masse critique minimale que les petites caisses n'ont pas ; en second lieu, les spécificités persistantes des marchés immobiliers (spécificités réglementaires, organisations spécifiques, faible transparence, etc.) nécessitent une connaissance particulière et approfondie du contexte local ou régional, ce qui limite la centralisation et la financiarisation de l'immobilier.

La quatrième partie vise à expliciter la thèse théorique de notre recherche, à savoir que la financiarisation des activités consiste dans la construction de la mobilité des investissements. Dans un premier temps, nous faisons un détour par la théorie financière afin de mettre en place un tableau synthétique montrant les significations que prennent les critères de rendement, risque et liquidité dans le cas de la finance par rapport à ceux de l'économie réelle. Pour étayer ou infirmer cette thèse, le secteur immobilier apparaît comme tout indiqué. En effet, quoi de plus paradoxal en apparence que de montrer comment le capital immobilier peut devenir hyper-mobile ? Dans un deuxième temps, nous montrons quelles sont les conditions nécessaires à la construction d'un marché immobilier national financiarisé. En dernier lieu, nous revenons sur les effets territoriaux des investissements immobiliers du circuit direct et financiarisé, notamment avec l'émergence de nouveaux acteurs de cette chaîne financière immobilière : les fondations immobilières.

Dans la cinquième partie, après un bref retour sur les dimensions du concept de développement durable, nous résumons les logiques d'investissements mobiliers des caisses de pension suisses afin de voir comment les caisses peuvent tenir compte de certains critères liés au développement durable lors de leur politique de placement. Ce détournement par les investissements mobiliers nous permet d'établir une certaine comparaison puisque les investissements immobiliers des caisses de pension tendent à reposer sur les mêmes logiques financières que celles des titres. Dans le cas de leur placement mobiliers, les caisses peuvent choisir de placer leur fortune ou une partie dans des fonds éthiques disponibles sur le marché ou d'exercer leurs droits d'actionnaires dans le sens de la *stakeholder value*. Or dans le cas des investissements immobiliers, de tels fonds durables n'existent pas. Dès lors, il reste aux caisses à exercer leurs droits d'actionnaire lorsqu'elles placent de manière indirecte. Il s'agit de voir, selon les caractéristiques fonctionnelles/spatiales/ temporelles des deux logiques d'investissement mises en évidence, dans quelles mesures et sous quelles conditions les caisses peuvent être à même de définir des critères de durabilité et d'avoir ainsi un débat sur la qualité des objets immobiliers et sur leurs localisations territoriales, le tout dans un contexte où les principaux critères financiers (rendement, risque, liquidité) s'avèrent dorénavant déterminants dans la gestion des investissements immobiliers alors que d'autres critères, *particularisants*, sont mis au second plan.

# 1 LE SYSTÈME DU 2ÈME PILIER DANS L'ÉCONOMIE SUISSE

---

Dans cette partie, nous montrons dans un premier temps l'évolution et l'importance des fonds que détiennent les caisses de pension helvétiques. Puis, même si l'on note un processus de concentration depuis la création du 2<sup>ème</sup> pilier en 1985, les institutions de prévoyance sont encore très nombreuses en Suisse. Dans notre recherche, nous nous focalisons sur les caisses enregistrées, soit celles qui sont soumises à la Loi sur la prévoyance professionnelle et qui, en conséquence, garantissent des prestations minimales obligatoires. Dans un troisième, nous montrons que si trois groupes de placement ont formé plus de 70%, voire le 80% du portefeuille des caisses, la fortune du 2<sup>ème</sup> pilier n'est pas répartie de manière homogène. Ceci nous amène, dans un quatrième temps, à procéder à une catégorisation entre trois groupes de caisses en fonction de la taille/ fortune. Par cette distinction, nous établissons une typologie permettant de montrer leurs caractéristiques administratives et juridiques respectives. Dans une cinquième étape, nous décrivons brièvement les processus d'allocation des actifs au sein d'une caisse de pension ainsi que leurs modalités de gestion, interne ou déléguée. Dans une ultime étape, nous précisons le cadre de notre recherche, soit l'analyse des investissements immobiliers que les caisses ont effectués ces dernières années.

## 1.1 LES CAISSES DE PENSION: DES ACTEURS DE PLUS EN PLUS IMPORTANTS DANS L'ÉCONOMIE SUISSE

En termes de stock, les caisses de pension suisses gèrent un montant considérable d'actifs, montant qui n'a cessé de s'accroître du milieu des années 80 aux années 2000. Si l'on rapporte la somme totale des actifs que les caisses gèrent au PIB, la part en question passe 62.6% en 1987 à 80.5 en 1994 avant d'atteindre de dépasser les 100% dès le début du XXI<sup>e</sup> siècle avec un plafond à plus de 118% en 2000. Cette part n'atteignait cependant plus que 102.2% en 2002 (Tableau 1). La croissance continue des fonds drainés par les institutions de prévoyance n'est rompue qu'en 2002, pour la première fois. Cette croissance découle du fait que les générations qui constituent actuellement leur capital sont beaucoup plus nombreuses que celles qui touchent des rentes. Ce trend qui va continuer jusqu'à la diminution du ratio (actifs/ rentiers), jusqu'au moment où le système de capitalisation se confondra avec celui de la répartition. C'est à partir de 2025 que le deuxième pilier fonctionnera quasiment selon le mode de la répartition puisque les recettes d'une année serviront à produire les rentes de la même année (Rossini, 2003 : 17). Selon l'OFS, c'est à partir de 2030 que le rapport de dépendance des personnes âgées atteindra des proportions supérieures à 40%<sup>2</sup> (OFS, 2002).

---

<sup>2</sup> Il s'agit du nombre de personnes de 65 ans et plus pour 100 personnes de 20 à 64 (population active).

TABLEAU 1: ACTIFS GÉRÉS PAR LES CAISSES DE PENSION SUISSES RAPPORTÉS AU PIB EN %, 1987 – 2002

Année	Total des actifs sous gestion <sup>3</sup> (en millions de CHF)	Total des actifs / PIB en %
1987	165'070	62.6
1989	198'246	65.6
1992	256'680	73.2
1994	296'027	80.5
1996	348'295	93.1
1998	428'251	109.8
2000	492'883	118.1
2002	440'555	102.2

Source : OFS.

Une rapide comparaison internationale nous montre que la Suisse est un pays où les caisses de pension se sont bien développées puisque six pays concentraient en 1999 plus de 90% des avoirs gérés par les caisses de pension dans le monde. Les caisses de pension suisses, avec 351 milliards de dollars sous gestion, arrivaient au cinquième rang mondial (voir Tableau 2). D'ailleurs, la Comco relevait en 2002 que la Suisse consacrait à la prévoyance professionnelle la plus haute contribution en capital du monde par rapport au PIB (Gilliand, 2003 : 6).

TABLEAU 2: AVOIRS DES CAISSES DE PENSION DANS LE MONDE EN 1999

Pays	Avoirs en milliards de dollars (1999)
Etats-Unis	7'765
Japon	1'544
Royaume-Uni	1'365
Pays-Bas	427
<b>Suisse</b>	351
Canada	345
<b>Total de ces six pays</b>	<b>11'797</b>
<b>Total monde</b>	<b>12'977</b>
<b>Part de ces six pays</b>	<b>90.9%</b>

Source: InterSec Research Corp. cité par Stepczynski (2003)

<sup>3</sup> Ces sommes ne comprennent pas les valeurs de rachat, c'est-à-dire les contrats des caisses de pension passés auprès d'assurances vie pour certains risques (décès, longévité, accident). L'OFS distingue dès lors entre les types suivants sur le plan de la couverture des risques: les caisses de pension autonomes sans réassurances, les caisses de pension autonomes avec contrat de réassurance (certains risques sont couverts), les caisses de pension semi-autonomes (risques de longévité, de décès et/ ou invalidité assurés par la caisse ou par l'assurance), les caisses de pension collectives (tous les risques à l'assurance), les institutions d'épargne (qui a pour but uniquement l'épargne vieillesse et qui ne couvre aucun risque) et les fonds de bienfaisance offrant des prestations bénévoles (aucun risque n'est assuré et pas de droit aux prestations réglementaires) (OFS, 2003a).

## 1.2 L'ORGANISATION DU SYSTÈME DU 2<sup>ÈME</sup> PILIER ET LIMITATION DE LA RECHERCHE

Le système suisse d'assurance vieillesse est basé sur ce qu'on appelle le système des trois piliers. Son premier pilier est constitué par l'assurance vieillesse et survivant (AVS) ainsi que par l'assurance invalidité (AI) dont le financement est assuré selon le système de répartition. Le deuxième pilier est constitué par la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (LPP) entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1985<sup>4</sup>. Le troisième pilier est une assurance individuelle. Ces deux derniers types de prévoyance sont basés sur un système de financement par capitalisation. Le tableau 3 donne une première idée de l'atomisation des institutions de prévoyance en Suisse. En 2002, on trouvait en Suisse 8130 institutions de prévoyance qui comptait au total 3,3 millions d'assurés actifs, y compris les personnes assurées plusieurs fois auprès d'institutions différentes. Par rapport à 1994, on observe une diminution du nombre total d'institutions de prévoyance et une légère tendance à l'augmentation du nombre d'assurés depuis 1998. Ces constats s'inscrivent dans le cadre du processus de concentration<sup>5</sup> observé depuis 1985. Ce processus de concentration peut s'expliquer, d'une part, par la dissolution d'institutions de prévoyance suite à des fusions ou liquidations d'entreprises, et d'autre part, par l'affiliation d'un nombre croissant d'entreprises à une fondation collective ou commune due à la multiplication des dispositions légales et des exigences croissantes sur le plan de la gestion des caisses. En effet, la complexification est telle que beaucoup de PME ont renoncé à créer leur propre caisse et se sont affiliées à des caisses communes/ collectives (OFS 2003a, OFS 2004).

TABLEAU 3: ÉVOLUTION DE LA FORTUNE, DU NOMBRE D'INSTITUTIONS DE PRÉVOYANCE ET DU NOMBRE D'ASSURÉS DE 1994 À 2002

	1994	1996	1998	2000	2002
<b><i>IP enregistrées (soumises à la LPP)</i></b>	3'323	3'075	2'823	2'599	2'449
<i>Nombre d'assurés</i>	2'935'127	2'911'694	2'951'777	3'039'500	3'146'522
<b>de droit public</b>	146	141	132	126	118
<i>Nombre d'assurés</i>	542'366	548'235	549'749	511'344	505'064
<b>de droit privé</b>	3'177	2'934	2'691	2'473	2'331
<i>Nombre d'assurés</i>	2'392'761	2'363'459	2'402'028	2'528'206	2'641'458
<b><i>IP non enregistrées (assurant la partie pré- ou surobligatoire)</i></b>					
<b>avec prestations réglementaires</b>	1'404	1'210	983	819	721
<i>Nombre d'assurés</i>	304'228	235'810	187'899	186'454	164'856
<b>de droit public</b>	8	5	3	3	2
<i>Nombre d'assurés</i>	14'485	12'532	9'333	11'321	173
<b>de droit privé</b>	1'396	1'205	980	816	719
<i>Nombre d'assurés</i>	289'743	223'278	178'566	175'133	164'683
<b>sans prestations réglementaires</b>	8'124	7'287	6'603	5'678	4'964
<b><i>Nombre total d'IP</i></b>	<b>12'851</b>	<b>11'572</b>	<b>10'409</b>	<b>9'096</b>	<b>8'134</b>
<b><i>Nombre total d'assurés</i></b>	<b>3'239'355</b>	<b>3'147'504</b>	<b>3'139'676</b>	<b>3'225'954</b>	<b>3'311'378</b>
<b><i>Fortune totale du 2ème pilier (en milliers CHF)</i></b>	<b>296'027</b>	<b>348'295</b>	<b>428'251</b>	<b>490'883</b>	<b>440'555</b>

Source : OFS

<sup>4</sup> La loi sur la prévoyance professionnelle (LPP) ainsi que l'ordonnance (OPP) s'applique aux institutions de prévoyance ainsi qu'aux autres institutions actives dans le domaine de la prévoyance professionnelle telles que les institutions de libre passage, les institutions pour des formes reconnues de prévoyance au sens de l'art. 82 LPP, les fondations de placement, l'institution supplétive et le fonds de garantie.

<sup>5</sup> Concentration qui reste relativement modeste comparativement à d'autres pays, tels que les Etats-Unis, la Grande-Bretagne ou la Hollande où le système est plus concentré.

Dans notre recherche, nous nous focalisons sur les institutions enregistrées puisque, dans le domaine de la prévoyance professionnelle, l'immense majorité des prestations est assumée par les caisses enregistrées<sup>6</sup>. De plus, ces dernières constituent l'essentiel de la fortune totale du 2<sup>ème</sup> pilier, avec des parts représentant plus de 90% de la fortune totale du 2<sup>ème</sup> pilier de 1994 à 2002 (le 91.6% des 440.5 Mrd en 2002), ainsi que quasiment le total des effectifs des assurés. Il faut donc écarter des statistiques plusieurs milliers de caisses selon les années. Il s'agit dans la plus grande partie de fonds de bienfaisance (offrant des prestations bénévoles) et, dans une moindre mesure, d'institutions gelées (qui sont sur le point de cesser leurs activités), des fondations de financement et des institutions d'épargne. A l'exception des institutions d'épargne (qui ne sont destinées qu'à l'épargne de vieillesse), ces caisses n'ont pas d'assurés. Dans nos développements, les chiffres présentés proviennent des bases de données des recensements sur les caisses de pension, mises à notre disposition par l'Office fédéral de la statistique, pour la période de 1994 à 2002. Les données relatives aux caisses de pension ont ainsi pu être distribuées par régions MS et par canton. Cependant, pour des raisons de garantie de l'anonymat et de non-identification des individus (caisses de pension), les régions MS qui ne possédaient qu'une seule institution de prévoyance ont été supprimées des bases de données. Cette suppression n'est néanmoins pas significative puisque que les chiffres concernant les nombres de caisses ne varient que de quelques unités par année (de 2 à 5). Ceci explique que les chiffres indiqués concernant les institutions enregistrées sur lesquels nous avons travaillé varient quelque peu des chiffres officiels, comme l'indique le tableau ci-dessous.

TABLEAU 4: BASES DE DONNÉES DE LA RECHERCHE

<i>Années</i>	<i>Avoirs en milliers de CHF (en milliers)</i>	<i>Nombre de caisses enregistrées</i>	<i>Nombre d'assurés</i>
1994	247'009'616	3'319	2'934'840
1996	304'539'742	3'072	2'911'497
1998	383'476'393	2'818	2'951'412
2000	445'911'451	2'595	3'039'245
2002	403'551'431	2'445	3'145'905

Source : OFS

### 1.3 LE PORTEFEUILLE DES CAISSES DE PENSION (ENREGISTRÉES)

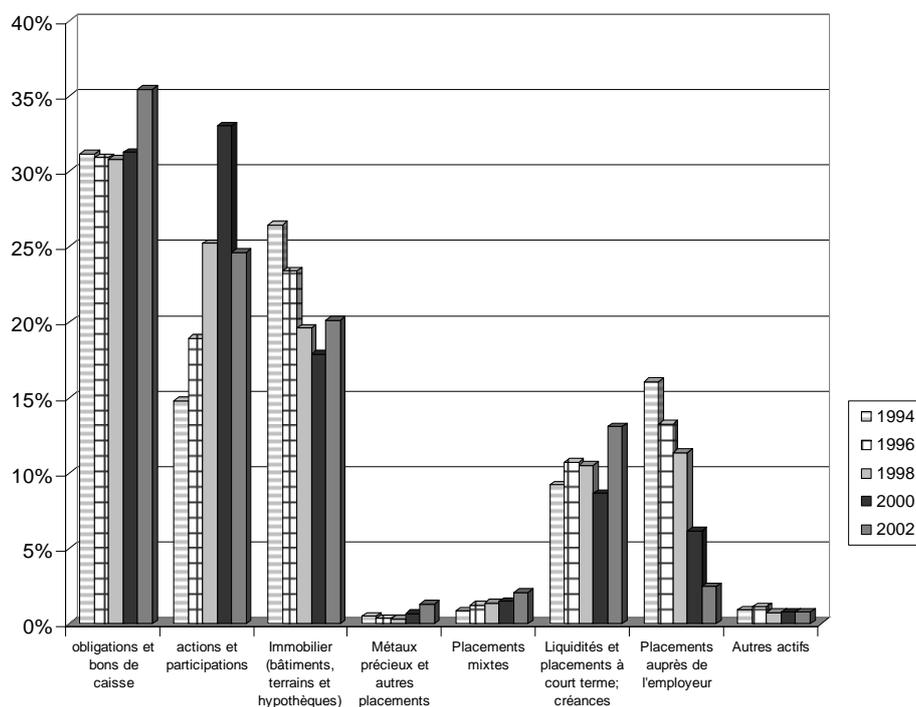
De manière globale, les caisses ont opté pour des placements de plus en plus liquides en titres, notamment durant la phase boursière positive des années nonante, soit jusqu'en 2000. Cette dernière phase a surtout profité aux actions puisque les parts en obligations constituaient déjà le groupe principal de placement en 1994. Comme nous l'indique la Figure 1, trois groupes de placement constituent l'essentiel du portefeuille des caisses, à savoir respectivement les obligations, les actions et l'immobilier. L'étude de l'évolution des placements des trois classes d'actifs principales permet de dégager les tendances suivantes :

<sup>6</sup> La loi sur la prévoyance professionnelle (LPP) est une loi-cadre garantissant des prestations minimales (ou obligatoires). Les salaires qui sont obligatoirement assurés sont ceux qui se situent entre le montant de la déduction et le triple de ce montant, soit entre 25320 et 75960 CHF (salaire coordonné). Dès lors, conformément aux articles 48 LPP et 5 ss OPP1, les caisses de pension qui veulent participer à l'application du régime de l'assurance obligatoire doivent se faire inscrire au registre de la prévoyance professionnelle, auprès de l'autorité dont elles relèvent. De plus, les institutions enregistrées doivent revêtir la forme d'une fondation ou d'une société coopérative, ou être une institution de droit public. Conformément à l'article 56 de la LIFD, les institutions de prévoyance sont exonérées des impôts sur le bénéfice et le capital.

- La part des obligations et bons de caisses au total des placements évoluaient à des niveaux relativement hauts et stables avec un maximum à 35,46% en 2002 et un minimum à 30,81% en 1998.
- La part des actions et participations au total des placements a connu une augmentation continue entre 1994 et 2000, puisque celle-ci passait de 14,81% à 33,04% en 2000. A la suite de la crise des marchés financiers au début de la décennie 2000, cette part est retombée à 24,63% en 2002.
- La part de l'immobilier – dans laquelle sont également compris les prêts hypothécaires – a subi une constante diminution tout au long des années 90 – celle-ci est passée de 26,48% en 1994 à 17,91% en 2000. Notons que cette part a augmenté à nouveau entre 2000 et 2002, pour atteindre le taux de 20,5%.

Prises ensemble, les trois groupes de placement susmentionnés ont totalisé une grande part du portefeuille. Cette part était de 72,45% en 1994 et a atteint un maximum en 2000 avec 82,24% du portefeuille global des caisses, pour redescendre à 80,23% en 2002. En effet, les titres ont dû être comptabilisés au jour de clôture du bilan à une valeur de marché nettement défavorable. La proportion des actions qui représentait encore un tiers des capitaux placés en 2000, ne constituait plus qu'un quart du total du bilan à la fin 2002. En conséquence, la part des obligations a progressé de 4 points pour atteindre plus de 35%. La croissance de la part des liquidités et des placements à court terme depuis 2000 due à davantage d'investissements à court terme, reflète l'insécurité des marchés financiers. En l'absence d'autres possibilités de placement, les investissements immobiliers ont également gagné en importance (OFS, 2002 : 13). Quant à la chute drastique des placements auprès de l'employeur, elle peut s'expliquer par une restriction des limites autorisées pour ce type de placement<sup>7</sup>.

FIGURE 1: EVOLUTION DES PLACEMENTS DES CAISSES DE PENSION DE 1994 À 2002



Source : OFS

<sup>7</sup> Par placements auprès des employeurs, il faut comprendre les prêts. Dès lors, les écarts par rapport aux normes de placements chez l'employeur ont subi d'importantes modifications. En vingt ans, la limite autorisée, pour les placements sans garantie, est passée de 20% de la fortune de l'institution de prévoyance à 5% selon l'article 57 OPP2. Cependant, l'art. 59, modifié en 2000, permet une extension de la limite de 5% sur la base d'un règlement de placement fondé sur l'art. 49a.

## 1.4 LES STRUCTURATIONS FONCTIONNELLES DU 2<sup>ÈME</sup> PILIER

A partir d'un découpage tenant compte de la fortune des caisses, il s'agit de mieux déterminer les poids des différentes structures d'organisation du deuxième pilier. Cette catégorisation va nous permettre d'identifier et de mieux caractériser les différents processus de concentration existant au niveau du système des caisses de pension suisse de 1994 à 2002.

### 1.4.1 La catégorisation des caisses de pension

En tenant compte de la concentration fonctionnelle des caisses en terme de fortune, le système de pension suisse peut se découper en trois grandes catégories :

- La première catégorie comprend les petites caisses dont la fortune est inférieure à 100 millions.
- La deuxième catégorie est formée par les caisses moyennes qui ont une fortune comprise entre 100 millions et 1 milliard.
- La troisième catégorie se compose des grandes caisses dont la fortune est supérieure à 1 milliard.

Dans un contexte marqué par une diminution du nombre global de caisses et par une augmentation aussi bien du nombre d'assurés que de la fortune totale - selon notre découpage et en fonction de deux autres variables retenues, soit le nombre de caisses et le nombre d'assurés – nous pouvons dégager les évolutions générales suivantes (Tableau 5 et Annexe 2) :

- Effectifs des assurés : les caisses de moins de 1 milliard ont toutes vu leurs effectifs baisser entre les deux dates retenues. Si elles représentaient le 75% des assurés enregistrés en 1994, elles ne représentaient que le 52.28% huit ans après. Ce sont les caisses de plus de 1 Mrd qui ont profité du trend, notamment celles situées entre 1 et 5 Mrd qui ont connu un doublement de leurs effectifs. En effet, leurs parts cumulées sont passées de 25.15% en 1994 à 47.72% en 2002 (respectivement 33.79% et 13.93%). En définitive, en 2002, les 3.1 millions d'assurés étaient partagés – de manière quasiment égale - entre les grandes caisses et les deux autres catégories.
- Nombre de caisses : le trend a été négatif pour les petites caisses (notamment pour celles de moins de 50 millions), mais positif pour les deux autres catégories de caisses. Ces augmentations ont été particulièrement marquées pour les caisses de plus de 500 millions. Cependant, il est à relever que les caisses de moins de 500 millions représentaient avec 3244 unités plus de 97% du total en 1994 pour baisser légèrement et atteindre une part très respectivement de 94.76% en 2002 (2317 unités).
- Épargne : les caisses de plus de 1 milliard, qui ne représentaient que le 1.14% (38 caisses) du nombre de caisses en 1994 et 2.74% (67 caisses) en 2002, ont continué à concentrer l'épargne, passant de 53% en 1994 à 63% en 2002, soit pour des montants équivalents respectivement à 132.2 Mrd et à 254.6 Mrd. Cependant, cette augmentation provient uniquement des très grandes caisses (>5 milliards) puisque leurs parts augmentent de plus de dix points entre les deux dates (de 24.4% à 34.65%).

TABLEAU 5: EVOLUTION DU NOMBRE DE CAISSES, DU NOMBRE D'ASSURÉS ET DE LA FORTUNE (EN MILLIERS CHF) EN FONCTION DE LA TAILLE DES CAISSES DE 1994 À 2002

	1994	1996	1998	2000	2002
<b>Catégorie 1:</b>					
<b>&lt; 100 millions</b>					
Nombre de caisses	3'023	2'719	2'393	2'131	2'012
en %	91.08	88.51	84.92	82.12	82.29
Nombre d'assurés	757'411	651'882	599'170	537'097	550'212
en %	25.81	22.39	20.30	17.67	17.49
Fortune	41'968'637	42'951'212	42'561'312	42'323'482	41'486'318
en %	16.99	14.10	11.10	9.49	10.28
<b>Catégorie 2:</b>					
<b>0.1 - 1 Mrd</b>					
Nombre de caisses	258	304	366	398	366
en %	7.77	9.90	12.99	15.34	14.97
Nombre d'assurés	1'439'456	1'313'155	1'182'620	1'264'479	1'094'495
en %	49.05	45.10	40.07	41.61	34.79
Fortune	72'821'624	84'161'486	101'766'827	115'671'372	107'450'134
en %	29.48	27.64	26.54	25.94	26.63
<b>Catégorie 3:</b>					
<b>&gt; 1 Mrd</b>					
Nombre de caisses	38	49	59	66	67
en %	1.14	1.60	2.09	2.54	2.74
Nombre d'assurés	737'973	946'460	1'169'622	1'237'669	1'501'198
en %	25.15	32.51	39.63	40.72	47.72
Fortune	132'219'355	177'427'044	239'148'254	287'916'597	254'614'979
en %	53.53	58.26	62.36	64.57	63.09
<b>Total</b>					
<i>Nombre de caisses</i>	<i>3'319</i>	<i>3'072</i>	<i>2'818</i>	<i>2'595</i>	<i>2'445</i>
<i>en %</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>
<i>Nombre d'assurés</i>	<i>2'934'840</i>	<i>2'911'497</i>	<i>2'951'412</i>	<i>3'039'245</i>	<i>3'145'905</i>
<i>en %</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>
<i>Fortune</i>	<i>247'009'616</i>	<i>304'539'742</i>	<i>383'476'393</i>	<i>445'911'451</i>	<i>403'551'431</i>
<i>en %</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>

Source : OFS

#### 1.4.2 Caractéristiques administratives et juridiques des trois catégories identifiées

Dans son enquête bisannuelle, l'Office fédéral de la statistique distingue six formes administratives (cinq formes avant 1998) et deux formes juridiques<sup>8</sup> que l'on peut regrouper en quatre groupes : 1) Les PME, de quelques employés à plusieurs dizaines, s'affilient à des fondations collectives ou des fondations communes. Les fondations collectives sont généralement créées par une assurance, une banque et dans une moindre mesure par une société fiduciaire, et les fondations communes sont dirigées par une association professionnelle (secteur ou branche) ; 2) Les entreprises plus grandes ont, en général, les deux possibilités suivantes concernant la forme de la caisse de pension. Elles peuvent choisir de rester une caisse de pension simple, c'est-à-dire autonome d'un seul employeur, ou de fusionner avec la caisse autonome d'une autre PME (fondations résultant de fusion) ; 3) Les institutions créées par un groupe, un

<sup>8</sup> Selon l'article 48 LPP, les institutions de prévoyance doivent revêtir la forme d'une fondation ou d'une société coopérative, ou être une institution de droit public. La forme juridique de la coopérative n'est pratiquement plus choisie pour les caisses de pension.

holding ou une société mère sont faites exclusivement pour les entreprises appartenant au groupe financier qui les a créées (fondations appartenant à un groupe) ; 4) Les institutions collectives et communes combinées sont principalement des institutions de droit public auxquelles sont affiliées des entreprises semi-publiques, ou des entreprises ayant un lien particulier avec la Confédération, un canton ou une commune.

Les différentes formes administratives et juridiques des caisses de pension se distribuent de manière large et sont présentes dans les trois catégories identifiées<sup>9</sup>. Cependant, certaines formes administratives et certaines formes juridiques peuvent être étroitement liées à la taille des caisses de pension<sup>10</sup>.

- Dans la catégorie des petites caisses, on trouve essentiellement des caisses d'un seul employeur, des caisses de groupe et des caisses résultant de la fusion de PME, toutes de droit privé.
- La deuxième catégorie est une catégorie intermédiaire où l'on trouve aussi bien des caisses de groupe, des caisses communes et collectives, des caisses simples de droit privé, que des caisses combinées de droit public.
- Dans la troisième catégorie, on trouve principalement des caisses combinées de droit public ainsi que des caisses de groupe.

En définitive, on obtient la typologie suivante :

<b>Catégories</b>	<b>Forme juridique</b>	<b>Forme administrative</b>
Caisses de <100 millions	Droit privé	Caisses d'un seul employeur, caisses de groupe et caisses résultant de la fusion de PME
Caisses entre 0.1 et 1 Mrd	Droit privé et droit public	Caisses communes/ collectives, caisses simples, caisses de groupe et caisses combinées
Caisses de > 1 Mrd	Droit privé et droit public	Caisses combinées et caisses de groupe

Source : Elaboration propre

<sup>9</sup> Sauf pour la catégorie 3 qui ne compte aucune caisse résultant de la fusion de PME

<sup>10</sup> Catégorisation qui se trouve dans notre rapport FNSRS sur les investissements des caisses de pension en Suisse (en cours d'écriture).

## 1.5 LA DÉTERMINATION DE LA POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

La détermination de la politique de placement, ou de l'allocation stratégique, se fait en principe par le biais d'une étude de congruence des actifs et des passifs<sup>11</sup> dont le but est de déterminer le profil de risque de la caisse ou sa capacité à prendre des risques. Cette étape peut s'effectuer à l'interne de la caisse si cette dernière dispose des compétences ou à l'externe en recourant à des consultants spécialisés en actuariat (indépendants ou bancaires). C'est sur ce profil que devrait ensuite dépendre l'allocation stratégique des actifs. Cette dernière peut se définir comme le choix de la structure du portefeuille et de la pondération des classes d'actifs les unes par rapport aux autres. Plus prosaïquement, il s'agit de la détermination des classes et sous classes d'actifs ainsi que des parts de fortune qui leur sont attribués<sup>12</sup>.

C'est au conseil de fondation, organe suprême de l'institution de prévoyance, qu'incombent la détermination et le contrôle de l'allocation stratégique de la fortune (*asset allocation*) ainsi que le choix des gérants internes et externes. Cet organe est paritaire, c'est à dire qu'il est composé du même nombre de représentants des employés et de l'employeur<sup>13</sup>. Les règles d'investissement appliquées sont en principe définies dans un règlement de placement. Les caisses de pension suisses gèrent simultanément leur fortune à l'interne et à l'externe. Peu de caisses gèrent de manière interne l'ensemble de leur portefeuille d'actifs. D'une part, le type de gestion peut dépendre des classes ou des sous-classes d'actifs. La gestion interne concerne avant tout l'immobilier domestique, les hypothèques et les liquidités. La gestion externe est plutôt utilisée pour les titres, à savoir les actions, les obligations et les placements alternatifs, et dans une petite proportion l'immobilier étranger.

D'autre part, la marge de manœuvre des caisses de pension dans la politique de placement, ou la question de la délégation ou non de la gestion de tout ou d'une partie de la fortune, dépend de la forme administrative et de la taille de la fortune de la caisse. Au premier paramètre correspond la question suivante : l'institution dispose-t-elle des moyens formels de décisions en matière de placement ? En dehors des fondations collectives et communes pour lesquelles les décisions liées à la détermination de l'allocation stratégique est structurellement externe et dévolue à une fondation de placement<sup>14</sup>, les autres formes administratives demeurent libres de définir l'allocation stratégique des actifs et de choisir les institutions auxquelles elles vont déléguer la gestion. Au deuxième paramètre, la question peut se décliner ainsi : l'institution de prévoyance dispose-t-elle à l'interne des compétences en matière de gestion de fortune et a-t-elle les moyens de s'offrir les services de gestionnaires ? Les petites caisses n'ont bien entendu ni le personnel ni les compétences pour effectuer cette gestion. Pour les plus grandes, le type de gestion peut dépendre des classes ou des sous-classes d'actifs.

---

<sup>11</sup> Dans l'analyse de congruence des actifs et des passifs (*asset-liability matching*, ALM), il convient d'optimiser les actifs nets des investisseurs, c'est-à-dire la valeur des actifs de laquelle on soustrait la valeur actualisée des engagements futurs. Pour les fonds de pension, il convient bien évidemment de tenir compte de la pyramide des âges, c'est-à-dire des échéances des engagements (Hoesli, 2003 : 6).

<sup>12</sup> Les classes d'actifs ou groupes de placement peuvent comprendre les placements en actions, obligations, immobilier, produits alternatifs, liquidités, etc. Les sous-classes d'actifs ou sous-groupes de placement se réfèrent aux divisions à l'intérieur des classes/ groupes d'actifs : actions suisses, actions étrangères; obligations suisses, obligations étrangères; etc.

<sup>13</sup> Art. 51, al. 1, LPP. Quant au nombre de membres du conseil de fondation, il est variable.

<sup>14</sup> La gestion externe de tous les actifs concerne en premier lieu les fondations collectives et les fondations communes. En effet, dans ce cadre, la gestion des actifs est déléguée à une fondation de placement de leur choix. Les entreprises affiliées aux fondations collectives ou communes sont donc tributaires de ces choix puisqu'elles n'interviennent peu ou pas, non seulement dans la sélection des fondations de placement, mais encore dans la politique de placement de cette dernière. Dans la pratique, les fondations collectives gérées le plus souvent par des assurances/ banques vont déléguer la gestion des avoirs auprès de la fondation de placement de l'assurance/ banque. Dans ce cas, l'allocation stratégique demeure de la compétence de la fondation de placement uniquement et le conseil de fondation n'intervient pas en matière de placements des actifs. Les fondations collectives non gérées par des assurances/ banques, c'est-à-dire par des sociétés indépendantes spécialisées, et les fondations communes gérées par des associations de branche vont déléguer la gestion de la fortune auprès d'une fondation ou d'une institution financière (lors de mandats directs) de leur choix. Dans ces cas, l'allocation stratégique des actifs appartient au conseil de fondation, mais le cadre est restreint puisque l'allocation des actifs se fait selon des possibilités de choix standardisées. Cependant, le conseil de fondation n'intervient que rarement dans le choix de la fondation de placement. Cette décision appartient aux responsables administratifs des fondations collectives/ communes.

Par conséquent, le recours à des intervenants extérieurs pour la gestion ou le conseil est donc courant et la chaîne qui va de la caisse de pension à l'investissement est généralement longue et complexe. C'est précisément à ce stade qu'intervient l'industrie financière. Dès lors, la marge de manœuvre des caisses dans la politique d'investissement et de gestion résulte de la combinaison des deux facteurs essentiels mentionnés, à savoir la forme administrative des caisses de pension qui nous renvoie presque automatiquement à la taille des caisses.

## **1.6 LES INVESTISSEMENTS IMMOBILIERS DES CAISSES**

Nous avons constaté que l'immobilier était un des principaux groupes de placement des caisses. Le portefeuille immobilier des caisses peut se décomposer en deux groupes distincts, celui des bâtiments & terrains et celui des hypothèques, comme l'indique le Tableau 6.

Sur le plan de l'immobilier, les caisses de pension peuvent jouer un triple rôle dans le façonnement de l'espace bâti. Premièrement, les caisses peuvent acheter ou construire des immeubles. Bien que la période analysée soit marquée par une baisse des parts des investissements immobiliers par rapport au portefeuille global des caisses, les montants se sont avérés être très importants. En effet, ceux-ci sont passés de 42 Mrd à presque 60 Mrd en huit ans et ont été investis quasi exclusivement en Suisse. C'est seulement à partir de 2000, que les montants immobiliers placés à l'étranger ont franchi le cap du milliard. Deuxièmement, les caisses interviennent dans l'immobilier par l'octroi de prêts hypothécaires. La baisse des parts de ces derniers a été continue durant la période même si les montants sont restés plus ou moins stables et supérieurs à 20 Mrd. Lorsque les caisses ont procédé à des prêts hypothécaires, ils ont rarement été effectués hors des frontières nationales. Si cela a été le cas, les montants totaux n'ont pas dépassé les 100 millions et ont été octroyés à des assurés étrangers, ayant travaillé en Suisse et construit à l'étranger. Pour des raisons de connaissances et d'expertise liées à l'évaluation des conditions et des risques du marché, le critère régional est primordial pour beaucoup de caisses et les prêts concernent uniquement des projets de construction qui ont lieu dans la région. Dans ce cadre, les caisses ont accordé des prêts hypothécaires pour leurs assurés principalement, souvent à des taux préférentiels. Troisièmement, depuis l'entrée en vigueur de l'ordonnance sur l'encouragement à la propriété du logement, les caisses ont toujours été plus nombreuses à être concernées par des retraits (Robeco, 2002 : 81)<sup>15</sup>.

Notre recherche se focalise uniquement sur le premier rôle immobilier des caisses de pension, à savoir l'achat et/ou la construction d'immeubles. Etant donné que l'orientation des investissements est domestique et ne concerne l'étranger que pour des montants relativement modestes comparés à la fortune immobilière globale, il s'agit d'apprécier les impacts des investissements des caisses de pension sur le territoire suisse.

---

<sup>15</sup> Il s'agit de l'Ordonnance sur l'encouragement à la propriété du logement au moyen de la prévoyance professionnelle (OEPL) entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1995. Selon cette ordonnance, une partie de l'avoir de prévoyance peut être touchée avant l'échéance ou être mise en gage pour l'achat ou l'amortissement d'un logement en propriété.

TABLEAU 6: LE PORTEFEUILLE IMMOBILIER DES CAISSES DE PENSION (EN MILLIERS CHF)

	1994	1996	1998	2000	2002
<b><i>Immeubles et terrains</i></b>					
Suisse	41'901'618	46'396'628	49'929'367	55'022'585	58'855'181
	16.96%	15.23%	13.02%	12.34%	14.58%
Etranger	169'460	238'986	360'467	1'118'887	1'029'845
	0.07%	0.08%	0.09%	0.25%	0.26%
<b>Total immeubles et terrains</b>	<b>42'071'078</b>	<b>46'635'614</b>	<b>50'289'834</b>	<b>56'141'472</b>	<b>59'885'026</b>
	17.03%	15.31%	13.11%	12.59%	14.84%
<b><i>Hypothèques</i></b>					
Suisse	23'241'188	24'619'609	24'861'865	23'665'263	21'385'484
	9.41%	8.08%	6.48%	5.31%	5.30%
Etranger	85'463	80'380	64'249	40'158	31'098
	0.03%	0.03%	0.02%	0.01%	0.01%
<b>Total Hypothèques</b>	<b>23'326'651</b>	<b>24'699'989</b>	<b>24'926'114</b>	<b>23'705'421</b>	<b>21'416'582</b>
	9.44%	8.11%	6.50%	5.32%	5.31%
<b>Fortune totale</b>	<b>247'009'616</b>	<b>304'539'742</b>	<b>383'476'393</b>	<b>445'911'451</b>	<b>403'551'431</b>
	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Source : OFS

## 2 LA GESTION DE L'IMMOBILIER

---

Par quelles logiques et quelles modalités les caisses de pension investissent-elles ? C'est précisément le but de cette partie que de montrer les circuits d'investissement. Le premier paragraphe précise les raisons de détenir de l'immobilier dans un portefeuille d'actifs. Le deuxième paragraphe nous amène rapidement à distinguer entre deux circuits, un circuit interne et un circuit externe, ayant chacun des logiques fonctionnelles et spatiales distinctes comme nous le verrons plus précisément dans le prochain chapitre. Dans le troisième paragraphe, nous voyons quel circuit les caisses ont privilégié et quels sont les évolutions des deux circuits d'investissement. Nous identifions, à l'aide de notre découpage en trois catégories réalisé dans le chapitre précédent, les caisses qui ont un portefeuille immobilier, et nous voyons si des différences existent entre les trois catégories de caisses ou si, plus prosaïquement, l'un des deux circuits a pu être privilégié selon la taille des caisses. Le dernier paragraphe vise à identifier comment se répartit la fortune immobilière entre les trois catégories et quelle catégorie peut davantage peser sur l'un ou l'autre des deux circuits d'investissement.

### 2.1 LA STRATÉGIE IMMOBILIÈRE

Nous avons vu que c'est au conseil de fondation qu'appartient dans la majorité des cas les décisions concernant l'allocation globale du portefeuille d'une caisse de pension. Les institutionnels apprécient la stabilité de leurs rendements et leur faible corrélation avec les autres classes d'actifs. D'ailleurs les diverses études menées – même si elles diffèrent quant à la pondération optimale de l'immobilier par rapport aux autres classes d'actifs - ont montré que le rendement moyen et le risque de l'immobilier sont inférieurs à ceux des actions et supérieurs à ceux des obligations (Hoesli 2001). De plus, la corrélation entre les rendements de l'immobilier et ceux de placements financiers (actions et obligations) est faible, voire négative (Bender *et al.* 2001, Hoesli 2003). Il en résulte que les placements immobiliers jouent un rôle bénéfique dans la diversification de portefeuilles mixtes, c'est-à-dire de portefeuilles contenant plusieurs classes d'actifs (réduction du risque ou augmentation du rendement pour un risque donné)<sup>16</sup>. Ceci est d'autant plus valable après l'euphorie vers les placements en actions des caisses de pension. Les déconvenues boursières de 2000–2001 ont réhabilité la place des valeurs immobilières, alors considérées comme ringardes. D'ailleurs, durant ces deux dernières années, l'immobilier s'est révélé nettement favorisé en tant que placement de capital par rapport à d'autres formes de placement (Courtet, 2004). Selon les enquêtes Immo-Survey de 2003 et 2004 auprès des investisseurs institutionnels, la proportion optimale des biens immobiliers dans un patrimoine global se situerait entre 10 et 25% (Swisslife et Ernst&Young 2003)<sup>17</sup>. Les autres critères d'investissement immobiliers comme une rentabilité élevée et les opportunités d'achat intéressantes, le soutien à l'économie régionale/ locale ou encore le fait de privilégier les assurés et soutenir l'économie locale ou régionale, ne sont pas déterminantes (Lusenti, 2003 : 83-84). De manière globale, l'immobilier a toujours été une catégorie de placement importante pour les caisses de pension suisses par rapport aux autres pays (Tableau 8). Selon l'enquête Immo-Survey de 2004, si l'on considère les valeurs de marché des objets immobiliers possédés, les caisses de pension constituent, parmi les autres institutionnels, le premier groupe d'investisseurs dans l'immobilier en Suisse, devant respectivement les sociétés d'assurance, les fonds immobiliers, les sociétés immobilières et les fondations immobilières

---

<sup>16</sup> On recommande également plus de diversification dans les placements immobiliers (pays, régions, types d'utilisation). Cette politique de diversification repose sur des modèles d'économistes anglo-saxons (Markowitz, Sharpe et Fama).

<sup>17</sup> Les parts supérieures à 40% ou inférieures à 3% sont rares. Immosurvey 2003 : enquête réalisée en 2002 auprès de 62 investisseurs institutionnels : caisses de pension, compagnies d'assurances, fonds de placements immobiliers, sociétés immobilières cotées et non cotées, fondations immobilières LPP. Ce qui représente une fortune immobilière de 47.6 Mrd, dont 12.5 Mrd pour les 38 caisses de pension sondées. Immosurvey 2004 : enquête réalisée en 2003 auprès de 92 investisseurs institutionnels suisses : CP, compagnies d'assurance, fonds de placement immobiliers, sociétés anonymes immobilières, fondations de placement immobilier LPP, gérants de fortune. Le patrimoine de placement immobilier des 92 institutions interrogées s'élève à 81.6 Mrd CHF, dont 21.4 Mrd pour les 65 caisses de pension, ce qui représente près des 2/3 de l'ensemble du marché (> 120 Mrd).

(Altaprima et Ernst&Young 2004). Si l'allocation moyenne des caisses de pension a représenté plus de 12% du portefeuille global durant la décennie nonante, la part immobilière a pu être différente selon la taille des caisses (Tableau 7). Toutes les catégories ont été concernées par la diminution des parts de l'immobilier dans les portefeuilles globaux respectifs. Il s'avère que les caisses intermédiaires ont davantage accordé d'importance aux placements immobiliers, avec des parts de 20% en 1994 et de 16.25% en 2002, que les deux autres catégories. Ce sont les grandes caisses qui ont été moins « friandes » avec les placements immobiliers.

TABLEAU 7: EVOLUTION DES ALLOCATIONS IMMOBILIÈRES EN FONCTION DE LA FORTUNE DES CAISSES DE 1994 À 2002 (EN MILLIERS CHF)

	1994	1996	1998	2000	2002
<b>Petites caisses - cat. 1</b>	6'718'816	6'743'727	6'025'606	5'533'682	6'141'287
Allocation immobilière/ fortune catégorie en %	16.01%	15.70%	14.16%	13.07%	14.80%
<b>Caisses intermédiaires - cat. 2</b>	14'546'845	14'953'048	15'139'125	15'651'236	17'455'974
Allocation immobilière/ fortune catégorie en %	19.98%	17.77%	14.88%	13.53%	16.25%
<b>Grandes caisses - cat. 3</b>	20'635'957	24'699'853	28'764'636	33'837'667	35'257'920
Allocation immobilière/ fortune catégorie en %	15.61%	13.92%	12.03%	11.75%	13.85%
<b>Allocation immobilière</b>	<b>41'901'618</b>	<b>46'396'628</b>	<b>49'929'367</b>	<b>55'022'585</b>	<b>58'855'181</b>
Allocation immobilière/ fortune totale en %	16.96%	15.23%	13.02%	12.34%	14.58%
<b>Fortune totale des caisses enregistrées</b>	<b>247'009'616</b>	<b>304'539'742</b>	<b>383'476'393</b>	<b>445'911'451</b>	<b>403'551'431</b>
	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Source : OFS

TABLEAU 8: ALLOCATION DES FONDS DE PENSION DANS L'IMMOBILIER POUR DIVERS PAYS

<b>Pays</b>	<b>Allocation dans l'immobilier (en % arrondi)</b>
Australie	5%
Danemark	9%
Etats-Unis	3%
Finlande	7%
Grande-Bretagne	3%
Irlande	5%
Japon	1%
Norvège	6%
Pays-Bas	5%
Suède	8%
<b>Suisse</b>	<b>15%</b>

Source : Pour tous les pays sauf la Suisse, UBS AM, *International Pension fund Indicators 2001*, Londres, 2001 ; pour la Suisse, OFS, *Statistiques des caisses de pension 2002*, Neuchâtel, 2002

Diverses études mettent l'accent sur les degrés de corrélation entre l'immobilier et les autres classes d'actifs. Il apparaît clairement que ce sont davantage les placements immobiliers directs qui constituent des possibilités de diversification optimale pour un portefeuille de titres composé d'actions et d'obligations que les placements immobiliers collectifs (Hoesli, 2001; Swissca, 2004 : 40). Dès lors, il s'avère que la substitution de l'immobilier-pierre par de l'immobilier-papier n'est pas sans conséquence sur l'allocation optimale des actifs puisque, dans une certaine mesure, les rendements de l'immobilier titrisé sont fortement corrélés à ceux des actions, voire des obligations. En revanche, les placements directs obéissent à d'autres fondamentaux que ceux du marché financier. Dans cette recherche, il s'agit de dépasser le stade des performances de l'immobilier-pierre et/ ou l'immobilier-papier, et de montrer quelles caisses, petites ou grandes, investissent dans l'immobilier et quelles sont les modalités fonctionnelles et spatiales de leurs logiques d'investissement.

## **2.2 MANAGEMENT INTERNE ET MANAGEMENT EXTERNE**

Nous avons vu que l'immobilier faisait partie des produits que les caisses de pension gèrent à l'interne<sup>18</sup>. Dans le cas d'un portefeuille immobilier, deux conditions sont essentielles et nécessaires à la gestion des investissements. Il faut, d'une part, disposer de personnel et de compétences. D'autre part, il faut disposer de connaissances sur les différents marchés de l'immobilier (techniques – normes de construction/urbanisme, législation - et financières – évaluation des immeubles, fiscalité, etc.). Dans ce cas, cela signifie qu'au sein de la caisse de pension, il existe une ou plusieurs personnes pour s'occuper des deux domaines clés suivants (Altaprima and Ernst&Young 2004) :

- L'orientation stratégique
- L'achat ou la vente de biens immobiliers

En clair, lors d'une gestion interne, toute la politique immobilière est gérée et contrôlée par la caisse qui intervient directement dans le cadre des deux domaines clés. Les caisses procèdent donc à des investissements directs sur les marchés immobiliers. Pour les problèmes liés à la gestion administrative/ location proprement dite des immeubles possédés, les caisses peuvent avoir une gérance à l'interne ou recourir à des gérances externes.

Les caisses de pension peuvent également décider de ne pas s'occuper à l'interne de la politique immobilière, pour tout ou une partie de leur fortune immobilière. Comme nous l'avons vu, ce choix n'est pas possible pour toutes les caisses puisque, dans le cas des caisses collectives ou encore communes, la gestion est externe et se déroule au sein d'une fondation de placement à laquelle la fondation collective/ commune est affiliée. Pour les autres types de caisses, grandes et petites, elles peuvent prendre des parts au sein des différents véhicules de placement indirects ou collectifs existant. Cela signifie que toute la politique immobilière est déléguée à des intermédiaires. Ces derniers peuvent décider d'investir directement dans l'immobilier, c'est-à-dire d'avoir une politique d'investissement et de gestion à l'interne, ou également de ne pas avoir de politique immobilière à l'interne et d'investir de manière indirecte<sup>19</sup> en prenant des parts au sein d'autres véhicules de placements collectifs (ici dans des fonds immobiliers). Quant à la gestion administrative/ location des bâtiments, on retrouve le même schéma. Les différents véhicules de placements peuvent avoir une gérance à l'interne, avec des antennes dans différentes régions/ villes ou privilégier une collaboration avec des gérances externes, également situées dans différentes régions/ villes.

---

<sup>18</sup> Ceci est surtout valable pour l'immobilier national et dans une moindre mesure pour les biens immobiliers étrangers (paragraphe 4.3)

<sup>19</sup> Pour toute la fortune immobilière ou pour une partie de cette fortune, par ex. lors de placements immobiliers à l'étranger comme nous le verrons par la suite.

Par conséquent, dans les modalités de gestion et de placements, nous pouvons discerner deux circuits qui ont des logiques et des modalités fonctionnelles et sociales différentes :

- Le circuit A comprend les investissements des caisses de pension qui ont une politique immobilière de gestion interne et de placements directs.
- Le circuit B comprend les investissements des caisses de pension qui ont été effectués par le biais de véhicules de placements collectifs immobiliers. La gestion est par conséquent externe et les placements indirects (collectifs).

Les placements immobiliers interviennent au niveau du portefeuille global des caisses de pension. En tant que classe d'actif, les placements immobiliers jouent un rôle bénéfique dans la diversification de portefeuilles mixtes, c'est-à-dire de portefeuilles contenant plusieurs classes d'actifs (réduction du risque ou augmentation du rendement pour un risque donné). Nous avons vu que la détermination de l'allocation stratégique des actifs est de la compétence du conseil de fondation des caisses de pension. Certaines caisses, sur le modèle des comités de placement pour les titres, ont des comités de placement pour les investissements immobiliers. Outre la pondération de l'immobilier par rapport aux autres classes d'actifs qui varie en fonction des caisses, le conseil de fondation doit/ devrait définir les deux sous-classes d'actifs principales, à savoir les parts en immobilier suisse et en immobilier étranger ainsi que les modalités de placements, indirectes et/ ou directes. Si dans le cadre de leurs investissements immobiliers à l'étranger – pour des montants qui sont restés encore modestes de 1994 à 2002 – les caisses recourent à des véhicules de placements collectifs<sup>20</sup>, qu'en est-il des investissements immobiliers en Suisse ? Lequel des deux circuits identifiés a été plus important ? Les caisses ont-elles privilégié la gestion interne et les placements directs ou, au contraire, ont-elles investi par le biais de fonds immobiliers ? Peut-on dès lors observer des effets de taille dans les modalités de placement des caisses ?

## **2.3 LES INVESTISSEMENTS IMMOBILIERS DES CAISSES DE PENSION**

### **2.3.1 Les modalités de placement des caisses de pension**

Nous avons vu que, quelle que soit la fortune des caisses, l'immobilier a été une classe d'actif importante, et a représenté plus le 17% de la fortune des caisses en 1994 et le 14.6% en 2002. Comme le montre le Tableau 9, les investissements des caisses se sont principalement effectués à l'interne et de manière directe, même si, durant la période, les placements immobiliers collectifs des caisses ont connu une forte croissance. En cela, ils s'inscrivent dans la tendance générale qui est marquée par la hausse du recours aux véhicules de placements collectifs pour les autres classes d'actifs, principalement les valeurs mobilières, puisque les parts de fortune sont passées de 8.23% à 17.32%.

#### **A Circuit A : gestion interne et investissements directs**

Dans ce contexte de baisse, les parts des placements directs rapportées au portefeuille immobilier global ont subi une diminution régulière durant la période, passant de 94.88% en 1994 à 83.41% en 2002. Cependant, les montants concernés sont restés considérables et la baisse des parts cache une augmentation continue des sommes investies dans l'immobilier. En effet, si les valeurs immobilières se montaient à près de 40 Mrd en 1994, le portefeuille immobilier direct était évalué à près de 50 Mrd en 2002.

---

<sup>20</sup> Peu de caisses investissent directement en raison des difficultés inhérentes aux diverses connaissances à acquérir (problèmes liés à la législation, à la fiscalité, aux normes de construction et à l'aménagement du territoire, etc.).

## B Circuit B : gestion externe et investissements indirects

Les placements collectifs ont connu un succès remarquable tout au long des années nonante et jusqu'en 2002 puisque les parts du portefeuille immobilier sont passées de 4.72% à près de 15%. Les montants se sont avérés également importants et en 2002, ce n'est pas moins de 9 Mrd qui étaient placés dans les différents instruments de placements collectifs disponibles sur le marché helvétique.

TABLEAU 9: EVOLUTION DES PLACEMENTS DES VALEURS IMMOBILIÈRES DES CAISSES DE PENSION SUISSES DE 1994 À 2002 (EN MILLIERS CHF)

	1994	1996	1998	2000	2002
<b><i>Placements directs</i></b>					
Suisse	39'916'684	42'711'883	45'283'688	47'331'322	49'951'574
Allocation / fortune immobilière	95.26%	92.06%	90.70%	86.02%	84.87%
<b><i>Placements indirects/ collectifs</i></b>					
Suisse	1'984'934	3'684'745	4'645'679	7'691'263	8'903'607
Allocation / fortune immobilière	4.74%	7.94%	9.31%	13.98%	15.13%
<b>Fortune immobilière</b>	<b>41'901'618</b>	<b>46'396'628</b>	<b>49'929'367</b>	<b>55'022'585</b>	<b>58'855'181</b>
	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Allocation / fortune totale	16.96%	15.23%	13.02%	12.34%	14.58%
<b>Fortune totale</b>					
	<b>247'009'616</b>	<b>304'539'742</b>	<b>383'476'393</b>	<b>445'911'451</b>	<b>403'551'431</b>
	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<i>dont placements directs</i>	226'683'708	271'247'712	336'644'143	377'977'279	333'672'142
	91.77%	89.07%	87.79%	84.77%	82.68%
<i>dont placements indirects/ collectifs</i>	20'325'908	33'292'030	46'832'250	67'934'172	69'879'289
	8.23%	10.93%	12.21%	15.23%	17.32%

Source : OFS

### 2.3.2 Les caisses de pension ayant un portefeuille immobilier

Comme l'indique le Tableau 10, toutes les caisses n'ont pas de portefeuille immobilier. En termes absolus, la période a été négative puisque, de 1994 à 2002, le nombre de caisses est passé de 1228 à 1105 pour les placements directs et de 892 à 859 pour les placements collectifs. Mais, en termes relatifs, les caisses sont proportionnellement toujours plus nombreuses à détenir des immeubles & terrains ou à prendre des parts dans les produits immobiliers collectifs (respectivement de 37% à 45.19% et de 26.88% à 35.13%).

## A Circuit A : gestion interne et investissements directs

Toutes les caisses n'ont pas procédé à une politique de gestion interne et d'investissements directs. Ce peut être premièrement le cas des fondations collectives et communes qui, structurellement, délèguent la gestion à une fondation de placement<sup>21</sup>. Par conséquent, les investissements sont indirects pour ces deux types de caisses. Deuxièmement, ce peut être davantage le cas des petites caisses. En tenant compte de la fortune et des découpages réalisés, il s'avère que le facteur taille est fondamental. En effet, proportionnellement, ce sont les caisses intermédiaires et surtout les grandes caisses qui ont les moyens d'avoir une politique immobilière autonome et de procéder à l'achat/ construction d'immeubles de manière directe. Cependant, de 1994 à 2002, de plus en plus de caisses de ces deux catégories ont renoncé à avoir une gestion immobilière interne ou à avoir une part d'immobilier dans leur portefeuille, puisque les pourcentages ont baissé de près de 10 points pour les caisses intermédiaires et de 7 points pour les grandes caisses. En 2002, 274 caisses intermédiaires et 57 grandes caisses, soit près de 75% et 85% des catégories respectives, étaient propriétaires d'immeubles. Pour les petites caisses, la politique immobilière s'est avérée plus difficilement réalisable à l'interne, même si proportionnellement, elles ont été toujours plus nombreuses à investir directement dans l'immobilier.

## B Circuit B : gestion externe et investissements indirects

Les trois catégories de caisses ont été touchées par l'augmentation de l'utilisation des véhicules de placements collectifs immobiliers. Si intuitivement, on pouvait penser que les investissements indirects concernaient, proportionnellement, davantage les petites caisses, l'analyse des chiffres nous amène à reconsidérer notre point de vue. Il ressort que ce sont également, prioritairement, les grandes caisses et les caisses intermédiaires qui ont été toujours plus nombreuses – aussi bien en termes relatifs qu'absolus - à investir de manière indirecte et à utiliser les instruments collectifs du marché suisse. Si dans les trois cas, les parts ont augmenté durant la période, ce sont surtout les grandes caisses qui ont massivement opté pour l'externalisation des placements immobiliers puisque les parts ont augmenté de près de 30 points de 1994 à 2002.

---

<sup>21</sup> Cette dernière peut avoir une politique immobilière à l'interne et procéder à des investissements directs ou à l'externe. Dans ce cas, la fondation de placement peut adopter une politique externe en recourant à des fonds de placement, (internes et externes (fondation de placement UBS), ou recourir à l'externe pour la gestion de l'immobilier sur le principe de l'architecture ouverte (fondation de placement de la Winterthur ou Lombard Odier Darier Hentsch).

TABLEAU 10: NOMBRE DE CAISSES AYANT UN PORTEFEUILLE IMMOBILIER (IMMEUBLES & TERRAINS)

	1994	1996	1998	2000	2002
<b>Petites caisses - catégorie 1</b>	<b>3023</b>	<b>2719</b>	<b>2393</b>	<b>2131</b>	<b>2012</b>
Placements directs en Suisse	973	922	832	759	774
en % du total de la catégorie	32.19%	33.91%	34.77%	35.62%	38.47%
Placements collectifs en Suisse	752	728	681	617	617
en % du total de la catégorie	24.88%	26.77%	28.46%	28.95%	30.67%
<b>Caisses intermédiaires - catégorie 2</b>	<b>258</b>	<b>304</b>	<b>366</b>	<b>398</b>	<b>366</b>
Placements directs en Suisse	220	249	284	299	274
en % du total de la catégorie	85.27%	81.91%	77.60%	75.13%	74.86%
Placements collectifs en Suisse	125	150	170	197	202
en % du total de la catégorie	48.45%	49.34%	46.45%	49.50%	55.19%
<b>Grandes caisses - catégorie 3</b>	<b>38</b>	<b>49</b>	<b>59</b>	<b>66</b>	<b>67</b>
Placements directs en Suisse	35	45	54	58	57
en % du total de la catégorie	92.11%	91.84%	91.53%	87.88%	85.07%
Placements collectifs en Suisse	15	24	26	34	40
en % du total de la catégorie	42.86%	53.33%	48.15%	58.62%	70.18%
<b>Nombre de caisses enregistrées</b>	<b>3319</b>	<b>3072</b>	<b>2818</b>	<b>2595</b>	<b>2445</b>
Nb caisses en placements directs	1228	1216	1170	1116	1105
en % du total des caisses	37.00%	39.58%	41.52%	43.01%	45.19%
Nb caisses en placements collectifs	892	902	877	848	859
en % du total des caisses	26.88%	29.36%	31.12%	32.68%	35.13%

Source : OFS

### 2.3.3 Les modalités de placement immobilier en fonction de la fortune des caisses de pension

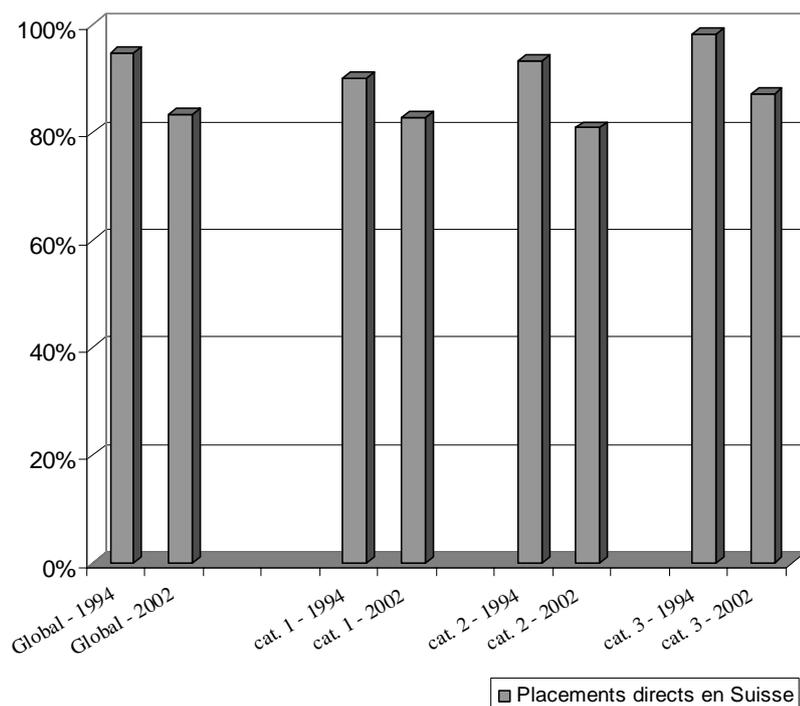
Nous avons vu que dans leur politique immobilière, les caisses avaient opté, à raison de plus de 80% de leur portefeuille immobilier, pour une gestion interne et des placements directs. Nous avons pu également mieux identifier les caisses qui possédaient un portefeuille immobilier et avancer qu'il existe un effet lié à la taille des caisses puisque ce sont les caisses des deuxième et troisième catégories qui investissent, proportionnellement, davantage dans l'immobilier, que cela soit de manière directe et/ ou indirecte. Il s'agit à présent de voir si des différences de comportement de placements peuvent s'observer en fonction de la fortune des caisses. Les petites caisses ayant un portefeuille immobilier s'écartent-elles davantage de la moyenne que les plus grandes caisses ? Dans le cas des placements directs, les montants des petites caisses représentent-ils des parts de fortune immobilières moindres que ceux des plus grandes caisses ? Dès lors, les petites caisses allouent-elles des parts plus importantes de manière indirecte ?

#### A Circuit A : gestion interne et investissements directs

Pour les trois catégories identifiées, les placements directs en immobilier ont représenté des parts de fortune importantes, de plus de 80%, même si l'on constate des pondérations différentes selon les catégories (Figure 2 et Annexe 3). La baisse des parts de l'immobilier direct a concerné toutes les catégories durant la période. Et comme nous pouvions le supposer, ce sont les grandes caisses qui ont

alloué des parts plus importantes pour les placements directs en immobiliers (98.39% en 1994 et 87.21% en 2002). Cependant, lors de la phase de diminution, les écarts entre les catégories se sont atténués, surtout entre les grandes et les petites caisses (plus de huit points de différence en 1994 et moins de cinq points en 2002). En 2002, les caisses intermédiaires étaient celles qui, proportionnellement, allouaient les parts de fortune immobilière directe les plus faibles avec un taux de 80.92%. Quant aux petites caisses qui avaient un portefeuille immobilier, les placements directs représentaient le 82.69% de celui-ci.

FIGURE 2: EVOLUTION DES PLACEMENTS IMMOBILIERS DIRECTS EN FONCTION DE LA FORTUNE DES CAISSES



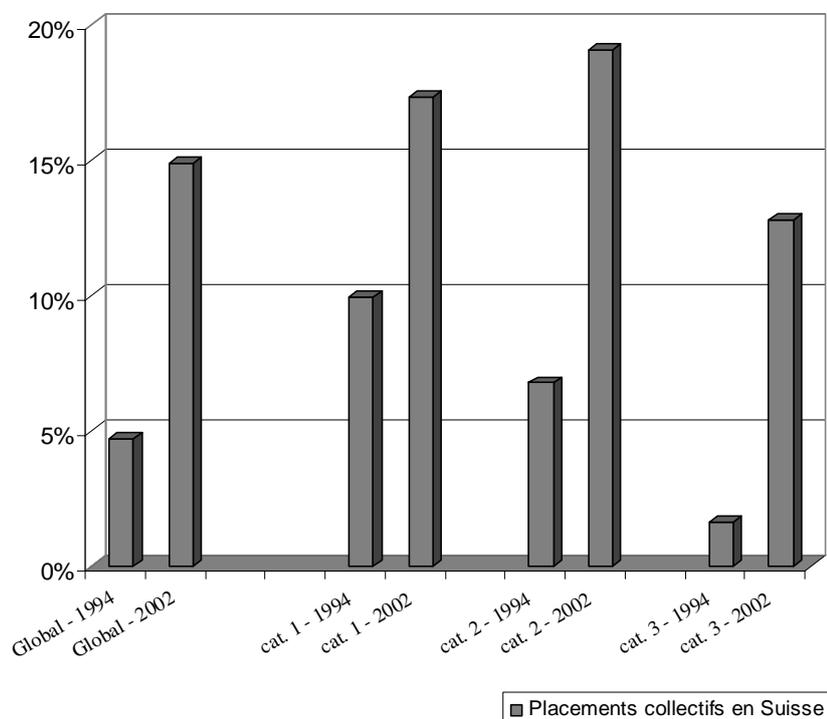
Source : OFS

## B Circuit B : gestion externe et investissements indirects

Par conséquent, pour les trois catégories de caisses, les investissements immobiliers se sont effectués en majorité à l'interne. Toutefois, les trois catégories de caisses ont, lors de leur allocation stratégique, diminué les parts des investissements immobiliers directs et ont augmenté, dans de moindres proportions, la part des investissements immobiliers collectifs (Figure 3 et Annexe 3).

Déjà en 1994, l'immobilier indirect était, proportionnellement, privilégié par les petites et moyennes caisses, avec des parts respectives de 9.93% et 6.77%. Les différences sont moins marquées entre les trois catégories de caisses en 2002 puisque les grandes caisses ont également alloué des parts plus importantes de leur fortune immobilière de manière indirecte, passant d'une allocation moyenne de 1.61% à 12.79%. Si en 1994, les petites caisses recouraient davantage aux placements collectifs, ce sont les caisses intermédiaires qui le faisaient en 2002 en plaçant, en moyenne, plus de 19% de leur fortune immobilière tandis que les petites caisses allouaient en moyenne un pourcentage de 17.31%.

FIGURE 3: EVOLUTION DES PLACEMENTS COLLECTIFS IMMOBILIER EN FONCTION DE LA FORTUNE



Source : OFS

## 2.4 LES ACTEURS PRINCIPAUX DE L'IMMOBILIER EN SUISSE

### 2.4.1 Répartition de la fortune « immobilier »

Le découpage des caisses de pension en trois catégories nous a permis de mesurer, de manière plus précise, les processus de concentration fonctionnelle à l'œuvre au sein du système du 2<sup>ème</sup> pilier helvétique. Nous avons pu voir toute l'importance de la troisième catégorie aussi bien en termes de fortune qu'en termes d'assurés. A présent, afin d'affiner notre approche dans la détermination des grands acteurs parmi les caisses, il s'agit de voir comment se répartit la fortune « immobilier » au sein des trois catégories (Tableau 11 et Annexe 4). Globalement, on note durant la période analysée le renforcement du poids des grandes caisses par rapport aux caisses intermédiaires et aux petites caisses. Si en 1994, les grandes caisses détenaient déjà près de la moitié des 42 Mrd des placements immobiliers, elles possédaient le 59.91% des 59 Mrd placé dans l'immobilier en 2002. Les parts de fortune immobilière des petites et moyennes catégories ont diminué, de respectivement 16.03% à 10.43% et de 34.72% à 29.66%. Note-on la même importance des grandes caisses dans le cas des deux circuits de placement ? Ou est-ce que les petites caisses et les caisses intermédiaires, qui ont davantage privilégié les placements collectifs, ont pu tempérer la primauté des grandes caisses ?

TABLEAU 11: EVOLUTION DE LA RÉPARTITION DE LA FORTUNE "IMMOBILIER" ENTRE LES CATÉGORIES DE CAISSES

	1994	1996	1998	2000	2002
Petites caisses - cat. 1	6'718'816 16.03%	6'743'727 14.53%	6'025'606 12.07%	5'533'682 10.06%	6'141'287 10.43%
Caisses intermédiaires - cat. 2	14'546'845 34.72%	14'953'048 32.23%	15'139'125 30.32%	15'651'236 28.45%	17'455'974 29.66%
Grandes caisses - cat. 3	20'635'957 49.25%	24'699'853 53.24%	28'764'636 57.61%	33'837'667 61.50%	35'257'920 59.91%
<b>Total immobilier</b>	<b>41'901'618</b> <b>100%</b>	<b>46'396'628</b> <b>100%</b>	<b>49'929'367</b> <b>100%</b>	<b>55'022'585</b> <b>100%</b>	<b>58'855'181</b> <b>100%</b>

Source : OFS

#### A A. Circuit A : gestion interne et investissements directs

La Figure 4 indique la répartition des placements immobiliers directs entre les trois catégories de caisses. Avec une allocation immobilière directe supérieure aux deux autres catégories, le poids des grandes caisses a été indéniable. De 1994 à 2002, les écarts entre les catégories se sont même accentués au profit des grandes caisses. En 1994, la répartition des 40 Mrd placés de manière directe pouvait être moins déséquilibrée entre les trois catégories (respectivement 12.69%, 29.45% et 57.87%) que huit ans plus tard. En 2002, les 57 grandes caisses possédaient le 61.55% des 50 Mrd investis de manière directe. Avec des montants équivalents à 5 Mrd et à 14 Mrd, le poids des 774 petites caisses ne dépassait pas les 10% et celui des 274 caisses intermédiaires était de 28.28%.

#### B Circuit B : gestion externe et investissements indirects

La Figure 5 indique la répartition des placements immobiliers indirects entre les trois catégories de caisses. De 1994 à 2002, la hiérarchie s'est complètement modifiée. En 1994, avec des allocations supérieures aux grandes caisses, les investissements indirects des 125 caisses intermédiaires se montaient à 1 Mrd et ceux des 752 petites caisses à 0.66 Mrd, ce qui représentait respectivement le 49.65% et le 33.62% de la fortune immobilière indirecte. Avec une allocation stratégique de 1.61%, les 0.33 Mrd des 15 grandes caisses ne représentaient que le 16.74%. En 2002, les grandes caisses occupent le haut de la hiérarchie et les 40 caisses concernées possédaient la moitié des 9 Mrd placés en fonds immobiliers, tandis que les 202 caisses intermédiaires et les 617 petites caisses n'en détenaient que le 37.41% et le 11.94%.

FIGURE 4: ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DE LA FORTUNE IMMOBILIÈRE DIRECTE DE 1994 À 2002  
(EN MILLIARDS DE CHF)

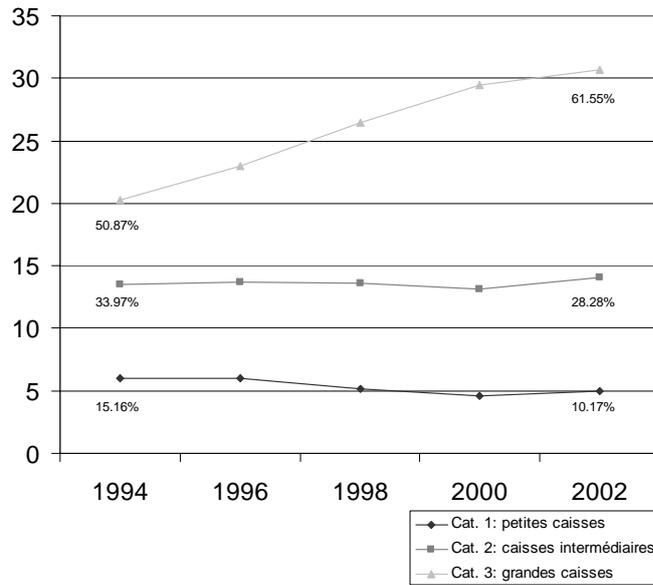
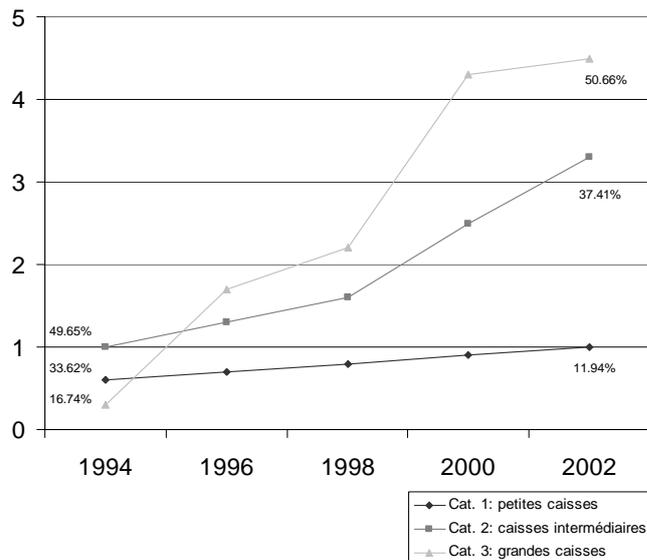


FIGURE 5: ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DE LA FORTUNE IMMOBILIÈRE INDIRECTE DE 1994 À 2002  
(EN MILLIARDS DE CHF)



Source : OFS

### 3 LES CIRCUITS DIRECT ET FINANCIARISÉ

---

Si les placements immobiliers ont constitué l'un des groupes de placements privilégiés des caisses de pension suisses, nous avons pu constater que toutes les caisses ne détenaient pas de portefeuille immobilier. Le facteur taille est fondamental puisque ce sont les grandes caisses et les caisses intermédiaires, des première et deuxième catégories, qui sont les plus nombreuses, proportionnellement, à investir dans l'immobilier, aussi bien de manière directe et indirecte. Il ressort que l'immobilier demeure une classe d'actif gérée à l'interne et que les droits de propriété des immeubles construits ou achetés appartiennent aux caisses. En effet, en 2002, la part du circuit direct, que nous appelons traditionnel, était encore de 83.41%, ce qui représentait un montant de près de 50 Mrd. Cependant, la croissance des placements collectifs s'est avérée très rapide et a concerné les trois catégories de caisses. Les sommes investies dans le circuit indirect, que nous qualifions de circuit financiarisé, ont rapidement grimpées, passant de 2 Mrd en 1994 à 9 Mrd en 2002, pour des parts de fortune immobilière de respectivement 4.72% et 14.87%. Le poids des grandes caisses a été indéniable dans les deux circuits. En 2002, elles étaient 57 à détenir près du 62% du portefeuille immobilier direct national, les 1048 caisses restantes ne possédant que le 38%. Sur les 9 Mrd placés en fonds collectifs, les 40 grandes caisses de la troisième catégorie en possédaient près de la moitié, l'autre étant aux mains des 819 autres ayant utilisé le même circuit. Dans ce chapitre, nous abordons concrètement les questions liées aux logiques fonctionnelles, sociales et spatiales des deux circuits identifiés. Quelles sont les compétences nécessaires pour une politique immobilière interne, pour quels types de bâtiments, dans quelles régions et selon quels critères ? Dans le cas des placements externes, quel est le portefeuille des véhicules immobiliers collectifs et comment, sur quels critères se structure-t-il et où s'effectuent les investissements ? Y a-t-il des différences marquantes entre les logiques traditionnelles et financiarisées, et quelles sont-elles ?

#### 3.1 CIRCUIT A : GESTION DIRECTE, PROXIMITÉ, COMPÉTENCES, ÉVALUATION PROPRE

De 1994 à 2002, le circuit direct a concerné plus d'un millier de caisses. Si toutes ne se situent pas sur le même pied d'égalité puisqu'en 2002, 57 caisses détenaient plus de 60% de la fortune immobilière directe, il n'empêche que 1048 autres caisses possédaient des immeubles. Comment s'organise concrètement la filière directe ? Dans une première étape, nous précisons le type de bâtiment recherché par les caisses. Puis nous abordons les modalités de gestion liées au circuit direct et traditionnel. Afin de préciser les spatialités, nous nous basons sur l'analyse de cinq caisses de pension ayant un portefeuille immobilier conséquent.

##### 3.1.1 Type d'affectation

Les objets immobiliers concernés par les investissements des caisses de pension doivent être d'une certaine taille. Les investissements ne portent, pour des raisons d'économies d'échelle et de standardisation, que sur des bâtiments collectifs. Les marchés immobiliers portant sur des objets individuels – de type villas – sont écartés du champ d'investissement des caisses de pension. Ces marchés sont plutôt le fait des sociétés de construction et des particuliers. Le portefeuille immobilier des caisses de pension est en grande majorité composé d'immeubles résidentiels et mixtes. Les immeubles acquis par les caisses sont destinés à la location et non à la propriété par étage (PPE)<sup>22</sup>. Une partie de la surface de certains immeubles peut être destinée au segment commercial qui se réfère, dans ce cas, à des bureaux ou à des petits commerces. Peu de caisses de pension optent pour les immeubles industriels ou encore les centres commerciaux. Ces deux segments étant considérés comme trop risqués. En effet, dans le 80% des institutions qui possèdent des biens immobiliers, le 2/3 d'entre elles se concentrent exclusivement sur les

---

<sup>22</sup> La PPE a connu un certain succès ces dernières années. Il a été avancé que la trop grande rigidité du droit du bail aurait poussé certains investisseurs à se tourner vers la PPE pour ne pas à avoir de problème de locataires.

immeubles d'habitation, tandis le tiers restant est propriétaire à la fois d'habitation et d'immeubles commerciaux et industriels (Swissca, 2003 : 63). D'ailleurs, selon l'enquête de Lusenti, on observe, de 1998 à 2002, un intérêt croissant pour l'immobilier résidentiel alors que le commercial est en recul significatif (Lusenti, 2003 : 83). Dans ce cadre, la proportion des différents types d'affectation (immeubles d'habitation, immeubles commerciaux et de bureaux) dépend de la taille de l'investisseur. En effet, on observe la corrélation suivante : plus les caisses sont grandes, moins elles ont acheté de logements (Altaprima et Ernst&Young, 2004 : 14-15).

Si la grande majorité des caisses ont détenu des immeubles – essentiellement résidentiels – de manière directe, les moyens de mise en œuvre de la politique immobilière diffèrent en fonction de la taille des caisses. Selon l'enquête Immosurvey de 2004 (2004 : 16-17), près de la moitié (45%) des investisseurs, estiment qu'il faut au minimum disposer d'un portefeuille immobilier de 250 millions de CHF pour avoir un portefeuille d'une taille optimale avec une diversification satisfaisante. Mais les grands investisseurs immobiliers pensent que ce volume doit être de 500 millions, voire même beaucoup plus pour les très grands investisseurs. Par rapport à l'enquête de 2003, il se manifeste une polarisation entre les différents investisseurs<sup>23</sup>. Quant à la taille optimale des investissements individuels, plus de la moitié des caisses (53%) pensent que le placement idéal se situe entre 5 et 10 millions (Altaprima et Ernst&Young, 2004 : 30). Ceci reflète la forte prédilection de la plupart des investisseurs institutionnels pour les immeubles d'habitation. Dans cette fourchette, les caisses de pension entrent de plus en plus souvent en concurrence avec les investisseurs privés lors de la sélection des biens immobiliers. Les grands investisseurs, les grandes caisses, les fonds immobiliers et les sociétés immobilières, estiment que la valeur optimale des investissements individuels est entre 10 et 30 millions CHF (Altaprima et Ernst&Young, 2004 : 30-31).

### 3.1.2 Compétences liées à la politique immobilière

Si le nombre des personnes de l'équipe de gestion interne varie d'une caisse à l'autre – de quelques personnes à une trentaine pour les plus grandes caisses – toutes les caisses doivent disposer de certaines compétences immobilières plus ou moins spécifiques. Nous distinguons entre deux types de compétences. Celles qui sont spécialisées et liées aux domaines clés de la politique immobilière (technique – architecture, normes de construction, urbanisme, législation – et financière – évaluation des immeubles, fiscalité, etc.) et les compétences banales liées à la gestion administrative des immeubles (gérance immobilières, services d'entretien/nettoyage, etc.).

#### A Les compétences spécifiques

Comme nous l'avons vu, une distinction s'impose entre les petites caisses, de la première catégorie, voire les caisses moyennes de la deuxième catégorie et les grandes caisses appartenant à la troisième catégorie :

Petites et moyennes caisses : Si les parts consacrées à la pierre peuvent représenter, en moyenne, le 15% de pour cent de la fortune d'une caisse, les montants restent relativement modestes pour les caisses de ces deux catégories. Le portefeuille immobilier de ces caisses peut être relativement restreint et se situer dans une fourchette qui peut aller de seulement quelques immeubles à une dizaine, voire à une quinzaine, rarement au-delà. Les caisses de pension, qui étaient autonomes, d'un seul employeur ou de groupe, avaient pour habitude d'acheter des immeubles locatifs pour les employés de l'entreprise et/ ou industriel pour les besoins de l'entreprise, et agissaient en tant que propriétaires. Si les caisses de pension se faisaient une fierté de posséder leurs propres immeubles et de mettre en avant leur rôle social et de proximité, cette époque semble révolue. Même si les caisses ont abandonné la construction d'immeubles dont la location était uniquement destinée aux assurés/ employés de l'entreprise, les possessions immobilières des caisses de ces deux catégories sont encore marquées par cet héritage qui peut peser lourdement et être aujourd'hui

---

<sup>23</sup> « Contrairement à 2003, l'image d'ensemble n'est pas uniforme. Il en ressort une polarisation entre les principaux acteurs du marché et les investisseurs qui, en raison du volume et de la croissance du portefeuille, ne peuvent pas ou ne veulent pas participer. Les arguments en faveur de la diversification des sites, de l'âge et de l'utilisation des biens profitent aux portefeuilles de taille importante ou aux participations indirectes à ces derniers », Rainer Suter, in Altaprima Management et Ernst&Young, communiqué de presse, 27 septembre 2004.

coûteux pour certaines caisses. Lorsque ces caisses ont besoin de compétences nécessaires –opérations de portefeuille (courtiers), développement de projets (ingénieurs, architectes), fiducie immobilière (experts comptables et financiers), etc. – elles doivent recourir à l'externe. C'est dans ces deux catégories de caisses que l'analyse coût/ bénéfice peut plus nettement pencher en faveur d'une politique d'investissement immobilière indirecte, par l'achat de parts à des véhicules de placement collectifs, par rapport à une politique d'investissements et de gestion directs.

Grandes caisses : Par le passé, les grandes caisses ont également acheté des immeubles et ont agi en tant que propriétaires. Le portefeuille immobilier des caisses de cette taille peut être encore marqué par l'héritage et contenir des immeubles disséminés sur le territoire, là où se trouvent/ trouvaient les usines/ bureaux de l'employeur. Cependant, les caisses de cette catégorie ont atteint la taille critique pour avoir une politique immobilière interne. Si les investissements sont toujours orientés sur les immeubles locatifs, les grandes caisses ont pu procéder à une gestion plus active du parc immobilier en achetant ou vendant des immeubles, modifiant par conséquent la qualité et la géographie des portefeuilles immobiliers. Par conséquent, les grandes caisses peuvent plus facilement disposer d'une équipe de gestion interne avec toutes les compétences nécessaires. Nous avons vu toute l'importance des caisses publiques dans cette catégorie<sup>24</sup>. Ces dernières peuvent plus ou moins être liées à leur employeur (ville ou canton). En matière de gestion du portefeuille, on observe les distinctions suivantes :

- Caisses publiques « indépendantes » : la caisse de pension est dotée d'une équipe de gestion du portefeuille immobilier propre à la caisse.
- Caisses publiques « dépendantes » : la caisse de pension utilise les services de l'administration, cantonale ou communale, pour sa politique immobilière (la gérance immobilière de l'Etat, les services de l'urbanisme, le service juridique, etc.).

Les caisses de pension comptent parmi les investisseurs qui agissent comme maîtres d'ouvrage. Depuis les chutes des marchés boursiers en 2000-2001, la période est marquée par un intérêt croissant pour les placements dans l'immobilier. Aujourd'hui, nous sommes dans une phase où les caisses de pension sont demandeuses d'immobilier. La demande immobilière est si forte que, vu la faiblesse des objets immobiliers disponibles sur les marchés, les institutionnels, notamment les plus grands d'entre eux, se lancent dans des projets de construction<sup>25</sup>. Selon l'enquête Robeco de 2000-2002, environ un tiers des caisses sondées (31%) fonctionnaient comme maîtres d'ouvrage. Les pourcentages étaient de 6% pour les petites (< 100 millions), de 11% pour les moyennes (100-500 millions) et 14% pour les grandes (> 500 millions). Les caisses de pension engagées dans la construction d'immeubles se sont en grande partie retirées des chantiers après 1996, pour revenir à la charge ces deux dernières années. Toutefois, la situation actuelle est encore très éloignée des taux d'activité du milieu des 90ies, années pendant lesquelles les caisses, notamment publiques, ont parfois joué un rôle consciemment anticyclique pour aider le secteur de la construction alors en pleine crise. (Robeco, 2002 : 76-77). Lors de projets de construction, le degré d'implication des caisses de pension peut varier de la façon suivante :

- Les projets propres à la caisse de pension : les caisses de pension achètent les terrains (à bâtir) pour lesquels elles ont obtenu un permis de construire (plan de quartier approuvé) et la sélection des partenaires pour le projet de construction se fait sur la base d'un concours d'architectes. Les caisses de pension agissent dès lors comme des promoteurs immobiliers et se chargent d'assurer la rentabilité du projet (sélection des partenaires, location des logements, etc.). Selon l'enquête Swissca de 2000, le 59% des caisses publiques étaient des maîtres d'ouvrage. La raison principale était la réduction des coûts d'acquisition en éliminant une étape du processus, de même que l'accroissement de la qualité des placements en sélectionnant les sites et les projets (Swissca, 2000 : 58).

---

<sup>24</sup> 21 caisses publiques sur 38 en 1994 et 26 sur 67 en 2002.

<sup>25</sup> En effet, le 57% des gros investisseurs sont engagés, contre 29% pour les moyens et 13% pour les petits. Ce qui est logique en raison de la complexité (compétences techniques et juridiques, montants à immobiliser, recours à des experts, etc.) et des risques inhérents lors des processus dans le développement de projets (Altaprima et Ernst&Young, 2004 : 40).

- Les projets de promoteurs/ constructeurs : les projets sont amenés par des promoteurs/ constructeurs qui sont déjà propriétaires de terrains pour lesquels les autorisations ont été faites lors de l'achat. Les caisses de pension sont, dans ce cas, contactées par les promoteurs/ constructeurs régionaux à la recherche d'investisseurs/ partenaires.

Si les caisses de pension peuvent parfois intervenir comme maîtres d'ouvrage, elles acquièrent principalement des bâtiments qui sont déjà construits<sup>26</sup>. De manière générale, et contrairement aux autres investisseurs institutionnels tels que les fonds immobiliers ou surtout les sociétés d'investissement immobilières<sup>27</sup>, les caisses de pension ont un comportement de *buy and hold* dans leur stratégie d'investissement. Une fois achetés ou construits, les immeubles demeurent la propriété de la caisse pour un certain temps, et les politiques de désinvestissement sont moins fréquentes (Altaprima et Ernst&Young, 2004 : 18). Il importe de ne pas se tromper dans la sélection de l'immeuble et de sa localisation afin que le taux de remplissage soit assuré. Dès lors, lors d'opérations immobilières, la phase d'analyse d'achat/ projet de construction est essentielle et repose sur des connaissances précises du marché régional. Durant cette phase, les grandes caisses peuvent plus facilement disposer des connaissances adéquates du marché régional et de compétences d'expertise – techniques (architectes/ urbanistes, juristes) et financières (expert comptable, courtier) - nécessaires à l'identification de l'objet et de son environnement. Les autres caisses, petites et moyennes, peuvent faire appel à des experts externes afin d'identifier les bonnes opportunités d'achat/ construction d'immeubles. Lors du processus d'analyse et d'évaluation de la valeur des bâtiments, les différents spécialistes misent sur les fondamentaux de l'immeuble qui peuvent, de manière caricaturale, se décliner de la manière suivante :

- Les spécificités de l'immeuble : elle concerne toutes les caractéristiques propres à l'immeuble telles que l'âge, le nombre de logements/ pièces et superficie, les matériaux de construction utilisés, les divers équipements de l'immeuble (ascenseur, garages, aménités diverses, etc.).
- La localisation de l'immeuble : cela comprend l'environnement immédiat de quartier de l'immeuble ainsi que l'environnement local et régional. Le premier fait référence aux caractéristiques du quartier qui peuvent être liées à la centralité (services et commerces, loisirs, proximité avec le centre-ville), à la composition socioprofessionnelle, à l'accessibilité (route, transports publics), à la qualité de vie (bruit, pollution, espaces de détente, etc.), etc. Le deuxième renvoie aux contextes et aux perspectives de développement économique (notamment pour le segment commercial) - et sociodémographique (notamment pour le segment résidentiel collectif) de la ville/ région.

## B Les compétences banales

Lorsque les caisses possèdent leurs propres immeubles, la gestion proprement dite des immeubles, à savoir les tâches de gestion et d'administration liées à la location/ rénovation/ contacts avec les locataires des immeubles, peut s'effectuer de deux manières. Les caisses de pension peuvent opter pour une gestion interne ou une gestion externe. Dans le premier type de gestion, la caisse de pension peut disposer de sa propre gérance pour s'occuper des bâtiments possédés et situés dans les différentes localités/ régions. Dans le deuxième type, la caisse de pension peut déléguer la gestion de tout ou d'une partie de son parc immobilier à des sociétés de gérance immobilière. Cette déléation se fait sous la forme d'un contrat entre la caisse de pension et la gérance immobilière. Les grandes caisses pouvant disposer, en principe, de leur propre gérance, ce sont les petites et moyennes caisses, qui pour des raisons d'économies d'échelle, ont souvent délégué la gestion administrative des immeubles à des gérances immobilières. Cependant, les raisons peuvent être autres qu'économiques. Il peut y avoir également recours à des gérances immobilières dans les trois cas suivants :

---

<sup>26</sup> Les investissements immobiliers directs réalisés par les institutionnels pour l'année 2003 ont été prioritairement des achats et secondairement la participation à de nouvelles constructions et de nouveaux projets. Sur les 7.6 Mrd d'investissements immobiliers réalisés en 2003, 6.9 l'ont été de manière directe (environ 65% pour des achats et 35% pour le développement de nouveaux projets). Le reste, soit 1.3 Mrd, a été investi de manière indirecte (Altaprima et Ernst&Young, 2004 : 17).

<sup>27</sup> Le but de ces institutions est bien le gain de capital lors des transactions immobilières.

- Les caisses, pour des motifs d'ordre stratégique, peuvent préférer avoir une gérance des immeubles propre afin de garder le contrôle et la responsabilité de l'ensemble des problèmes tels que la sélection des locataires, le suivi des contentieux de voisinage, les problèmes de servitude, les problèmes de travaux/ réparations, etc. Dès l'instant où la gérance est déléguée à un tiers, les caisses perdent la substance des dossiers.
- Les caisses peuvent recourir à des gérances immobilières externes pour des lotissements qui sont en multipropriété. Dans ce cas, la caisse est un partenaire financier avec d'autres investisseurs, institutionnels ou privés, et afin de garantir une certaine neutralité, la gérance de tels immeubles est déléguée.
- Lorsque les investissements sont extrarégionaux/ cantonaux, les caisses de pension recourent, souvent suite à un appel d'offre, à des gérances immobilières indigènes.

### 3.1.3 L'aire spatiale des investissements

La condition fondamentale de toute la politique immobilière est la connaissance du marché. Pour bon nombre de caisses, l'immobilier est un marché de proximité. Les investissements des caisses de pension ont donc principalement lieu à un niveau régional/ cantonal. Selon l'enquête Swissca, le 60% des caisses de pension ont indiqué que leurs investissements immobiliers avaient lieu à proximité de l'employeur. Pour 13% seulement, ces investissements peuvent être effectués dans d'autres espaces économiques que l'emplacement de l'employeur et pour des utilisateurs tiers indépendants (Swissca, 2004 : 41).

Afin d'illustrer les spatialités des investissements directs des caisses de pension, nous avons pris l'exemple de cinq caisses dont nous avons pu trouver des données récentes concernant leur portefeuille immobilier (Tableau 12 et Tableau 13). Les cinq caisses analysées appartiennent toutes à la catégorie des grandes caisses puisqu'elles ont toutes une fortune totale supérieure à 1 Mrd. Ces cinq caisses ont une véritable politique immobilière puisque, pour ce groupe de placement, l'allocation stratégique était bien au-delà de la moyenne de cette catégorie (13.85%), à savoir entre 20% et 33.5%. Même si l'on note des pondérations quelque peu différentes entre les types d'affectation, les immeubles d'habitation ont constitué le segment principal. Les parts peuvent être encore plus importantes si l'on ajoute les immeubles mixtes, c'est-à-dire composés de logements résidentiels et de bureaux/ commerces. Le groupe analysé porte sur 822 immeubles qui représentent un montant total de 5.99 Mrd. Parmi ce petit groupe, nous avons voulu voir si des différences existaient en matière de comportements spatiaux en fonction de deux critères, celui de la forme juridique/ administrative et celui de la taille de la fortune immobilière des caisses. Nous obtenons dès lors les deux groupes suivants :

- Deux caisses sont des caisses combinées publiques : la caisse de l'Etat de Vaud et la caisse de l'Etat de Neuchâtel. La première a un portefeuille plus important que la deuxième.
- Trois caisses sont des caisses de groupes privées : les caisses d'Ascom, de la Migros et de Siemens. La caisse de la Migros possède un portefeuille plus important que les deux autres dont les portefeuilles sont de taille comparable.

TABLEAU 12: FORTUNE IMMOBILIÈRE DES 5 CAISSES ANALYSÉES (EN MILLIERS CHF)

	fortune totale	immobilier direct	Allocation en immeubles en %
<b>Caisses publiques</b>			
Caisse de pension de l'Etat de Vaud (31.12.2003)	5'683'035	1'401'414	24.66%
Caisse de pension de l'Etat de Neuchâtel (31.12.2003)	1'905'216	440'391	23.12%
<b>Caisses privées</b>			
Caisse de pension MIGROS (31.12.2003)	13'406'200	3'393'900	25.32%
Caisse de pension SIEMENS (30.09.2004)	1'554'144	316'582	20.37%
Caisse de pension ASCOM (31.12.2003)	1'377'200	447'085	32.46%
<b>Total des 5 caisses</b>	<b>23'925'795</b>	<b>5'999'372</b>	

Sources : rapports annuels

TABLEAU 13: TYPE D'AFFECTION DES 5 CAISSES ANALYSÉES

	Immeubles d'habitation	Immeubles commerciaux	Immeubles à usage mixte	Immeubles administratifs	Garage	total
<b>Caisses publiques</b>						
Caisse de pension Etat VD <sup>28</sup>	non identifié	non identifié	non identifié	non identifié	non identifié	247
Caisse de pension Etat NE	86	1	16	16	1	120
<b>Caisses privées</b>						
Caisse de pension MIGROS	222	19	90			331
Caisse de pension ASCOM	73	10	22			105
Caisse de pension SIEMENS	16		3			19
<b>Total des 5 caisses</b>	<b>397</b>	<b>30</b>	<b>131</b>	<b>16</b>	<b>1</b>	<b>822</b>

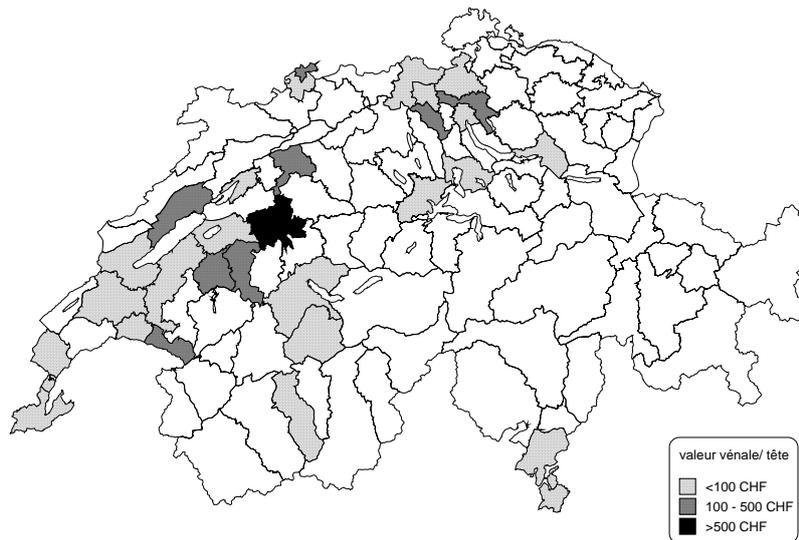
Sources : rapports annuels

Afin de mesurer les modalités spatiales d'investissements, nous avons utilisé les régions MS ou les districts comme niveaux territoriaux pertinents. La répartition des investissements n'a cependant pu être approchée qu'en termes de nombre d'immeubles par district, ce qui occulte l'importance des montants investis par district. Ce n'est que dans un cas que nous avons pu avoir les valeurs vénales des immeubles pour pondérer les investissements de la caisse en fonction de la population (caisse ASCOM). Même si cette répartition spatiale est à relativiser pour les raisons invoquées ci-dessus, trois raisons explicatives peuvent être avancées.

<sup>28</sup> 247 objets immobiliers ont été saisis d'après la liste du rapport de gestion 2003. Cela concerne en grande majorité des immeubles locatifs

Historiquement, les investissements immobiliers étaient décidés par les entreprises et leurs employés, généralement avec l'idée de financer le logement de ces derniers. Dans un monde dans lequel l'industrie financière était peu développée, l'idée même d'investir dans une autre région ne pouvait d'ailleurs guère se justifier. Au contraire, un tel comportement aurait entraîné un affaiblissement de l'économie locale. Par exemple, l'entreprise ASCOM avait son siège à Berne et a au cours de son histoire absorbé des entreprises dans les cantons de Fribourg, de Neuchâtel, de Soleure et de Vaud. Cette géographie est encore présente dans les possessions de sa caisse de pension.

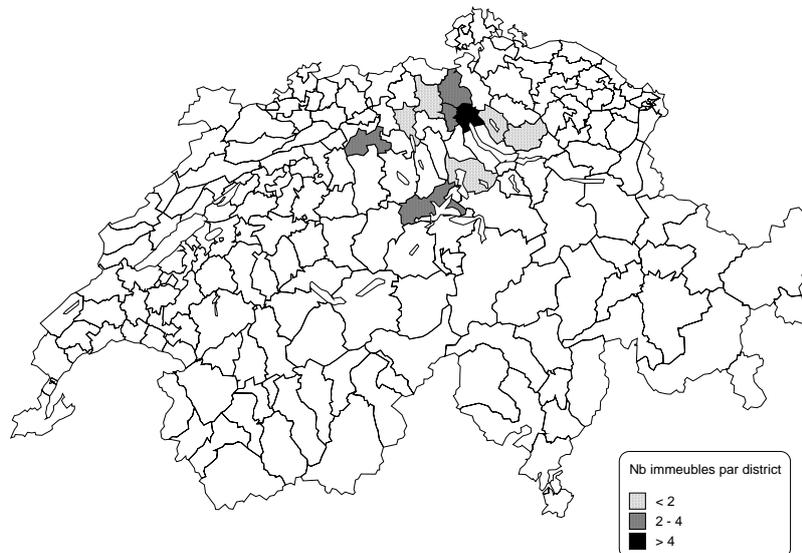
CARTE 1: LES BIENS IMMOBILIERS DE LA CAISSE DE PENSION ASCOM



Source : rapport annuel 2004 de la caisse de pension Ascom

Une deuxième explication qui est ressortie lors des entretiens avec les responsables des caisses est l'importance de la connaissance du marché local. En Suisse, de manière générale, le marché immobilier reste très cloisonné. L'information sur les prix et les caractéristiques des biens est peu transparente et les spécificités locales en matière de réglementation restent importantes. Si les logiques peuvent être extrarégionales/ cantonales, la majeure partie des immeubles restent dans la région d'origine du groupe et de sa caisse de pension (Carte 2 et Carte 3).

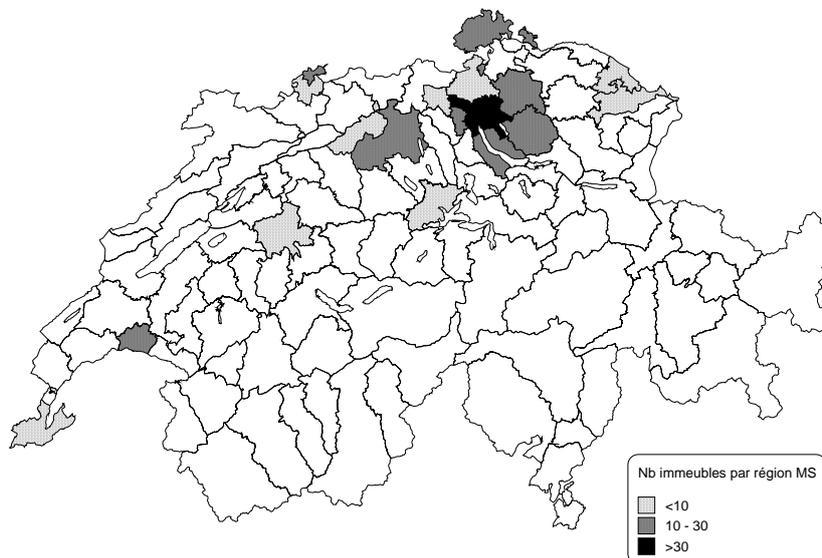
CARTE 2: LES BIENS IMMOBILIERS DE LA CAISSE DE PENSION DE SIEMENS



Source : site Internet de la caisse de pension Siemens

Pour la caisse de pension Migros - dont le portefeuille immobilier est aussi important que celui des plus grands fonds immobiliers du pays et qui possèdent des surfaces commerciales disséminées sur tout le territoire national - les investissements sont étroitement liés à la région où se situent les principaux sièges du groupe, à savoir dans les régions MS du canton d'Argovie et de Zurich ainsi que le district de Lausanne.

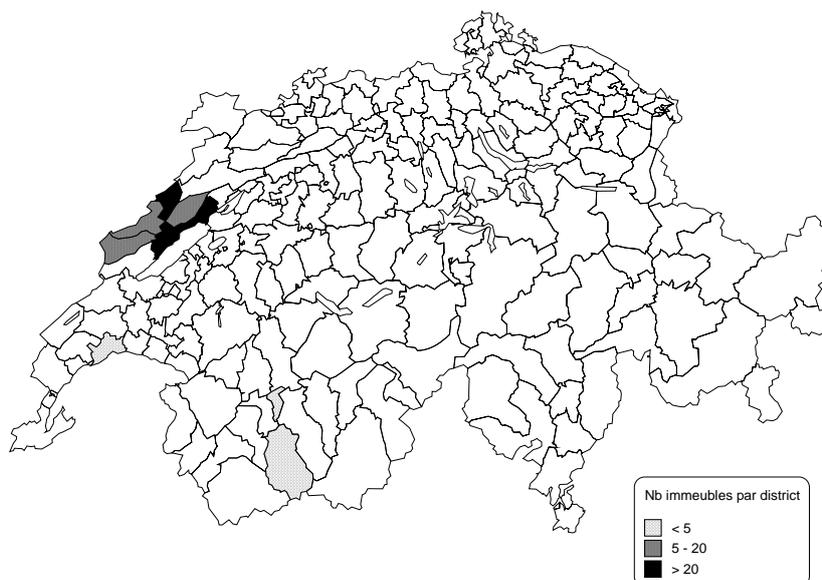
CARTE 3: LES BIENS IMMOBILIERS DE LA CAISSE DE PENSION DE MIGROS



Source : rapport annuel 2003 de la caisse de pension Migros

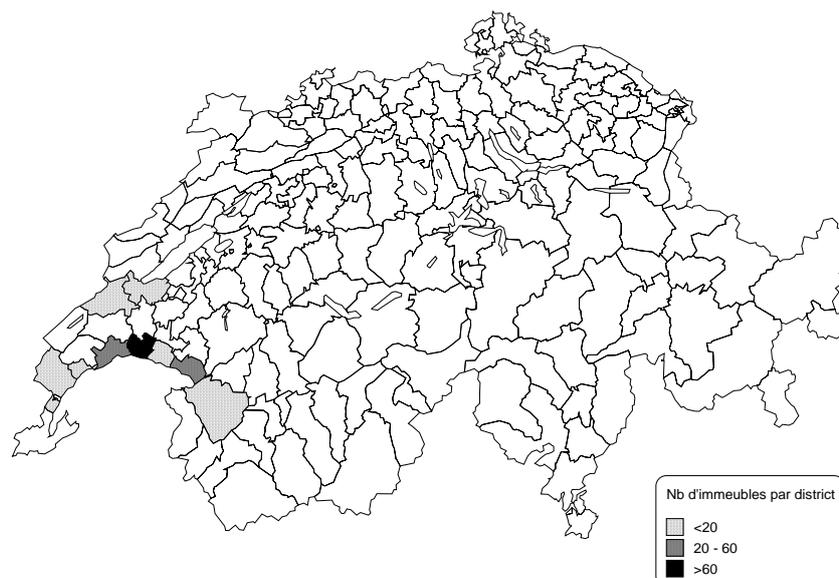
Une troisième explication réside dans le fait que les caisses de pension publiques sont souvent de taille importante et qu'elles gèrent généralement leur secteur immobilier de manière directe. Or, les caisses publiques, de par le fait qu'elles sont en principe soumises à l'autorité politique et que les employés participent activement à la gestion de la caisse, jouent le jeu de la proximité. Si les investissements de la caisse neuchâteloise peuvent sembler plus équitablement répartis entre les différents districts du canton, les investissements de la caisse vaudoise sont extrêmement concentrés autour de la région lémanique, notamment autour de l'axe allant de Morges à Vevey/ Montreux.

CARTE 4: LES BIENS IMMOBILIERS DE LA CAISSE DE PENSION DU CANTON DE NEUCHÂTEL



Source : rapport annuel 2003 de la caisse de pension de l'Etat de Neuchâtel

CARTE 5: LES BIENS IMMOBILIERS DE LA CAISSE DE PENSION DU CANTON DE VAUD



Source : rapport annuel 2003 de la caisse de pension l'Etat de Vaud

Sur la base des cinq cas analysés, nous pouvons avancer les éléments suivants :

Les investissements directs des caisses de pension recouvrent des logiques de proximité dont les rayons d'influence varient en fonction de l'importance du portefeuille immobilier et en fonction de la forme juridique de la caisse :

- Les caisses combinées publiques : les investissements des petites caisses publiques, soit des caisses municipales, ont lieu à un niveau local, voire même communal (caisse de pension de Neuchâtel, caisse de pension de Bâle-ville). Les investissements des plus grandes caisses publiques, soit des caisses cantonales, s'effectuent à un niveau régional/ cantonal. La répartition plus ou moins équilibrée des investissements peut dépendre la plus ou moins forte dépendance de la caisse face à l'Etat (caisses indépendantes et caisses dépendantes des structures de l'Etat). Pour la principale caisse publique d'envergure nationale<sup>29</sup>, soit la caisse Publica - dont le portefeuille immobilier était de 1.27 Mrd à la fin 2004 - les logiques peuvent (devraient) être nationales.
- Les caisses privées : les investissements des petites et moyennes caisses privées – autonomes, fusionnées ou de groupe - ont principalement lieu à un niveau local (commune ou district). Les investissements des grandes caisses privées, principalement liées à un groupe et qui ont un portefeuille immobilier de taille importante, peuvent avoir lieu à des niveaux extrarégionaux/ cantonaux.

### 3.1.4 Les critères d'investissement et de sélection immobiliers des caisses de pension

Toutes les caisses de pension ont, en général, une approche de long terme et misent sur les loyers. Le choix du collectif impose des critères qui répondent à des logiques d'efficacité économique et de grandeur de marché afin de minimiser les taux de vacance. Cependant, comment apprécier le rendement des investissements immobiliers directs ? Bien entendu, les caisses disposent de leurs propres chiffres et elles sont capables de déterminer les rendements. Cependant, quelques questions se posent. La vente et l'achat d'immeuble ne se fait pas aussi facilement que celle d'actions ou d'obligations. Les coûts de transaction sont importants et par conséquent, les caisses conservent leurs immeubles sur de très longues périodes.

---

<sup>29</sup> Suite à la réorganisation du secteur public en 1998, les caisses d'entreprises de service public tel que celles de la Poste, des CFF et de Swisscom relèvent du droit privé.

Dès lors, comment évaluer des immeubles qui sont possédés depuis des dizaines d'années ? Dans les régions qui ont connu des difficultés économiques et qui se sont dépeuplées comme certaines vallées de l'Arc jurassien, certains immeubles n'ont plus grande valeur. A l'inverse, dans des régions urbaines ayant connu un fort développement, comme à Genève, certains immeubles voient leur valeur sur les marchés immobiliers grimper. Cependant, leur valeur de rendement peut rester bloquée durant de longues années, étant donné que les loyers ne sont pas modulables à loisir en fonction des courbes des marchés immobiliers. Il existe plusieurs méthodes d'évaluation de l'immobilier comme objet d'investissement qui sont utilisées par les investisseurs institutionnels. Les biens immobiliers peuvent être évalués selon leur valeur d'acquisition, leur valeur vénale ou encore leur valeur de rendement. Tant la valeur vénale que celle de rendement sont des méthodes avec lesquelles on essaie de déterminer une valeur qui s'approche de la valeur de marché. Ces deux méthodes étaient appliquées par plus de 45% des caisses de pension (Robeco, 2002 : 33-34 ; Lusenti, 2003 : 36).

Lorsque les caisses de pension investissent dans la pierre, le facteur déterminant est celui du rendement. De manière globale, les investissements immobiliers sont vus comme des investissements qui procurent des rendements stables et qui protègent contre l'inflation. Les caisses de pension misent, en moyenne, sur des rendements nets de l'ordre de 4.5% - 5%. Cette fourchette peut être plus facilement atteinte lorsque la taille critique est dépassée. Si d'autres critères que ceux purement économiques sont appliqués, cela ne concerne qu'une minorité de caisses. Selon l'enquête de Lusenti, les critères « politiques » liés au soutien de l'économie locale/ régionale ou au fait de privilégier les assurés ne sont déterminants que pour une faible partie des caisses de pension (Lusenti, 2003 : 83-84). Par le passé, il était habituel de loger les employés/ assurés pour les caisses, privées et publiques, mais aujourd'hui, les immeubles ne sont pas uniquement destinés aux assurés. De plus, si certaines caisses peuvent appliquer d'autres critères que purement économiques, nous devons d'emblée distinguer entre les caisses publiques et les caisses privées.

Les caisses publiques : la politique d'investissement de certaines caisses de pension publiques peut tenir compte de critères plus larges. Dans ce cas, nous pouvons relever les critères suivants :

- Le critère géographique : les investissements immobiliers ont lieu à proximité, soit au niveau local (caisses de villes) ou régional/ cantonal (caisses cantonales).
- Le rôle politique : les grandes caisses publiques, cantonales, peuvent équilibrer leurs investissements et les répartir dans les différents districts/ localités d'un canton et non les concentrer uniquement dans les districts/ localités les plus rentables. Pour certaines régions, l'intervention de la caisse est parfois d'autant plus importante qu'aucun autre investisseur ne veut s'y aventurer. Dans les « rating » de sociétés de conseils en investissements immobiliers, certaines régions sont vues comme des régions à risque, ce qui ne fait qu'accentuer le désintérêt des investisseurs potentiels (assurance ou fonds immobiliers par ex.).
- Le rôle social : les caisses de pension peuvent participer à la détente du marché immobilier en construisant/ acquérant des immeubles et en ayant une politique de loyers modérés. Par le passé, beaucoup de caisses publiques ont acquis des immeubles destinés à être subventionnés, pour lesquels les loyers sont déterminés en fonction du salaire.

Les caisses privées : le portefeuille des caisses privées peut être plus ou moins marqué par l'héritage dans le sens où les caisses détiennent des immeubles dans les localités/ régions où sont situés les sièges des employeurs. Nous pouvons opposer les petites caisses, d'un seul employeur ou de groupe, aux plus grandes.

- Les petites caisses : le portefeuille est encore très régional. Les immeubles possédés, dont le nombre peut varier de quelques unités à une quinzaine, sont situés dans la région de la caisse de pension.
- Les grandes caisses : le portefeuille peut être extrarégional/ cantonal. Les grandes caisses peuvent posséder un parc immobilier de plusieurs dizaines d'unités situées dans les différentes régions/ localités où l'entreprise/ le groupe est installé.

Si certaines caisses peuvent appliquer d'autres critères dans leur politique immobilière, c'est essentiellement le critère de rendement qui structure le portefeuille immobilier des caisses privées, petites et grandes.

### 3.2 CIRCUIT B : GESTION FINANCIARISÉE, DÉLÉGATION, DISTANCE ET ÉVALUATION PAR LES MARCHÉS FINANCIERS

Nous avons vu que les placements collectifs immobiliers des caisses de pension avaient concerné des montants de plus en plus importants et que parmi les caisses qui avaient recours aux véhicules de placements collectifs, les grandes caisses étaient proportionnellement plus concernées que les petites et moyennes caisses et détenaient la moitié des 9 Mrd investis en 2002. Les diverses enquêtes menées auprès des investisseurs institutionnels confirment que le recours aux instruments collectifs s'est considérablement accru ces dernières années (Robeco 2002, Swissca 2002, Swissca 2003). Jusqu'à présent, nous n'avons présenté le circuit indirect ou financiarisé que de manière générale. Dans un premier temps, nous présentons et caractérisons les différents types de véhicules collectifs du marché suisse. Puis, dans un deuxième temps, nous décrivons les modalités de gestion du circuit financiarisé en nous appuyant sur les principaux investisseurs canaux d'investissements indirects du pays.

#### 3.2.1 Les caractéristiques des véhicules de placements collectifs

Il existe trois grandes possibilités d'investir de manière indirecte en Suisse :

- les fonds d'investissement immobiliers suisses cotés
- les fondations de placement LPP, non cotées, destinées uniquement aux investisseurs institutionnels.
- les sociétés anonymes immobilières (SAII) (sociétés d'investissement immobilières sous la forme de sociétés de participations)<sup>30</sup>.

Selon les deux dernières enquêtes réalisées auprès des caisses de pension, ces dernières ont en général recouru à toutes les possibilités d'investissements indirects, suivant la logique de diversification, mais ont davantage privilégié les fonds de placements et les fondations immobilières. Les prises de participations dans les sociétés immobilières cotées, dont le marché date de 2000, ont eu une plus faible préférence (Robeco, 2002 : 75 ; Lusenti, 2003 : 82). En 2002-2003, les préférences étaient les suivantes<sup>31</sup> :

Types de véhicule de placements collectifs	Nombre d'investisseurs en pour-cent (réponses multiples)
Fonds d'investissement immobiliers	52%
Fondations de placement LPP	43%
Sociétés d'investissement immobilières	20%

Source : Lusenti, 2003 : 82

<sup>30</sup> Le volume de transaction des actions de sociétés immobilières se situe nettement en-dessous des espérances (Swissca, 2004 : 40). Les cinq principales représentaient 2.9 Mrd en Suisse: PSP Swiss Property, Swiss Prime Site, Allreal, Züblin, Maag et Wardeck Invest – viennent ensuite: Intershop, Jelmoli, Unique Zurich Airport, Lausanne-Ouchy (Bender et al., 2000 : 7).

<sup>31</sup> Les caisses de pension interrogées ont pu donner des réponses multiples

## A Les fondations de placement LPP

Les fondations de placement servent aux placements collectifs d'institutions de prévoyance et constituent une catégorie particulière de placements collectifs<sup>32</sup>. Celles-ci proposent des produits analogues aux fonds, mais leur accès est uniquement réservé aux institutions du 2<sup>ème</sup> pilier et du 3<sup>ème</sup> pilier A. L'exemption fiscale des fondations de placement en fait toute leur particularité et leur intérêt. Ces dernières sont exonérées de tout impôt sur le revenu et le capital, aucun droit de timbre n'est prélevé sur l'émission et le rachat des parts et les distributions ne sont pas soumises à l'impôt anticipé (Crédit Suisse, 2003 : 40)<sup>33</sup>.

Tout investisseur devient automatiquement membre de la fondation à laquelle il confie un capital de gestion. A ce titre, il peut participer à l'assemblée générale de la fondation. Cette dernière a la compétence, entre autres, d'adopter les statuts et les directives de placement ainsi que d'élire le conseil de fondation dont la moitié au moins des membres devraient être des représentants des investisseurs. Tout souscripteur à une fondation de placement peut donc directement prendre part à ses orientations stratégiques. Les plus importantes fondations sont regroupées au sein d'une organisation faitière, la Conférence des Administrateurs de Fondations de Placement (CAFP-KGAST) qui a défini des standards de qualité, en particulier en matière de calcul de performance et de procédures de révision<sup>34</sup>. Cependant, concernant les modalités internes de politique de placement, il faut procéder à une distinction entre deux types de fondation de placement :

- Les fondations de placement « indépendantes » au sein desquelles il existe une équipe de gestion à l'interne pour s'occuper des investissements. Les membres du conseil de fondation sont uniquement des investisseurs ou cofondateurs (fondations AAA, Ethos et IST pour les valeurs mobilières ; fondations Pensimo, Turidomus, Imoka, IST ou HIG pour les valeurs immobilières).
- Les fondations de placement liées à des banques ou à des compagnies d'assurances. Dans ce cas, les caisses de pension affiliées participent à l'élection des membres du conseil de fondation dont au moins la moitié (voire un tiers) sont des personnes liées à la banque ou à l'assurance. C'est l'équipe interne de gestionnaires, de la banque ou de l'assurance, qui se charge des tâches liées à la mise en œuvre de la politique d'investissement pour tous les groupes de placement ou pour une partie seulement. En effet, lorsque l'institution ne dispose pas des compétences à l'interne, celle-ci recourt – sur le modèle de l'architecture ouverte - à des gestionnaires externes pour certains groupes de placement.

La présence des investisseurs/ cofondateurs au conseil de fondation n'est pas sans importance dans le cadre des décisions relatives à la répartition des bénéfices et des plus-values liées aux investissements. Outre les particularités liées aux décisions stratégiques, il faut également distinguer entre les spécialisations suivantes au sein des 19 principales fondations du pays appartenant à la CAFP (Annexe 5)

---

<sup>32</sup> Les fondations de placement ont été notamment créées pour que les plus petites caisses de pension aient accès à une gestion de fortune professionnelle. Les fondations de placement n'ayant fait l'objet d'aucune disposition légale particulière, l'OFAS, en qualité d'autorité de surveillance des fondations de placement, a rassemblé dans un document datant de 1999 les principales exigences qui se basent sur plusieurs documents légaux. En effet, par analogie des dispositions du droit de la prévoyance à la fondation de placement (LPP et OPP2), notamment les prescriptions en matière de placement, des prescriptions du droit des sociétés et de la loi sur les fonds de placement (en se fondant sur l'art. 84 CC) s'appliquent aux fondations de placement (OFAS, 1999).

<sup>33</sup> Les autorités fiscales n'octroient une exonération fiscale aux fondations de placement en vertu de l'article 56 (lettre e) de la LIFD, ainsi que de l'article 23 (alinéa 1, lettre d) de la LHID, que pour autant que celles-ci ne reçoivent que des fonds du deuxième pilier ou de fondations bancaires du pilier 3a. Il en résulte que le cercle des investisseurs d'une fondation de placement est limité aux institutions correspondantes des 2<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> pilier : caisses de pension, institutions de libre passage, institution supplétive, fonds de sécurité, fondations de placement, fonds de bienfaisance, fondations de financement et fondations bancaires dans le cadre du troisième pilier a (OFAS, 1999).

<sup>34</sup> Les fondations de placement ne sont autorisées à utiliser le label de qualité "Fondation CAFP" que si elles reconnaissent intégralement et sans réserve les principes suivants : satisfont sans restriction aux exigences qui y sont stipulées et sont légitimement représentées à la Conférence des administrateurs de fondations de placement (CAFP) par leur directeur. La subordination aux critères de qualité de la CAFP se fonde sur une décision formelle de l'organe suprême de la fondation de placement qui souhaite s'y soumettre; l'original de la décision doit être transmis au secrétariat de la CAFP. L'organe de révision (externe) est chargé de contrôler et de tester chaque année le respect des directives mentionnées ci-après. L'application des directives liées au respect des procédures «compliance» doit être confirmée chaque année par écrit par le directeur et par l'agent de conformité désigné ([www.kgast.ch](http://www.kgast.ch)).

- Dix fondations de placement sont spécialisées dans la gestion des titres (dont 5 fondations d'assurance, 4 indépendantes – Ethos, IST et AAA, 2 banques – LODH et Sarasin)<sup>35</sup>.
- Cinq fondations de placement sont spécialisées dans la gestion de l'immobilier (dont 3 sont gérées par la même société).
- Quatre fondations de placement qui effectuent des investissements aussi bien en valeurs mobilières qu'en valeurs immobilières.

Les fondations de placement sont donc des entités juridiques créées pour les caisses de pension qui ne sont pas cotées en bourse. Lorsque les caisses de pension prennent des parts dans les fondations de placement qui ont un portefeuille immobilier, il peut y avoir – fréquemment - des apports en nature. Dans ce cas, le prix des biens immobiliers est évalué par deux experts, indépendants de la fondation de placement et également non liés entre eux, selon la méthode existante et en tenant compte des dispositions réglementaire (sur la base de la valeur d'inventaire).

En matière de placements, les dispositions de la LPP s'appliquent par analogie aux fondations de placement. Par conséquent, toutes les possibilités de placements prévues dans le cadre de la LPP sont autorisées. En ce qui concerne plus spécifiquement les investissements immobiliers, le principe de la diversification fait foi et quelques points sont jugés essentiels (OFAS, 1999) :

- La fondation de placement doit répartir ses placements de telle manière que les objets, leur âge et leur situation soient diversifiés. Les fondations de placement doivent en conséquence répartir leurs investissements sur au moins dix biens immobiliers différents. De plus, la valeur vénale d'un bien immobilier ne doit pas dépasser le 25% de la fortune du groupe de placement.
- Les terrains à bâtir, les bâtiments en chantier et les terrains assortis de droits de construction ne doivent pas, pris ensemble, dépasser 10% de la fortune du fonds.

Parmi les dix-neuf fondations de placement principales du pays, membres de la CAFPP, neuf d'entre elles effectuent des investissements immobiliers et ont toutes leur siège dans la région MS de Zurich.

## B Les fonds d'investissement immobiliers (ou fonds immobiliers)

Les fonds de placement sont des instruments à disposition aussi bien des particuliers, domiciliés en Suisse ou à l'étranger, que des institutionnels<sup>36</sup>. Comme tous les autres types de fonds de placement, les fonds immobiliers sont soumis à la loi fédérale sur les fonds de placement (LFP)<sup>37</sup> et partant à la surveillance de la Commission fédérale des banques. Les fonds immobiliers en Suisse peuvent être cotés, ce qui en fait une caractéristique helvétique. Une particularité importante des fonds de placement est que le détenteur de parts d'un fonds cotés en bourse peut toujours choisir entre la vente de ses parts ou la demande de leur remboursement auprès de la direction du fonds<sup>38</sup>. Les placements autorisés ainsi que leurs limites sont

---

<sup>35</sup> La seule fondation de placement bancaire qui ne s'occupe pas d'investissements immobiliers, fonctionne sur le modèle de l'architecture ouverte. En l'occurrence, la fondation de placement LODH a délégué la gestion de son portefeuille immobilier à la fondation immobilière Pensimo. Pour les fondations collectives/ communes affiliées à des fondations de placement uniquement spécialisées dans la gestion des titres et ne procédant pas à l'architecture ouverte, cela signifie qu'elles n'ont pas d'immobilier dans leur portefeuille.

<sup>36</sup> Certains fonds peuvent toutefois réservé uniquement aux investisseurs institutionnels, par exemple le fonds Immo PK du CS (Annexe 6).

<sup>37</sup> Loi fédérale sur les fonds de placements (LFP) du 18 mars 1994. Cette loi est accompagnée de l'ordonnance du Conseil fédéral sur les fonds de placement (OFP) du 19 octobre 1994, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1995, et de l'ordonnance de la Commission fédérale des banques sur les fonds de placements (OFP-CFB) du 27 octobre 1994, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> mars 1996. Ces deux ordonnances ont été modifiées à plusieurs reprises.

<sup>38</sup> L'acquéreur d'une part de fonds immobilier bénéficie ainsi d'une limitation des pertes. S'il demande le remboursement, il doit toutefois le faire avec un préavis de 12 mois pour la fin d'un exercice annuel. Le remboursement s'effectuera à la valeur de rachat déterminée sur la base des évaluations par des experts, ce qui peut donner lieu à des contestations (Bender, A., Hoesli, M. and Gaud, P. (2001), "Fonds de placement immobiliers et sociétés anonymes d'investissement immobilier", *L'expert-comptable suisse*, pp. 239-246.

régis par l'art. 46 de l'Ordonnance sur les fonds de placement. Le principe de la diversification fait foi puisque les objets immobiliers doivent se répartir de manière vaste sur le territoire. Nous pouvons mettre en évidence les deux éléments suivants :

- Premièrement, la législation prescrit que la fortune d'un fonds immobilier doit être répartie sur au moins dix immeubles et que la valeur de chacun d'eux ne peut excéder 25% de la fortune totale du fonds. De plus, les fonds immobiliers sont autorisés à investir dans des terrains à bâtir (y compris les bâtiments à démolir) et les immeubles en construction jusqu'à concurrence de 20% de la fortune du fonds.
- Deuxièmement, les fonds immobiliers ne peuvent admettre des fonds de tiers qu'à concurrence de 50%.

Lorsque les caisses de pension prennent des parts à des fonds de placement, celles-ci ne jouissent pas des mêmes droits que dans les fondations de placement. Elles ne sont que détentrices de parts et n'interviennent pas sur les décisions afférentes à la politique d'investissement immobilière du fonds et dans la distribution des bénéfices. Celles-ci appartiennent à la direction du fonds. La grande majorité des fonds cotés en Suisse sont des fonds immobiliers. Ce sont principalement des fonds appartenant à des banques dont les sièges sont à Zurich.

### C Les sociétés de participation immobilières (sociétés d'investissement)

Les sociétés de participations sont des sociétés qui participent de façon déterminante au capital d'autres sociétés. Ce terme englobe les sociétés anonymes (SA), les sociétés en commandite par actions, les sociétés à responsabilité limitée (S.à.r.l) et les sociétés coopératives possédant une participation déterminante au capital d'autres sociétés<sup>39</sup> (Administration and contributions 2004). A l'instar des fonds de placement immobiliers, les sociétés immobilières peuvent être cotées en bourse, mais à la différence des fonds immobiliers, elles ne sont soumises qu'au règlement de la Bourse suisse. En 2005, dix sociétés étaient cotées à la bourse suisse<sup>40</sup>. Le marché des actions des sociétés immobilières est récent et n'a démarré dans la deuxième partie des années nonante. Les sociétés immobilières cotées sont moins réglementées que les fonds immobiliers ou encore les fondations de placement. Elles ont notamment plus de marge dans l'utilisation de l'effet de levier lié à l'endettement. Ces sociétés sont essentiellement situées à Zurich. Leur localisation peut s'expliquer pour deux raisons. Premièrement, l'origine de la plupart des sociétés immobilières remonte à la décennie nonante lorsque la ville de Zurich a connu d'importantes transformations et revitalisations d'anciens quartiers industriels. Deuxièmement, elles résultent de processus d'externalisation d'entreprise industrielle et/ ou commerciale, de banques ou d'assurances, avec l'idée de les coter en bourse<sup>41</sup>. Il y a, dans ce cas, reprise des bâtiments de sociétés-mères. Les caisses de pension prennent également des parts/ actions dans les sociétés immobilières, mais dans une moindre mesure puisque, nous l'avons vu, ce sont les fonds et les fondations immobiliers qui sont favorisés.

### D Les véhicules de placements collectifs : distinctions

Parmi les trois types de véhicules de placements collectifs immobiliers présentés, nous devons faire la distinction entre les véhicules cotés (ouverts) et les véhicules non cotés (fermés).

---

<sup>39</sup> Tant sur le plan fédéral que dans tous les cantons, ces sociétés dites «de participation» jouissent d'allègements fiscaux, du moins en ce qui concerne l'impôt sur le bénéfice, lesquels sont parfois liés à certaines conditions (Conférence suisse des impôts, 2004 : 23-25). Cela signifie que ces sociétés bénéficient d'une réduction de l'impôt sur le bénéfice net, en fonction de la proportion existant entre le bénéfice acquis sur les participations et le bénéfice total. Cela afin d'éviter une double imposition économique, voire plusieurs impositions successives, qui ne manquerait pas de se produire si la société participant à une autre société devait acquitter elle aussi l'impôt sur le bénéfice distribué par cette dernière (et qui a déjà été imposé).

<sup>40</sup> Il s'agit de Allreal, Eastern Property, Intershop, Lausanne-Ouchy, Mobimo, Pax-Anlage, PSP Swiss Property, Swiss Prime Site, Warteck Invest et Züblin. Les trois poids lourds - respectivement PSP Swiss Property, Swiss Prime Site (qui a racheté Maag en 2004) et Allreal - représentent le 77% du marché des sociétés immobilières en Suisse (Crédit Suisse, 2005 : 53)

<sup>41</sup> Allreal est une spin-off d'Oerlikon Bühler, PSP Swiss property de la Zurich Assurance, Swiss Prime Site du Crédit Suisse.

- Véhicules cotés : dans ce cas, les parts prises dans les sociétés et fonds immobiliers réagissent au marché. Les valeurs réelles des portefeuilles immobiliers ne sont donc pas déterminantes. Seules comptent les valeurs de marché des fonds immobiliers ou des sociétés immobilières. Si les valeurs boursières des parts/ actions des sociétés immobilières ont été longtemps sous-évaluée (décote ou disagio), elles tendent à converger vers celles des fonds immobiliers, dont la demande s'est accentué ces dernières années. Le Tableau 14 résume les principales différences entre les deux possibilités d'investir dans l'immobilier via les marchés financiers.
- Véhicules non cotés : les parts prises dans les fondations de placement, souvent sous la forme d'apports en nature, ne réagissent pas au marché. Les valeurs réelles des portefeuilles immobiliers, bien que déterminées en fonction du marché par la méthode de DCF (voir chapitre 5.3), ne subissent pas parfois l'irrationalité du marché.

Nous avons également vu que les fondations de placement et les fonds immobiliers doivent immobiliser une partie de leur fortune sous forme de liquidité étant donné que les investisseurs peuvent à tout demander le rachat de leurs parts. De plus, il s'avère que ces deux véhicules sont soumis à des législations plus strictes que les sociétés d'investissement immobilières.

TABLEAU 14: L'IMMOBILIER TITRISÉ

	Fonds de placement	Société immobilière
Endettement	Max. 50% de la valeur d'inventaire (LFP)	Théoriquement illimité, le plus souvent entre 50% et 70%
Activités tierces	Pas autorisées (LFP)	Autorisées
Stratégie	Généralement achat - conservation	Achat – gestion active, achat - vente
Placements à l'étranger	autorisés	Une société active (Züblin)
Evaluation des immeubles	Méthode de la valeur de rendement (statique), DCF dès 2005	Méthode d'actualisation des flux financiers (dynamique), DCF
Surveillance	Commission fédérale des banques et loi fédérale sur les fonds de placement (LFP)	Les actionnaires et le règlement de la cotation de la Bourse suisse (SWX)
Politique de distribution	Distributions régulières, en général 100% du bénéfice d'exploitation ; rendement moyen de distribution entre 3.5% et 4%	Distributions pouvant atteindre 80% du bénéfice d'exploitation, moins régulières que dans le cas des fonds ; rendement de distribution entre 3% et 5%
Risque	Généralement faible ; taux de corrélation avec les actions de 0.3	Supérieur à celui des fonds immobiliers
Cours en bourse/ prime (écart)	Le cours des parts est généralement assorti d'une prime par rapport à la valeur d'inventaire nette	Les actions se négocient généralement avec une décote par rapport à la valeur d'inventaire nette.

Source : Banque cantonale de Zurich

### 3.2.2 La détermination et les modalités de la politique immobilière

Lorsque les caisses de pension prennent des parts dans les véhicules de placement collectifs existants en Suisse, la détermination de la stratégie immobilière est de la compétence des instances dirigeantes propres à chaque véhicule de placement. L'accès aux organes de direction peut plus ou moins être ouvert aux caisses de pension. Dès lors, dans le degré d'intervention et l'implication des caisses de pension dans la

politique immobilière des véhicules de placement, on peut distinguer entre les véhicules cotés en bourse et les véhicules non cotés.

- Les véhicules non cotés (ou fermés) : ce sont les fondations de placement uniquement spécialisées dans la gestion immobilière ou s'occupant de la gestion d'un portefeuille mixte (immobilier et titres). Les caisses de pension, en tant que cofondateurs ou membres, participent à l'élection du conseil de fondation dont le nombre de représentants est variable. La composition du conseil de fondation varie également entre les fondations indépendantes (et spécialisées) et les fondations de banques ou d'assurances. Dans les premières, le conseil de fondation est uniquement composé de caisses de pension tandis que dans les secondes, les membres du conseil de fondation sont également, à raison d'un tiers ou de la moitié, des personnes provenant des instances administratives de la fondation (directeurs de la gestion de fortune).
- Les véhicules cotés (ou ouverts) : ce groupe comprend les fonds d'investissement immobiliers et les sociétés d'investissement immobilières qui sont ouverts aussi bien aux investisseurs institutionnels que privés. Les caisses de pension, en tant que preneurs de parts/ actions, détiennent des droits sociaux qui leur permettent d'être présentes aux assemblées générales et de voter. Elles peuvent également être présentes au niveau de la direction du fonds ou du conseil d'administration de la société en tant qu'investisseurs importants.

Les modalités d'investissement en Suisse des véhicules de placement collectifs sont au nombre de deux. En effet, la politique immobilière peut se faire à l'interne et sous formes d'investissements directs ou à l'externe et sous formes d'investissements indirects.

- Gestion interne et investissements directs : dans ce cas, les immeubles sont possédés par le véhicule de placement. Cela signifie que la politique d'achat/ vente/ construction des immeubles est effectuée par l'équipe interne du véhicule de placement. L'équipe interne dispose des diverses compétences, techniques et financières, nécessaires à la politique immobilière : juristes, experts immobiliers (évaluation des bâtiments), courtiers, ingénieurs/ architectes, etc.
- Gestion externe et investissements indirects : dans ce cas, les immeubles n'appartiennent pas au véhicule de placement. Ce dernier prend des parts/ actions dans des fonds immobiliers ou sociétés immobilières, cotés ou non. Il en résulte que la politique d'achat/ vente/ construction est effectuée à l'externe. La mise en application de la politique immobilière aboutit à l'équipe interne du fonds ou de la société dans lesquels le véhicule de placement détient des parts/ actions.

La plupart des véhicules de placement collectifs, lors de leurs investissements en Suisse, ont une politique de gestion interne et d'investissements directs. Toutefois, il faut également distinguer entre les véhicules cotés et les véhicules non cotés.

Véhicules non cotés : pour les neuf fondations de placement qui ont une politique immobilière, spécialisée ou mixte, la gestion est interne et par conséquent les investissements sont directs (Annexe 6) :

- Cinq fondations de placement sont spécialisées dans la gestion de l'immobilier (dont trois sont gérées par la même société, Pensimo AG<sup>42</sup>).
- Quatre fondations de placement effectuent des investissements aussi bien en valeurs mobilières qu'en valeurs immobilières<sup>43</sup>. Parmi elles, il faut distinguer entre :
  - Celles qui ont une politique immobilière à l'interne : fondation de placement du CS<sup>44</sup>, fondation de placement Swisscanto et fondation de placement de la Zurich Assurance.

---

<sup>42</sup> Outre les différents fonds des fondations immobilières Turidomus, Pensimo et Imoka, la société Pensimo AG propose également deux fonds immobiliers aux caisses de pension, les fonds Swissinvest et Immovit.

<sup>43</sup> La seule fondation de placement bancaire qui ne gère pas les investissements immobiliers, fonctionne sur le modèle de l'architecture ouverte. En l'occurrence, la fondation de placement LODH a délégué la gestion de son portefeuille immobilier à la fondation immobilière Pensimo. Pour les fondations collectives/ communes affiliées à des fondations de placement uniquement spécialisées dans la gestion des titres et ne procédant pas à l'architecture ouverte, cela signifie qu'elles n'ont pas d'immobilier dans leur portefeuille.

- Celle qui a une politique d'investissement à l'externe : il s'agit de la fondation de placement de l'UBS. Avec son groupe de placement Immoparts, la fondation de l'UBS investit, grâce à une structure de fonds de fonds, dans des fonds immobiliers suisses cotés en bourse, internes ou externes, qui investissent exclusivement en biens immobiliers suisses<sup>45</sup>.

Véhicules cotés : ces derniers ont généralement une politique de gestion interne et d'investissements directs en Suisse.

- La plupart des fonds immobiliers suisses cotés ont une politique de gestion interne et d'investissements directs. Toutefois, certains peuvent investir dans d'autres fonds immobiliers ou sociétés immobilières. Cette manière de faire est surtout valable pour les investissements à l'étranger (chapitre 4.3).
- Les sociétés immobilières suisses disposent d'une équipe interne qui intervient directement sur les niches de marché dans lesquelles elles sont spécialisées. Une seule société immobilière, en l'occurrence Züblin Immobilien Holding, dont le siège est à Zürich, intervient également de manière directe à l'étranger, dans les métropoles européennes.

La gestion proprement dite des immeubles, à savoir les tâches de gestion et d'administration liées à la location/ rénovation/ contacts avec les locataires des immeubles, peut s'effectuer de deux manières. Les véhicules de placement peuvent opter pour une gestion interne ou une gestion externe.

Gérances immobilières internes : le véhicule de placement peut disposer de ses propres bureaux de gérances qui sont situées dans les différentes régions où le fonds possède des bâtiments. En termes de contrôle, cela signifie que les sociétés de gérance peuvent appartenir, entièrement ou partiellement – par la prise de participations dans les sociétés- au véhicule de placement.

Gérances immobilières externes : le véhicule de placement peut déléguer la gestion de tout ou d'une partie de son parc immobilier à des sociétés de gérance immobilière. Cette délégation se fait sous la forme d'un contrat entre le véhicule de placement et la gérance immobilière.

### **3.2.3 Les caractéristiques des portefeuilles immobiliers des principaux véhicules de placements immobiliers collectifs du pays**

Afin d'illustrer les caractéristiques et la construction des portefeuilles des véhicules de placements indirects, nous avons pris en considération quinze institutions des deux principaux canaux de placement qui sont proposés aux caisses pour lesquels nous avons pu avoir des données très précises sur les caractéristiques des objets. Nous avons écarté les sociétés d'investissements immobilières cotées étant donné que les caisses n'y investissent que de manière modeste, même si, pour ces sociétés, les caisses sont souvent d'importants actionnaires. Néanmoins, dans nos développements, nous revenons abondamment sur les caractéristiques des portefeuilles immobiliers de ces sociétés. Par conséquent le circuit analysé comprend (Annexe 6 et Annexe 7):

- Les quatre plus grandes fondations immobilières (3 Pensimo AG et IST)
- Les trois fondations de placement qui ont une politique immobilière directe à l'interne (Zurich Assurance, Swisssanto, Crédit Suisse)
- Les huit plus grands fonds immobiliers de Suisse (4 UBS, 3 Crédit Suisse et La foncière)

---

<sup>44</sup> La fondation de placement du Crédit Suisse, outre le fonds Real Estate Switzerland de la fondation, propose également un fonds immobiliers destinés uniquement aux caisses de pension, le fonds Immo PK.

<sup>45</sup> Cela signifie concrètement que l'équipe de gestionnaires interne du fonds Immoparts, lié à la fondation de placement, procèdent à l'achat de parts de différents fonds immobiliers suisses, internes (UBS Sima, UBS Anfos, UBS Foncipars et UBS Swissreal) ou externes (CS Siat, CS Interswiss, Swiss Re Immo plus, La Foncière, Immo fonds, Swissca et autres). L'UBS procède donc à une diversification par les fonds.

Il est à rappeler les fondations de placement sont uniquement réservés aux caisses du 2<sup>ème</sup> pilier alors que les fonds de placement sont aussi bien destinés aux institutionnels qu'aux privés. Les sept fondations pour lesquelles nous avons pu avoir des données précises concernant les valeurs marchandes des immeubles détenaient un portefeuille de 7.66 Mrd de francs suisses pour un total de 754 immeubles. Pour la fondation de placement de l'UBS qui, pour son groupe de placement immobilier, a une structure de fonds de fonds qui peut être estimé à 440 Mrd (mai 2005), nous l'incluons de ce fait dans le groupe des fonds immobiliers. En 2003, les huit plus importants fonds du pays possédaient une fortune de 12.5 Mrd, qui représentait 1250 immeubles. En définitive, le circuit analysé porte sur une somme de plus de 20.1 Mrd de CHF et sur 2004 immeubles en Suisse. A l'exception du fonds immobilier « La foncière », dont le siège est à Lausanne, les principaux fonds de placement immobiliers sont détenus par les deux grandes banques que sont le Crédit Suisse et l'UBS, dont les sièges sont à Zurich et les principales fondations de placement, spécialisées et mixtes, sont toutes situées à Zurich également.

La structuration des portefeuilles immobiliers des véhicules de placement collectifs repose sur le principe phare de la théorie moderne de la gestion de portefeuille, à savoir la logique de diversification. Les marchés immobiliers peuvent être segmentés de manière sectorielle et géographique, chaque segment présentant des cycles de marché différenciés. Dès lors, la composition du portefeuille immobilier est généralement observée sous deux angles, le type d'affectation et la répartition géographique des objets immobiliers.

#### **A Le type d'affectation des objets immobiliers**

Les objets immobiliers concernés par les investissements des véhicules de placement sont doivent être d'une certaine taille. Les investissements ne portent, pour des raisons d'économies d'échelle et de standardisation, que sur des bâtiments collectifs. L'immobilier collectif peut concerner les immeubles résidentiels et les immeubles commerciaux, ou les immeubles mixtes. Le segment résidentiel se référant ici aux logements locatifs et le segment commercial comprenant ici avant tout des immeubles de bureaux. De manière générale, les véhicules de placement collectifs investissent principalement dans l'immobilier résidentiel ou mixte pour lequel les risques sont moins élevés que pour le commercial. Toutefois, le type d'affectation peut dépendre de la spécificité du fonds. En effet, si l'on prend les véhicules de placement analysés, on peut discerner entre les fonds spécialisés et les fonds mixtes.

- Les fonds spécialisés des fondations de placement immobilières : les quatre fondations de placement proposent des fonds totalement composés d'immeubles résidentiels ou d'immeubles commerciaux (à l'exception du fonds mixte Imoka qui est destiné aux caisses de pension qui ont pris des petites parts)
- Les fonds mixtes des fondations de placement et des fonds immobiliers : les onze autres véhicules collectifs proposent des portefeuilles immobiliers mixtes dont les proportions résidentiel/ commercial sont variables (jusqu'à 95% de résidentiel pour le Foncipars de l'UBS).

Quant aux sociétés immobilières cotées, elles investissent quasi exclusivement dans le commercial, ce qui comprend essentiellement les immeubles de bureaux. Leurs portefeuilles immobiliers sont donc extrêmement spécialisés et sont encore proches de ceux constitués à l'origine par l'apport des fondateurs<sup>46</sup>. Il est donc fortement composé de bureaux et de friches industrielles qui ont été transformées en bureaux/ commerces. Il est à relever que seuls les fonds de l'UBS investissent dans des bâtiments industriels. De plus, aucun instrument de placement collectif ne propose d'investissement dans le segment touristique, ce marché étant jugé trop risqué.

#### **B La répartition géographique des objets immobiliers :**

La répartition géographique à l'intérieur du pays diffère sensiblement au sein des différents instruments de placements collectifs. Des différences existent d'un fonds à l'autre – puisque certains fonds peuvent être concentrés régionalement - ou d'une société immobilière à l'autre. Pour notre analyse spatiale, nous nous

---

<sup>46</sup> Nous avons vu qu'il s'agissait de banques, de sociétés d'assurance ainsi que d'entreprises industrielles et commerciales.

sommes uniquement basés sur les données afférentes aux nombres, aux valeurs vénale et aux régions de localisation des immeubles. Le but étant d'avoir une approche globale des investissements en fonction des régions MS, nous n'avons pas tenu compte des données sur les différentes affectations des immeubles. Par conséquent, nous avons pu pondérer les investissements des caisses par la population des régions MS. Notre analyse des spatialités des investissements du circuit indirect répond à un double objectif :

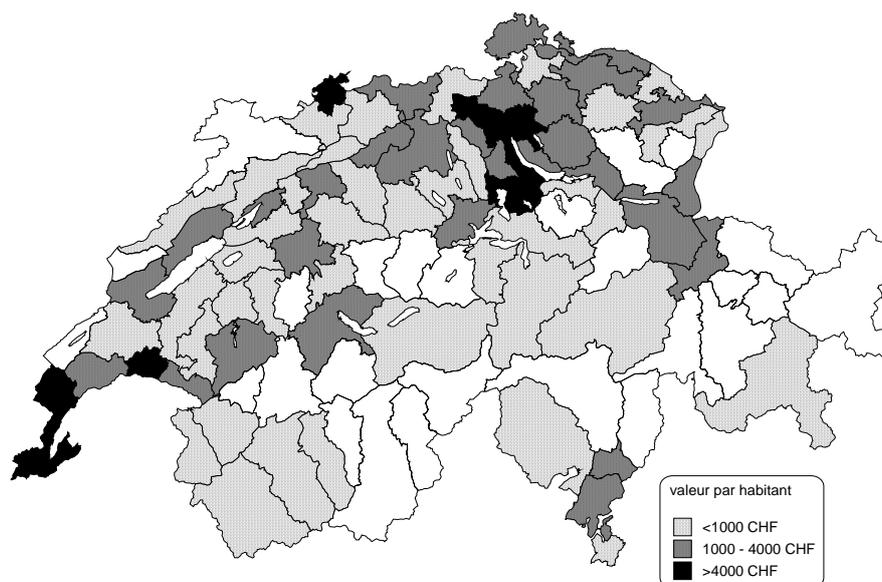
- il s'agit de montrer les régions MS où sont concentrés les investissements des différents circuits indirects
- il s'agit de voir s'il existe des différences spatiales entre les trois canaux d'investissements

Si nous prenons la carte de tous les immeubles possédés par les trois grands canaux d'investissement indirect dans lesquels les caisses peuvent prendre des parts, il s'avère que la diversification spatiale se limite à certaines régions uniquement (carte 6).

Les investissements ont concerné un grand nombre de régions MS, mais ceux-ci se sont orientés en priorité sur les régions urbaines de Suisse. Toutes les régions urbaines de taille importantes et situées sur le plateau suisse et le Tessin ont des valeurs vénale par tête comprises entre 1000 et 4000 CHF. Cette orientation est encore plus marquée si l'on considère les principales agglomérations du pays, à savoir celles de Bâle, Genève, Lausanne et Zurich (Berne étant dans le groupe d'investissement intermédiaire). Ces dernières ont toutes des valeurs supérieures à 4000 CHF par habitant. Les régions situées autour de Zurich sont celles qui ont le plus capté les investissements. Les régions MS de l'arc lémanique ressortent également puisque l'on peut observer un axe allant de Genève à Vevey/Montreux. Les investissements immobiliers ont peu profité aux régions qui ne sont pas urbaines et encore moins à celles qui sont périphériques. En définitive, nous pouvons observer les structurations territoriales suivantes :

- L'axe de la métropole lémanique
- L'axe du plateau suisse, allant d'Yverdon à St-Gall en passant par les villes de Berne, Bâle et Zurich, et se prolongeant jusqu'à Coire.
- L'axe de la métropole tessinoise, de Bellinzone à Lugano

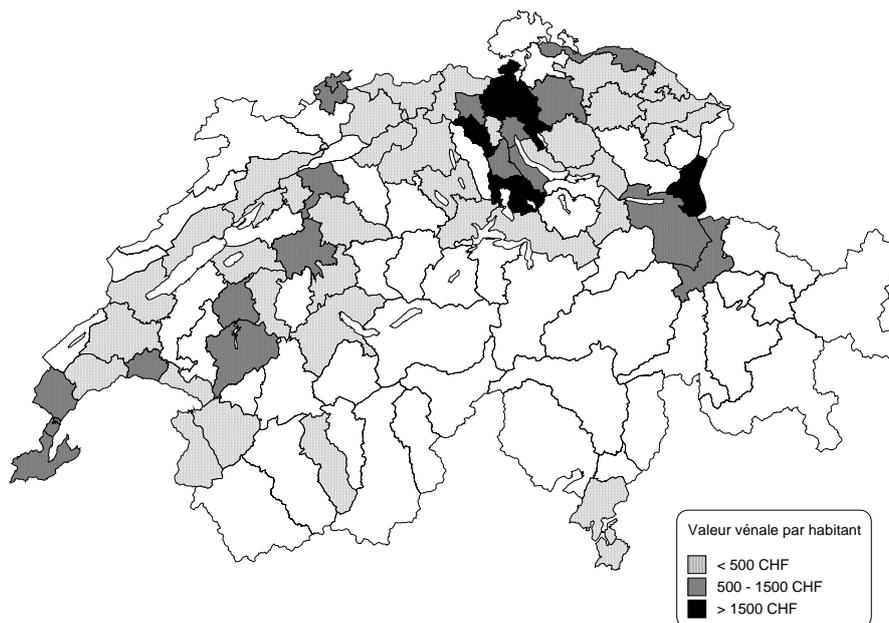
CARTE 6: LES LOCALISATION DES 2004 OBJETS IMMOBILIERS DU CIRCUITS ANALYSÉS



Source : rapports annuels

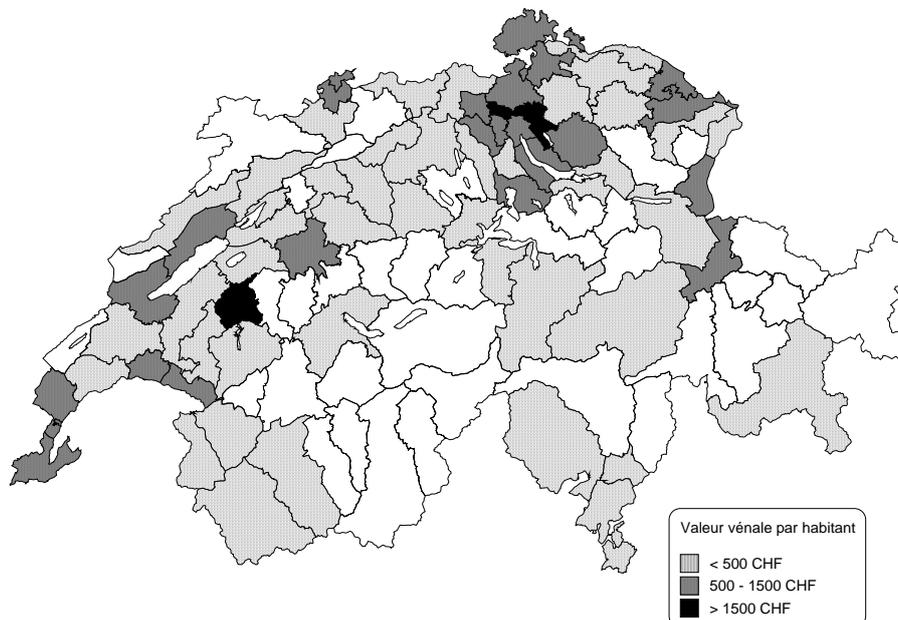


CARTE 8: LES LOCALISATIONS DES OBJETS IMMOBILIERS DES FONDATIONS IMMOBILIÈRES



Source : rapports annuels

CARTE 9: LES OBJETS IMMOBILIERS DES FONDATIONS DE PLACEMENT



Source : rapports annuels

Les concentrations seraient quelque peu différentes si nous différencions entre les types d'affectation. Pour le commercial, le captage des régions urbaines et notamment des centres économiques du pays, serait plus marqué puisque le segment commercial dépend plus étroitement de la conjoncture économique. Pour les immeubles locatifs et mixtes, la répartition serait plus homogène sur le territoire.

## C Les compétences nécessaires à la politique immobilière : sélection et rendement des investissements

Chaque véhicule de placement collectif définit une stratégie et un processus de sélection spécifique. L'approche pourra différer selon le type de véhicule - fonds immobiliers ou fondations de placement (immobilières et mixtes) et sociétés immobilières - et en fonction des spécificités du portefeuille à constituer – en fonction des segments résidentiel ou commercial ou des régions cibles. Toutefois, on peut distinguer entre trois grandes catégories d'objets immobiliers correspondant également à des effets de levier (crédit hypothécaire) différents :

Les objets appartenant à l'approche « core » : les objets de ces marchés sont idéaux, ils ne sont pas trop risqués et assez rentables. Ce sont des objets qui sont conservés à long terme, soit pendant 30 à 40 ans. Il s'agit principalement d'immeubles résidentiels ou mixtes. Les investisseurs misent sur des rendements stables à travers les loyers. Le gros problème actuel est la diminution de l'offre de tels objets en Suisse. Cette diminution accentue d'autant plus la concurrence entre les divers investisseurs de ce marché que sont les particuliers, les caisses de pension, les fonds immobiliers, les fondations de placement ou encore les sociétés immobilières non cotées.

Les objets appartenant à l'approche « value added » : les objets de ces marchés sont essentiellement achetés dans le but de les faire augmenter de valeur. Ce sont essentiellement les sociétés immobilières, cotées ou non, qui interviennent sur ces marchés portant essentiellement sur les bureaux et les commerces. Dans ce cas, le principe est le suivant. Il y a achat de bâtiments – une seule société cotée construit également en Suisse, Allreal - pour réaliser des travaux de rénovation et pour ensuite les vendre lorsque le moment est jugé opportun.

Les objets appartenant à l'approche « opportunistic » : les objets de ces marchés sont considérés comme « exotiques ». Ce sont des objets immobiliers situés dans des niches de marché ou de segments de marché (types spécifiques d'immeubles locatifs – de haut standing par exemple – ou d'immeubles de bureaux/commerciaux). Ce sont principalement les sociétés immobilières, suisses ou étrangères (les Real Estate Investment Trust, REIT), qui anticipent sur la demande et interviennent sur ces marchés émergents.

Les véhicules de placement collectifs peuvent intervenir comme maîtres d'ouvrage, mais ils acquièrent principalement des bâtiments qui sont déjà construits. Dès lors, la phase de sélection de l'immeuble est essentielle. Durant cette phase, les contacts et la collaboration entre les équipes du secteur investissement et les différents relais régionaux du secteur administratif sont des éléments cruciaux. Les différents relais régionaux que sont les responsables des gérances immobilières, affiliées ou partenaires, disposent des connaissances du contexte local afin d'identifier les bonnes opportunités d'achat ou de vente d'immeubles. Les experts immobiliers, techniques (architectes/ ingénieurs civils ; juristes) et financiers (experts comptables, courtiers) des véhicules de placement collectifs sont situés au siège central, en l'occurrence Zurich. Bien entendu, si les différents acteurs du circuit financiarisé disposent des compétences à l'interne, ils recourent également fréquemment aux diverses institutions d'expertise externes. Lors du processus d'analyse et d'évaluation de la valeur des bâtiments, les différents spécialistes misent sur les fondamentaux de l'immeuble qui sont les mêmes que ceux décrits pour le circuit traditionnel, soit ceux inhérents aux spécificités et à la localisation de l'immeuble.

De manière plus abrupte, nous pouvons dire qu'il s'agit d'identifier le bon immeuble, dans le bon environnement afin d'être certain de le remplir. Les experts misent en conséquence sur les potentiels de développement des quartiers ou des villes, tant sur les plans économique que démographique. Des paris sur l'avenir peuvent être pris en fonction des changements fondamentaux escomptés qui vont influencer les valeurs des immeubles. Ces dernières peuvent très vite changer avec leur environnement plus ou moins immédiat (proximité d'un aéroport, construction d'un centre commercial, amélioration de l'accessibilité, etc.). Les valeurs des immeubles obéissant à des fondamentaux différents selon les segments de marchés, les critères de sélection sont, en conséquence, différenciés. Pour les deux grands segments – commercial et résidentiel – les approches peuvent se résumer de la manière suivante :

Segment commercial : ce marché étant plus risqué que celui du résidentiel, la priorité va aux immeubles de bureau de 1<sup>ère</sup> classe ayant une qualité de haut niveau, dans les régions/ villes économiques centrales de la Suisse telles que Bâle, Berne, Genève, Lausanne, Zoug et Zurich. Les experts des différents fonds, mixtes

ou spécialisés, et des sociétés immobilières qui sont chargés de sélectionner et d'évaluer les immeubles, peuvent avoir une approche « core » et se focaliser sur les objets commerciaux moins risqués dont les situations peuvent être stables. Les immeubles de cette catégorie sont situés dans les espaces et quartiers centraux des villes. Les mêmes experts, notamment des sociétés immobilières cotées peuvent également adopter une approche « value added », voire « opportunistique ». Une plus grande part de risque subsiste dans la sélection des objets de ce segment puisque, les différents intervenants, misent sur leurs potentiels de développement de certains quartiers et anticipent ainsi sur la demande. Les immeubles de cette catégorie sont donc situés dans les espaces urbains qui sont appelés à devenir de futurs espaces de centralité fonctionnelle à l'intérieur des agglomérations urbaines.

Segment résidentiel : le marché résidentiel étant moins risqué que le marché commercial, la détermination des régions/ villes concernées par les investissements peut être plus large. Certains fonds peuvent être plus ou moins régionaux. Certains véhicules proposent ainsi des fonds composés d'immeubles résidentiels situés sur certaines régions (Foncipars de l'UBS, La Foncière sur la Romandie). Cependant, malgré une plus large décentralisation des investissements, le choix du collectif impose des critères qui répondent à des logiques d'efficacité économique et de grandeur de marché. Par conséquent, les portefeuilles des différents fonds sont composés d'immeubles résidentiels dont les localisations répondent à une logique de centralité. Ce sont les régions urbaines du pays qui captent les fonds institutionnels indirects. Mais à l'intérieur du groupe des villes, toutes les villes ne se trouvent pas sur le même pied d'égalité. Ce sont les principales régions métropolitaines du pays qui drainent en priorité les investissements immobiliers des différents véhicules de placement collectifs si l'on considère les valeurs des objets immobiliers par tête.

Nous avons pu constater que les investissements s'orientaient en fonction de la hiérarchie urbaine du pays. Même si notre analyse ne va pas à une échelle plus fine, au niveau de l'agglomération et des différents communes et quartiers, nous pouvons supposer, qu'à l'intérieur de ces espaces, ce sont les quartiers/ communes à fort potentiels de développement – économique et sociodémographique – qui sont en priorité concernés. En définitive, en ce qui concerne les critères de rendements attendus lors des opérations immobilières de la part des trois grandes institutions immobilières indirectes, nous pouvons faire les distinctions suivantes :

Les rendements liés principalement aux loyers : Ce sont les fondations de placement, spécialisées ou mixtes, et les fonds de placement qui sont prioritairement concernés. Ces institutions misent avant tout sur les loyers et les rendements à long terme pour les investissements qui concernent l'immobilier résidentiel ainsi que pour l'immobilier commercial. Toutefois, certains fonds spécialisés dans le segment commercial – des fonds immobiliers ou des fondations de placement (spécialisées ou mixtes) – peuvent être motivés par des opérations dont le but est de réaliser des plus-values, même si les loyers demeurent un critère important.

Les rendements liés principalement aux plus-values : les sociétés immobilières, de part leur structure de marché, sont les premières concernées par ce type de rendements. Le but premier des opérations immobilières de ces sociétés est l'augmentation de la valeur des objets immobiliers. Il s'agit de dégager de la valeur pour les immeubles possédés, en réalisant des travaux de réhabilitation et en les gardant un certain temps, cinq ans en moyenne, afin de les revendre et de réaliser des plus-values.

### **3.3 LE RECOURS À L'EXPERTISE EXTERNE**

Lors de leurs opérations immobilières, les caisses de pension et les institutions collectives, recourent à des services externes. Ceux-ci peuvent être plus ou moins spécifiques et concerner des opérations stratégiques telles que les achats/ ventes/ constructions ou simplement des opérations administratives telles que la location/ entretien et rénovation des bâtiments. Si ces dernières doivent être décentralisées et se situer là où se trouvent les immeubles, les premières sont centralisées et se localisent dans les villes, notamment dans les principaux centres du pays.

Par exemple, lors d'un projet de construction, une fois les permis de bâtir délivrés, les investisseurs/ entrepreneurs peuvent passer par les différentes étapes suivantes : l'analyse de marché et de la localisation,

L'examen des dispositions juridiques, l'étude de design, l'analyse des coûts/ risques, l'analyse de la concurrence et des rendements espérés, qui aboutissent à l'étude de la faisabilité du projet. Selon l'enquête Immosurvey de 2004, les trois quarts des institutionnels recourent à des experts externes dans le cadre de leur politique de placement immobilier. Or, ce sont en majorité les « grands » institutionnels qui le font, tandis que les « moyens » et les « petits » y renoncent (Altaprima et Ernst&Young, 2004 : 44). Les évaluations conduites en externe s'appuient avant tout sur les compétences techniques d'architectes ou d'ingénieurs civils. L'appel aux compétences juridiques et économiques intervient en second lieu. En dehors des critères professionnels et d'absence de conflits d'intérêt lors de mandats, les experts externes doivent disposer de connaissances locales adéquates lors de l'estimation des marchés immobiliers. De plus, les institutionnels accordent de l'importance à l'appartenance des experts à des associations professionnelles reconnues et à leur éthique professionnelle (Altaprima et Ernst&Young, 2004 : 45-46). Nous pouvons également souligner le fait que le facteur taille s'avère important. En effet, les grandes caisses et les institutions immobilières collectives, étant donné qu'elles disposent du personnel et des connaissances afférentes aux marchés immobiliers, ont plus facilement les moyens d'imposer leurs vues et de précisément déterminer ce qui est attendu des experts externes ainsi que de procéder à une évaluation ex post. Quant aux plus petites caisses, il s'avère qu'il leur est plus difficile de déterminer les « profils » du produit demandé en raison d'un manque de connaissances adéquates. Dans le cadre des entretiens, il est apparu que, dans ce cas, le facteur confiance joue amplement.

### **3.4 LES INVESTISSEMENTS À L'ÉTRANGER DES VÉHICULES DE PLACEMENT COLLECTIFS**

Les investissements immobiliers à l'étranger reposent également sur la logique de diversification. Etant donné qu'il est difficile d'investir directement à l'étranger – en raison de l'importance des sommes à placer, des connaissances spécifiques de marché (législation, fonctionnement des marchés, etc.) – les caisses de pension utilisent les instruments de placement collectifs. Selon l'enquête Immosurvey de 2004, même si les sommes sont encore restreintes, une caisse de pension sur quatre investit déjà indirectement dans des biens immobiliers<sup>47</sup>. Lorsqu'elles le font, elles ont le choix entre deux grandes possibilités. Elles peuvent investir dans les véhicules de placement collectifs nationaux ou étrangers (Altaprima et Ernst&Young, 2004 : 35-36) :

Les véhicules de placement collectifs nationaux : certains véhicules de placement collectifs nationaux ont récemment développés des produits pour les investisseurs institutionnels ou privés. Les fondations affiliées aux deux grandes banques du pays, le CS et l'UBS, proposent chacune des placements à l'étranger avec des structures de fonds de fonds. La fondation de l'UBS avec son fonds Immoparts propose des placements à l'étranger sous la forme de prises de participations dans des sociétés immobilières ou des REIT cotés en bourse (UBS, 2005). La fondation du Crédit Suisse a ouvert, en 2004, le premier fonds immobiliers suisses détenant directement des immeubles à l'étranger, le Real Estate Fund International, et destiné aussi bien aux institutionnels qu'aux privés (Crédit Suisse, 2004). La fondation de placement des banques cantonales, Swisssanto, n'est pas en reste puisqu'elle propose également une structure de fonds de fonds, identique à celle de l'UBS. La société Pensimo AG<sup>48</sup> a créé, pour ses caisses de pension membres, une fondation, Testina, anciennement Pensimo International. Les investissements de cette dernière s'effectuent de manière indirecte puisqu'il y a prise de parts dans des fonds immobiliers étrangers (européens).

---

<sup>47</sup> Ces investissements sont réalisés respectivement dans des sociétés anonymes immobilières européennes cotées ; des sociétés d'investissement immobilier américaines (REIT - Real Estate Investment Trusts); des sociétés immobilières ou fondations de placement immobilier LPP suisses possédant des portefeuilles à l'étranger (Immosurvey, 2004, p. 36).

<sup>48</sup> La société Pensimo AG s'occupe de la gestion de trois fondations de placement, la fondation Turidomus, la fondation Pensimo et la fondation Imoka.

Les véhicules de placements collectifs étrangers, cotés et non cotés : Les instruments cotés sont principalement des sociétés anonymes immobilières – européennes pour la plupart - et des Real Estate Investment Trust (REIT). Ces institutions sont principalement positionnées sur les objets immobiliers du segment commercial (bureaux et commerces). Contrairement aux SA immobilières, les REIT jouissent d'une exonération d'impôts sur leurs rendements et distribuent des dividendes proportionnellement plus élevés que les sociétés immobilières cotées<sup>49</sup>. Parmi les instruments non cotés, on trouve des fonds d'investissement immobiliers (ouverts), notamment en Allemagne, les Private Real Estate Investment Trust américains (dotés des mêmes normes légale que les REIT cotés en bourse) ou encore les Limited Partnerships (structure qui s'apparente à celle des Private Equity) (Wessling, 2001).

Dans les deux cas, les investissements sont orientés vers les centres économiques principaux des différents marchés nationaux, européens, américains ou asiatiques. Plusieurs raisons peuvent être invoquées dans l'explication de l'internationalisation des produits telles que :

- La faible liquidité du marché immobilier titrisé en Suisse
- Le manque de possibilités d'achat, qui peut être lié à la concurrence des acteurs privés pouvant profiter de taux hypothécaires très bas (et utiliser le levier de l'endettement très facilement).
- Les difficultés relatives aux projets de construction, notamment le niveau élevé des coûts de construction en Suisse, lié à des normes de construction et de protection de l'environnement strictes.
- Une législation accordant une trop grande protection des locataires et une organisation faîtière trop puissante (ASLOCA).

Cependant, la raison principale réside dans le fait de proposer aux investisseurs un élargissement du champ des possibilités d'investissement et une meilleure diversification de leurs placements. C'est dans le but de surmonter l'étroitesse du marché immobilier titrisé helvétique et de poursuivre une politique de diversification du portefeuille que les institutionnels investissent à l'étranger de manière indirecte. D'ailleurs, les caisses de pension ayant effectué des placements à l'étranger apprécient, outre des rendements comparativement plus élevés, le professionnalisme et la communication/ transparence des institutions (Altaprima et Ernst&Young, 2004 : 37-38)<sup>50</sup>.

---

<sup>49</sup> Les REIT sont nés aux Etats-Unis dans les années soixante. D'autres pays ont opté pour de telles structures juridiques. Il existe des REIT en Australie, en Belgique, au Canada, en France, à Hong Kong, au Japon, aux Pays-Bas et à Singapour (UBS, 2005). D'autres pays ont l'intention d'introduire de telles sociétés : Allemagne, Royaume-Uni et Finlande.

<sup>50</sup> Il est à souligner que dans le cas de placements indirects à l'étranger, les caisses de pension ne jouissent pas des mêmes avantages fiscaux qui leur sont octroyés en Suisse (Immosurvey, 2004 : 37).

## 4 L'IMMOBILIER DES CAISSES DE PENSION DANS LE CONTEXTE DE FINANCIARISATION DE L'ÉCONOMIE

---

Après avoir décrit les circuits, direct et financiarisé par lesquels se réalisent les investissements immobiliers des caisses de pension, cette partie a deux objectifs. Premièrement, il s'agit d'explicitier la thèse théorique de notre travail, à savoir que la financiarisation des activités consiste dans la construction de la mobilité des investissements. Le premier paragraphe décrit cette thèse et le deuxième effectue un retour sur la théorie financière et montre comment les critères fondamentaux de la finance (le rendement, le risque et la liquidité) recouvrent des conceptions particulières, différentes du sens habituellement donné à ces critères dans l'économie réelle. Le troisième paragraphe montre, de manière pratique, comment, au cours des années nonante et surtout deux mille, se constitue peu à peu un secteur immobilier financiarisé en Suisse. Ce processus est vigoureux, mais il ne représente encore qu'une minorité des placements immobiliers des caisses de pension. La financiarisation requière des conditions particulières et tous les immeubles, toutes les localisations, ne s'y prêtent pas. En ce sens, le développement de ce secteur s'accompagne d'investissements qui ont des caractéristiques particulières. Dans le quatrième paragraphe, nous revenons sur les effets territoriaux des investissements immobiliers des circuits, direct et financiarisé, notamment avec l'émergence de nouveaux acteurs de cette chaîne financière immobilière : les fondations immobilières.

### 4.1 LA FINANCIARISATION OU COMMENT RENDRE MOBILE LE CAPITAL IMMOBILIER

Depuis le début des années quatre-vingt, le système économique vit la seconde grande vague de financiarisation des activités économiques, la première avait eu lieu entre 1890 et 1914 (Verdier, 2002). L'ampleur et la nature de la vague actuelle n'est d'ailleurs pas sans relations avec le développement des investisseurs institutionnels, aux premiers rangs desquels figurent les fonds de pension. Dans les pays anglo-saxons ou aux Pays-Bas, ces derniers sont des acteurs financiers de premier plan. En Suisse, malgré une importance par habitant supérieure à celle de ces pays et pour différentes raisons décrites dans ce travail, ces fonds restent très passifs et n'apparaissent pas comme des acteurs incontournables sur les marchés financiers. C'est en grande partie pour répondre aux besoins massifs de placement des investisseurs institutionnels que s'est développée l'industrie financière dès les années quatre-vingt. La libéralisation des flux financiers a considérablement affecté la géographie de la finance et de nombreux travaux en ont rendu compte, comme *global city* de Sassen (1991) et à la thèse de la *fin de la géographie* de O'Brien (1992).

Il y a deux manières de concilier le développement de l'industrie financière et les activités économiques – dans notre cas particulier le secteur immobilier en Suisse - dans une approche géographique. La première, assez évidente, consiste à identifier les transformations de l'organisation spatiale et économique du secteur immobilier et de la mettre en parallèle avec celle du secteur financier. La seconde, plus radicale, consiste à mettre l'espace au cœur même des transformations économiques ainsi que des notions, concepts et théories qui en rendent compte. Ainsi, dans le premier cas, il s'agit de montrer comment le développement de l'industrie financière s'est fait parallèlement à sa concentration dans les métropoles financières. La seconde approche consiste à poser que la construction du capital financier et de l'industrie financière consiste précisément à rendre *mobile*, c'est-à-dire, en termes financiers, *liquide* le capital réel (Corpataux et Crevoisier, à paraître). Autrement dit, ce n'est pas la finance qui se joue des frontières, mais c'est bien la modification de ces institutions que sont les frontières nationales qui a permis le développement de l'industrie financière.

Le capital réel (les machines, les bâtiments, les voies de communication, mais aussi les compétences, les images de marques, etc.) n'est pas ou peu mobile. Pour passer du capital réel au capital financier, un certain nombre de transformations sont nécessaires, ainsi que le développement d'institutions et d'activités ad hoc. En premier lieu, il est nécessaire de formaliser le contrôle du capital réel par des titres (actions, parts de fonds, etc.). Ensuite, il faut favoriser la mobilité et la profitabilité de ces activités, à savoir mettre sur pied un cadre institutionnel (création de bourses, de marchés financiers, de réglementation sur les

transactions, fiscalité, etc.), des technologies (les marchés financiers ont été parmi les principaux promoteurs de l'intégration entre informatique et télécommunications (O'Brien, 1992 ; Corpataux et Crevoisier, 2001) et des acteurs (entreprises du secteur de la finance, bourses, médias spécialisés, institutions de formation et de recherche, consultants, etc.). Selon nous, la financiarisation correspond à la construction de la comparabilité entre espaces et entre acteurs des *rendements* du capital, du *risque* encouru et de la *liquidité* du capital (c'est-à-dire de la mobilité, de la possibilité de vendre à très court terme à d'autres, situés ailleurs, les titres, en particulier par le canal des marchés financiers). Les caisses de pension suisses sont à cet égard au cœur du processus. Elles détiennent une fortune immobilière considérable et sont soumises à un processus de financiarisation rapide. Nous avons vu les logiques fonctionnelles et spatiales ainsi que les jeux d'acteurs qui poussent aujourd'hui à la financiarisation ou au contraire qui la rendent difficile : comment s'organise la circulation des titres financiers immobiliers ? Comment la comparaison des rendements devient-elle possible et comment s'impose-t-elle comme la norme de gestion ? Comment la comparaison et la mobilité remplacent-elles progressivement l'accumulation sur place du capital réel ?

## **4.2 RETOUR SUR LA THÉORIE FINANCIÈRE ET SON ARTICULATION À L'ÉCONOMIE RÉELLE**

Dans leur politique de placement, les caisses sont tenues de respecter trois critères fondamentaux qui sont inscrits dans la loi-cadre (LPP) et l'ordonnance (OPP2) fédérales.

- Le principe de sécurité et diversification des risques (art. 50, OPP2) : les caisses de pension doivent répartir leurs actifs entre différents groupes et sous-groupes de placements. L'allocation d'actifs se fait toujours plus selon une étude de congruence entre les actifs et les passifs. C'est à partir du profil risque de la caisse que le conseil de fondation définit sa stratégie de placement.
- Le principe de rendement (art. 51, OPP2) : les caisses ont pour mission d'assurer un certain rendement des actifs placés qui doit correspondre à ceux des différents marchés (argent, capitaux, immeubles). Même si le taux d'intérêt technique est passé de 4% en 2002 à 2.25% dès 2004, suite aux problèmes boursiers, ce critère reste primordial pour la majorité des caisses.
- Le principe de liquidité (art. 52, OPP2) : il est demandé aux caisses de garantir une liquidité suffisante de façon à ce que les prestations assurées puissent être versées dans des délais brefs.

Ces principes apparemment clairs peuvent avoir des significations et des définitions différentes selon que l'on se place du côté de l'économie réelle ou des marchés financiers. En effet, la finance se caractérise par une conception tout à fait particulière des notions de *rendement*, *risque* et *liquidité*. En économie réelle, le rendement caractérise l'accumulation du capital et la concentration de son contrôle sur la durée, c'est-à-dire en fonction des cycles économiques, qu'ils soient courts (cycle de production par exemple) ou long (cycles des produits ou cycles technologiques). Cette accumulation se réalise à différentes échelles (entreprise, région, secteur ou nation) qui correspondent à l'organisation de la production, de la consommation et des échanges réels. Pour l'économie financière, le rendement n'est pas calqué sur les cycles réels, mais sur les rendements comparés des autres investissements sur les marchés financiers. En bref, on substitue à la productivité de l'engagement sur la durée la menace de départ, de défection à court terme. L'accumulation dans le temps est remplacée par la mobilité dans l'espace ; le lien social (stakeholder) laisse place à la valeur actionnariale (shareholder value) ; l'engagement dans un projet immobilier ou industriel comportant des risques propres et des spécificités est remplacé par un acte d'achat de titres standardisés.

#### 4.2.1 Les critères de l'économie financière : rendement et risque comparés, liquidité

Le développement de l'industrie financière se base sur quelques principes qui ont été théorisés par des auteurs comme Markowitz et qui se sont posé la question du comportement de l'investisseur confronté à différents choix d'allocation dans un univers risqué. Ce paragraphe rapporte quelques points qui caractérisent la vision des théoriciens de la finance, vision qui reflète très bien les discours des acteurs et permettent pour partie de comprendre leurs comportements. A ces travaux orthodoxes, il est nécessaire, pour comprendre les postulats sous-jacents, de rapporter les approches régulationnistes d'auteurs comme Orléan (1999). A chaque fois, on émet quelques considérations quant aux spatialités et aux temporalités sous-jacentes à ces théories et au fonctionnement des marchés et des circuits financiers. L'objectif de ce paragraphe est de construire un tableau comparé des circuits directs et financiers dans une perspective territoriale (Tableau 15).

- Markowitz et ses successeurs partent de l'idée que l'investisseur cherche le plus haut niveau de rémunération pour ses fonds et que, pour cela, il dispose devant lui de différentes possibilités d'allocation. Cette situation doit être examinée avec recul. Elle suppose déjà une claire dissociation entre la fonction de l'entrepreneur (qui élabore et met en œuvre un projet industriel ou immobilier) et la fonction de l'investisseur, qui se contente d'allouer des fonds à différents projets. De plus, ces projets sont *comparables* dans le sens où on dispose des informations quant à leurs *rendements* futurs et quant aux *risques* associés à ces rendements. Le risque est considéré comme probabilisable et donc calculable. L'idée de différentes possibilités offertes (c'est-à-dire accessibles pour l'investisseur depuis l'endroit où il se trouve) et de leur possible comparaison en termes simples de rendement et de risque suppose l'existence d'institutions particulières permettant la standardisation de l'information (uniformité des pratiques comptables ; normes concernant la communication entre les entreprises et les investisseurs ; comparabilité des projets d'investissements ; existence d'une certaine transparence, d'informations suffisamment exhaustives ; existence d'horizons temporels comparables, c'est-à-dire de l'évolution des revenus à différentes échéances, etc.). Ces relations multiples entre entreprises et investisseurs constituent le marché financier, dont on voit qu'il possède un caractère centralisé et standardisé, même si l'accès à ces marchés peut se faire à partir de lieux très éloignés.
- Toute augmentation du niveau de risque mérite, dans l'optique de l'investisseur, une prime de risque, c'est-à-dire un rendement accru. On peut ainsi construire une relation entre risque et rendement et l'investisseur est censé opérer un choix quant au niveau de risque souhaité, ce dernier déterminant un rendement attendu.
- Markowitz considère que l'investisseur a la possibilité d'allouer ses fonds sur plusieurs titres. Ceci a pour conséquence essentielle que l'on raisonne en termes de rendement et de risque de *portefeuille* et non plus de projet isolé. Il en résulte que le risque peut être significativement réduit en composant judicieusement son portefeuille. La *diversification* est au centre des stratégies d'investissement financières. En réunissant dans un portefeuille des actifs dont les rendements n'évoluent pas conjointement (dont les rendements ne sont pas corrélés), l'investisseur parvient à obtenir un risque globalement faible en dépit des risques élevés des titres qui le composent. Notons au passage que la notion de diversification s'entend entre les classes d'actifs (par exemple, les actions, les obligations, l'immobilier, etc.) et entre les nations ou les régions. Diversifier, c'est donc investir dans des secteurs différents, mais aussi ailleurs, dans des pays dont les économies connaissent des évolutions différentes. En termes financiers, augmenter l'intégration internationale des marchés financiers signifie la diminution du risque. Diversifier, c'est panacher les lieux et les territoires !
- L'investisseur financier a des œillères : il ne considère que les possibilités d'investissement qui s'offrent à lui selon les modalités de comparabilité décrites ci-dessus. Bien entendu, toutes les possibilités d'investissement dans une économie ne sont pas formalisées ou formalisables dans ces termes. L'investisseur financier ne *prend pas en considération* les possibilités qui n'ont pas subi les processus de standardisation, de mise en forme, et de présentation qu'exigent les marchés financiers. On peut donc distinguer clairement une économie *financiarisée* à l'intérieur de la sphère plus générale des activités économiques. Certaines entreprises (par exemple les PME), certains secteurs (par exemple l'agriculture), certaines régions ou nations, sont moins financiarisés que d'autres. Par conséquent, l'investisseur ne compare que les rendements et les risques des *actifs financiarisés*. Il ne compare pas les

rendements entre des actifs financiarisés et des investissements faits directement, sans passer par les marchés financiers. Par conséquent, *rien ne montre que les investissements réalisés, par exemple, dans des PME non cotées, sont moins rentables que des investissements financiarisés*. Simplement, cette comparaison n'est pas faite, parce qu'elle est d'autant plus difficile que les rendements ne sont pas calculés de manière comparables, voire ne sont pas calculés ou calculables.

- Etant admis qu'il ne considère que les possibilités d'investissement financiarisées, l'investisseur pourra s'estimer satisfait lorsque ses rendements atteignent le niveau moyen du marché à un moment donné, quel que soit le niveau de ce dernier. Dans la théorie financière, on distinguera ainsi le risque *systématique*, c'est-à-dire l'évolution de l'ensemble du marché, et le risque *spécifique*, relatif à un titre particulier. Ainsi, si l'ensemble du marché est en baisse, l'investisseur qui aura perdu moins que les autres pourra s'estimer satisfait. Ceci est rationnel dans la mesure où l'évolution générale des marchés financiers reflète fidèlement (de manière « efficiente ») l'évolution de l'économie réelle. Or, ceci n'est pas du tout garanti. De nombreuses études montrent les évolutions quelques fois très divergentes entre les *prix des actifs* sur les marchés financiers et les *valeurs effectives de rendement* de ces actifs. Les marchés financiers sont-ils véritablement efficaces ou cette efficacité est-elle postulée ? La question a fait couler beaucoup d'encre et n'est toujours pas résolue. Au cœur des divergences se trouve l'adhésion ou le rejet du postulat selon lequel les revenus futurs peuvent être calculés.
- Dans la théorie financière, les agents ne se différencient les uns des autres que par leur aversion plus ou moins marquée au risque. On postule qu'ils sont rationnels et indépendants les uns des autres. Les interactions stratégiques entre agents, visant par exemple à faire monter ou descendre des cours, ne sont pas prises en compte. Ces postulats reviennent à éliminer la notion de *milieu financier*, milieu dans lequel des personnes plus compétentes, mieux informées et agissant de manière coalisée, parviendraient à mieux tirer leur épingle du jeu que de simples investisseurs. Pourtant, la géographie financière montre clairement que les places financières sont des lieux où circule de manière privilégiée l'information et où se concentrent les acteurs capables de l'élaborer, de l'interpréter, de la diffuser -ou non !- et de l'utiliser (Sassen, 1991). Les autres espaces et les autres acteurs ne parviennent pas à participer de manière aussi étroite à l'évolution des marchés.
- Si les acteurs peuvent interagir et influencer les prix dans un sens où dans l'autre, alors les comportements ne se baseront plus uniquement sur les « fondamentaux » des actifs proposés, mais aussi, et peut-être surtout sur les comportements des autres acteurs du marché. En effet, dans un monde walrasien, les qualités des marchandises ou des titres sont indépendantes des personnes, mais Keynes avait déjà noté que le prix d'un titre est étroitement lié à la valeur que lui attribuent les membres de la communauté financière, valeur qui peut être largement influencée par les modes du moment. Ainsi, les entreprises procèdent souvent par vagues à des opérations comme les fusions/acquisitions, les rachats d'action, la distribution d'options, etc., faute de quoi elles verraient leurs titres se déprécier. Ici encore, on voit que la communauté financière et les marchés financiers connaissent une vie propre, indépendante de l'évolution du reste de l'économie. En termes spatiaux, cela signifie que l'on verra coexister, dans une économie, des actifs qui peuvent être similaires (par exemple deux immeubles identiques situés dans le même quartier) mais qui seront évalués par des procédures différentes, financiarisées ou non, ces deux modalités définissant des valeurs de ces actifs qui peuvent diverger fortement.
- Enfin, une autre caractéristique essentielle des marchés financiers est supposée donnée par la théorie financière orthodoxe : la *liquidité*. La liquidité, c'est la propriété que la financiarisation confère aux titres : ils deviennent *transférables* à très court terme. Dans la théorie financière, les agents veillent à ce que leur portefeuille reflète à tout instant leurs préférences. Toute information est instantanément reflétée par l'évolution des prix des titres et les agents ré-agencent leur portefeuille en vendant certains titres et/ou en achetant d'autres. Cependant, pour que l'on puisse constituer de tels portefeuilles, il est nécessaire de trouver à tout moment des acheteurs ou des vendeurs, ce qui ne va pas de soi ! En effet, acheteurs et vendeurs sont censés être en contact et partager un accord concernant la nature et le prix de la transaction. Examinant plus à fond ces conditions, Orléan (1999) pense que le prix d'un titre apparaît avant tout comme une *convention* entre acheteurs et vendeurs, une convention qui détermine les conditions actuelles auxquelles les agents sont d'accord de céder ou d'acheter tel ou tel titre. Orléan ne croit pas que le marché financier est capable de refléter à tout moment la valeur de rendement effective des titres. Elle a pourtant une grande utilité, qui est de rendre les titres liquides.

Pour Orléan, l'utilité première des marchés financiers n'est pas de financer l'économie, mais d'organiser la circulation de la propriété des capitaux. La convention financière est avant tout une convention de *mobilité* des titres (Corpataux et Crevoisier, 2001). Un marché sera d'autant plus liquide qu'il est vaste (le nombre des acheteurs et des vendeurs s'accroissant d'autant) et intégré. En termes spatiaux, abaisser les frontières et augmenter l'intégration des marchés financiers aux échelles nationales et internationales, c'est augmenter la liquidité/mobilité du capital financier et par conséquent diminuer le risque des placements.

- Pour Orléan (1999), la liquidité n'est en rien une propriété intrinsèque d'un titre. Elle est le produit d'une intervention institutionnelle : les marchés financiers organisés. Ce sont eux qui rendent liquides les titres par le jeu des règles qu'ils promeuvent. En effet, il n'y a rien de liquide/mobile dans le capital qui est coté en bourse : les machines et les bâtiments ne changent pas de place lorsque les opérateurs s'échangent (souvent à très longue distance) les titres.
- La liquidité/mobilité répond au besoin pressant de l'investisseur de limiter son risque individuel. En effet, la liquidité lui donne une garantie de pouvoir à tout moment se séparer de son titre au prix coté. C'est pourquoi l'investisseur préférera en principe toujours, à un rendement donné, les titres les plus liquides. En termes spatiaux, il en découle des inégalités importantes, les titres du centre étant généralement beaucoup plus liquides que ceux des autres régions (Dow, 1999). Il en résulte que pour intéresser des investisseurs, les entreprises non cotées, les régions ou les nations peu financiarisées, doivent offrir des rendements supérieurs pour compenser la faiblesse de la liquidité.
- La mobilité/liquidité a en outre pour caractéristique de transformer les paris sur les rendements futurs des investissements réels en richesse immédiate, *hinc et nunc*. En effet, plus besoin d'attendre que les investissements réalisés aujourd'hui donnent leurs fruits pour retirer son capital et sa part de bénéfice : le prix du titre est censé refléter ces rendements futurs, mais il reflète avant tout une évaluation de référence de la communauté financière qui permet au marché de fonctionner. On substitue donc l'accumulation et l'engagement à long terme dans des projets d'économie réelle par la mobilité/liquidité à court terme, mobilité largement dictée par l'évolution *comparée* des rendements.
- Moins le marché est liquide, plus les calculs et les anticipations des agents doivent se reporter sur le long terme et prendre en compte l'évolution des projets réels. En somme, sans mobilité/liquidité des titres, il n'y aurait pas de marché financier !

Ces quelques points montrent que la manière dont les investisseurs financiers vont procéder pour réaliser leurs investissements est particulière et que les acteurs économiques « réels », et en particulier les entrepreneurs, ne raisonnent pas de la même manière. Ainsi, les bases de référence pour le calcul du rendement sont différentes, la manière de maîtriser le risque également ainsi que les modalités de transfert du contrôle du capital (Tableau 15). A ces différences dans les critères de gestion et les circuits correspondent des temporalités et des spatialités différentes. De manière résumée, la logique d'accumulation sur place et d'implication dans le projet immobilier et industriel de l'économie réelle s'oppose une logique de défection et de mobilité immédiate – souvent à longue distance - du capital financier.

TABLEAU 15: COMPARAISON DES CRITÈRES D'INVESTISSEMENTS ENTRE LES CIRCUITS DIRECTS ET FINANCIARISÉS.

	Economie réelle (circuit direct)		Economie financiarisée	
	Evaluation, base de calcul	Spatialités et temporalités	Base de calcul	Spatialités et temporalités
<b>Rendement</b>	Rendements futurs attendus du projet.	Horizon temporel du projet réel, accumulation ; territoire d'implantation du projet.	Comparaison avec les indices des marchés (sur- ou sous-performance).	Rentabilité instantanée et comparable dans le circuit financiarisé mondialisé.
<b>Risque</b>	Risque industriel, technologique, ou du marché des biens et services.	Lié au territoire de déploiement du projet.	Probabilisable et réductible par la diversification entre classes d'actifs et entre pays aux évolutions non corrélées.	Panachage de lieux et de territoires financiarisés aux évolutions non corrélées.
<b>Liquidité</b>	Coûts de transactions élevés. Difficultés d'évaluation du prix des transactions.	Nécessité de proximité physique, procédure longue.	Prix défini en continu, coûts de transaction très bas et connus.	Mobilité instantanée à longue distance par les marchés financiers informatisés et centralisés.

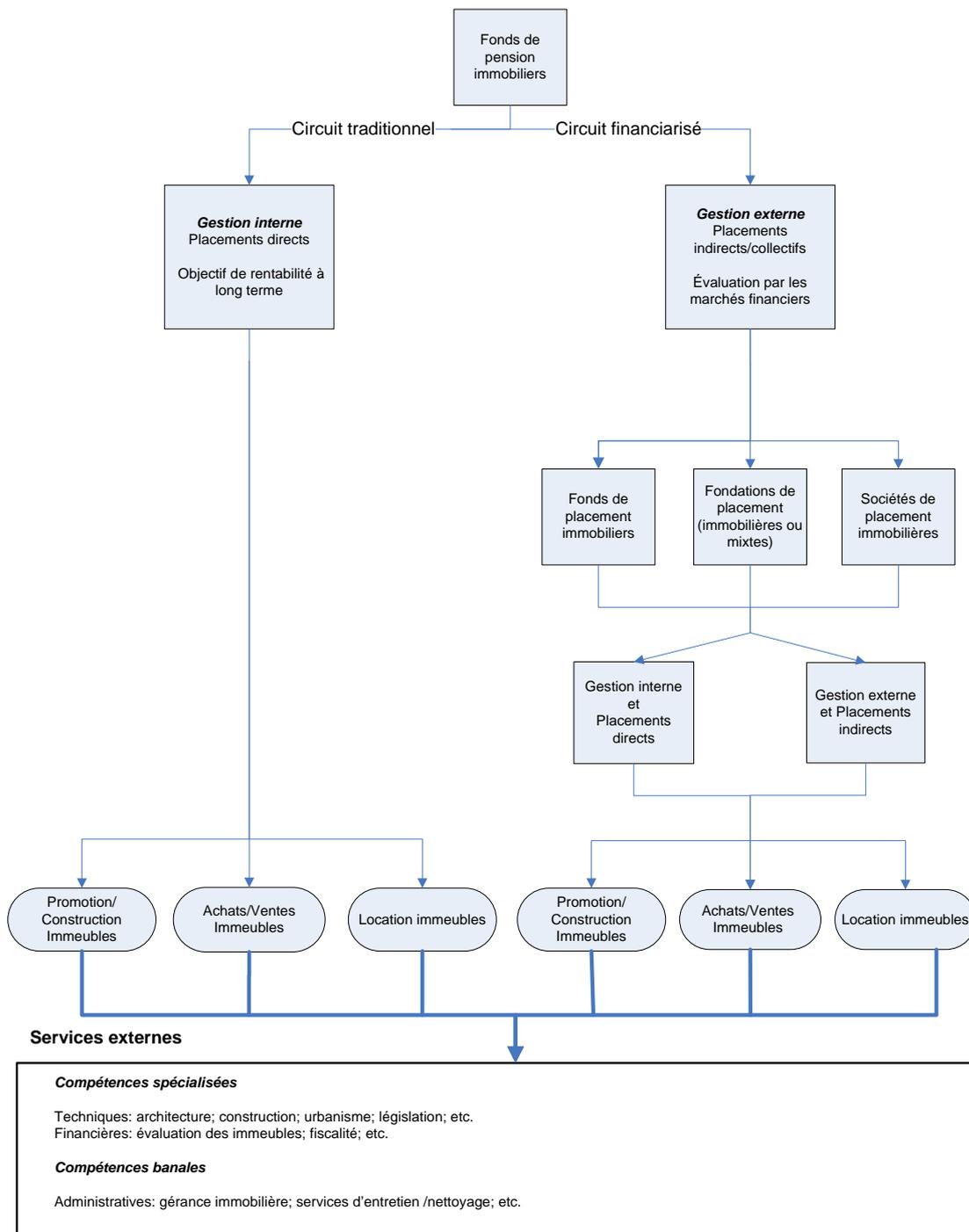
Source : Elaboration propre

#### 4.2.2 Les critères de rendement, risque et liquidité et les logiques fonctionnelles

Même si cela peut paraître évident, il semble nécessaire de rappeler qu'on ne peut pas demander à un investisseur de ne pas prendre en compte le critère du rendement. Dans les deux cas, nous l'avons vu, lorsque les caisses de pension et les autres institutionnels agissent en tant qu'entrepreneurs et propriétaires, ils misent avant tout sur les loyers, même si certains véhicules de placement collectifs sont spécialisés dans la spéculation immobilière. Cependant, les caisses de pension ont le choix entre le fait de se comporter comme investisseurs et entrepreneurs ou comme simples investisseurs. Lorsque la caisse est en même temps l'investisseur et l'entrepreneur, tous les risques liés aux diverses opérations immobilières vont à la caisse. En raison des connaissances précises à avoir, les achats/ ventes ou constructions immobilières se font à une échelle locale ou régionale, rarement au niveau national pour des raisons que nous avons explicitées auparavant. Dans tous les cas, en surtout en cas de mauvaises opérations, les acteurs/ responsables internes du portefeuille immobilier de la caisse doivent se justifier devant le conseil de fondation. Il s'ensuit un examen précis sur les caractéristiques et les situations particulières des immeubles détenus par la caisse ainsi que sur leurs rendements respectifs. En d'autres termes, nous pouvons dire qu'il y a un débat interne sur la qualité des investissements. Devant la relative lourdeur de la gestion immobilière, les instances dirigeantes des caisses peuvent choisir de déléguer tout le travail de l'entrepreneur à une institution externe et se comporter en tant que simples investisseurs. En prenant des parts dans les différents véhicules de placement collectifs, toutes les questions liées aux caractéristiques et aux situations particulières des immeubles importent peu ou pas du tout pour les caisses. Un rendement

moyen leur est promis et quelque soit les difficultés pour arriver à ce taux déterminé à l'avance, les investisseurs sont assurés d'atteindre un certain retour sur investissement, parfois supérieur ou inférieur à l'indice de marché (ce qui dans ce cas peut motiver l'acte de vente des parts détenues). Le passage par le circuit financier permet ainsi d'opérer la disjonction entre les fonctions de l'entrepreneur et celles de l'investisseur. Toutefois, comme nous l'avons vu dans la quatrième partie de notre travail et comme le montre la Figure 6, ce passage implique l'ajout d'institutions intermédiaires et l'allongement de la distance entre l'investisseur et les objets – dans notre cas immobiliers – réels.

FIGURE 6: LES LOGIQUES D'INVESTISSEMENT IMMOBILIÈRES DES CAISSES DE PENSION



Source : Elaboration propre

### 4.3 LA CONSTRUCTION D'UN MARCHÉ IMMOBILIER NATIONAL

Le marché immobilier en Suisse est très fragmenté et a un caractère régionalisé très prégnant. L'absence de diversification géographique des placements directs et la tendance de *buy and hold* des caisses de pension sont des arguments qui plaident en faveur d'un recours à des véhicules de placements immobiliers collectifs. « *Il est préférable pour réduire les risques liés aux placements immobiliers de répartir les sources de revenus en de multiples endroits, lesquels ne sont pas tous en phase, car alors leur situation dans les cycles économiques varie. Les opportunités de gestion, sans perte de contrôle, sont également plus variées lorsque les placements sont possibles à l'échelle nationale. Les placements immobiliers locaux ou cantonaux présentent, par opposition aux placements effectués à l'échelle nationale, de plus grands risques liés à l'état de santé de l'économie régionale* » (Lusenti, 2003 : 85). La création d'un marché national de l'immobilier passe par l'amélioration de deux conditions cadres liées aux rendements et à la liquidité :

La comparaison des rendements : cette comparaison nécessite la construction d'informations (ou de preuves) portant sur la corrélation de l'immobilier par rapport aux titres et sur les performances de l'immobilier par la mise en place d'indices. Afin que les placements immobiliers puissent s'inscrire dans l'analyse globale du portefeuille, les rendements immobiliers, et par conséquent l'évaluation des objets immobiliers doivent être comparables. Selon nous, deux grands facteurs peuvent expliquer le succès relatif des placements collectifs ces dernières années :

- Les différentes recherches ou études réalisées montrent que les risques/ corrélations avec les titres sont négatifs. Cela peut s'expliquer par le fait que les fondamentaux des immeubles sont différents de ceux des titres : la valeur de l'immeuble dépend de critères macroéconomiques (cycle économique et démographique d'un pays/ région) et de critères microéconomiques (caractéristiques de l'immeuble et localisation).
- On assiste, depuis quelques années en Suisse, à un développement d'indices immobiliers, sur le modèle de ceux existant sur les marchés anglo-saxons et européens. Tous les investisseurs ont besoin d'informations précises concernant le marché locatif surtout et, ensuite, concernant le marché suisse des transactions immobilières. Deux indices de performances font référence en Suisse: le Rüd Blass et le SWX des fonds immobiliers<sup>51</sup> (Lusenti, 2003 ; Altaprima et Ernst&Young, 2004). Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005, un indice comprenant les fondations immobilières de la CAFP a été également créée. De ce fait, les rendements immobiliers deviennent comparables, d'une part entre les investissements directs et indirects, et d'autre part par rapport aux autres classes d'actifs. De plus, les rendements de l'immobilier suisse deviennent comparables avec l'immobilier étranger. On peut arriver ainsi à montrer que l'immobilier n'est pas plus risqué à l'étranger qu'en Suisse.

Par conséquent, la mise en place d'un marché national de l'immobilier passe par une logique d'uniformisation des instruments et des méthodes de gestion, d'évaluation et de comparaison des objets immobiliers. C'est dans ce cadre que s'inscrit la modification dès le 1<sup>er</sup> janvier 2005 des méthodes comptables des caisses de pension qui ont des répercussions sur les biens immobiliers (les Swiss Gaap RPC 26). Par ce nouveau principe de comptabilité, les comptes annuels doivent donner une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et des résultats. Cela implique l'application rigoureuse des valeurs actuelles - pour l'essentiel valeurs de marché - pour tous les placements<sup>52</sup>. Durant ces dernières années, la méthode de Discounted Cash Flow (DCF) a connu de plus en plus de succès. Elle s'est développée aussi bien auprès des véhicules de placement immobiliers collectifs - sociétés anonymes immobilières, fondations immobilières ainsi que par un nombre croissant de fonds de placement immobiliers - qu'auprès des caisses de pension (Altaprima et Ernst&Young, 2004 : 43-44). Selon la méthode du DCF ou

---

<sup>51</sup> L'indice SWX Immoindex englobe tous les fonds immobiliers de Suisse cotés en bourse. L'indice SWX Real Estate Index quant à lui comprend les sociétés immobilières cotées à la bourse suisse.

<sup>52</sup> Afin d'uniformiser les normes comptables au niveau national et de les rendre compatibles avec celles internationales, un concept de comptabilisation, d'inspiration anglo-saxonne, pour les entreprises, grandes et petites, a été développé, les Swiss GAAP RPC 26. L'influence des nouvelles normes de comptabilité dans l'immobilier a conduit à des changements dans les méthodes d'évaluation et dans leur périodicité. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005, les institutions de prévoyance doivent utiliser ces nouvelles normes comptables (Meyer et Teitler, 2004)

méthode d'actualisation des flux de trésorerie, le calcul de la valeur vénale intègre des paramètres comme les frais de rénovation, qui seront imputés dans plusieurs années ou les futures hausses de loyer. Dans cette méthode, le facteur déterminant est le rendement net provenant des flux de trésorerie futurs, actualisés à un taux indexé au risque (Swisscanto, 2005 : 14).

L'amélioration de la liquidité : la taille du marché immobilier titrisé est encore très limitée. La capitalisation boursière des fonds de placement immobiliers ou des sociétés immobilières reste relativement modeste. Elle ne représente qu'un très faible pourcentage par rapport à la capitalisation boursière totale des actions et des obligations<sup>53</sup>. La forte illiquidité<sup>54</sup> de ce marché est d'autant plus accentuée par un comportement de *buy and hold* de beaucoup d'investisseurs (Bender et al., 2001). Afin d'augmenter la taille et de développer la liquidité du marché suisse, plusieurs réformes doivent être entreprises par les promoteurs de fonds immobiliers (Swissca, 2003 : 65) :

- La mise sur le marché de produits innovants et le développement de nouveaux véhicules de placement (Sicav par exemple ou des fonds spéciaux). C'est dans ce sens que s'inscrit le projet modification de la loi sur les fonds de placements (LFP) qui va concerner tous les véhicules de placements collectifs en Suisse<sup>55</sup>.
- L'augmentation de la taille des fonds immobiliers afin que ceux-ci atteignent la taille critique dans le but de disposer de liquidité en tout temps. Cela implique un processus de concentration des fonds immobiliers.
- L'amélioration de la périodicité et de la qualité des rapports et des informations sur les objets immobiliers (type, âge, usage des immeubles, etc.).
- L'amélioration des méthodes de gestion des fonds immobiliers, notamment par une gestion plus active qui implique que la logique de *buy and hold* doit céder la place à la logique de *buy and manage*.
- Le développement et l'application de nouvelles méthodes d'évaluation des objets. Ces méthodes ne devant pas se baser sur des critères statiques mais sur des critères dynamiques, les fonds devant se mesurer à l'aune d'indices des prix de l'immobilier et reconnus généralement et de coefficients standard établis.

#### 4.4 LA COURSE À LA TAILLE ET LA REMONTÉE DES ÉCHELLES

Si les placements immobiliers ont pu être considérés comme « ringards » au cours des années nonante, il en est tout autrement depuis les chutes boursières du début du millénaire. Les investisseurs sont à nouveau fortement demandeurs d'investissements immobiliers. A l'heure où les marchés des actions et des obligations s'avèrent très volatils, les propriétés de l'immobilier sont désormais à la mode, soit de générer des rendements stables de 4.5 -5.5%. L'immobilier est aujourd'hui considéré comme une classe d'actif, qui participe à la diversification du portefeuille et dont les parts dans l'allocation stratégique, suite à une étude de congruence actifs/ passifs, sont à définir par rapport aux autres classes tels que les titres et autres

---

<sup>53</sup> La capitalisation boursière de l'immobilier titrisé ne représentait, en 2000, que moins de 1.5% de la part des actions contenues dans le Swiss Performance Index (1257 Mrd CHF à la fin 2000). Cette même part ne représente qu'environ le 1% du marché immobilier suisse total (Bender et al., 2001).

<sup>54</sup> De plus, si l'on se réfère aux titres qui sont effectivement disponibles sur le marché (free float), on obtient environ 50% en moyenne pour les SAII et 100% pour les fonds de placement (par définition).

<sup>55</sup> La loi fédérale sur les fonds de placement est en train d'être révisée. Elle devrait se transformer en une législation des placements collectifs de capitaux plus vaste par l'introduction de nouvelles formes juridiques de placement (notamment les sociétés d'investissement à capital variable- SICAV- et les sociétés en commandite de placements collectifs). En effet, la loi de 1994 ne permet qu'un accès réduit des fonds suisses aux marchés européens et n'accepte que des fonds suisses que sous la forme contractuelle, n'offrant notamment pas de véhicule de placement approprié pour le fonds de capital-risque (Département fédérale des finances, 2004).

placements alternatifs. Depuis 2002, il s'avère que la politique immobilière des caisses de pension tend à suivre deux types de logiques :

- Une logique traditionnelle de politique immobilière à l'interne qui concerne les caisses qui ont en ont les moyens, c'est-à-dire dont le portefeuille immobilier a atteint une certaine taille critique permettant d'apporter les économies d'échelles escomptées.
- Une logique d'externalisation qui concerne aussi bien les petites et les plus grandes caisses de pension que les caisses privées ou publiques.

#### **4.4.1 Logique traditionnelle de gestion interne et d'investissements directs**

La taille critique d'un patrimoine immobilier apparaît comme un élément fondamental lors de toute politique d'investissements immobiliers. Le critère de la taille est d'autant plus valable pour les placements directs où la taille des lots ne peut être réduite à volonté. Une règle s'impose : plus le portefeuille est réduit, plus le risque de faire un mauvais choix parmi les quelques placements financièrement réalisables est lourd de conséquences, ou inversement, plus les bons choix peuvent s'avérer payants. Par conséquent, ce sont les caisses qui ont atteint une certaine taille critique qui peuvent effectuer une politique immobilière à l'interne et donc procéder à des investissements directs. La taille du portefeuille immobilier de ce type de caisses leur permet d'arriver aux mêmes proportions de rendement net que les véhicules de placements collectifs immobiliers, situées actuellement entre 4.5 et 5.5%. Cependant, parmi les grands acteurs de l'immobilier direct, on peut distinguer entre deux types de comportements en matière de diversification spatiale des investissements :

- Pour les caisses situées dans un marché régional suffisamment vaste et intéressant sur le plan des rendements (loyers), les investissements tendent à rester régionaux.
- Pour les caisses situées dans un marché régional plus étroit et où les rendements sont moins intéressants, les investissements tendent à devenir extrarégionaux/ cantonaux et s'orientent vers les régions centres (Figure 7). Il s'avère que la logique de diversification spatiale motivée par la recherche de plus hauts rendements peut susciter des débats houleux au sein des caisses de pension publiques surtout.

#### **4.4.2 La logique d'externalisation des investissements et l'émergence de nouveaux acteurs : les fondations immobilières**

Les raisons de recourir aux placements collectifs dans l'immobilier peuvent être multiples et diverses. Cependant, les produits des véhicules de placement collectifs immobiliers, cotés et non cotés, sont structurés en fonction de trois principaux critères financiers :

La diversification des placements : nous avons pu voir que la structuration des portefeuilles immobiliers des véhicules de placement collectifs repose sur le principe phare de la théorie moderne de la gestion de portefeuille, à savoir la logique de diversification. Outre les trois grandes possibilités de diversification liées au type d'affectation (ou segments de marché immobilier), au type de risque - corrélé aux approches « core », « value-added » ou « opportunistic » - ainsi qu'à la répartition spatiale des investissements, les investisseurs peuvent prendre des parts dans les différents types de véhicules de placement collectifs existants. Par conséquent, lors de leurs placements indirects, les caisses de pension suisses ont le choix entre trois principaux canaux de placement, les fondations de placement – spécialisées ou mixtes – les fonds immobiliers et les sociétés immobilières. En définitive, ce sont les investisseurs qui se chargent de diversifier leurs portefeuilles entre les différents véhicules de placement collectifs. Ces derniers proposent dès lors des produits plus ou moins spécialisés. C'est afin de se positionner sur les marchés immobiliers indirects que les institutions proposent toujours plus de produits innovants et spécialisés. C'est dans cette perspective d'innovation de produits de placement que s'inscrit le développement récent en Suisse de possibilités d'investissement à l'étranger.

La liquidité des placements : les placements indirects permettent d'effectuer une gestion active - *buy and manage* - du portefeuille dans la mesure où il est plus facile de vendre ou d'acheter des parts ou des actions

que des immeubles. La gestion active s'oppose par conséquent à la stratégie de *buy and hold* ou gestion passive des caisses lorsqu'elles investissent de manière directe.

Les rendements/ performances de l'immobilier : de nombreuses études ont mis en avant l'aspect bénéfique de l'immobilier dans un portefeuille mixte. Ces constats ne manquent pas d'être utilisés dans les divers rapports et documents des différents véhicules de placement collectifs.

Deux autres types d'arguments sont également avancés en faveur de l'externalisation :

La possibilité d'avoir un portefeuille contenant de l'immobilier : les placements indirects permettent, notamment aux petits investisseurs, d'avoir dans leurs portefeuilles une part d'immobilier alors qu'ils n'auraient pas la possibilité d'acheter un seul immeuble. En d'autres termes, l'immobilier papier permet d'être sur des marchés où l'achat direct est peu ou pas du tout envisageable en raison d'une méconnaissance des caractéristiques de ces marchés.

L'accès à une gestion professionnelle et à moindre coût : l'achat d'immobilier titrisé ou les parts à des fondations de placement permettent de devenir indirectement propriétaire d'objets immobiliers tout en confiant la gestion de ces derniers à des professionnels. En effet, les institutions de placements indirectes disposent d'une capacité de négociation que n'a pas l'investisseur particulier en ce qui concerne les opérations courantes (commissions des régies, contrats d'entretien, etc.).

En définitive, la tendance actuelle est de recommander des investissements immobiliers par le biais de véhicules de placement collectifs. En effet, l'achat de parts ou d'actions à des fonds ou des fondations de placements immobiliers se révèle plus simple et permet l'accès à une gestion professionnelle plus sensible aux critères de diversification et de rendements. A priori, la logique d'externalisation pourrait davantage s'appliquer aux petites caisses ou aux caisses intermédiaires qu'aux grandes caisses. Cependant, nous avons pu voir, qu'au contraire, ce sont les grandes caisses qui proportionnellement, sont les plus concernées par cette externalisation. Ce processus s'est d'ailleurs accéléré depuis 2002-2003, si l'on prend l'exemple des trois fondations immobilières gérées par la société Pensimo dans lesquelles de grandes caisses de pension ont cédé leurs portefeuilles immobiliers<sup>56</sup>.

Il apparaît que l'achat/ vente ou la construction d'immeubles n'est pas une mince affaire. Nous avons pu nous rendre compte que la sélection d'un immeuble nécessite des compétences techniques et financières précises. Que ce travail soit fait à l'interne de la caisse de pension ou déléguée à une institution collective, il importe de ne pas se tromper dans le choix d'un immeuble afin que ce dernier puisse être rempli et assurer un certain rendement. Si les prix, lors de l'acte d'achat/ vente ou de construction, peuvent dépendre de la conjoncture (offre/ demande), les objets immobiliers restent hétérogènes en raison de caractéristiques différentes liées à leurs spécificités ou à leur localisation. Il est difficile de comparer entre des immeubles situés à Genève ou à Glaris, ou même entre des immeubles situés dans une même ville, voire dans un même quartier. Le marché immobilier a un caractère régional et local très fort, ce qui le rend très fragmenté. De plus, c'est un marché de gré à gré où les coûts d'analyse et d'études ainsi que de transactions peuvent être très élevés. Cependant, nous avons vu que le passage par le circuit financierisé aboutit à privilégier certains territoires. En effet, que l'on table sur des rendements de long terme, par le biais des loyers, ou sur des rendements de court terme en misant sur la réalisation de plus-values, les instruments de placement collectifs ont une vision du territoire ciblée sur les régions urbaines du pays et notamment sur les plus importantes. C'est dans ces dernières que les marchés du résidentiel ou du commercial sont les moins risqués. Les investissements des différents véhicules de placement collectifs s'effectuent en fonction de critères du marché financier. Seules les régions urbaines du pays, et notamment les régions métropolitaines de Bâle, Berne, Genève, Lausanne et Zurich, peuvent remplir les conditions, et offrir des rendements intéressants pour un risque faible.

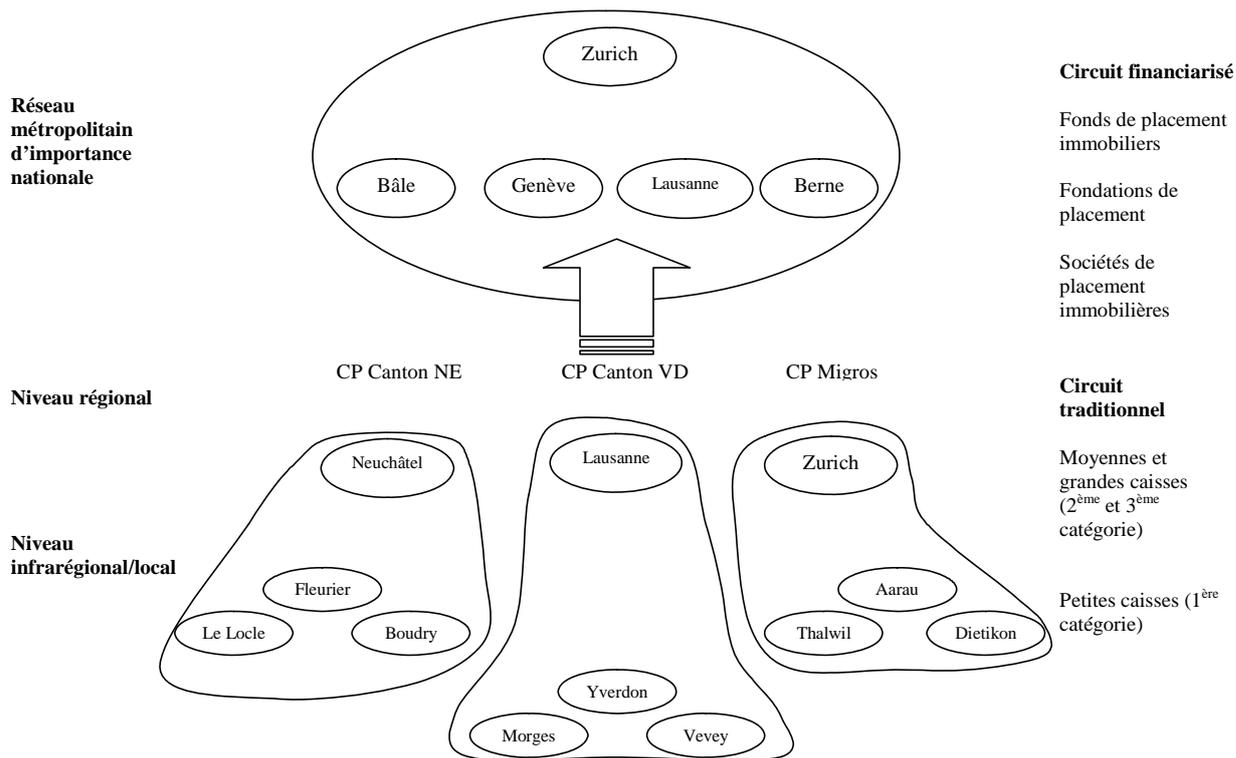
Si lors de leurs investissements directs, l'aire spatiale des caisses de pension demeure régionale/ cantonale, pour toutes une série de raisons mentionnées, on note la tendance pour les plus grandes caisses à

---

<sup>56</sup> Pour la fondation Turidomus (grandes parts), on peut citer les caisses de pension de Nestlé, Swissair, La Poste. Pour la Fondation Pensimo (parts moyennes), on peut relever les caisses de pension du Canton de Lucerne et de la Ville de Zurich ; et pour la fondation Imoka (petites parts), les caisses de pension des cantons des Grisons et de Zoug.

s'orienter sur les mêmes régions centres où les rendements sont les plus intéressants. Cette remontée des échelles dans les investissements directs des caisses aboutit à accentuer la concurrence entre les deux principaux groupes d'investisseurs institutionnels – les véhicules de placement collectifs et les grandes caisses de pension – et les privés sur les objets immobiliers des régions centres du pays comme nous l'indique la figure ci-dessous.

FIGURE 7: EVOLUTION DES SPATIALITÉS DES INVESTISSEMENTS IMMOBILIERS DES CAISSES DE PENSION SUISES



Source : Elaboration propre

## 5 GÉOGRAPHIE DE LA FINANCE ET DÉVELOPPEMENT DURABLE

---

Dans la dernière partie de notre recherche, nous faisons le lien avec les logiques d'investissement - décrites dans les précédents chapitres - avec le concept de développement durable. Après un bref rappel des dimensions du développement durable – qui est un principe d'action particularisant impliquant aux acteurs d'avoir les moyens de leurs actions - nous revenons sur les logiques et les conséquences des investissements en valeurs mobilières des caisses afin de voir par quelles modalités ces dernières peuvent agir dans le sens des principes du développement durable à travers les marchés financiers. A partir de ce parallèle, nous pouvons établir un certain nombre d'analogies utiles afin de voir, dans le cas des placements immobiliers, quelles sont les possibilités pour les caisses de pension d'investir dans le sens des dimensions du développement durable, sans toutefois nous aventurer dans la construction d'une grille normative avec des critères d'action cadres (ou dans l'établissement d'un code de « best practises » de durabilité pour les investissements immobiliers des caisses de pension ou véhicules de placement collectifs).

### 5.1 LE CONCEPT DE DÉVELOPPEMENT DURABLE

Comme tout concept, celui du développement durable peut se définir de multiples manières. Cependant, aborder les multiples dimensions du développement durable, c'est considérer trois niveaux différents (Brodhag, 2003). Le premier niveau vise à tenter de résoudre les contradictions entre les trois piliers société – économie – environnement. En d'autres termes, il s'agit de rechercher des compromis visant à équilibrer trois types de durabilité, à la fois écologique, économique et sociale. Etant donné toute la difficulté à agir sur ces trois plans, des actions qui aboutissent à un bon compromis entre deux dimensions de la durabilité peuvent être considérées comme pertinentes. On parle dès lors d'action à double dividende, voire à triple dividende dans l'idéal. La réflexion sur les interfaces peut être résumée avec les notions suivantes (Cunha, 2003):

- La **notion d'équité** rend compte de l'interaction entre économie et société dans la mesure où une société est équitable lorsque les inégalités dans la répartition des richesses auront pour seule fonction d'améliorer le sort des plus défavorisés.
- La **notion de « vivabilité »** rend compte de l'interaction entre la société et l'environnement et nous invite à passer de la stricte conservation écologique à l'idée d'un développement visant également l'amélioration de la qualité de vie des hommes.
- La **notion de viabilité** rend compte de l'interaction entre l'économie et l'environnement. Le développement économique est viable lorsqu'il rend possible à la fois la croissance du revenu et la reproduction à long terme des ressources.

Au deuxième niveau, il s'agit de considérer que toute action allant dans le sens du développement durable doit s'inscrire dans une triple échelle. La première se réfère à la une dimension temporelle et implique une articulation nouvelle entre le court terme et le long terme. Ceci impose de revoir les calendriers politiques et économiques actuels principalement axés sur le court terme. La deuxième nous renvoie à la dimension territoriale dans le sens où il s'agit d'entrevoir des actions ou la résolution de problèmes à une échelle géographique pertinente étant donné que les problèmes ne sont pas les mêmes partout ! La troisième fait référence à la dimension systémique du développement durable. Ethique d'action par excellence, le développement durable est une approche transversale qui impose de revisiter l'opposition entre complexité et simplicité. Comment simplifier des problèmes complexes pour pouvoir agir de manière efficace ? On voit ici toute l'importance du décloisonnement de la recherche et de l'action. L'un des objectifs des indicateurs de développement durable est de mesurer la performance dans les domaines économiques, sociaux et environnementaux. Tout le problème réside dans le fait d'entreprendre des actions de manière globale et intégrée (politiques publiques) et de disposer d'indicateurs permettant de mesurer leurs effets (adéquation des objectifs et des résultats).

Concept multidimensionnel par excellence, le développement durable est avant tout un principe d'action situé et nécessite, à un troisième niveau, la participation des acteurs de la société. C'est en effet par une approche fondée sur la participation, l'information et la concertation que les comportements individuels pourront être influencés et que des stratégies d'action collective allant dans le sens du développement durable pourront voir le jour. On voit ici toute l'importance de la dimension politique du développement durable qui repose sur l'idée d'élargir l'espace de décision et d'action aux différents acteurs de la société. De cet élargissement du cercle des acteurs est né le concept de gouvernance. Cependant, le cadre de la gouvernance peut évidemment prendre des contours différents selon que les espaces de dialogue, institutionnalisés ou informels, dans lesquels les différentes parties prenantes peuvent émettre des jugements qualitatifs sur des projets/ actions, soient plus ou moins ouverts/ fermés.

En résumé, le concept de développement durable implique de concevoir des actions globales et intégrées qui permettent d'agir positivement sur les trois axes de la durabilité (actions à triple dividende) ou sur deux des axes (actions à double dividende), dans une optique de long terme et à la bonne échelle territoriale, dans un cadre institutionnel qui tienne compte de tous les acteurs pertinents (gouvernance). Dès lors, si la résolution d'un problème doit se faire dans un contexte situé et particulier, encore faut-il que les acteurs aient les moyens, formels et informels, d'identifier, de débattre et de décider de la qualité d'un problème d'aménagement, de production, de consommation ou d'investissement. Les caisses ont-elles ces moyens dans le cadre de leurs investissements mobiliers et immobiliers ?

## **5.2 LES INVESTISSEMENTS DES CAISSES PAR LES MARCHES FINANCIERS : LOGIQUE DE L'ENTONNOIR ET POSSIBILITES RESTREINTES DE FAIRE « AUTREMENT »**

Pour les valeurs mobilières, tous les investissements des caisses de pension sont réalisés par le biais des marchés financiers, que la gestion soit interne dans le cas des plus grandes caisses ou externe, c'est-à-dire confiée à des gestionnaires de portefeuille d'institutions bancaires et financières (mandats de gestion ou fonds de placement) pour la majorité des caisses. Malgré la logique de diversification des placements par la diversification des gestionnaires – par l'attribution de mandats ou l'utilisation de fonds de placement dans différentes banques - le marché de la gestion de fortune est partagé et contrôlé par un trio formé des grandes banques du pays que sont le Crédit Suisse et l'UBS, les banques privées et les banques cantonales, et cela aussi bien pour les mandats de gestion que pour les fonds collectifs puisque les grandes fondations de placement et les fonds de placement appartiennent également aux trois groupes d'institutions précitées. A la centralisation spatiale de la gestion de fortune dans les deux places financières du pays, soit Genève et Zurich, correspond une logique de type industrielle. En effet, le catalogue des produits de placements proposés par les institutions financières, est standardisé et repose sur les trois critères génériques du rendement, de la liquidité et de la diversification des risques. C'est précisément ce que permettent les marchés financiers. L'investisseur choisit en fonction de son profil (conservateur/ équilibré/ dynamique) qui résulte de la combinaison de ces trois critères. Il faut bien garder en tête que l'avantage principal du marché réside dans le fait de permettre à l'investisseur une comparaison. Celui-ci peut, en effet, comparer entre les performances des différentes classes et sous-classes d'actifs et, in fine, entre les performances des sociétés cotées et situées dans des régions différentes. Bien entendu, ce sont les titres – actions ou obligations - des grandes sociétés cotés qui réunissent d'autant plus fortement les trois critères de gestion moderne d'un portefeuille. Or, malgré une diversification des placements auprès de différents *asset managers*, le profil des packages se ressemblent étroitement. Par cette diversification institutionnalisée, les caisses de pension détiennent, dans une large mesure, les mêmes titres, d'entreprise ou d'état, auprès de différentes banques à tel point que celles-ci deviennent totalement interchangeables et qu'on peut se demander si vraiment un marché existe. In fine, il ne reste plus aux caisses de pension qu'à effectuer un travail de regroupement de leurs titres pour savoir dans quelle mesure elles sont actionnaires dans une même firme.

Si l'on s'éloigne de ces critères, il devient difficile aux gestionnaires ou aux responsables des caisses de pension de se justifier devant l'organe suprême de la caisse, à savoir le conseil de fondation. Cette justification devient même impossible lorsque les rendements des investissements réalisés selon d'autres

critères – critères non financiers ou raison politique – se sont avérés inférieurs par rapport aux rendements moyens des marchés financiers. Les caisses de pension ne s'aventurent pas hors des voies du marché en prenant des parts dans des entreprises locales/ régionales non cotée<sup>57</sup>. En définitive, tout le système du 2<sup>ème</sup> pilier est structuré selon une logique d'entonnoir. Si la récolte de l'épargne est fragmentée sur le territoire du pays – même si les principales caisses du pays sont essentiellement localisées dans les principaux centres urbains du pays<sup>58</sup> – la gestion de la fortune des caisses est centralisée et les produits financiers sont structurés et standardisés en fonction de trois critères principaux qui correspondent à la logique actuelle dominante de gestion de fortune. Seuls les marchés financiers et les entreprises cotées, qui sont par définition de grandes sociétés, sont à même de satisfaire la combinaison de ces trois critères. Ce sont les grandes entreprises situées au centre qui profitent de la fortune du 2<sup>ème</sup> pilier. Quant aux régions d'origine où l'épargne est levée, elles peuvent profiter, en dehors des paiements des prestations dues aux assurés et/ou de l'achat d'obligations cantonales, des investissements régionaux des groupes cotés.

### **5.3 DEVELOPPEMENT DURABLE ET INVESTISSEMENTS MOBILIERS**

Avec le développement de la finance de marché et de l'épargne collective, des réflexions sont réapparues en matière d'orientation des investissements. L'approche par le concept de développement durable est une des manières d'aller au-delà des critères strictement financiers en incluant deux autres types de critères, à savoir le critère social et le critère écologique. La prise en compte de la durabilité des placements d'investisseurs institutionnels ou privés, s'est développée autour du concept de « l'investissement éthique ». Les réflexions ont concerné les marchés des titres et notamment ceux des actions puisque celles-ci confèrent aux investisseurs des droits patrimoniaux (obtention d'un dividende) et des droits sociaux (participation et vote aux assemblées générales des actionnaires). Dès lors, il existe deux possibilités d'action pour les investisseurs qui veulent intégrer des critères non financiers lors de leurs placements. La première possibilité consiste à investir dans des produits financiers éthiques. La deuxième possibilité consiste à exercer ses droits d'actionnaires en vue d'influencer la politique d'une société dans le sens de la durabilité.

#### **5.3.1 L'investissement durable**

Le mouvement en faveur d'un financement éthique des entreprises est apparu dans les pays anglo-saxons, notamment aux Etats-Unis, dès la fin du 19<sup>ème</sup> siècle à l'initiative de groupements religieux. Il s'agissait d'exiger des banques de ne plus placer de l'argent dans l'industrie de l'alcool, des jeux et de l'armement (Zuinen, 2004). A partir des années soixante et septante, les critères non financiers acquièrent une connotation politique en réaction contre le système raciste de l'Apartheid en Afrique du Sud. Le milieu des années quatre-vingt voit l'apparition de « fonds verts » due à l'importance des préoccupations écologiques. Ce passage vers l'écologie traduit également le passage des critères négatifs vers les critères positifs, de l'exclusion à l'encouragement (Schneeweiss, 1998). Depuis quelques années, l'aspect social s'ajoute de plus en plus à l'aspect environnemental dans les décisions d'investissement donnant lieu à l'investissement socialement responsable dans la sphère anglo-saxonne, à l'investissement respectueux du développement

---

<sup>57</sup> Si les caisses décident d'allouer une partie de leurs avoirs pour des motifs de soutien aux PME locales, les investissements ont lieu de manière indirecte par le biais de fondation de placement non cotées ou de sociétés d'investissement suisses, cotées ou non cotées. Les fonds de ces deux types de véhicules, spécialisées dans le *private equity* et/ ou le *venture capital*, sont donc destinés à des entreprises récentes, qui appartiennent à des secteurs d'avenir (biomédical, informatique, etc.). Il ne s'agit pas de PME plus traditionnelles.

<sup>58</sup> Dans notre rapport de recherche FNSRS sur les investissements des caisses de pension, nous avons montré que les grandes caisses, soit celles de la troisième catégorie, étaient principalement localisées dans les régions urbaines centres du pays. Il en est de même pour la majeure partie des autres caisses, petites et moyennes, puisque, même si elles sont relativement disséminées sur le territoire helvétique, elles sont situées dans les régions urbaines principales.

durable sur le continent européen (Oesch, 2000). En Suisse, on ne parle pas de fonds d'investissement éthique, mais de fond d'investissement durable même si leur signification est identique puisqu'ils renvoient, outre les aspects économiques et financiers, aux dimensions sociale et environnementale.

Un certain nombre de caisses de pension, publiques comme privées, ont inclus des critères de développement durable dans leur règlement de placement. Dans ce cadre, les caisses peuvent avoir, d'une part, une approche globale, c'est-à-dire que tout le portefeuille de la caisse fait l'objet d'une approche de durabilité, et d'autre part, une approche partielle d'investissement durable qui concerne une partie de la fortune de la caisse de pension (un certain pourcentage placé dans des fonds de développement durable). Que l'approche soit globale ou partielle, elles doivent disposer d'informations et recourir à des services d'intermédiaires. Ce peut être les institutions financières qui mettent à disposition des fonds durables et/ou des agences de notations spécialisées dans les analyses non financières. Les produits de placement éthique, appelés aussi fonds de placement éthique, sont des portefeuilles de titres d'entreprises cotées en bourse qui respectent une série de critères sociaux, environnementaux et financiers, ainsi que de titres d'institutions internationales ou d'Etats qui répondent également à certains critères éthiques. En Suisse, sur le « terrain », dans l'application de critères non financiers, les différentes sociétés d'analystes<sup>59</sup> peuvent appliquer, de manière schématique, trois types d'approches. Ces trois approches peuvent être combinées avec un filtre, une liste négative, qui exclut dès le début les entreprises de certains secteurs d'activités. Cette exclusion dépend de l'interprétation des diverses définitions du développement durable faites par les diverses institutions de gestion de fortune – fonds de placement de banque, de fondation de placement, de société de participation, etc. (Oesch, 2000 : 23-24) :

- L'approche « best-of-class » : cette approche consiste à sélectionner les meilleurs entreprises de différentes branches (« class ») du point de vue économique, écologique ainsi que social. Comme il ne s'agit pas d'identifier les « sustainability leaders » en général, mais seulement relatifs aux différentes branches, les actions d'entreprises pétrolières peuvent aussi bien être intégrées dans le portefeuille comme celles d'une entreprise productrice de voiture ou de ciment.
- L'approche indiciaire : cette approche suit un indice qui sert de « benchmark » comme celui du SMI, du SPI ou du Dow Jones, ou encore des indices mesurant les performances de fonds de placement (ex. fonds obligataires ou fonds immobiliers). A côté des indices traditionnels, un certain nombre d'indices ont été développés et servent de valeurs de référence. Ce peut être des indices globaux de sociétés considérées comme durables tel que le Dow Jones Sustainability Index de la bourse américaine<sup>60</sup>, le Domini 400 Social Index (dérivé du S&P 500) ou des indices de fonds éthique comme l'Ethibel Sustainability Index de la bourse belge. Pour un petit marché comme la Suisse, l'indice SMI est dans un premier temps copié tel quel. Dans un deuxième temps, l'analyse financière détermine les titres à retenir pour les soumettre dans un troisième temps à l'analyse écologique et sociale qui se greffe sur les valeurs retenues. En fonction du résultat de ce double rating, les bonnes entreprises sont surpondérées et les mauvaises souspondérées. Aucun titre n'est cependant écarté à la suite d'un rating social ou écologique négatif<sup>61</sup>.
- L'approche bottom-up : dans cette approche, un grand nombre d'entreprises sont évaluées selon leur bilan écologique et social. Par cette analyse, on ne retient que les titres qui affichent une performance sociale et écologique supérieure à la moyenne. L'analyse financière n'intervient qu'ensuite et consiste à sélectionner, parmi les entreprises respectueuses de l'environnement et des stakeholders, celles qui promettent également un rendement satisfaisant.

---

<sup>59</sup> Les analystes spécialisés dans le développement durable peuvent être internes aux institutions financières ou indépendantes (comme les sociétés de Zurich, Sustainable Asset Management ou Eco-Rating International). Il peut y avoir des situations de compromis. On peut déléguer l'analyse financière traditionnelle à l'interne et recourir à des analystes plus spécialisés pour les domaines sociaux ou environnementaux.

<sup>60</sup> Il est à relever que le DJSI comprend toutes les grandes sociétés cotées au SMI

<sup>61</sup> Il est difficile d'écarter les géants de la bourse suisse en raison de mauvaises notes dans les domaines sociaux ou écologique. En les écartant, le risque d'un rendement déviant de l'indice (le tracking error) s'accroît fortement.

Il s'avère que ce sont les approche « best of class » et indicielle qui sont privilégiées en Suisse (Oesch, 2000). Dans tous les cas, les investissements en fonds de développement durable amènent souvent à considérer deux types de problèmes. Le premier renvoie à la question des critères de sélection pour un développement durable. Le deuxième est lié à la question des rendements des placements durables.

La pertinence des critères de sélection pour un rendement durable : de manière générale, selon Ulrich et al. (1998), tant que l'analyse financière précède l'analyse écologique et sociale, l'attention prioritaire semble porter plus sur le rendement et moins sur l'éthique. Durant ces dernières années, les critères de sélection sont passés d'une approche négative, d'exclusion, à une approche positive analysant le comportement des entreprises, en tenant compte des dimensions liées à la gestion des ressources humaines, environnementales et économiques (Zuinen, 2004). Selon Salo (2002), le récent développement d'agences de notations appliquant des critères non financiers peut s'expliquer par une demande croissante des investisseurs institutionnels, particulièrement des caisses de pension, qui sont devenus les principaux acteurs des marchés financiers. Le contexte actuel de globalisation financière a considérablement accrue la complexité des réseaux et des échelles d'investissement et les institutionnels ont besoin d'éclairage dans l'orientation de leurs investissements. L'influence de ces agences de notation peut se mesurer dans deux domaines. En demandant aux entreprises de fournir des informations, par le biais de leurs rapports annuels notamment, sur leur politique environnementale et sociale, on assiste à renforcement de l'influence des *ratings* sur les entreprises et à l'établissement de standards globaux (Hebb et Wojcik, 2004). Les *ratings* étant souvent à la base d'indices de référence, les entreprises écartées ne peuvent se permettre de rester longtemps exclues pour des raisons d'image de marque principalement. Leur influence sera d'autant plus forte si l'approche par les *ratings* est couplée avec l'exercice des droits d'actionnaires allant dans le sens de la *stakeholder value*. De ce fait, les entreprises écartées sont amenées à corriger leur comportement.

Les rendements des placements durables : les fonds d'investissement durables étant relativement récent, il est difficile de mesurer leurs performances faute de séries statistiques assez longues – même si on essaie de reconstituer des séries temporelles fictives - et par conséquent, de montrer si les fonds durables sont moins, autant ou plus rentables que les fonds traditionnels. La question de la péjoration d'un portefeuille par la prise en compte des critères non financiers (conflit d'intérêt) ou la question de l'enrichissement de l'analyse financière par la prise en compte de ces derniers, nous renvoie à la notion d'externalité. Définie comme le bénéfice ou le coût que subit un tiers par l'action d'un particulier, l'externalité est intimement liée aux notions de « critères sociaux et écologiques » ou de « développement durable ». L'application des critères écologiques ou sociaux signifie dans le contexte de l'investisseur éthique que des entreprises qui créent des externalités négatives (pollution, charges financières accrues pour les collectivités publiques ou mauvaises conditions de travail) sont sous-pondérées ou exclues du portefeuille d'un investisseur (Oesch, 2000)<sup>62</sup>. Or d'après la théorie financière traditionnelle, l'exclusion d'entreprises ou leur sous-pondération représentent une restriction artificielle dans l'optimisation du portefeuille et ne peuvent que se répercuter négativement sur le rendement. D'autre part, cette restriction est d'autant plus nuisible qu'elle implique qu'un investisseur intègre de manière volontaire les coûts externes en n'investissant que dans des entreprises qui internalisent ces externalités négatives. Pour les défenseurs de l'investissement durable, s'ils ne remettent pas en cause la relation entre restriction volontaire, coûts externes et rendement, les dimensions du temps et de l'opinion publique sont fondamentales. Ils admettent qu'à court terme, polluer peut être profitable, mais pas à moyen et long terme parce que les entreprises polluantes seront contraintes par l'opinion publique d'internaliser leurs coûts (Butz et Plattner, 1999).

On assiste partout à un développement de fonds d'investissement durables proposés par les intermédiaires financiers dans le but de se donner une image de marque dans le domaine du développement durable et de se positionner vis-à-vis de la clientèle (Zuinen, 2004). Suite à la chute boursière du début du millénaire et suite aux affaires de sociétés multinationales (Enron, Parmalat, Vivendi, etc.), on assisterait au développement de la responsabilité sociale et écologique des investisseurs (Salo, 2002). Cependant, en Suisse, selon la dernière enquête Swissca (2004), les conséquences de la chute boursière ont au contraire

---

<sup>62</sup> Par exemple, en dépensant davantage pour des impôts, des systèmes de récupération ou des plans sociaux en cas de licenciement, ces « bonnes entreprises » peuvent être moins rentables que leurs concurrents qui réussissent à externaliser les mêmes coûts.

encouragé les caisses de pension à réduire leurs parts de placement en fonds durables<sup>63</sup>. L'explication réside dans la crainte d'investir dans un produit de niche ou de perdre des opportunités de rendement. Les investissements éthiques ne comptent pas nécessairement parmi les catégories de placement permettant d'accroître le taux de couverture ou d'atteindre les taux d'intérêt minimum<sup>64</sup>. Les caisses de pension sont essentiellement guidées par la maximisation de la performance et la minimisation des risques (Lusenti 2003, Robeco 2002). Lors de la dernière enquête, la répartition des critères était la suivante<sup>65</sup>. Pour le 60% des caisses, la priorité était donnée à la maximalisation de la performance tandis que pour 40%, le critère important était celui de la minimalisation des risques. Les institutions de prévoyance peuvent également utiliser d'autres critères pour l'allocation des actifs, mais ces derniers s'avèrent insignifiants. En effet, seulement le 2% des caisses considéraient des critères non financiers dans leurs placements, liés à l'économie régionale, les placements éthiques ou écologiques<sup>66</sup> (Lusenti, 2003 : 62).

### 5.3.2 L'exercice des droits d'actionnaires

De l'investissement durable au gouvernement d'entreprise, il n'y a souvent qu'un pas. Cependant, ce pas n'est pas si simple à franchir. S'il existe plusieurs définitions du concept de développement durable, on distingue en général deux approches liées à la définition du gouvernement d'entreprise.

En économie, le concept de gouvernance d'entreprise s'appuie sur la théorie de l'agence. Celle-ci étudie toute relation d'agence définie comme « un contrat par lequel une ou plusieurs personnes, appelées le principal, engage une autre personne, appelée l'agent, pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent » (Jensen et Meckling, 1976). La relation d'agence débouche sur des problèmes d'agence liés aux asymétries d'information. En effet, comment être sûr que l'agent va agir dans le sens et les intérêts du principal lorsque le premier dispose d'informations que le deuxième n'a pas. Il en résulte la mise en place de systèmes d'incitation (par ex. les stocks options) et de contrôle (audits, présence des actionnaires dans le conseil d'administration et les comités, etc.). Les relations entre les actionnaires (principal) et les managers (agent) sont aisément interprétables en termes de théorie de l'agence. Le cadre d'application de la relation entre le principal et l'agent peut être plus ou moins restreint selon les modèles ou les définitions retenus de la gouvernance d'entreprise. Le modèle de la *shareholder value* considère que le cadre pertinent est constitué exclusivement des relations actionnaires – managers, les autres relations étant exclues du débat, tandis que le modèle de la *stakeholder value* élargit le cadre à trois collectifs d'acteurs (actionnaires, dirigeants et salariés). Pour d'autres, le cadrage de la *stakeholder value* peut être beaucoup plus large dans le sens de la durabilité et comprendre les clients, les fournisseurs, voire l'ensemble des autres individus affectés par les comportements des entreprises à travers des externalités négatives (Bouba, 2005).

En Suisse, il existe en matière de droits de vote – uniquement pour les titres détenus de manière directe, c'est-à-dire non placés dans des fonds d'investissement – trois types de modalités. Premièrement, les droits de vote peuvent être délégués aux banques mandatées pour la gestion de fortune ou à une institution spécialisée (à la fondation Ethos par exemple). Deuxièmement, l'exercice des droits de vote peut s'effectuer lors d'assemblées de certaines grandes entreprises en Suisse uniquement. Troisièmement, les

---

<sup>63</sup> Si le 24% des caisses sondées investissaient dans des produits de développement durable en 2002, elles n'étaient que 17% en 2003 (Les pourcentages de l'enquête de 2003 portaient sur 199 réponses et celle de 2004 sur 172 réponses).

<sup>64</sup> Lors de leurs placements, les caisses de pension sont tenues de respecter un taux d'intérêt minimal, appelé taux d'intérêt technique. De 1985 à 2002, il était de 4% par an, pour passer à 3.25% en 2003 et tomber à 2.25% dès 2004. Le taux de 4% ne posait aucun problème durant la décennie nonante, les marchés boursiers permettaient d'assurer des rendements bien supérieurs. Mais il en est autrement dès la baisse de 2000 et la chute de 2001, qui s'est prolongée en 2002.

<sup>65</sup> Les 192 investisseurs institutionnels sur les 195 sondés ont pu donner des réponses multiples.

<sup>66</sup> De manière générale, l'utilisation de critères non financiers peut dépendre de la bonne santé des marchés financiers. Selon la dernière étude de Swissca, par rapport à 2003, il y a moins de caisses qui investissent dans des produits de développement durable. Il y a toujours une crainte d'investir dans des produits de niche ou de perdre des opportunités de rendement. Seule une faible minorité de caisses ont reçu des directives d'investissement durables de la part des conseils de fondation, et parmi elles se trouvent beaucoup de caisses publiques (Swissca, 2004).

droits de vote ne sont tout simplement pas exercés, ce qui est souvent le cas des sociétés étrangères dans lesquelles des parts/ actions ont été prises. Malgré toute une série de réformes depuis 2002, sur le plan légal – l'article 49 al. 2 de l'OPP2 demande aux caisses de préciser l'exercice ou non de leurs droits d'actionnaires<sup>67</sup> - et sur le plan facultatif avec l'établissement du « Swiss Codes of Best Practise for Corporate governance » d'Economiesuisse, les « guidelines » du SWX, les caisses ne semblent pas plus actives<sup>68</sup>. En 2002, le 24.38% de la fortune du 2<sup>ème</sup> pilier, soit 107.4 Mrd, était sous formes d'actions. Cependant, en raison du processus d'internationalisation des investissements des caisses de pension, qui peut s'expliquer par la logique de diversification et de liquidité qui permet de surmonter l'étroitesse du marché suisse, seule la moitié de ce montant concernait les actions suisses, de manière directe – 9.88% (43.5 Mrd) – et de manière indirecte (fonds de placement) – 1.74% (7.6 Mrd). Dès lors, par rapport à la capitalisation boursière, les caisses de pension représentaient le 7% du SPI. Si pris globalement, les caisses peuvent avoir une certaine, néanmoins relative influence, il s'avère que pris individuellement, même une grande caisse ne pèse pas bien lourd dans le capital des mastodontes du marché boursier. En effet, si une caisse de 10 Mrd de fortune décidait de placer le quart de sa fortune dans une seule entreprise telle que Novartis, qui pesait près de 143 Mrd en 2002, elle ne disposerait que du 1.7% des droits de vote de cette dernière. Toutefois, les caisses peuvent être plus influentes sur les entreprises cotées de taille plus modeste (small & midcaps). Cependant, dans sa recherche portant sur les institutions non financières du SPI, Wernli (2004) a montré que, de 1998 à 2002, seules vingt-trois caisses de pension ont détenu une part de capital supérieure à 5% dans des valeurs secondaires du SPI uniquement<sup>69</sup>.

En définitive, l'absence d'intervention au niveau de la *corporate governance* ou la passivité des caisses de pension peut s'expliquer principalement par la dissémination des actifs des caisses de pension. Bien que le cadre légal n'autorise les placements au sein d'une entreprise qu'à un taux maximum de 10% en Suisse et 5% à l'étranger<sup>70</sup>, la faible part au capital des entreprises résulte de l'application des modèles de diversification suivis par les banques et les gestionnaires de fortune internes, entre les différentes classes d'actifs et à l'intérieur des classes et sous-classes d'actifs. C'est d'ailleurs sur le même principe de diversification que repose l'internationalisation des placements des actifs des caisses ainsi que le développement de nouveaux produits financiers, tels que les fonds alternatifs (*private equity* et *hedge funds*) et les fonds immobiliers en Suisse et à l'international, qui sont proposés aujourd'hui aux institutionnels par les institutions financières. Au niveau des banques, une standardisation s'opère et les produits de placements, individuels et collectifs, ainsi que les styles de gestion proposés par les différentes banques peuvent se ressembler étroitement. Que les placements soient directs (mandats de gestion) ou collectifs (fonds de placement), que la gestion soit active ou passive - que l'écart à l'indice de référence soit plus ou moins prononcé - on aboutit à avoir les mêmes titres dans un portefeuille, qui peut contenir jusqu'à plusieurs centaines de positions. L'émiettement institutionnalisé entre les différentes caisses, puis les différents gestionnaires et enfin les différents fonds de placement a pour résultat que toutes les participations apparaissent comme ridiculement faibles. Du fait que les caisses ne peuvent ni intervenir dans la gestion, ni, étant donné l'étroitesse du marché faire jouer l'exit, les caisses apparaissent comme des actionnaires captifs des grandes entreprises. Elles ont donc à la fois les inconvénients des petits actionnaires sans jouer de leur capacité d'exit et de mobilité. Par conséquent, étant donné la passivité des caisses sur le plan du contrôle ainsi que le choix par certaines caisses de la délégation des droits d'actionnaires aux banques, qui sont un petit nombre à se partager le marché de la gestion institutionnelle, et comme ces dernières ne votent généralement pas lors des assemblées générales (Pasquier- Dorthé et Boemle, 2003), le pouvoir revient en définitive aux managers des entreprises. Il résulte qu'au niveau de la

---

<sup>67</sup> Suite à la modification de 2000, le conseil de fondation doit décider si la caisse compte exercer ou non ses droits de vote. Si c'est le cas, il est également appelé à préciser les lignes directrices qui permettront de définir les positions de vote pour chacun des points à l'ordre du jour des assemblées générales des sociétés dont la caisse est actionnaire (Robeco, 2002 : 46).

<sup>68</sup> Lors de la dernière enquête de Lusenti (2003 : 65), sur 192 sondés, les pourcentages étaient les suivants : 31% des caisses exercent les droits de vote en Suisse seulement ; 13% ne votent pas ; 17% votent aux assemblées générales en Suisse et à l'étranger ; 45% ont défini des règles particulières et 27% n'ont pas de règles particulières ; 3% autres.

<sup>69</sup> Seules 23 caisses détenaient plus de 5% dans une entreprise cotée : 21 ont plus de 5% dans une seule entreprise ; 1 dans 2 et 1 autre dans 3 (valeurs du SPI au 31.12.2001).

<sup>70</sup> Selon les articles 54 et 55 de l'OPP2.

gestion de fortune, les banques sont les principales bénéficiaires de l'industrie des fonds de pension et qu'au niveau du pouvoir, ce sont les managers qui profitent de la passivité des actionnaires institutionnels. Contrairement à la doctrine de la souveraineté des actionnaires, il s'avère que la dispersion des actionnaires (principal) renforce en conséquence le pouvoir des managers (agents) (Aglietta et Rebérioux, 2004).

Cependant, lorsque les droits d'actionnaires sont exercés, il est difficile de savoir si les caisses privilégient la version étroite de *shareholder value* ou la version plus ou moins large de *stakeholder value*. A notre connaissance, il n'existe qu'un seul cas en Suisse où l'on peut être sûr que les caisses exercent leurs droits sociaux allant dans le sens de la durabilité. C'est précisément pour cette raison que la fondation Ethos a été créée. Dans la littérature, les liens entre la pratique des droits sociaux et la problématique du développement durable ne sont de loin pas établis. Toutefois, les quelques études réalisées ont mis en évidence une relation positive entre les entreprises bien « gouvernées » et leurs bonnes performances financières. Dans ce contexte, on relève également une corrélation positive entre les performances financières et un gouvernement d'entreprise basé sur des critères environnementaux (Salo, 2004).

## 5.4 DÉVELOPPEMENT DURABLE ET INVESTISSEMENTS IMMOBILIERS

A notre connaissance, il n'existe pas d'équivalent aux fonds de placement durables lors des investissements immobiliers. Dès lors, il s'agit de considérer la voie de la *corporate governance* et de voir comment les caisses peuvent influencer sur les décisions d'investir dans l'immobilier.

Dans le cadre de leur politique de placement, les caisses doivent tenir compte du triptyque formé par les critères de rendement, risque et liquidité. Ces critères sont également valables pour la gestion des actifs immobiliers des caisses de pension. Nous l'avons vu, les caisses ont le choix entre deux logiques de gestion des actifs immobiliers qui renvoient chacune à des définitions spécifiques des critères mentionnés.

Premièrement, les caisses peuvent avoir une politique de gestion immobilière à l'interne, que nous avons qualifiée de circuit traditionnel. Cela signifie que les caisses sont propriétaires et responsables de la gestion des immeubles. Cela nécessite que la caisse détienne du personnel, des compétences et des connaissances du marché immobilier qui lui permettent de valoriser au mieux les fonds investis dans des immeubles concrets. Le revenu de ces placements est le résultat du compte d'exploitation à la fin de l'année. Concrètement, la caisse de pension présente ses résultats à son conseil de fondation, à la fois en tant que gestionnaire de fonds et comme opérateur immobilier. Il n'y a pas dissociation entre la fonction d'investisseur financier et celle d'entrepreneur. On est dans une logique d'économie réelle. Le conseil de fondation qui reçoit les explications concernant l'évolution de la situation devra entrer dans un examen de la situation concrète des immeubles détenus et devra prendre position relativement à la nature des investissements réels à effectuer. Il y a donc implication et en principe *prise de parole* (Hirschman, 1986) – en anglais *voice*, c'est-à-dire débat nécessitant des informations riches et la prise en compte de nombreux critères et de nombreux acteurs. De plus, la relation s'étale obligatoirement sur une certaine durée, étant donnée la difficulté des transactions d'objets immobiliers (difficulté de l'évaluation, du montage financier, de la recherche d'acheteurs, des taxes liées aux transactions, etc.). Pour l'investisseur, il y a un effet de *lock in*.

Par conséquent, si la caisse de pension veut définir certains critères d'investissements immobiliers qui aillent dans le sens de la durabilité (logements à loyer modérés, qualité du construit, aménités environnementales diverses, proximité des transports publics, mixité fonctionnelle, etc.), cette décision se fait à l'interne, dans le cadre du conseil de fondation, qui doit être en principe paritaire et représentatif des assurés. Cependant, cela est loin d'être le cas pour toutes les caisses, notamment pour les caisses collectives. De plus, dans ces dernières et dans les caisses communes – qui ont souvent plusieurs dizaines de PME affiliées – la gestion de tous les actifs est externe/ déléguée à une fondation de placement choisie par les conseils de fondation respectifs. Ces derniers n'interviennent d'ailleurs peu ou pas du tout dans

l'allocation stratégique des actifs, mobiliers ou immobiliers<sup>71</sup>. Dans son étude portant sur les investissements mobiliers, Oesch (2000) a montré que la réunion des ingrédients pour qu'une caisse de pension intègre des critères non financiers dans ses décisions de placement, n'était pas une tâche des plus faciles. Premièrement, il faut que les conseils de fondation soient paritaires. A cette parité s'ajoute la politisation des employés. Dans ce contexte, les caisses publiques semblent mieux placées que les caisses privées. Deuxièmement, les grandes caisses privées appartiennent à des grandes sociétés, et elles doivent se garder de nuire à l'image ou aux relations d'affaires de la maison mère. Il est souvent avancé que le rôle des caisses de pension n'est pas de faire de la morale ou de la politique, mais d'avant tout accomplir leur mission, soit assurer le paiement des retraites. Troisièmement, l'initiative peut venir de l'Etat. Depuis 2002, les caisses de pension suisses doivent préciser si elles utilisent ou non leurs droits d'actionnaires. Le modèle suivi est celui anglais, mais on ne l'a pas suivi entièrement étant donné que les caisses britanniques doivent préciser également si elles tiennent compte du développement durable.

Deuxièmement, devant les prés requis nécessaires à la gestion immobilière, les caisses peuvent choisir de déléguer tout le travail de l'entrepreneur à une institution externe et se comporter ainsi en tant que simples investisseurs. Les différents véhicules du circuit financiarisé agissent en tant que propriétaires et responsables de la gestion des immeubles. En d'autres termes, ces institutions agissent en tant qu'entrepreneurs sur les marchés immobiliers. Les caisses n'interviennent qu'en tant qu'investisseurs et leur degré d'intervention et d'implication dans la politique des véhicules de placements immobiliers est variable. A cet égard, nous distinguons entre les véhicules cotés et les véhicules non cotés.

- Dans le cas des véhicules cotés, les caisses en tant qu'investisseurs – parts dans des fonds immobiliers ou actions de sociétés immobilières – peuvent se rendre aux assemblées générales. Elles peuvent également être membres du conseil d'administration en tant qu'investisseurs importants. Cependant, lors des assemblées générales, il s'avère difficile de discuter de contextes particuliers, à savoir de la situation et des caractéristiques spécifiques d'un immeuble. Les informations distribuées sont générales et concernent les caractéristiques globales du portefeuille immobilier du fonds ou de la société – types d'affectation, localisations des immeubles – ainsi que les rendements réalisés durant l'année écoulée. Les obstacles à surmonter sont nombreux pour que l'intervention d'un actionnaire soit mis à l'ordre du jour tels que les informations précises à acquérir, le délai à respecter et les motivations de l'intervention, la recherche de coalition/ d'alliés parmi les centaines d'autres actionnaires, etc. Puis une fois l'intervention acceptée, encore faut-il disposer d'un temps de parole suffisant pour convaincre l'assemblée et aboutir à un vote final positif.
- Les véhicules non cotés, à savoir les fondations de placements mixtes ou spécialisées (titres ou immobilier), ont été créées spécifiquement pour les caisses de pension. En tant qu'investisseurs, elles jouissent également des droits d'actionnaires et participent de ce fait aux assemblées générales. Cependant, la présence des caisses dans les instances de décision de ces véhicules peut plus ou moins être ouverte/ fermée. Dans ce cadre, il faut distinguer entre les fondations de placement indépendantes et celles liées à une banque/ assurance. Dans le premier cas, les membres du conseil de fondation et des diverses commissions – pour les placements mobiliers et immobiliers – sont uniquement des caisses de pension. Bien entendu, les membres de ces organes proviennent essentiellement des grandes caisses affiliées. Dans le deuxième cas, seule la moitié, parfois les deux tiers, des membres du conseil de fondation sont des représentants des caisses tandis que l'autre moitié, ou le tiers, sont des personnes liées à la banque/ assurance. Ici également, ce sont les représentants des grandes caisses qui sont présents au conseil de fondation. Quant aux diverses commissions de placement, on trouve avant tout des gestionnaires/ financiers.

En définitive, en tant qu'actionnaires, les caisses peuvent intervenir aux assemblées générales, dans lesquelles se trouvent uniquement des caisses de pension, mais il est difficile d'intervenir sur des cas précis lors des assemblées générales étant donné la présence de plusieurs centaines, voire milliers de membres –

---

<sup>71</sup> Dans le cas des caisses collectives affiliées à des banques/ assurances, le conseil de fondation n'intervient pas dans la politique de placement. Dans le cas des caisses collectives indépendantes et communes, le conseil de fondation peut se prononcer mais uniquement sur des choix d'allocation standardisés (pourcentages qui varient entre les classes d'actifs, par ex. 15% ou 10% en actions suisses, etc.).

même au sein des fondations de placement, indépendantes ou liées à des banques/ assurances (Annexe 5). En outre, ces problèmes peuvent être multipliés puisque, si les caisses tendent à diversifier les risques par les véhicules de placement, à l'instar des titres, elles peuvent se rendre à plusieurs assemblées générales. Lors des entretiens, il est apparu que la question des droits sociaux et de leur exercice ne soulève, pour l'instant, pas d'intérêt particulier que ce soit au niveau des caisses de pension ou des divers véhicules immobiliers collectifs. En tant qu'investisseurs, les caisses privilégient les critères de rendement, soit la relation *shareholder value* plutôt que celle de la *stakeholder value*. Cette dernière remarque soulève d'ailleurs la question de la définition de *stakeholder value* dans le cas des placements immobiliers. Qui peuvent être les stakeholders ? Les locataires, les habitants du quartier, les sociétés de construction, etc. ?

Il s'avère que les discussions portant sur la qualité des investissements, et dans notre cas, sur les caractéristiques particulières des objets immobiliers, et ainsi dans l'établissement de critères allant dans le sens de la durabilité, peuvent avoir lieu aux conseils de fondations des fondations de placement/ conseil d'administration des fonds immobiliers et sociétés immobilières cotés mais surtout aux niveaux des directions et des commissions de placement pour lesquels l'accès des caisses est restreint, moins dans le cas des fondations de placements immobiliers indépendantes. Par conséquent, l'accès aux organes où s'établissent des discussions sur les spécificités et les caractéristiques qualitatives des objets immobiliers s'avère limité et la distance de l'investisseur par rapport à l'objet réel est d'autant plus grande. Cependant, la distance créée est justement le principe même de fonctionnement et d'organisation des marchés financiers. Tout est fait pour que l'investisseur financier puisse s'abstraire des considérations autres que le rendement de ses placements. Pour cela, il dispose de la possibilité de se séparer à tout instant de tels ou tels titres au prix du marché. On est dans une logique de *défection* (Hirschman, 1986) – en anglais *exit*. La relation est anonyme, elle s'appuie essentiellement sur un seul critère, simple et en principe non ambigu, à savoir le rendement comparé. L'information sur laquelle se base la décision est donc extrêmement pauvre.

Il semble relativement difficile d'entrevoir une politique immobilière allant dans le sens de la durabilité par l'amont, c'est-à-dire par les niveaux décisionnels des circuits direct et financiarisé. Dès lors, l'autre solution serait de privilégier l'approche par le bas, c'est-à-dire lorsque les opérateurs institutionnels de l'immobilier – caisses de pension et véhicules de placements immobiliers – sont à l'origine ou partenaires de projets immobiliers, pour agir dans le sens de la durabilité, sociale ou environnementale, tout en tenant compte des critères financiers sur lesquels ces derniers se basent. Si des critères de durabilité viennent compléter/ se coupler avec les trois critères de rendement, risque et liquidité, les circuits direct et surtout financiarisé, peuvent être de puissant levier d'investissement pour des projets immobiliers allant dans le sens du développement durable. Des actions à double voire triple dividende peuvent être envisagées si les investisseurs sont persuadés que les rendements ne sont pas péjorés dans le cas d'investissements immobiliers avec des critères de durabilité. Par exemple, la construction d'immeubles avec des consommations d'énergie faibles ou renouvelables, des bâtiments basés sur la mixité fonctionnelle ; la fixation de loyers en fonction de critères sociaux (proximité d'une école, des transports publics, etc.) ou environnementaux (absence de bruit, pollution, qualité des espaces, etc.). Dans tous les cas, il semble nécessaire de bien identifier les modalités de gestion et de placement ou les circuits d'investissements et de comprendre leurs logiques fonctionnelles et spatiales.

## 6 CONCLUSION

---

Avec les titres, l'immobilier a constitué une classe d'actif importante pour les caisses de pension. Malgré une baisse des parts de l'immobilier par rapport à la fortune totale du 2<sup>ème</sup> pilier, les déconvenues boursières du début du millénaire ont réhabilité les valeurs immobilières. En 2002, la fortune immobilière des caisses, estimée à 60 milliards, et essentiellement investie en Suisse, représentait près de 15% de la fortune totale qui dépassait les 400 Mrd.

Dans les modalités de gestion et de placements immobiliers, il existe deux circuits qui ont des logiques et des modalités fonctionnelles et spatiales différentes. Le premier circuit, direct ou traditionnel, s'applique aux des caisses de pension qui ont une politique immobilière de gestion interne et de placements directs. Le deuxième circuit, indirect ou financiarisé, est valable pour les investissements des caisses de pension qui ont été effectués par le biais de véhicules de placements collectifs immobiliers. La gestion est par conséquent externe et les placements indirects (collectifs). Le circuit traditionnel dans lequel les caisses de pension agissent en tant qu'investisseurs et entrepreneurs immobiliers nécessite la disposition de personnel, de compétences et des connaissances des marchés immobiliers permettant de valoriser les fonds investis dans des objets immobiliers concrets. Dans le deuxième circuit, les caisses de pension se comportent comme des investisseurs uniquement. Tout le travail de l'entrepreneur est délégué à des institutions spécialisées qui sont au nombre de trois en Suisse, à savoir les fondations de placement – mixtes (titres et immobilier) ou spécialisées (immobilier), les fonds de placement immobiliers et les sociétés de placement immobilières.

Le circuit traditionnel a été davantage privilégié par les caisses de pension suisses tout au long des années nonante. En 2002, les caisses détenaient des droits de propriété/ responsabilité sur un parc immobilier estimé à 50 Mrd. Le facteur taille s'avère fondamental puisque ce sont les grandes caisses (> 1 Mrd de fortune globale) ainsi que les caisses moyennes (entre 100 millions et 1 Mrd de fortune globale) qui sont les plus nombreuses, proportionnellement, à investir de manière directe. Cependant, durant la période analysé, on note une croissance des modalités de placement indirectes et les sommes investies ont rapidement grimpé de 2 Mrd en 1994, à 9 Mrd en 2002. Toutes les caisses ont été concernées par cette montée en puissance du circuit financiarisé. Si en chiffres absolus, ce sont davantage les petites caisses (< 100 millions de fortune) qui ont opté pour des investissements indirects, il s'est avéré que, proportionnellement et paradoxalement, ce sont également les grandes caisses qui ont eu recours de manière privilégiée aux véhicules de placements immobiliers. Dans les deux circuits, le poids des grandes caisses a été indéniable et s'est encore renforcé entre 1994 et 2002. En 2002, 57 grandes caisses détenaient près de 62% des 50 Mrd placés directement et 40 grandes caisses possédaient près de la moitié des 9 Mrd investis de manière indirecte. Dans les deux logiques d'investissements immobiliers analysées, nous pouvons mettre en évidence certaines similitudes mais surtout des différences dont il faut tenir compte lorsqu'une collectivité publique veut agir dans le sens du développement durable sur le plan de l'immobilier - ou lorsque l'on veut tenir compte de critères de durabilité pour répondre à notre question – titre.

Premièrement, lorsque les caisses ou les institutions spécialisées agissent en tant qu'opérateurs immobiliers, les investissements concernent des immeubles collectifs locatifs, résidentiels ou mixtes, ou encore commerciaux – et non des villas individuelles ou encore des immeubles industriels et/ ou touristiques (hôtels, restaurants, etc.). En ce sens, les investissements nécessitent de s'orienter là où la demande s'avère suffisante afin d'assurer un taux d'occupation satisfaisant des immeubles. Ce sont par conséquent les localités d'une certaine taille qui peuvent assurer en premier lieu ce premier critère. Dans ce contexte, les opérations immobilières – achats/ constructions – doivent s'effectuer dans le respect des cadres légaux, des normes de construction et d'aménagement du territoire. Deuxièmement, lorsque les caisses de pension et les institutions indirectes agissent en tant qu'entrepreneurs et propriétaires, les rendements attendus sont ceux provenant des loyers. Les achats/ constructions des immeubles sont donc réalisés dans une perspective de long terme. Cependant, de par leurs spécificités, certains véhicules de placements immobiliers – sociétés immobilières et/ ou fonds immobiliers – misent sur les spéculations immobilières qui concernent dans ce cas-là essentiellement, pour l'instant, les bâtiments commerciaux.

Les points de divergences concernent des aspects fonctionnels, temporels et territoriaux. Les critères de placements des caisses de pension reposent sur un triptyque de rendement, risque et liquidité figurant dans la loi cadre du 2<sup>ème</sup> pilier (LPP). Si ces termes peuvent à priori sembler clairs, il n'en demeure pas moins qu'ils peuvent prendre des acceptions différentes selon que l'on se place dans un contexte d'économie réelle ou d'économie de marché. En d'autres termes, nous pouvons dire que les modalités de décision des placements immobiliers ainsi que les territoires considérés ne sont pas les mêmes selon que les caisses investissent de manière directe ou recourent à des véhicules de placements immobiliers.

Lorsque les caisses de pension agissent en tant qu'investisseurs et entrepreneurs immobiliers, tous les risques liés aux différentes opérations immobilières appartiennent à la caisse. Le revenu des placements est le résultat du compte d'exploitation à la fin de l'année. Concrètement, la caisse de pension présente ses résultats à son conseil de fondation, à la fois en tant que gestionnaire de fonds et comme opérateur immobilier. Il n'y a pas dissociation entre la fonction d'investisseur financier et celle d'entrepreneur. On est dans une logique d'économie réelle. Le conseil de fondation qui reçoit les explications concernant l'évolution de la situation devra entrer dans un examen de la situation concrète des immeubles détenus et devra prendre position relativement à la nature des investissements réels à effectuer. Il y a donc implication et en principe *prise de parole*, c'est-à-dire débat nécessitant des informations riches et la prise en compte de nombreux critères et de nombreux acteurs. De plus, la relation s'étale obligatoirement sur une certaine durée, étant donnée la difficulté des transactions d'objets immobiliers (difficulté de l'évaluation, du montage financier, de la recherche d'acheteurs, des taxes liées aux transactions, etc.). Pour l'investisseur, il y a un effet de *lock in*. Même si l'on note la tendance pour les plus grandes caisses de pension à élargir leur aire spatiale d'investissement vers les régions centres notamment, les investissements directs des caisses ont un caractère régional encore très marqué. Les connaissances des marchés peuvent être une première explication de ce cadre spatial restrictif. L'élément politique un autre puisque l'élargissement géographique des investissements peut susciter certains débats aux conseils de fondation des caisses, notamment au sein des caisses publiques. Dans tous les cas, les opérations immobilières se déroulant à l'interne reposent sur un examen précis des caractéristiques fonctionnelles et territoriales des immeubles. Dans ce contexte, la prise en compte de critères de durabilité lors de la politique immobilière est de la compétence des instances dirigeantes au sens étroit – conseil de fondation – ou au sens large – assemblées des assurés / déléguées.

Lorsque les caisses de pension prennent des parts dans les différents véhicules de placement – même si l'on a pu voir que des différences existaient concernant leur implication dans la politique d'investissement du véhicule considéré – le but est bien de déléguer tout le travail de l'entrepreneur à une institution externe et ainsi se comporter en tant que simples investisseurs. Dans ce contexte, les placements immobiliers deviennent une classe d'actifs comparables aux placements en titres. Les critères d'investissement de l'immobilier sont identiques à ceux des titres, et sont ceux du marché financier. Dès lors, les investissements de l'immobilier se laissent analysés sous l'angle du rendement, des risques/diversification et surtout de la liquidité que procurent les marchés financiers. C'est bien le but de ces derniers que de permettre la comparaison des performances entre les immeubles situés dans des territoires différents, au niveau national et au niveau international. Le marché suisse étant encore trop petit et pas assez liquide, il est appelé à se développer sur le modèle des marchés des titres et des marchés immobiliers internationaux par une amélioration des conditions cadres (transparence et informations). La mise en place d'un marché national nécessite un processus d'uniformisation des méthodes de comptabilité et d'évaluation des biens immobiliers afin réduire l'opacité, due à la fragmentation régionale des marchés immobiliers, et de permettre les comparaisons entre les différents objets et les différentes régions. Une logique standardisée d'investissement immobilier ne peut se développer dans le contexte actuel de fragmentation des marchés immobiliers et des particularités locales. Des réformes visant à l'uniformisation des processus sont donc exigées de la part des acteurs principaux des marchés de l'immobilier afin que ces derniers puissent investir indépendamment des particularités locales de l'immobilier, qui sont autant d'entraves à la création d'un vaste marché de l'immobilier en Suisse. En définitive la gestion déléguée, centralisée à Zurich, se fait selon des processus qui sont standardisés sur les plans fonctionnel et spatial :

- Les compétences liées à la gestion et aux investissements immobiliers sont centralisées. Les investissements immobiliers obéissent à une logique industrielle et sont standardisés en fonction des trois principaux critères du marché : rendement, risque et liquidité. Les institutions spécialisées doivent faire en sorte que les rendements soient au moins égal à ceux du marché financier – indices,

que le risque soit réduit par la diversification du portefeuille (types d'affectation et territoires) afin que les caisses ne fassent pas option de leur capacité de mobilité/ liquidité par la vente de leurs parts.

- Du fait de leur structuration standardisée, les investissements sont principalement orientés sur les régions centres et suivent une logique basée sur la hiérarchie urbaine de la Suisse. En dehors des régions centres, les investissements sont quasi inexistantes. Par analogie avec le marché des actions, on pourrait parler de régions « blue chips » et « small/ midcaps » connectées aux réseaux d'investissement et de régions « non cotées » assimilables aux PME des régions industrielles et touristiques qui sont asséchées. Il ressort que le critère spatial n'est à priori pas considéré mais découle des critères d'investissement de base.

Les effets de l'intérêt actuel suscité par les investissements immobiliers peuvent se décliner par la formation d'une bulle immobilière, sur les marchés financiers – ce qui peut être moins problématique – et sur le territoire – ce qui peut s'avérer plus problématique :

- Marchés financiers : les valeurs de marché des fonds immobiliers mais également celles des sociétés immobilières cotées ont augmenté ces deux dernières années. Leurs titres se négocient avec des agios de 21 francs pour les fonds immobiliers et des primes de 6 francs pour les sociétés immobilières<sup>72</sup> (Le Temps, 2005).
- Marchés immobiliers : on assiste à une forte concurrence entre les deux principaux groupes d'investisseurs institutionnels identifiés – véhicules de placements collectifs et grandes caisses de pension – et les privés sur les objets et les régions intéressantes. Cette concurrence se traduit par une remontée des échelles et se reflète dès lors dans la flambée des prix des immeubles et donc des loyers que subissent certaines régions centres (Arc lémanique et région zurichoise notamment).

Le trend actuel de financiarisation tend à favoriser la modalité d'*exit* au détriment de celle de *voice*, et ceci même dans un secteur comme celui de l'immobilier. Dans le cas des investissements mobiliers, les caisses se comportent en tant qu'investisseurs dans des sociétés uniquement cotées. En cela, le marché leur permet d'éviter les problèmes de l'économie réelle, à savoir la sélection des entreprises, la prise de risque industrielle et l'immobilisation des capitaux qui dépend du cycle économique et productif de l'entreprise qui peut être compris comme l'absence de liquidité. Les produits financiers sont structurés selon les trois critères des marchés financiers. Si elles le souhaitent, les caisses peuvent faire le choix « personnel » d'investir en tenant compte du développement durable. Dans ce cas, elles ont deux solutions. Il est apparu que la première solution, qui consiste à investir dans des fonds de placement durables, n'a convaincu qu'une minorité de caisses. De plus, la pertinence de sélection des sociétés à mettre dans les portefeuilles est critiquable puisque, pour des raisons de liquidité, les très grandes entreprises cotées ne sont pas écartées malgré de mauvais ratings concernant leurs dimensions sociales et/ ou environnementales. La deuxième solution qui consiste à exercer les droits d'actionnaires lors des assemblées générales dans un sens large – en prenant en compte les multiples acteurs de l'entreprise (de l'employée aux fournisseurs de matières premières/ produits) et des impacts environnementaux de l'entreprise sur le territoire (*stakeholder value durable* !) – demeure une exception puisqu'il est apparu que la majorité des caisses demeure passives, même lorsqu'il s'agit simplement de considérer la seule dimension économique (*shareholder value*). Sur le plan des investissements immobiliers, il n'existe pas l'équivalent des fonds durables. Il reste alors aux caisses de pension d'exercer leurs droits d'actionnaires aux assemblées générales des véhicules de placement collectifs. Cependant, il s'avère que les discussions, portant sur la qualité des investissements, et dans notre cas, sur les caractéristiques particulières des objets immobiliers, et ainsi dans l'établissement de critères allant dans le sens de la durabilité, peuvent difficilement avoir lieu lors des assemblées générales. Celles-ci ont lieu aux conseils de fondations des fondations de placement/ conseil d'administration des fonds immobiliers et sociétés immobilières cotés mais surtout aux niveaux des directions et des commissions de placement pour lesquels l'accès des caisses est restreint, moins dans le cas des fondations de placements immobiliers indépendantes. Par conséquent, l'accès aux organes où s'établissent des discussions sur les spécificités et les caractéristiques qualitatives des objets immobiliers s'avère limité et la distance de l'investisseur par rapport à l'objet réel est d'autant plus grande. Mais la gestion déléguée ne

---

<sup>72</sup> Cela signifie que si l'on achète une part d'immeuble valant 100 CHF, on le paie en moyenne 121 ou 106 francs en bourse.

procure-t-elle pas ce que recherchent les caisses de pension, à savoir le fait de s'abstraire des lourdeurs de la gestion des immeubles et de se concentrer uniquement sur la *shareholder value* ? Ou encore, lorsque l'on investit par le biais des marchés financiers, a-t-on encore l'impression d'investir dans un immeuble ou dans un projet industriel dans le cas des titres ? Si pour le moment, les caisses interviennent toujours directement et demeurent les propriétaires des immeubles, la tendance actuelle est bien à la délégation de la gestion. Va-t-on dès lors voir se constituer un marché financier immobilier à l'image de ceux des pays anglo-saxons ? Quelles peuvent être les conséquences du processus actuel de financiarisation de l'immobilier ?

Premièrement, il faut rappeler que pour Hirschman, une société développée est celle dans laquelle la prise de parole occupe une place importante. En effet, la prise de parole permet une meilleure gestion des défaillances : l'information est riche, l'offre peut donc s'adapter à la demande de manière qualitativement adéquate. Cependant, la prise de parole n'est pas toujours facile et au cours de l'histoire, on constate que souvent et paradoxalement, la prise de parole a pu se construire dans la mesure où il y avait possibilité de faire défection. Le serf du Moyen-âge n'a rien à dire parce qu'il est lié à la terre. Dans le contexte actuel de la gestion immobilière des caisses de pension, on voit que le développement du circuit financier rend très difficile la prise en compte des critères de durabilité au niveau de caisse de pension. Au niveau des opérateurs réels du secteur immobilier, la mobilisation de ces fonds exige de remplir les conditions des investisseurs financiers car ils peuvent choisir d'investir ailleurs. Ces derniers sont donc en position de force. Nous avons vu qu'un projet immobilier à Lausanne sera comparé et ainsi en concurrence avec d'autres projets ayant lieu dans les autres centres économiques et démographiques du pays comme Zurich, Bâle, Genève, etc. ou encore avec d'autres métropoles européennes, voire américaines ou asiatiques ! Les possibilités d'investissement dépendent clairement des représentations territoriales des acteurs financiers situés au centre. Ne peut-on cependant pas imaginer des situations permettant à la fois de mobiliser les fonds considérables détenus par les caisses de pension et les autres investisseurs institutionnels et des dynamiques locales ou plus larges relevant du développement durable ?

Etant donnée la situation, il est clair que tout projet devra faire en sorte que les deux critères principaux des investisseurs institutionnels, à savoir un rendement annuel égal ou supérieur à celui des indices du marché et un niveau de risque acceptable, devront être remplis. A partir de cela, on peut parfaitement imaginer de faire des fonds de placement immobilier des partenaires. Ce que ces derniers chercheront à éviter, c'est de se retrouver dans une situation de *lock in*, c'est-à-dire dans laquelle leurs rendements diminueraient à la suite de décisions publiques qui reporteraient sur eux les coûts de la durabilité sans qu'ils puissent se retirer. C'est également dans cette perspective qu'ils diversifient les lieux de leurs investissements, (même si, comme on l'a vu plus haut, cette diversification n'est pas très convaincante). Finalement, le développement durable est aussi censé préserver le dynamisme de l'économie et les droits sociaux des cotisants aux fonds de pension ! Prendre en compte ces éléments dès le départ dans la réflexion devrait permettre de construire des stratégies locales constructives.

## 7 RÉFÉRENCES

---

### A Ouvrages et articles

- Aglietta, M. et Rebérioux, A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.
- Bender, A. et Hoesli, M. (1999), "Indices et évaluation de l'immobilier", *L'expert-comptable suisse*, pp. 817-823.
- Bender, A., Hoesli, M. et Gaud, P. (2001), "Fonds de placement immobiliers et sociétés anonymes d'investissement immobilier", *L'expert-comptable suisse*, pp. 239-246.
- Bouba-Olga, O. (2005), "Gouvernance d'entreprise: élargir la problématique", *Revue économique et sociale*, no Mars, pp. 69-78.
- Boubel, A. et Pansard, F. (2004), *Les investisseurs institutionnels*, La Découverte, Paris.
- Brodhag, C. (2003), "Genèse du concept de développement durable: dimensions éthiques, théoriques et pratiques", in Cunha, A. et Ruegg, J. (éds.), *Développement durable et aménagement du territoire*, Lausanne.
- Clark, G.L. (2000), *Pension Fund Capitalism*, Oxford University Press, Oxford.
- Clark, G.L. (2002), "The Functional and Spatial Structure of the Investment Management Industry", *Geoforum*, vol. 31, no 1, pp. 71-86.
- Corpataux, J. et Crevoisier, O. (2001), "Place financière ou économie de production? Les mécanismes de la dualisation économique et spatiale de la Suisse (1975-2000)", *Géographie, Économie, Société*, vol. 3, no 1, pp. 3-30.
- Corpataux, J. et Crevoisier, O. (à paraître), "Increased capital mobility/ liquidity and its repercussions at regional level: some lessons from the experiences of Switzerland and UK", *European and Urban Regional Studies*.
- Corpataux, J., Crevoisier, O. et Thierstein, A. (2002), "Exchange Rate and Regional Divergences: the Swiss Case", *Regional Studies*, vol. 36, no 6, pp. 611-626.
- Courtet, S. (2004), *L'immobilier, un potentiel limité?*, Fondation Prévista, Zurich.
- Crédit and Suisse (2003), "Le chantier de la prévoyance professionnelle, quelles perspectives ?", *Economic Briefing*, vol. 32.
- Crédit Suisse (2003), *Le marché suisse de l'immobilier 2003: faits et tendances*, Zurich.
- Crédit Suisse (2005), *Le marché suisse de l'immobilier 2005*, Zurich.
- Crosby, N. et McAllister, P. (2003), *Liquidity in Commercial Property Markets*, University of Reading Business School, Reading.
- Cunha, A. (2003), "Développement durable: éthique du changement, concept intégrateur, principe d'action", in Cunha, A. et Ruegg, J. (éds.), *Développement durable et aménagement du territoire*, Lausanne.
- Dow, S.C. (1999), "The Stages of Banking Development and the Spatial Evolution of Financial Systems", in Martin, R. E. (éd.), *Money and the Space Economy*, John Wiley & sons, New York.
- Economiesuisse (2002), *Gouvernement d'entreprise: code suisse de bonne pratique*, Zurich.
- Evans, A.W. (1995), "The Property Market: Ninety Per Cent Efficient?" *Urban Studies*, vol. 32, pp. 5-29.
- Gilliand, P. (2003), "Prévoyance professionnelle. Principes, financement, enjeux et perspectives", *FEAS*, vol. janvier 2003, pp. 2-12.

- Hebb, T. et Wojcik, D. (2004), *Global Standards and Emerging Markets: the institutional investment value chain and CalPERS investment strategy*, School of Geography And the Environment, University of Oxford, Oxford.
- Helbling, C. (1991), *Les institutions de prévoyance et la LPP*, Paul Haupt, Berne, Stuttgart.
- Hirschman, A. (1986), "Défection (exit) et prise de parole (voice): l'état du débat", in Hirschman, A. (éd.), *Vers une économie politique élargie*, Paris, pp. 57-87.
- Hoesli, M. (2001), "Rôle de l'immobilier dans la diversification d'un portefeuille", *L'expert-comptable suisse*, pp. 71-78.
- Hoesli, M. (2003), "Pourquoi les institutionnels investissent si peu en immobilier?" *Réflexions immobilières*, pp. 14-19.
- Jensen, M. et Meckling, W. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3.
- Kobler, A. (2004), "Comment intégrer les placements immobiliers dans un portefeuille", *Wealth Management*, vol. 3ème trimestre.
- Leyshon, A. (1995), « Geographies of Money and Finance I », *Progress in Human Geography*, vol. 19, pp. 531-544.
- Leyshon, A. et Thrift N. (1997), *Money/ Space : geographies of monetary transformation*, Routledge, London
- Martin, R. et Minns, R. (1995), "Undermining the Financial Basis of Regions: The Spatial Structure and Implications of the UK Pension Fund System", *Regional Studies*, vol. 29, no 2, pp. 125-144.
- Meyer, C. et Teitler, E. (2004), *Les Swiss GAAP RPC trouvent leur voie*, pp. 10-18.
- O'Brien, R. (1992), *The End of geography*, Pinter Publisher, London
- Oesch, D. (2000), *L'intégration des critères sociaux et écologiques dans la politique d'investissement des caisses de pension en Suisse*, Université de Genève, Genève.
- Oesch, D. (2001), "L'intégration de critères sociaux et écologiques dans la politique d'investissement des caisses de pension en Suisse", in Pasquier-Dorthe, J. et al., e. (éds.), *Ethique, gestion de patrimoine et gouvernement d'entreprise*, Fribourg, pp. 165-176.
- Orléan, A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris.
- O'Sullivan, M. (2000), "The Innovative Enterprise and Corporate Governance", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 24, no 4, pp. 393-416.
- Pasquier-Dorthe, J. et Boemle, M. (2003), *Enquêtes sur l'exercice du pouvoir aux assemblées générales des sociétés cotées à la Bourse suisse*, Université de Fribourg, Fribourg.
- Pedrazzini, L. et Cavaleri, B. (2005), *Bulles immobilières: personne n'est en mesure de prévoir (1 et 2)*, *L'agefi*, vol. Mars.
- Rossini, S. (2003), "LPP: révision, questionnements et inquiétudes!" *FEAS*, janvier, pp. 14-25.
- Salo, J. (2002), *The Emergence of Non-Financial Rating Agencies for the Promotion of Global Standards: An Assessment and Empirical Analysis of Two Proprietary Databases*, School of Geography & the Environment, Oxford.
- Sassen, S. (1991), *The Global City*, Princeton University Press, Princeton.
- Schaerrer, O. "Les sociétés immobilières cotées ont gagné 50% en deux ans", *Le Temps*.
- Scheeweiss, A. (1998), *Mein Geld soll Leben fördern: Hintergrund und Praxis ethischer Geldanlagen*, Grünewald und Neukirchner Verlag, Mainz/ Neukirchen.

- Stepczynski, M. (2003), *Retraites. Les vrais enjeux*, Slatkine, Genève.
- Strauss, K., Clark, G.L. et Hagerman, L. (2005), *US Public Sector Pension Funds and Urban Revitalization: An overview of policy and programs*, School of Geography and the Environment, University of Oxford, Oxford.
- Suter, R.A. (1995), *Anlageentscheide bei Immobilien: Empirische Analyse bei Immobilienfonds, Lebensversicherungen, Pensionskassen und Anlagestiftungen in der Schweiz*, St-Gall, Université de St-Gall.
- Swisscanto (2005), *Les fonds immobiliers: un outil de diversification efficace*, Zurich.
- Ulrich, P., Jäger, U. et Waxenberger, B. (1998), *Prinzipiengeleitetes Investment I: Kritische Analyse der gegenwärtigen Praxis bei "ethisch-ökologischen" Geldanlagen*, Institut für Wirtschaftsethik, Universität St-Gallen, St-Gall.
- Verdier, D. (2002), *Moving Money: Banking and Finance in the Industrialized World*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Wernli, S. (2004), *Schweizer Pensionskassen und Corporate Governance*, Schulthess, Zurich.
- Wessling, G. (2001), "Perspectives réjouissantes pour les placements immobiliers indirects", *Prévoyance professionnelle suisse*, pp. 922-923.
- Zuinen, N. (2004), *Financement des entreprises pour un développement durable*, Bureau fédéral du Plan, Bruxelles.

## B Sources administratives et juridiques

- Administration fédérale des contributions (2004), *L'imposition des personnes morales*, Berne, Conférence suisse des impôts.
- Caisse de pension Ascom (2003), *Rapport de gestion 2003*, Berne.
- Caisse de pension Migros (2003), *Compte rendu de l'exercice 2003*, Zurich.
- Caisse de l'Etat de Neuchâtel (2003), *Rapport du Conseil d'administration de la Caisse de pensions de l'Etat de Neuchâtel*, Neuchâtel.
- Caisse de pension Siemens (2004), *Rapport annuel 2004*, Zurich.
- Caisse de pension de l'Etat de Vaud (2003), *Rapport de gestion*, Lausanne.
- Département fédéral des finances (2004), *Rapport explicatif comprenant le projet de loi de la commission d'experts. Révision totale de la Loi sur les fonds de placement du 18 mars 1994*, Berne.
- Fondation de placement du Crédit Suisse (2004), *CS Real Estate Newsflash*, Zurich.
- Fondation de placement Swisscanto (2004), *Groupe de placement « immeubles »*, Zurich.
- Fondation de placement de la Zurich Assurance (2004), *Rapport de gestion 2004*, Zurich.
- Fondation de placements immobiliers Turidomus (2003), *Rapport de gestion 2003*, Zurich.
- Fondation de placements immobiliers Pensimo (2003), *Rapport de gestion 2003*, Zurich.
- Fondation de placements immobiliers Imoka (2003), *Rapport de gestion 2003*, Zurich.
- Fondation de placements immobiliers IST (2004), *5<sup>ème</sup> rapport annuel 2003/ 2004*, Zurich.
- Fonds immobilier du Crédit Suisse Immo PK (2003), *rapport annuel*, Zurich.
- Fonds immobiliers du Crédit Suisse Interswiss (2003), *rapport annuel*, Zurich.
- Fonds immobilier Crédit Suisse SIAT (2003), *Rapport annuel*, Zurich.
- Fonds immobilier La Foncière (2003), *Rapport annuel 2002/ 2003*, Lausanne
- Fonds immobilier de l'UBS Anfos (2003), *Rapport annuel*, Zurich.
- Fonds immobilier de l'UBS Foncipars (2003), *Rapport annuel*, Zurich.
- Fonds immobilier de l'UBS Sima (2003), *Rapport annuel*, Zurich.
- Fonds immobilier de l'UBS Swissreal (2003), *Rapport annuel*, Zurich.

OFAS (1989), "Guide pour l'application de l'arrêté fédéral concernant des dispositions en matière de placement ainsi que pour l'ordonnance concernant l'évaluation des immeubles", *Bulletin de la prévoyance professionnelle*, vol. 14.

OFAS (1996), "Révision de l'OPP2: modification des prescriptions en matière de comptabilité et de placement/ utilisation des instruments financiers dérivés", *Bulletin de la prévoyance professionnelle*, vol. 35.

OFAS (1999), "Exigences posées aux fondations de placement soumises à la surveillance de l'OFAS", *Bulletin de la prévoyance professionnelle*, vol. 46.

OFAS (2000a), "Révision de l'OPP2: modification des dispositions relatives aux placements de la fortune de l'institution de prévoyance", *Bulletin de la prévoyance professionnelle*, vol. 50.

OFAS (2000b), Modification des dispositions relatives aux placements dans l'OPP2. Explications, Berne.

OFAS (2001a), *Position dominante des institutions de prévoyance sur le marché des actions*, Berne.

OFAS (2001b), "Modification de l'art. 49a OPP2", *Bulletin de la prévoyance professionnelle*, vol. 59.

(1984), Loi sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité.

(1984), Ordonnance sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité.

(1990), Loi fédérale sur l'impôt fédéral direct.

(1994), Loi fédérale sur les fonds de placement.

(1995), Loi fédérale sur les bourses et le commerces des valeurs mobilières.

## C Sources statistiques et enquêtes

Altaprima Management et Ernst&Young (2004), *Immo-survey 2004. Das Anlageverhalten schweizerischer institutioneller Immobilieninvestoren*, Zürich.

Lusenti, G. (2003), *Placements des investisseurs institutionnels suisses 2002-2003*, Nyon.

OFS (2000), *Statistique suisse des caisses de pensions*, Neuchâtel.

OFS (2002), *Statistique suisse des caisses de pensions*, Neuchâtel.

OFS (2003a), *La prévoyance professionnelle en Suisse: aperçu des principales données de la statistique des caisses de pension*, Neuchâtel.

OFS (2003b), *La prévoyance professionnelle en Suisse: aperçu des principaux résultats de la statistique des caisses de pensions, 1994-2002*, Neuchâtel.

OFS (2004a), *Statistique suisse des caisses de pensions*, Neuchâtel.

OFS (2004b), *La prévoyance professionnelle en Suisse: aperçu des principaux résultats de la statistique des caisses de pensions, 1996-2002*, Neuchâtel.

Robeco (1998), *Placements des caisses de pension 1997*, Genève.

Robeco (2000), *Placements des caisses de pension 1998-2000*, Genève.

Robeco (2002), *Placements des caisses de pension 2000-2002*, Genève.

Swissca (2000), *Les institutions de prévoyance des corporations de droit public en l'an 2000*, Zurich.

Swissca (2002), *Les institutions de prévoyance des corporations de droit public en l'an 2002*, Zurich.

Swissca (2003), *Les institutions de prévoyance suisses. Prestations, financement, défis actuels*, Zurich.

Swissca (2004), *Les caisses de pension suisses 2004. Prestations, financement, défis actuels*, Zurich.

Swisslife et Ernst&Young (2003), *Immo-survey 2003. Das Anlageverhalten schweizerischer institutioneller Immobilieninvestoren*, Zürich.

### ANNEXE 1: LISTE DES PERSONNES INTERROGÉES ET DES EXPERTS INVITÉS

#### Entretiens

Neuf entretiens ont été réalisés avec les directeurs/ responsables des caisses de pension suivantes :

- Caisses de pension collectives : fondation Pensio, Neuchâtel (indépendante) ; fondations Vita et Mythen de la Zurich Assurance, Zurich.
- Caisses de pension combinée publique : caisse de pension de l'Etat de Neuchâtel, Neuchâtel ; caisse de pension de l'Etat de Vaud, Lausanne.
- Caisses de pension de groupe : caisse de pension du groupe Novartis, Bâle ; caisse de pension du groupe Nestlé, Vevey ; caisse de pension de Swatchgroup, Neuchâtel.
- Caisses autonome d'un seul employeur : caisse de pension du journal l'Express, Neuchâtel ; caisse de pension du Centre professionnel du littoral neuchâtelois (CPLN), Neuchâtel.

Dix entretiens ont concerné les milieux de la gestion de fortune :

- Entretiens avec les responsables de la gestion de fortune des secteurs mobilier et immobilier des trois principales banques du pays : Crédit Suisse, UBS et Swisscanto (banques cantonales), Zurich.
- Entretien avec les responsables de la gestion de fortune institutionnelle de la banque Lombard Odier Darier Hentsch, Genève.
- Entretien avec le responsable de la Fondation de placement de la Zurich Assurance, Zurich.
- Entretien avec le responsable de la société de gestion Pensimo SA, s'occupant de la gestion des trois fondations immobilières principales du pays (Fondation Turidomus, Fondation Pensimo et Fondation Imoka), Zurich.
- Entretien avec le responsable de gestion de la société immobilière PSP, Zurich

#### Panel d'experts

M. Jean Benetti, Banque Pictet & Cie, Genève  
M. Dominique Biedermann, Fondation ETHOS, Genève  
M. Markus Bill, Fondation IST, Zurich  
M. Alain Biner, Crédit Suisse Asset Management, Zurich  
M. Claude Comte, CIA, Genève  
M. Peter Gubser, Assurances Helvetia Patria, Bâle  
M. Jürg Hostettler, Swissca Portfolio Management, Zurich  
M. Graziano Lusenti, Lusenti & Partners, Nyon  
Mme Elena Marton, OFS, Neuchâtel  
M. Jacques-André Monnier, Institutional Asset Management, Genève  
M. Christian Pühr, Fondation Renaissance PME, Lausanne  
M. Andreas Reichlin, PPC Metrics Management, Zurich  
M. Rainer Suter, Altaprima Management, Thalwil

## ANNEXE 2: CATÉGORISATION DES CAISSES EN FONCTION DE LA FORTUNE (EN MILLIERS CHF)

Caisse de pension enregistrées		1994	1996	1998	2000	2002
Catégorie 1	<b>Moins de 1 million</b>					
	Nombre de caisses	582	437	310	232	212
	en %	17.54	14.23	11	8.94	8.67
	Nombre d'assurés	30'659	21'165	12'655	10'354	10'857
	en %	1.04	0.73	0.43	0.34	0.35
	Fortune	279'703	206'207	145'823	111'152	103'662
	en %	0.11	0.07	0.04	0.02	0.03
	<b>Entre 1 et 50 millions</b>					
	Nombre de caisses	2206	2030	1827	1634	1540
	en %	66.47	66.08	64.83	62.97	62.99
	Nombre d'assurés	408'178	349'060	315'846	279'780	291'912
	en %	13.91	11.99	10.7	9.21	9.28
	Fortune	25'007'634	24'799'379	24'374'035	23'519'272	22'932'533
	en %	10.12	8.14	6.36	5.27	5.68
	<b>Entre 50 et 100 millions</b>					
Nombre de caisses	235	252	256	265	260	
en %	7.08	8.2	9.08	10.21	10.63	
Nombre d'assurés	318'574	281'657	270'669	246'963	247'443	
en %	10.85	9.67	9.17	8.13	7.87	
Fortune	16'681'300	17'945'626	18'041'454	18'693'058	18'450'123	
en %	6.75	5.89	4.7	4.19	4.57	
Catégorie 2	<b>Entre 100 et 500 millions</b>					
	Nombre de caisses	221	261	313	330	305
	en %	6.66	8.5	11.11	12.72	12.47
	Nombre d'assurés	921'858	847'636	638'476	693'432	703'397
	en %	31.41	29.11	21.63	22.82	22.36
	Fortune	46'353'807	54'687'287	65'610'508	68'824'376	65'147'561
en %	18.77	17.96	17.11	15.43	16.14	
Catégorie 2	<b>Entre 0.5 et 1 milliard</b>					
	Nombre de caisses	37	43	53	68	61
	en %	1.11	1.4	1.88	2.62	2.49
	Nombre d'assurés	517'598	465'519	544'144	571'047	391'098
	en %	17.64	15.99	18.44	18.79	12.43
	Fortune	26'467'817	29'474'199	36'156'319	46'846'996	42'302'573
en %	10.72	9.68	9.43	10.51	10.48	
Catégorie 3	<b>Entre 1 et 5 milliards</b>					
	Nombre de caisses	32	39	45	52	54
	en %	0.96	1.27	1.6	2	2.21
	Nombre d'assurés	448'127	581'750	726'938	795'126	1'062'858
	en %	15.27	19.98	24.63	26.16	33.79
	Fortune	71'961'115	82'403'227	97'594'644	118'334'946	114'782'121
	en %	29.13	27.06	25.45	26.54	28.44
	<b>Plus de 5 milliards</b>					
Nombre de caisses	6	10	14	14	13	
en %	0.18	0.33	0.5	0.54	0.53	
Nombre d'assurés	289'846	364'710	442'684	442'543	438'340	
en %	9.88	12.53	15	14.56	13.93	
Fortune	60'258'240	95'023'817	141'553'610	169'581'651	139'832'858	
en %	24.4	31.2	36.91	38.03	34.65	
Total	<b>Nombre de caisses</b>	<b>3319</b>	<b>3072</b>	<b>2818</b>	<b>2595</b>	<b>2445</b>
	en %	100	100	100	100	100
	<b>Nombre d'assurés</b>	<b>2'934'840</b>	<b>2'911'497</b>	<b>2'951'412</b>	<b>3'039'245</b>	<b>3'145'905</b>
	en %	100	100	100	100	100
	<b>Fortune</b>	<b>247'009'616</b>	<b>304'539'742</b>	<b>383'476'393</b>	<b>445'911'451</b>	<b>403'551'431</b>
en %	100	100	100	100	100	

**ANNEXE 3: EVOLUTION DES PLACEMENTS DIRECTS ET COLLECTIFS DES CAISSES DE PENSION EN FONCTION DE LA FORTUNE (EN MILLIERS CHF) DE 1994 À 2002**

	1994	1996	1998	2000	2002
<b>Catégorie 1</b>					
Placements directs	6'051'540	6'008'079	5'201'005	4'645'276	5'078'533
	90.07%	89.09%	86.32%	83.95%	82.69%
Placements collectifs	667'276	735'648	824'601	888'406	1'062'754
	9.93%	10.91%	13.68%	16.05%	17.31%
<b>Total immobilier</b>	<b>6'718'816</b>	<b>6'743'727</b>	<b>6'025'606</b>	<b>5'533'682</b>	<b>6'141'287</b>
	100%	100%	100%	100%	100%
<b>Catégorie 2</b>					
Placements directs	13'561'385	13'687'989	13'564'774	13'133'913	14'125'514
	93.23%	91.54%	89.60%	83.92%	80.92%
Placements collectifs	985'460	1'265'059	1'574'351	2'517'323	3'330'460
	6.77%	8.46%	10.40%	16.08%	19.08%
<b>Total immobilier</b>	<b>14'546'845</b>	<b>14'953'048</b>	<b>15'139'125</b>	<b>15'651'236</b>	<b>17'455'974</b>
	100%	100%	100%	100%	100%
<b>Catégorie 3</b>					
Placements directs	20'303'759	23'015'815	26'517'909	29'552'133	30'747'527
	98.39%	93.18%	92.19%	87.34%	87.21%
Placements collectifs	332'198	1'684'038	2'246'727	4'285'534	4'510'393
	1.61%	6.82%	7.81%	12.66%	12.79%
<b>Total immobilier</b>	<b>20'635'957</b>	<b>24'699'853</b>	<b>28'764'636</b>	<b>33'837'667</b>	<b>35'257'920</b>
	100%	100%	100%	100%	100%

Source : OFS

**ANNEXE 4: EVOLUTION DE LA RÉPARTITION DE LA FORTUNE IMMOBILIÈRE - DIRECTE ET INDIRECTE - EN FONCTION DE LA FORTUNE DES CAISSES DE PENSION (EN MILLIERS CHF)**

	1994	1996	1998	2000	2002
<b>Catégorie 1</b>					
Placements directs	6'051'540	6'008'079	5'201'005	4'645'276	5'078'533
	15.16%	14.07%	11.49%	9.81%	10.17%
<b>Catégorie 2</b>					
Placements directs	13'561'385	13'687'989	13'564'774	13'133'913	14'125'514
	33.97%	32.05%	29.96%	27.75%	28.28%
<b>Catégorie 3</b>					
Placements directs	20'303'759	23'015'815	26'517'909	29'552'133	30'747'527
	50.87%	53.89%	58.56%	62.44%	61.55%
<b>Total des placements directs</b>	<b>39'916'684</b>	<b>42'711'883</b>	<b>45'283'688</b>	<b>47'331'322</b>	<b>49'951'574</b>
	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

	1994	1996	1998	2000	2002
<b>Catégorie 1</b>					
Placements collectifs	667'276	735'648	824'601	888'406	1'062'754
	33.62%	19.96%	17.75%	11.55%	11.94%
<b>Catégorie 2</b>					
Placements collectifs	985'460	1'265'059	1'574'351	2'517'323	3'330'460
	49.65%	34.33%	33.89%	32.73%	37.41%
<b>Catégorie 3</b>					
Placements collectifs	332'198	1'684'038	2'246'727	4'285'534	4'510'393
	16.74%	45.70%	48.36%	55.72%	50.66%
<b>Total des placements collectifs</b>	<b>1'984'934</b>	<b>3'684'745</b>	<b>4'645'679</b>	<b>7'691'263</b>	<b>8'903'607</b>
	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Source : OFS

ANNEXE 5: LES PRINCIPALES: LES PRINCIPALES FONDATIONS DE PLACEMENT DU PAYS

Les fondations de placements de la CAFP	Régions MS	Années de création	Nombre d'investisseurs	Volumes en CHF (en milliers)	Dont immobilier
<b><i>Fondations de placement</i></b>					
AAA Asset Allocation Access Foundation	Nyon	1994	75	879'000	
Fondation Allianz Suisse	Zürich	2002	8	819'000	
Fondation de la bâloise	Bâle-ville	1995	100	798'000	
Fondation du Crédit Suisse	Zürich	1974	2003	16'456'000	2'302'000
Fondation Ethos	Genève	1997	78	868'000	
Fondation IST	Zürich	1967	959	4'767'000	
Fondation Lombard Odier Darier Hentsch	Genève	1996	180	953'000	
Fondation Patria	Bâle-ville	1993	32	212'000	
Fondation Sarasin	Bâle	1991	166	956'000	
Fondation Swisscanto	Zürich	1973	1500	12'580'000	1'890'000
Fondation Swiss Life	Zürich	2001	non donné	611'000	
Fondation UBS	Zürich	1972	1691	11'772'000	440'000
Fondation de la Winterthur	Winterthur	1983	333	2'046'000	
Fondation de la Zurich	Zürich	1999	non donné	2'420'000	193'000
<b><i>Fondations immobilières</i></b>					
Fondation HIG	Zürich	1969	202	490'000	490'000
Fondation Imoka	Zürich	2000	15	169'000	169'000
Fondation immobilière IST	Zürich	1975	12	703'000	703'000
Fondation Pensimo	Zürich	1983	23	852'000	852'000
Fondation Turidomus	Zürich	2002	16	2'238'000	2'238'000
				60'589'000	9'277'000

Sources : CAFP – mai 2005

ANNEXE 6: LES FORTUNES IMMOBILIÈRES DU CIRCUIT ANALYSÉ

	Valeur vénale des objets immobiliers (en milliers CHF)	dates des données
<b>Fondations immobilières</b>		
<i>Fondation Turidomus</i>	<b>1'873'382</b>	31.12.2003
Turidomus casareal	1'476'827	
Turidomus proreal	396'555	
<i>Fondation Pensimo</i>	<b>675'984</b>	31.12.2003
Pensimo casareal	595'890	
Pensimo proreal	80'094	
<i>Fondation Imoka</i>	<b>145'627</b>	30.09.2003
<i>Fondation IST</i>	<b>721'536</b>	31.03.2004
Fonds G (immeubles commerciaux)	404'209	
Fonds W (immeubles d'habitation)	317'327	
<b><i>Total des 4 fondations immobilières</i></b>	<b><i>3'416'529</i></b>	
<b>Fondations de placement</b>		
<i>Fondation du CS</i>	<b>2'287'722</b>	30.06.2004
<i>Fondation Swisscanto</i>	<b>1'745'783<sup>73</sup></b>	30.04.2004
<i>Fondation Zurich</i>	<b>201'191</b>	31.12.2004
<b><i>Total des 3 fondations de placements</i></b>	<b><i>4'234'696</i></b>	
<b>Fonds immobiliers</b>		
Fonds du CS		
<i>Immo PK (uniquement pour les CP/ 40% commercial)</i>	<b>2'366'191</b>	30.09.2003
<i>SLAT (60% logements)</i>	<b>1'623'833</b>	30.09.2003
<i>Interswiss (50% commercial)</i>	<b>1'276'020</b>	30.09.2003
Fonds UBS		
<i>UBS Sima (58% logements)</i>	<b>4'139'620</b>	31.12.2003
<i>UBS Anfos (77% logements)</i>	<b>1'181'580</b>	31.12.2003
<i>UBS Foncipars (95% logements)</i>	<b>704'790</b>	31.12.2003
<i>UBS Swissreal (66% commercial)</i>	<b>461'640</b>	31.12.2003
La Foncière	<b>746'550</b>	30.09.2003
<b><i>Total des 8 fonds immobiliers</i></b>	<b><i>12'500'224</i></b>	
<b><i>Total du circuit indirect analysé</i></b>	<b><i>20'151'449</i></b>	

Sources : rapports annuels

<sup>73</sup> La valeur totale du fonds de la fondation Swisscanto était de 1 755 533 000CHF, mais nous n'avons pas pu déterminer la région MS pour un immeuble d'une valeur de 9 750 000 CHF.

## ANNEXE 7: LES SEGMENTS IMMOBILIERS DU CIRCUIT ANALYSÉ

	Immeubles d'habitation	Immeubles commerciaux	Immeubles mixtes	Immeubles industriels/ artisansaux	Immeubles en cons- truction et/ ou terrains à bâtir	Non défini	Total
<b>Fondations immobilières</b>							
Fondation Ist	41	40			4		85
Fondation Imoka	26	6				1	33
Fondation Pensimo	56	11	4				71
Fondation Turidomus	148	20	8			1	177
	<b>271</b>	<b>77</b>	<b>12</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>366</b>
<b>Fondations de placement</b>							
Fondation du Crédit Suisse	150	42	19		3	3	217
Fondation Swisscanto	68	4	40		14		126
Fondation de la Zurich	45						45
	<b>263</b>	<b>46</b>	<b>59</b>	<b>0</b>	<b>17</b>	<b>3</b>	<b>388</b>
<b>Fonds immobiliers</b>							
<b>CS</b>							
Immo PK	88	26	31		3		148
Interswiss	48	17	21		1		87
Siat	136	18	36		6		196
<b>La Foncière</b>	105	9					114
<b>UBS</b>							
Anfos	149	5		3	2		159
Foncipars	128			1	1		130
Sima	294	34		34	17		379
Swissreal	5	20		11	1		37
	<b>953</b>	<b>129</b>	<b>88</b>	<b>49</b>	<b>31</b>		<b>1250</b>
<b>Total du circuit analysé</b>	<b>1487</b>	<b>252</b>	<b>159</b>	<b>49</b>	<b>52</b>	<b>5</b>	<b>2004</b>

Sources : rapports annuels