

Colloque de l'Observatoire universitaire de la Ville et du Développement durable

« Développement urbain durable, gestion des ressources et gouvernance »

21-23 septembre 2005, Université de Lausanne

Durabilité et développement immobilier : le rôle des caisses de pensions et de la financiarisation des investissements (1990-2005)

Theurillat Thierry, Corpataux José et Crevoisier Olivier

Institut de recherche économique et régionale (IRER)

Université de Neuchâtel, Suisse

Thierry.theurillat@unine.ch

Jose.corpataux@unine.ch

Olivier.crevoisier@unine.ch

*Cette recherche s'inscrit dans le cadre d'un projet financé par le Fonds national suisse pour la recherche scientifique (FNSRS) et portant sur l'impact des caisses de pension sur l'économie suisse.

1 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 en Suisse un développement spectaculaire et constituent aujourd'hui un des principaux financeur et acteur de ce secteur. Comprendre la manière dont sont organisées les caisses de pension, les circuits par lesquels passent leurs investissements et les critères qui fondent leurs choix 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 des fonds, un autre phénomène, lié à la croissance des investisseurs institutionnels, 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 en continu 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 et risque. Cependant, ces termes apparemment clairs ne recouvrent pas la même signification que dans l'économie réelle, non financiarisée. Par exemple, la notion de rendement « suffisant » ou « insuffisant » dépend de la base de comparaison, de la base de calcul, de l'horizon temporel de valorisation, etc. Durant les années nonante, la croissance des cours boursiers rendaient très attractifs les investissements en actions car les marchés financiers évaluent le rendement en continu et se reposent sur un possible retrait à court terme. Depuis la baisse brutale des cours de 2002, les investissements immobiliers sont à nouveau considérés comme 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 ou d'avoir mal diversifié. 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. Il y a donc rendement et rendement.

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.). Quels sont les impacts des fonds de pension sur les investissements immobiliers en Suisse ? Jusqu'à quel point ce secteur s'est-il financiarisé et quels y sont les effets de la financiarisation ? Quels types d'investissements (surfaces commerciales ou habitat ? habitat collectifs ou individuel ?) sont favorisés ? Le développement des investisseurs institutionnels favorise-t-il certains espaces au détriment d'autres ? Enfin, peut-on faire un lien entre ces investissements et le développement durable et si oui, à quels niveaux et de quelle manière ?

Afin d'explorer ces questions, cet article décrit les circuits de financement du secteur immobilier des caisses de pension suisses et leur évolution depuis 1990. La recherche se base sur l'analyse des données de l'OFS¹ ainsi que sur des données privées (Enquêtes Ernst Young, Lusenti, Robeco et Swissca, de 1997 à 2003). Une vingtaine d'entretiens semi-directifs ont été menés auprès des acteurs du secteur au printemps 2005. 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.

¹ Il s'agit des données sur les caisses de pension enregistrées, c'est-à-dire des caisses assurant les prestations obligatoires inscrites dans la Loi sur la prévoyance professionnelle (LPP). Les caisses enregistrées constituent l'essentiel de la fortune totale du 2^{ème} pilier, avec des parts représentant plus de 90% de la fortune totale du 2^{ème} pilier de 1994 à 2002 (le 91.6% des 440.5 Mrd en 2002), ainsi que quasiment le total des effectifs des assurés.

La première partie est une brève description de l'importance des fonds de pension dans l'économie suisse et dans le secteur immobilier. La deuxième partie distingue deux circuits de financement de l'immobilier par les caisses de pension – direct et financiarisé – qui se différencient fortement les uns des autres 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 – demande 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 troisième partie porte une attention particulière au circuit financiarisé. Nous revenons sur la théorie de la financiarisation de l'économie et de la société qui est également à l'œuvre dans le domaine de l'immobilier puisque toute une série de mesures allant dans ce sens ont été prises. Puis, après avoir rappelé les logiques fonctionnelles et spatiales du circuit financiarisé, nous mettons en exergue certaines limites à la financiarisation dans le cas de l'immobilier. Dans la quatrième et dernière partie conclusive, nous interrogeons les circuits d'investissements immobiliers des caisses de pension sous l'angle de la durabilité et voyons dans quelle mesure les caisses de pension peuvent tenir compte de critères durables dans leur politique d'investissement immobilière. Puis nous revenons également sur les caractéristiques et les effets du processus de financiarisation actuel.

2 L'IMPORTANCE DES FONDS DE PENSION DANS L'IMMOBILIER SUISSE

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^{ème} pilier - même si les déconvenues boursières du début du millénaire ont réhabilité les valeurs immobilières – les montants se sont accrus d'environ 18 Mrd de 1994 à 2002. En 2002, la fortune immobilière des caisses, estimée à près de 60 milliards, et presque entièrement investie en Suisse, représentait près de 15% de la fortune totale qui dépassait les 400 Mrd. Cependant, ces chiffres globaux cachent des différences importantes concernant les modalités de gestion des fonds immobiliers ainsi que la taille des caisses de pension.

TABLEAU 1 : EVOLUTION DES PLACEMENTS IMMOBILIERS DES CAISSES DE PENSION SUISSES DE 1994 À 2002 (EN MILLIONS CHF)

	1994	1996	1998	2000	2002
Total immeubles et terrains	42'071	46'636	50'290	56'141	59'885
	17%	15%	13%	12%	15%
fortune totale	247'010	304'540	383'476	445'911	403'551
	100%	100%	100%	100%	100%

Source : OFS

C'est au conseil de fondation, organe suprême de l'institution de prévoyance, qu'incombe 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'employeur². 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 dans la politique d'investissement et de gestion est, en grande partie, liée

² Art. 51, al. 1, LPP. Quant au nombre de membres du conseil de fondation, il est variable.

à leur taille³. La plupart des 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. 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, dans les modalités de gestion et de placements immobiliers, il existe deux circuits qui ont des logiques fonctionnelles et spatiales différentes.

- Le premier circuit, direct ou traditionnel, s'applique aux caisses qui ont une politique immobilière de gestion interne et de placements directs. Les caisses détiennent par conséquent les droits de propriété/ responsabilité sur les immeubles.
- Le deuxième circuit, indirect ou financiarisé, draine les investissements des caisses de pension qui ont été effectués par le biais de véhicules de placements collectifs immobiliers. La gestion est par conséquent déléguée et les placements indirects (collectifs). Cela signifie que les droits de propriété/ responsabilité sur les immeubles appartiennent aux véhicules de placement.

3 LES CIRCUITS DIRECT ET FINANCIARISÉ

3.1 IMPORTANCE DES CIRCUITS ET CAISSES DE PENSION AYANT UN PORTEFEUILLE IMMOBILIER

Le circuit traditionnel représente encore toujours plus de 80% des placements immobiliers. En 2002, les caisses détenaient des droits de propriété/ responsabilité sur un parc immobilier estimé à 50 Mrd (Tableau 2). 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 (Figure 1). Cependant, durant la période analysée, 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 2002⁴. 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'avère que, proportionnellement et paradoxalement, ce sont également les grandes caisses qui ont eu recours de manière privilégiée aux véhicules de placements immobiliers (Figure 2).

TABLEAU 2: EVOLUTION DES PLACEMENTS DES VALEURS IMMOBILIÈRES DES CAISSES DE PENSION SUISSES DE 1994 À 2002 (EN MILLIONS CHF)

	1994	1996	1998	2000	2002
Placements directs					
Suisse	39'917	42'712	45'284	47'331	49'952
En % de la fortune immobilière	94.88%	91.59%	90.05%	84.31%	83.41%
Placements indirects/ collectifs					
Suisse	1'985	3'685	4'646	7'691	8'904
En % de la fortune immobilière	4.72%	7.90%	9.24%	13.70%	14.87%
Fortune immobilière	41'902	46'397	49'929	55'023	58'855
	100%	100%	100%	100%	100%
En % de la fortune totale	16.96%	15.23%	13.02%	12.34%	14.58%

Source : OFS

³ 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, 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 ?

⁴ 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.

En définitive, 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 (Figure 1) et 40 grandes caisses possédaient près de la moitié des 9 Mrd investis de manière indirecte (Figure 2).

FIGURE 1: EVOLUTION DE LA RÉPARTITION DE LA FORTUNE IMMOBILIÈRE DIRECTE DE 1994 À 2002 (EN MILLIARDS DE CHF)

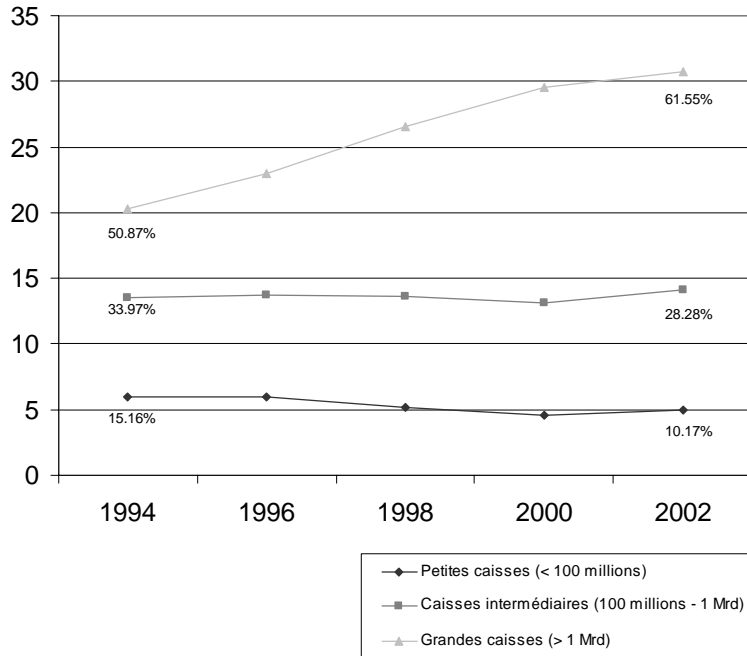
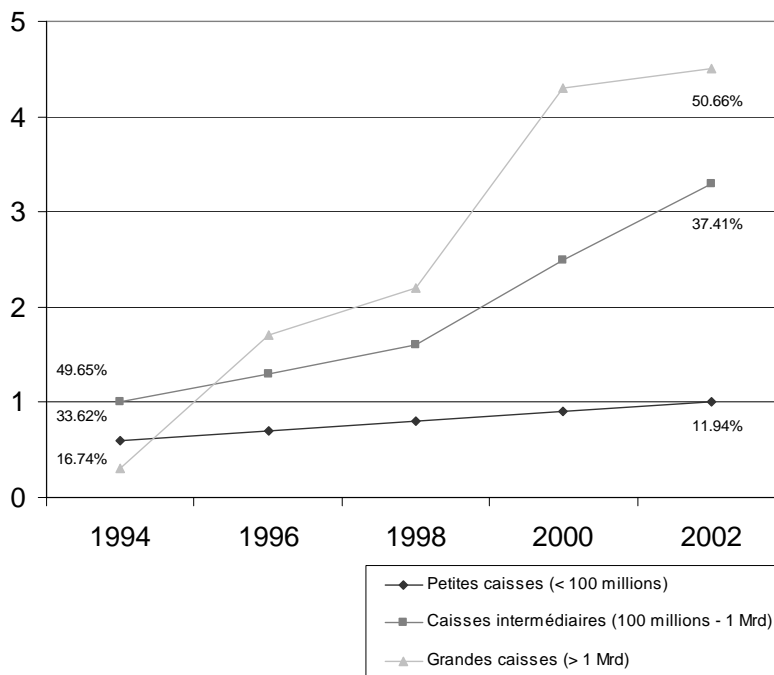


FIGURE 2: EVOLUTION DE LA RÉPARTITION DE LA FORTUNE IMMOBILIÈRE INDIRECTE DE 1994 À 2002 (EN MILLIARDS DE CHF)



Source : OFS

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 de trois types 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. 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 (bureaux essentiellement et petits commerces) – et non des villas individuelles, qui sont le fait des sociétés de construction et des particuliers, ou encore des immeubles industriels et/ ou touristiques (hôtels, restaurants, etc.) pour lesquels les risques sont plus élevés. Cependant, les modalités de gestion ainsi que les logiques fonctionnelles et spatiales des investissements immobiliers des caisses de pension diffèrent considérablement selon le circuit utilisé.

3.2 CIRCUIT A : GESTION DIRECTE, COMPETENCES ET PROXIMITE

3.2.1 Des compétences décentralisées

La gestion directe d'immeuble, voire leur achat ou leur construction, nécessite des compétences particulières au domaine (techniques – architecture, normes de construction, urbanisme, législation, etc. – et financières – évaluation des immeubles, fiscalité, etc.). Dans ce cas, il existe, au sein de la caisse de pension, une ou plusieurs personnes pour s'occuper de la gestion du parc immobilier. Or, l'engagement de personnel et la disposition de compétences dépendent étroitement de la taille des caisses et de l'importance du portefeuille immobilier.

Si les parts consacrées à la pierre peuvent représenter, en moyenne, le 15% de la fortune d'une caisse, les montants restent relativement modestes pour les petites et moyennes caisses. Le portefeuille immobilier de ces caisses peut être relativement restreint et se situer dans une fourchette pouvant aller de seulement quelques immeubles à une dizaine, voire à une quinzaine, rarement au-delà. Seules les grandes caisses ont une taille critique qui leur permet d'avoir une véritable politique immobilière à l'interne qui concerne plusieurs dizaines voire centaines d'immeubles, et peuvent ainsi plus facilement disposer d'une équipe de gestion avec toutes les compétences nécessaires. Avant 1985, toutes les caisses de pension avaient pour habitude d'acheter/ construire des immeubles locatifs pour les employés de l'entreprise (publique ou privée) et/ ou administratif/ industriel pour les besoins de l'entreprise et agissaient en tant que propriétaires. Même si les caisses ont peu à peu abandonné l'achat ou la construction d'immeubles en faveur des assurés/ employés, les possessions immobilières des caisses sont encore marquées par cet héritage. Celui-ci peut d'ailleurs peser lourdement et être aujourd'hui coûteux pour certaines caisses, notamment les petites et moyennes caisses. Les grandes caisses ont pu, toutefois, plus facilement grâce à leur taille critique, procéder à des modifications qualitatives et géographiques de leurs portefeuilles immobiliers. Si les caisses de pension peuvent parfois intervenir comme maîtres d'ouvrage, elles acquièrent principalement des bâtiments qui sont déjà construits⁵. De manière générale, et contrairement aux autres investisseurs institutionnels tels que les fonds immobiliers ou surtout les sociétés d'investissement immobilières⁶, 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 une longue durée, 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 ou de projet de construction est essentielle et repose sur des connaissances précises du marché immobilier régional. La complexification des marchés immobiliers dans les centres urbains et le développement des investisseurs institutionnels (banques, assurances, caisses de pension) ont conduit à l'émergence d'acteurs très spécialisés dans le secteur, et les caisses de pension y recourent couramment. En effet, lorsque les caisses ont besoin de compétences stratégiques (ou spécifiques) – opérations de portefeuille (courtiers), développement de projets de construction (ingénieurs, architectes, etc.), fiducie immobilière (experts comptables et financiers), etc. – elles

⁵ Les investissements immobiliers directs réalisés par les institutionnels (fonds immobiliers, assurances, fondations de placement et caisses de pension) 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).

⁶ Le but de ces institutions est bien le gain de capital lors des transactions immobilières.

recourent à une expertise externe, centralisée et localisée dans les villes, notamment dans les principaux centres urbains du pays. Les trois quarts des institutionnels recourent à des experts externes dans le cadre de leur politique immobilière d'investissement. Ce sont d'ailleurs les plus grands institutionnels qui le font le plus souvent (Altaprima et Ernst Young, 2004 : 44). Ceci n'est pas étonnant étant donné que ceux-ci gèrent des portefeuilles immobiliers parfois considérables et qui sont le plus souvent susceptibles de modifications. 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.), 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.

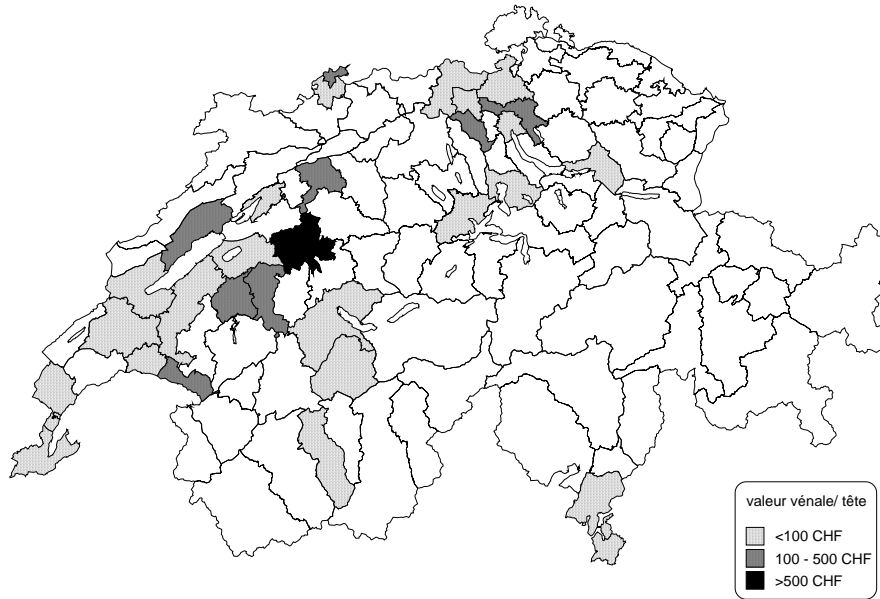
Pour les problèmes liés à la gestion proprement dite des immeubles, à savoir les tâches d'administration liées à la location/ rénovation/ contacts avec les locataires des immeubles, les caisses peuvent avoir une gérance à l'interne ou recourir à des gérances externes. Dans le premier cas, les caisses peuvent disposer de leurs propres gérances pour s'occuper des bâtiments possédés et situés dans les différentes localités, voire régions. Dans le deuxième cas, les caisses peuvent déléguer la gestion de tout ou d'une partie de leur parc immobilier à des sociétés de gérance immobilière. Cependant, cette délégation importe peu ou pas puisqu'elle s'effectue pour des compétences qui ne sont pas considérées comme stratégiques étant donné que les caisses demeurent toujours les propriétaires des immeubles.

3.2.2 Espaces d'investissement

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 (2004 : 41), le 60% des caisses de pension ont indiqué que leurs investissements immobiliers avaient lieu à proximité de l'employeur. Pour 13% seulement, ces investissements pouvaient être effectués dans d'autres espaces économiques que l'emplacement de l'employeur et pour des utilisateurs tiers indépendants. Mais voyons plus précisément les spatialités des investissements directs. Pour ce faire, nous nous basons sur cinq grandes caisses qui ont toutes un portefeuille immobilier et pour lesquelles nous avons pu trouver des données récentes. Ensemble, les cinq caisses détiennent 822 immeubles (résidentiels principalement et commerciaux, secondairement) représentant un montant total de 5.99 Mrd.

Trois raisons explicatives peuvent être avancées dans l'importance de cette proximité spatiale. 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).

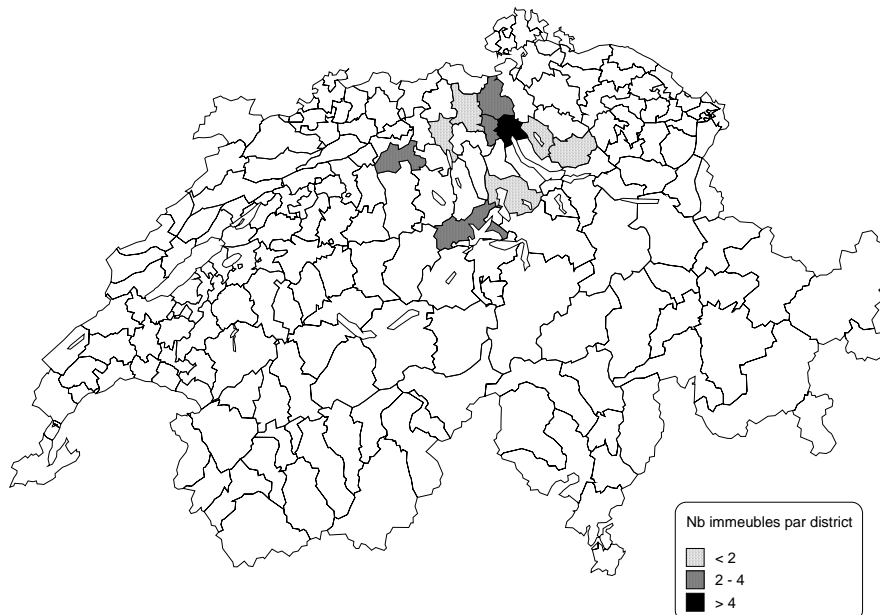
CARTE 1: LES BIENS IMMOBILIERS DE LA CAISSE DE PENSION ASCOM



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 immobilier 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. La majeure partie des immeubles restent donc dans la région d'origine du groupe et de sa caisse de pension (Carte 2 et Carte 3).

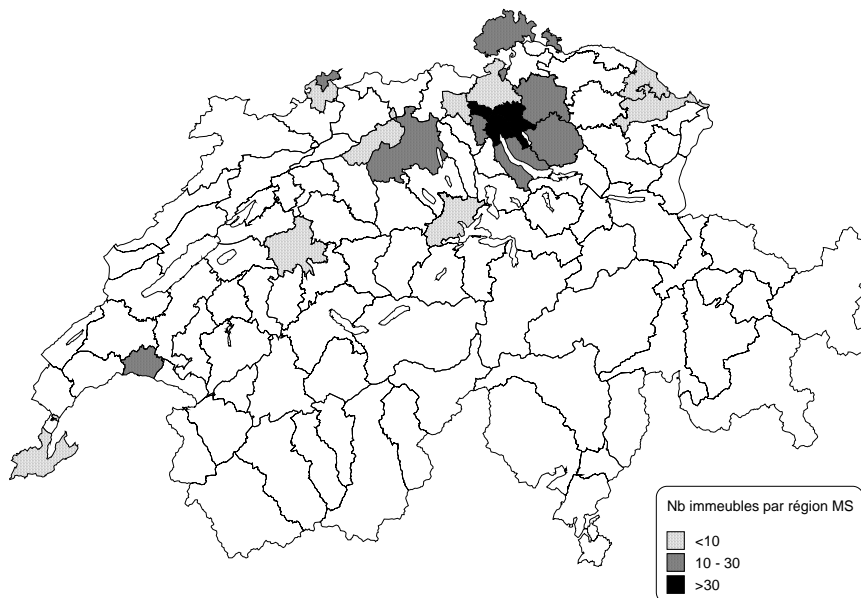
CARTE 2: LES BIENS IMMOBILIERS DE LA CAISSE DE PENSION DE SIEMENS



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 districts du canton d'Argovie et de Zurich ainsi que dans celui de Lausanne.

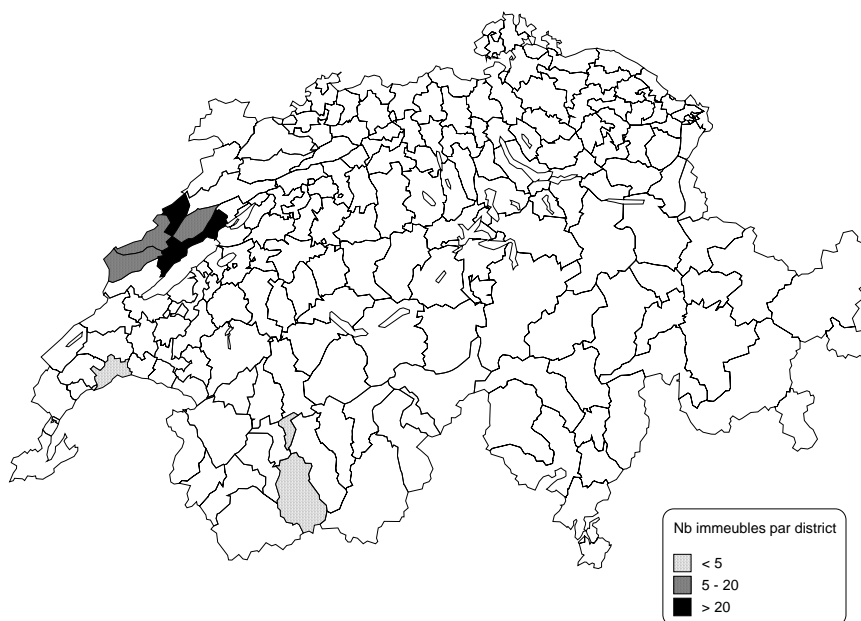
CARTE 3: LES BIENS IMMOBILIERS DE LA CAISSE DE PENSION DE MIGROS



Source : rapport annuel 2003 de la caisse de pension Migros

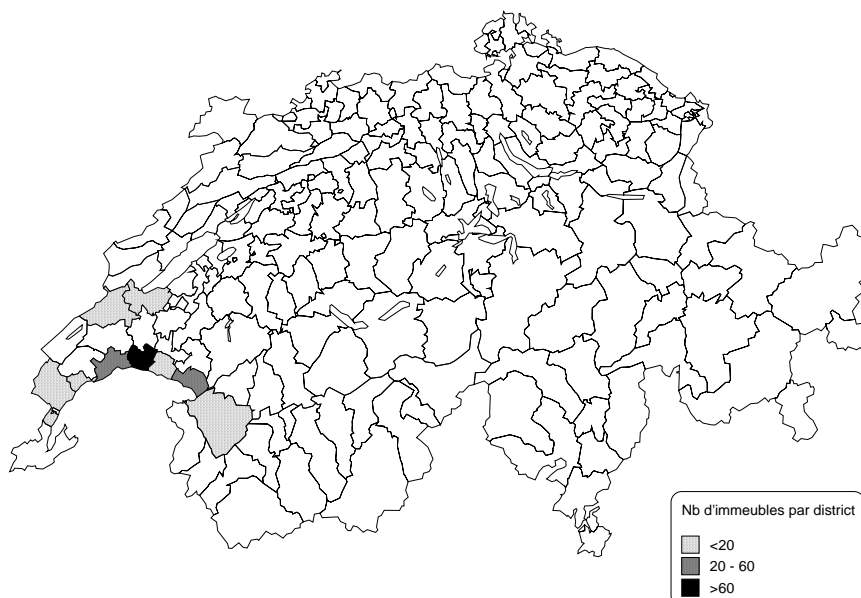
Une troisième explication réside dans le fait que les caisses de pension publiques sont souvent de taille importante et qu'elles gèrent généralement leur secteur immobilier de manière directe. Or, les caisses publiques, de par le fait qu'elles sont en principe soumises à l'autorité politique et que les 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

Les investissements directs des caisses de pension recouvrent des logiques de proximité dont les rayons d'influence varient, premièrement, en fonction de l'importance du portefeuille immobilier et, secondairement, 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 la ville 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 nationale⁷, 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 dans plusieurs régions. Cette géographie résulte généralement des fusions et acquisitions réalisées au cours de l'histoire du groupe.

3.3 CIRCUIT B : GESTION FINANCIARISÉE, DÉLÉGATION ET DISTANCE

3.3.1 Réseaux de compétences centralisées

Les caisses peuvent choisir de déléguer tout le travail de l'entrepreneur immobilier et se comporter en tant que simples investisseurs en prenant des parts, selon le droit suisse, dans trois types d'institutions collectives. Premièrement, elles peuvent choisir d'investir via les marchés financiers en prenant des parts/ actions dans des fonds immobiliers⁸ ou des sociétés immobilières. Deuxièmement, elles ont la possibilité d'investir dans des fondations de placement qui sont uniquement réservées aux caisses de pension et aux autres institutions

⁷ 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.

⁸ Les fonds immobiliers sont généralement affiliés à des banques.

reconnues⁹. Ces dernières – dont les principales sont regroupées au sein de la CAF¹⁰ - ne sont pas cotées en bourse et les prises de participations des caisses de pension s'effectuent fréquemment par des apports en nature. Ces institutions disposent toutes de personnel et des compétences, techniques et financières, nécessaires à la politique immobilière (ingénieurs, architectes, experts immobiliers, courtiers, juristes, etc.). Cela signifie que les investissements sont directs et que l'équipe interne s'occupe de l'achat/ vente et de la construction des immeubles. A l'exception de quelques fonds (notamment le fonds « La Foncière »), les institutions indirectes de placements immobiliers sont toutes situées à Zurich. Cette centralisation de la gestion immobilière implique la disposition de connaissances adéquates des différents marchés immobiliers régionaux. Ces institutions s'appuient ainsi sur les relais que sont les responsables des gérances immobilières, affiliées ou partenaires¹¹, qui possèdent les connaissances du contexte local afin d'identifier les bonnes opportunités d'achat /vente ou de construction d'immeubles.

Pour certaines institutions, surtout lorsque les investissements ont lieu à l'étranger, les modalités de gestion peuvent être indirectes. Cela signifie que les institutions collectives ne restent pas les propriétaires des immeubles mais qu'elles prennent des parts/ actions dans d'autres institutions (fonds immobiliers, cotés ou non, sociétés immobilières, cotées ou non, etc.).

Suite aux déconvenues boursières de ces dernières années, l'immobilier est redevenu une classe d'actif à la mode. Dès lors, les caisses ont, conformément à la logique de diversification, recouru à toutes les possibilités d'investissements indirects. Cependant, les caisses ont principalement opté pour les fonds immobiliers et les fondations de placement. Bien que les caisses puissent être d'importants actionnaires pour les sociétés immobilières cotées, les prises de participations ont été moins fréquentes (Robeco, 2002 ; Lusenti, 2003).

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 des risques. Les marchés immobiliers peuvent être segmentés de manière sectorielle et géographique, chaque segment présentant des cycles de marché et donc des risques 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. Les investisseurs, c'est-à-dire les caisses de pension, peuvent ainsi diversifier leur portefeuille en fonction des produits proposés. Voyons comment ce principe de diversification est mis en œuvre dans le cas qui nous occupe. Notre analyse comprend les principaux acteurs du circuit indirect du pays, à savoir les quatre plus grandes fondations immobilières (ou fondations de placement immobilières), les trois fondations de placement qui ont une politique immobilière directe à l'interne et les huit plus grands fonds immobiliers pour lesquels nous avons pu avoir des données afférentes aux nombres, aux types d'affectation, aux valeurs vénales et aux régions de localisation des immeubles¹². Le circuit analysé porte sur une fortune immobilière de plus de 20.1 Mrd de CHF et sur 2004 immeubles en Suisse.

3.3.2 Diversification par le type d'affectation

Les produits ou fonds proposés par les institutions de placement indirectes peuvent être plus ou moins spécialisés. Les fonds immobiliers et les fondations de placement proposent des produits axés soit entièrement sur le résidentiel ou sur le commercial (compris ici comme les bureaux et les petites surfaces commerciales) ou encore des fonds mixtes dont les proportions résidentiel/ commercial sont variables. Quant aux sociétés immobilières cotées, les portefeuilles sont quasi exclusivement axés sur le commercial et sont encore proches de ceux constitués à l'origine par l'apport des fondateurs. Seuls les fonds mixtes de l'UBS comprennent des immeubles industriels dans leur parc immobilier. En revanche, aucun fonds ne propose des grandes surfaces

⁹ Le cercle des investisseurs d'une fondation de placement est limité aux institutions correspondantes des 2^{ème} et 3^{ème} 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).

¹⁰ Il existe en Suisse dix-neuf fondations de placement principales qui sont regroupées au sein d'un organisme faitier, la Conférence des Administrateurs de Fondations de Placement (CAF¹⁰). Les fondations de placement peuvent plus ou moins être spécialisées : dix sont spécialisées dans la gestion des titres uniquement, cinq dans la gestion immobilière et quatre s'occupent aussi bien de la gestion des valeurs mobilières qu'immobilières.

¹¹ A l'instar des caisses de pension, les diverses institutions peuvent avoir leurs propres gérances immobilières situées dans les différentes régions de localisation des immeubles pour les tâches de gestion et d'administration (location, rénovation, contacts avec les locataires, etc.) ou recourir à des gérances externes/ partenaires.

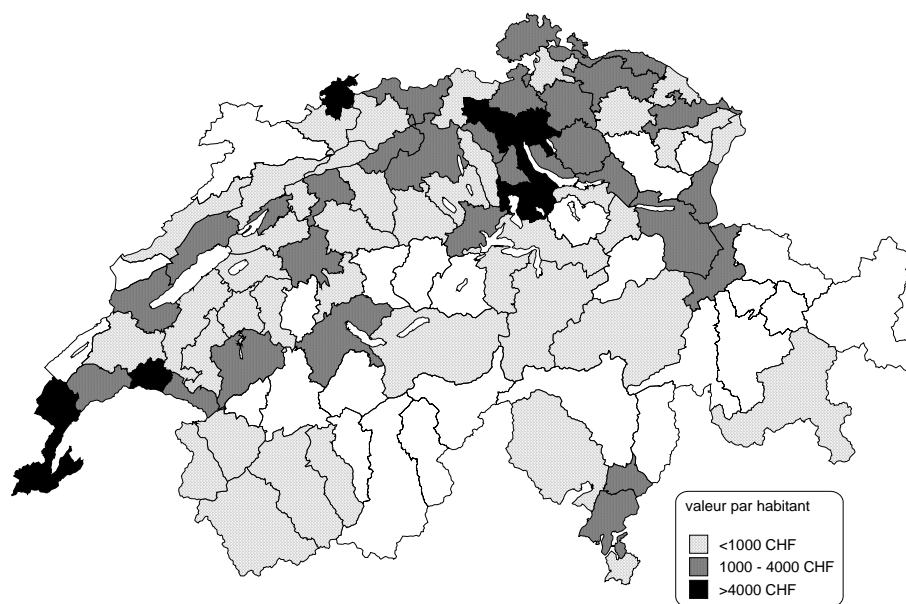
¹² Nous avons écarté les sociétés immobilières en raison du plus faible recourt de la part des caisses pour ce type d'institutions.

commerciales ou encore des bâtiments touristiques (hôtels, restaurants, remontées mécaniques dans les stations alpines, etc.). En définitive, la diversification du portefeuille par le type d'affectation se limite, pour l'investisseur, aux deux grands segments que sont le résidentiel et le commercial.

3.3.3 Diversification géographique

Selon les produits liés au type d'affectation, les diverses institutions de placements collectifs se chargent de diversifier les risques par la répartition géographique des objets immobiliers. Comment cette diversification est-elle comprise ? Procède-t-on à une large diversification, plus ou moins homogène, sur l'ensemble du territoire suisse ou privilégie-t-on certains territoires ? Suite à un rapide coup d'œil, il s'avère que la diversification spatiale se limite à certaines régions uniquement (carte 6)¹³.

CARTE 6: ANALYSE DES 2004 OBJETS IMMOBILIERS POSSÉDÉS PAR 15 PLUS GRANDS ACTEURS DU CIRCUIT INDIRECT EN SUISSE (ETAT EN 2003/2004)



Source : rapports annuels

Les investissements se sont répartis dans un grand nombre de régions MS, mais se sont concentrés 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 vénales 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

¹³ Cette carte se réfère à tous les immeubles possédés (segments résidentiel, mixte ou commercial) par les trois grands canaux d'investissement indirect dans lesquels les caisses peuvent prendre des parts.

Dès lors, que les produits soient plus ou moins spécialisés sur les deux grands segments d'investissements, les véhicules de placements collectifs ont une vision du territoire ciblée sur les régions urbaines du pays et notamment sur les plus importantes.

4 LES INVESTISSEMENTS IMMOBILIERS DES CAISSES DE PENSION DANS LE CONTEXTE DE FINANCIARISATION DE L'ÉCONOMIE

En 2002, le circuit dans lequel les caisses se comportent à la fois comme investisseurs et entrepreneurs (circuit traditionnel) était encore majoritaire. Cela signifie que tous les risques de l'entrepreneur liés aux diverses opérations immobilières sont aux caisses. Pour des raisons politiques ou historiques, mais surtout pour des raisons liées aux connaissances précises à avoir, les achats/ ventes ou les constructions immobilières s'effectuent à une échelle locale ou régionale. Dans tous les cas – et surtout en cas de mauvaises opérations – les responsables internes des portefeuilles immobiliers des caisses doivent se justifier devant le conseil de fondation. Il s'ensuit un examen précis sur les caractéristiques et les situations particulières des immeubles ainsi que sur les rendements respectifs. En d'autres termes, nous sommes dans une situation où il peut y avoir prise de parole ou voice (Hirschman, 1986), c'est-à-dire dans une situation où un débat entre acteurs impliqués à différents niveaux dans la gestion de la caisse peut naître. 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, en l'occurrence le gestionnaire de la caisse, il y a un effet de *lock in*.

Le contexte des années nonante a été marqué par une financiarisation croissante de l'économie. Dans ce cas, ce sont les acteurs financiers, situés au centre (Zurich) qui décident de l'allocation des investissements. Les circuits de la finance sont totalement différents des circuits réels traditionnels. Comment le secteur immobilier des caisses de pension a-t-il réagi à ces changements ? En quoi ont-ils marqué les critères de gestion et la géographie de ces investissements ? En quoi le jeu des acteurs a-t-il été modifié ?

4.1 LE MOUVEMENT DE FINANCIARISATION

Théories et politiques visent aujourd'hui à accroître la mobilité/liquidité des marchés financiers (Corpataux et Crevoisier, à paraître). Les politiques de libéralisation des mouvements de capitaux visent avant tout à assurer une parfaite et libre circulation des mouvements de capitaux. Or, cette parfaite mobilité des capitaux resterait très imparfaite ou n'existerait pas si elle ne pouvait pas s'appuyer sur des marchés financiers suffisamment développés et liquides. Deux types de réformes institutionnelles sont aujourd'hui mises en œuvre dans la plupart des pays afin de construire une mobilité/liquidité maximale des capitaux. D'une part, des réformes qui visent à supprimer les barrières réglementaires qui entravent la libre et parfaite circulation des capitaux. D'autre part, des réformes visant à renforcer l'efficacité opérationnelle des marchés financiers, c'est-à-dire à promouvoir leur liquidité, leur transparence ainsi qu'à garantir une information publique de qualité.

Dans le même temps, la théorie financière moderne, inspirée de Markowitz, pousse les acteurs à des stratégies de diversification qui conduisent à disséminer leurs portefeuilles sur un grand nombre de valeurs. Or, plus les marchés financiers sont développés et liquides, plus cette théorie peut concrètement se déployer. Cette mobilité/liquidité accrue atténue le risque qu'engendre l'immobilisation du capital puisqu'elle offre aux acteurs économiques l'opportunité de se dégager à tout moment de leurs investissements. Si cette théorie s'appliquait/concernait avant tout le marché des actions et cherchait à rendre comparable des entreprises différentes commensurables entre elles – les entreprises cotées ne sont, dans cette perspective, plus conçues que comme un ensemble d'actifs liquides, négociables en tout temps selon un certain nombre de critères standardisés et quantifiables – celle-ci a été étendue à d'autres domaines ou classes d'actifs pour reprendre les termes de la finance moderne. Les placements immobiliers sont ainsi aujourd'hui une classe d'actifs comparables aux placements en titres et auxquels on cherche à appliquer les mêmes critères d'investissements, ceux du rendement et du risque.

4.2 LA CONSTRUCTION DU MARCHÉ FINANCIER DE L'IMMOBILIER : COMPARABILITÉ ET LIQUIDITÉ

Le marché immobilier en Suisse est très fragmenté et a un caractère régionalisé très prégnant, et est donc peu liquide. Les acteurs financiers exercent néanmoins une pression afin de développer ce marché sur le modèle des marchés des titres et des marchés immobiliers internationaux en améliorant liquidité, transparence et informations. Dans le circuit traditionnel, les investissements immobiliers des caisses sont régionaux étant donné la difficulté à investir dans d'autres régions, et la gestion immobilière directe des caisses est souvent caractérisée de passive par les acteurs financiers, c'est-à-dire que les mouvements d'achat/ vente des immeubles sont peu fréquents¹⁴. En effet, une fois acquis ou construits, les caisses gardent les immeubles sur une très longue durée, les politiques de désinvestissements étant très rare (Altaprima et Ernst Young, 2004). Les acteurs financiers appellent les caisses à avoir un comportement plus actif et à pratiquer une réévaluation plus fréquente (logique buy and manage) afin que celles-ci gèrent leur portefeuille immobilier suivant la même logique que leur portefeuille de titres. La construction d'un marché national unifié sera source de liquidité et rendra les transactions immobilières plus courantes.

Certains gestionnaires institutionnels actifs dans l'immobilier, à l'instar de Swissca (2003), proposent un certain nombre de réformes afin d'augmenter la taille et de développer la liquidité du marché suisse, : développement de nouveaux véhicules de placement collectifs et de nouveaux produits, amélioration des informations et de la transparence sur les objets immobiliers, application de nouvelles méthodes d'évaluation reposant sur des critères dynamiques, gestion plus active du portefeuille immobilier, etc.

Toute une série de mesures allant dans le sens d'une plus grande comparabilité des immeubles et d'une plus grande liquidité du marché financier de l'immobilier ont été prises. La mise en place d'un marché national nécessite, en effet, 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. La loi « institutionnalise » le vocabulaire financier contemporain au travers les trois grands principes de bonne gestion édictés des années nonante à nos jours. En effet, les critères de placements des caisses de pension reposent sur un triptyque de rendement, risque et liquidité figurant dans la loi cadre (LPP) et dans l'ordonnance (OPP2) fédérales. Notons trois exemples concrets qui visent à accroître comparabilité et mobilité :

Premièrement, les investisseurs disposent depuis déjà quelques années d'indices immobiliers pour comparer les performances des véhicules cotés en bourse¹⁵, et depuis le début 2005, également d'un indice portant sur les fondations de placement appartenant à l'organisation faîtière de la CAFP (Conférence des Administrateurs de Fondation de Placement) ayant un portefeuille immobilier.

Deuxièmement, la récente modification des normes de comptabilité pour les caisses de pension¹⁶ s'inscrit dans le contexte de financiarisation des placements immobiliers des caisses et reposant sur le principe de la comparabilité des rendements. Par ce nouveau principe de comptabilité, tous les placements des caisses doivent refléter la situation financière actuelle des caisses, ce qui signifie que l'évaluation repose sur les valeurs de marché.

Troisièmement, la loi fédérale sur les fonds de placement (LFP, datant de 1994) 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). Cela favorise le développement de véhicules de placements collectifs, entre autre, dans l'immobilier et ainsi accroître la liquidité des différents marchés.

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. L'immobilier devient même un placement idéal, après les déconvenues du début des années 2000, puisqu'il permet d'asseoir les stratégies de diversification. Différentes recherches ou études réalisées montrent

¹⁴ Ce qui n'exclut pas au plan réel que les caisses peuvent être extrêmement actives en participant, par exemple, à de nombreux projets de construction.

¹⁵ 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.

¹⁶ 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^{er} janvier 2005, les institutions de prévoyance doivent utiliser ces nouvelles normes comptables (Meyer et Teitler, 2004).

que la corrélation entre les rendements de l'immobilier et ceux de placements financiers (actions et obligations) est faible, voire négative (Par exemple, Bender et al., 2001 ; Hoesli, 2003). Les placements immobiliers jouent un rôle bénéfique dans la diversification de portefeuilles mixtes, c'est-à-dire de portefeuilles contenant plusieurs classes d'actifs. Dès lors, les investissements de l'immobilier se laissent analyser sous l'angle du rendement et la diversification des risques. C'est bien le but des marchés financiers que de permettre l'étalonnage des performances entre les immeubles situés dans des territoires différents, au niveau national et au niveau international.

4.3 LA FORME DU CIRCUIT FINANCIARISÉ : DES COMPÉTENCES ET DES INVESTISSEMENT CENTRALISÉS

Lorsque les caisses de pension prennent des parts dans les différents véhicules de placement, 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. Ce marché s'est développé étant donné, nous l'avons vu, que les parts sont passées d'un peu moins de 5% en 1994 à près de 15% en 2002. Dans ce cadre, le choix du conseil de fondation de la caisse de pension en matière d'investissement immobilier se résume à l'achat ou à la vente de parts/ actions sur la base d'indices comparés.

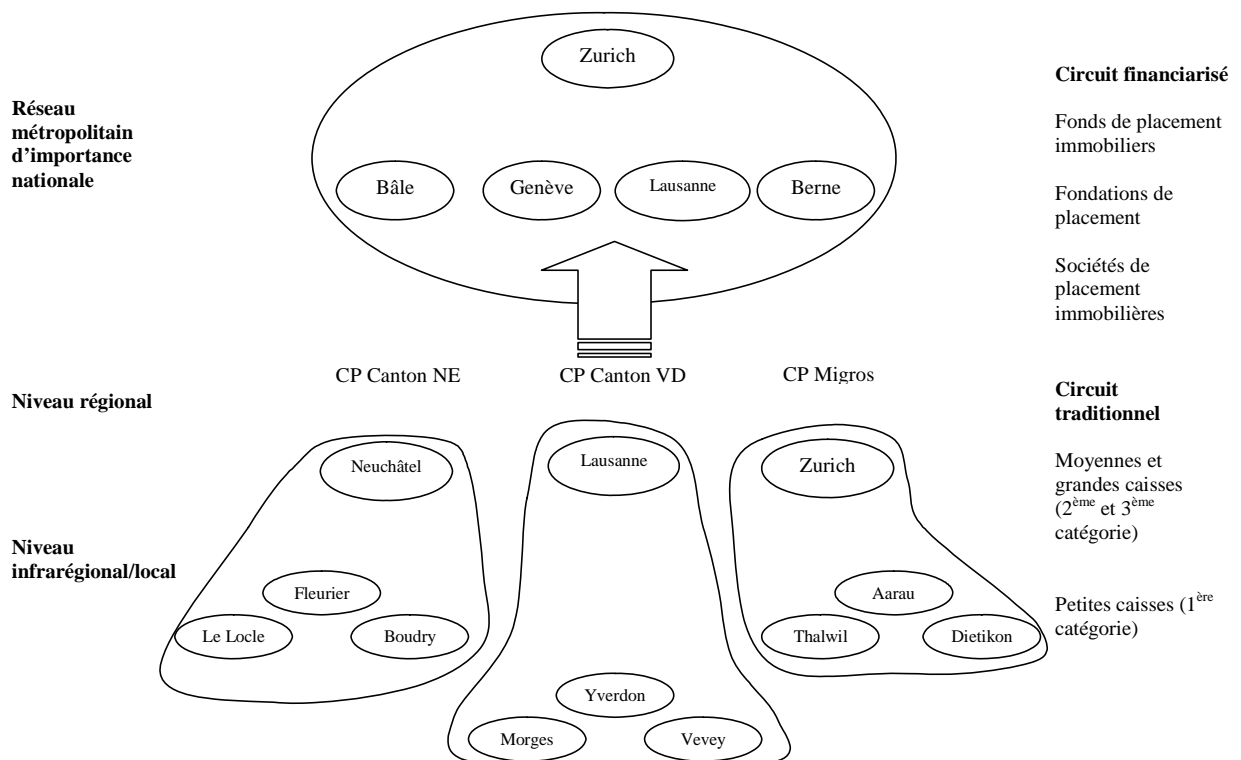
La forme du circuit indirect/ financiarisé diffère fondamentalement de la logique de proximité qui prévalait traditionnellement. En effet, la délégation de la gestion se fait selon des processus qui sont standardisés sur les plans fonctionnel et spatial. Les compétences liées à la gestion et aux investissements immobiliers sont centralisées pour l'essentiel à Zurich. Il semblerait de surcroît qu'on assiste à un accroissement de la gestion à l'externe depuis 2002-2003. En effet, de nombreuses caisses ont par exemple cédé la gestion de leurs portefeuilles immobiliers en prenant des parts au sein des trois fondations immobilières gérées par la société Pensimo localisée à Zurich¹⁷.

Les investissements immobiliers obéissent à une logique industrielle et sont standardisés en fonction des critères de rendement et de risque. Les institutions spécialisées doivent faire en sorte que les rendements soient au moins égal à ceux du marché financier (indices), et que le risque soit réduit par la diversification du portefeuille (types d'affectation – résidentiel et commercial - et territoires). Si le gérant de la caisse est insatisfait des résultats obtenus, il choisira l'exit. Notons néanmoins que le passage par les marchés financiers pousse à la conformité dans le choix des produits financiers offerts par les responsables des fonds collectifs. En effet, par exemple dans un contexte général de crise, un gérant de caisse ne sera pas remis en question s'il obtient de mauvais résultats, mais proches de ceux des autres gérants de caisse. Par contre, des résultats insatisfaisants à court/ moyen termes alors que les autres gérants obtiennent des résultats nettement supérieurs, peut lui coûter sa place. Il est dès lors difficile de sortir de la « convention » ambiante dans les choix de placements pour un gérant de caisse.

Du point de vue des investissements, notre analyse a concrètement montré que ceux-ci sont principalement orientés sur les régions centres et suivent une logique basée sur la hiérarchie urbaine de la Suisse (Figure 3). 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 rencontrent aujourd'hui des difficultés de financement. On peut se demander pourquoi les investissements sont réalisés dans les centres alors qu'on ne dispose pas d'évidence concernant la rentabilité comparée entre les régions des investissements immobiliers sur une certaine durée. Les « poches » d'investissements semblent dépendre des représentations des acteurs financiers et de leurs engouements. Celles-ci semblent jouer un rôle central dans la sélection des territoires. A ce jeu, les grands centres urbains semblent bien placés. La justification et le marketing des produits financiers s'en trouvent facilités.

¹⁷ 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.

FIGURE 3: ÉVOLUTION DES SPATIALITÉS DES INVESTISSEMENTS IMMOBILIERS DES CAISSES DE PENSION SUISSES (1984 – 2002)



4.4 LIMITES À LA TRANSPOSITION DU MODÈLE DES TITRES DANS L'IMMOBILIER

4.4.1 La polysémie du rendement et du risque en finance et dans le monde réel

Si des marchés suffisamment liquides et développés constituent la condition *sine qua non* à la bonne marche des marchés financiers, la finance se caractérise par une conception tout à fait particulière des notions de *rendement et de risque* (Tableau 3). 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, c'est-à-dire sur la durée – il faut en général un certain temps pour réorganiser l'outil productif d'une firme, innover, etc. – mais sur les rendements comparés en continu des autres investissements sur les marchés financiers ; la logique de réévaluation des marchés financiers est ainsi permanente et est déconnecté du temps de la production (Orléan, 1999). 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. Cependant, si une uniformisation des normes de comptabilité est la bienvenue, nous émettons quelques doutes sur la comparaison entre investissements directs et indirects. Dans quelle mesure les indices immobiliers de véhicules cotés et non cotés reflètent-ils les valeurs réelles des immeubles ? En d'autres termes, les valeurs de rendement correspondent-ils aux prix des marchés financiers ? Si l'évaluation d'un immeuble peut se faire de manière identique puisque la plupart des caisses de pension et des véhicules de placements collectifs tendent à utiliser les mêmes méthodes d'évaluation (par exemple le

discounted cash flow, DCF¹⁸), les valeurs de marché des portefeuilles immobiliers des véhicules cotés correspondent rarement aux valeurs réelles. En est-il de même avec les véhicules non cotés ? L'indice des fondations de placement appartenant à la CAFP correspond-il à la somme des DCF de tous les immeubles détenus par celles-ci ?

En économie réelle, le risque pris par l'entrepreneur est difficilement rationalisable sous la forme d'un calcul. L'entrepreneur fait un pari sur le futur et ce futur n'est pas parfaitement connu ou connaissable. Cette incertitude a été qualifiée de « radicale » par Keynes et est réservée à des situations au devenir inconnu ou tout au moins non probabilisable – cette incertitude s'exprime par l'impossibilité de dénombrer les états du monde futurs. En théorie économique et financière standard, le concept de « risque » a une signification différente et bien particulière. En effet, depuis Knight, le terme de « risque » est appliqué aux situations à l'issue imparfaitement maîtrisée mais dont tous les scénarios de sortie sont *a priori* connus, c'est-à-dire auxquels il est possible d'affecter une probabilité d'occurrence – tous les états de la nature futurs sont connus au départ (pour une vue synthétique des débats : Moureau N. et Rivaud-Danset D.). L'univers incertain décrit par Markowitz correspond à un risque probabilisable et surtout réductible en appliquant une diversification appropriée.

Pour les tenants de l'efficacité des marchés financiers, ces derniers auraient ainsi une capacité à décrypter/prévoir correctement les flux actualisés de revenus futurs dans un univers probabilisable. Le couple rendement/ risque correspond à une solution à trouver dans un exercice d'ingénierie financière. Or, dans le monde concret, il est extrêmement difficile de prévoir à coup sûr le rendement et le risque associé à l'achat d'un objet immobilier ou autre.

TABLEAU 3: COMPARAISON DES CRITÈRES D'INVESTISSEMENTS IMMOBILIERS 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
Rendement	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.
Risque	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.
Liquidité	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

¹⁸ Selon la méthode du DCF ou 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).

4.4.2 Les limites de la construction de la comparabilité et de la liquidité

Le circuit indirect peut-il vraiment s'abstraire du cloisonnement des marchés immobiliers afin que les investisseurs puissent investir indépendamment des particularités locales, et rendre ainsi la gestion de l'immobilier liquide ?

A Restriction de la liquidité financière

Les caisses peuvent choisir d'investir via les marchés financiers dont l'avantage principal consiste justement à permettre cette gestion active ou liquidité, ou de prendre des parts dans les fondations de placement qui leur est réservé. Dans le premier cas, il s'avère que le marché immobilier suisse est encore limité¹⁹. Dans le deuxième cas, l'atout principal des véhicules non cotés, à savoir le fait d'éviter l'irrationalité du marché, s'efface devant la faiblesse de leur liquidité. En effet, l'entrée ou la sortie peut être plus problématique étant donné qu'il n'y a pas de marché secondaire²⁰. Il y a dans ce cas, pour l'investisseur, cumul des inconvénients des marchés financiers et des marchés réels de l'immobilier.

B Restriction de la liquidité des marchés immobiliers

L'achat/ vente ou la construction d'immeubles n'est pas une mince affaire. 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.

Dans ce cadre, lorsque les institutions de placements collectifs agissent en tant qu'entrepreneurs et propriétaires, les rendements attendus sont ceux provenant des loyers. Les achats ou les constructions sont donc réalisés dans une perspective de long terme, même si, 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, le segment commercial. Dès lors, les diverses opérations immobilières doivent s'effectuer dans le respect des normes en place (construction et aménagement du territoire, législation – droit du bail, etc.). Si l'on ajoute les normes en matière de fiscalité (droit de mutation), il en découle que la liquidité réelle de l'immobilier est très partielle, et que les rendements réels de l'immobilier ne sont pas modulables à loisir. Étant donné les difficultés réelles des opérations immobilières, les institutions collectives ont également le même comportement de *buy and hold* alors reproché aux caisses de pension lorsqu'elles agissent comme entrepreneurs et investisseurs.

C Restriction liée aux représentations territoriales des acteurs financiers

L'autre avantage du circuit indirect, à savoir le fait de procurer une meilleure gestion des risques par la diversification des investissements et ainsi de palier au manque de diversification géographique des placements directs des caisses, ne résiste pas non plus à l'analyse empirique (Figure 3). Nous avons vu que le passage par le circuit financiarisé 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 laissent transparaître une vision du territoire ciblée sur les régions

¹⁹ 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).

²⁰ Premièrement, l'investisseur peut vendre ses parts en trouvant un acheteur. Il va de soi que les conditions de vente et de prix de ce marché de gré à gré dépendent de la conjoncture. Deuxièmement, les parts détenues par l'investisseur peuvent être rachetées par la fondation de placement. Ce rachat se fait à la valeur d'inventaire et résulte d'un processus assez long puisqu'il dépend d'un préavis de plusieurs mois avant la fin de l'année courante. Ce délai étant encore plus long si les montants des parts à racheter sont importants. De plus, il existe une commission de rachat prise sur la transaction (Crédit Suisse, 2003).

urbaines du pays les plus importantes. Cependant, selon les principes de la diversification du portefeuille ne faudrait-il pas alors davantage panacher les territoires et les types d'affectation ? Les investissements réalisés dans les régions périphériques ou dans le segment touristique peuvent se justifier parfaitement et être en phase avec la théorie puisque le risque non systématique peut être compensé par le risque systématique lié à l'ensemble du portefeuille. Les investissements des différents véhicules de placement collectifs s'effectuent en fonction de critères du marché financier. Les régions urbaines du pays, et notamment les régions métropolitaines de Bâle, Berne, Genève, Lausanne et Zurich, sont-elles uniquement les seules à pouvoir remplir les conditions, et offrir des rendements intéressants pour un risque faible ? Rien ne le laisse penser.

En définitive, ne peut-on pas dire que les institutions du circuit indirect se comportent comme les caisses de pension lorsque celles-ci investissent de manière directe, à la différence notoire que les espaces d'investissement considérés comme pertinents sont les régions urbaines importantes du pays, ou les espaces de proximité des acteurs financiers, et non plus les espaces de proximité des caisses de pension.

5 CONCLUSIONS

Dans la dernière partie de notre travail, nous proposons une double conclusion. La première apporte quelques considérations sur les modalités de prise en compte de la durabilité dans les deux circuits d'investissements immobiliers des caisses de pension dont nous avons mis en évidence les caractéristiques fonctionnelles et spatiales. La deuxième insiste sur les caractéristiques et les conséquences du processus actuel de financiarisation de l'immobilier.

5.1 CONCLUSIONS RELATIVE AU DÉVELOPPEMENT DURABLE

Dans quelle mesure les caisses de pension qui sont, rappelons-le, l'un des principaux investisseurs immobiliers du pays, prennent-elles en compte les critères du développement durable dans leurs pratiques ? Pour répondre à cette question, il est nécessaire de distinguer, comme on l'a fait tout au long de cet article, le circuit direct et le circuit financiarisé.

Concernant le *circuit direct*, les caisses de pension agissent comme des entrepreneurs immobiliers. Leurs décisions et leurs pratiques reposent sur un examen précis des caractéristiques fonctionnelles et territoriales des immeubles. Dans ce contexte, la prise en compte de critères de durabilité dans la politique de la caisse relève des instances dirigeantes de la caisse (conseil de fondation et ou assemblées des assurés / délégués). Du point de vue institutionnel, il est donc parfaitement envisageable que certaines caisses privilégient les critères du développement durable. La *prise de parole* (voix) est donc possible, pour autant que les membres des instances dirigeantes en fasse usage. D'ailleurs, on constate que certaines caisses, en particulier publiques, privilégient les logements à loyer modérés, la qualité du construit, certaines aménités environnementales, la proximité des transports publics, la mixité fonctionnelle, etc. Cependant, de manière générale, une limite importante est la passivité dont font preuve les instances dirigeantes des caisses de pension.

Le *circuit financiarisé* tend au contraire à favoriser les comportements de *défection* (exit), et ceci même dans un secteur comme celui de l'immobilier. Dans ce circuit, les caisses se cantonnent au rôle d'investisseur. En cela, le marché financier leur permet d'éviter les problèmes de l'économie réelle, à savoir la sélection des immeubles, l'immobilisation des capitaux sur le long terme, la prise en charge de la gestion concrète des immeubles, etc.

Contrairement au marché des actions, il n'existe pas de fonds de placement immobiliers durables. La seule possibilité qui reste aux caisses pour imposer des critères de gestion durable est 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, ne peuvent en pratique pas avoir lieu lors des assemblées générales. Des discussions ont également lieu dans les organes dirigeants des fondations, des fonds ou des sociétés, mais l'accès des caisses à ces instances est restreint. 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 très grande. D'ailleurs, il ne faut pas oublier que c'est l'objectif recherché. La gestion déléguée permet de s'abstraire des lourdeurs de la gestion des immeubles et de se concentrer uniquement sur la *shareholder value*.

Pour le moment, le circuit direct reste prédominant et les caisses demeurent les propriétaires des immeubles. Cependant, 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 sur la durabilité des investissements ?

Pour Hirschman (1986), une société développée est celle dans laquelle la prise de parole occupe une place importante. En effet, elle permet une meilleure gestion des problèmes et des défaillances : l'information est riche, l'offre peut donc s'adapter à la demande de manière qualitativement adéquate. 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 des caisses 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 mis 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 immobiliers 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 développer des stratégies locales constructives.

5.2 CONCLUSIONS RELATIVES À LA FINANCIARISATION DU SECTEUR IMMOBILIER

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 les projets, les acteurs et entre les 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 pertinents. 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. En effet, c'est en favorisant l'intégration des espaces (l'abolition des frontières), en uniformisant les manières d'analyser les projets et les espaces, enfin en adoptant des législations identiques entre les différents espaces (régionaux et nationaux) que l'industrie financière peut se développer. La finance, ce sont les institutions qui permettent un découplage, une mise à distance telle entre l'investissement et l'investisseur que ce dernier peut baser ses choix uniquement sur les critères de rendement (financier) et de risque (financier). La finance, c'est l'ensemble des conventions qui rendent la circulation (les financiers disent la « liquidité ») du capital (financier, non du capital réel) possible, à court terme et à longue distance. L'industrie financière est l'équivalent pour les capitaux de ce qu'est l'industrie des transports pour les marchandises et les personnes : elle unifie les marchés, elle rend les produits comparables et fait par conséquent augmenter la concurrence tout en permettant certaines économies d'échelle et la centralisation/concentration du pouvoir économique.

L'étude du cas du secteur immobilier des caisses de pensions suisses montre que la financiarisation n'est pas un phénomène qui touche de manière uniforme l'ensemble de ce secteur. Elle se fait selon des rythmes variables et des espaces différenciés. Ainsi, elle séduit prioritairement certains acteurs (les trop petites caisses et plus récemment les très grandes, qui sont proches des milieux financiers), elle investit des immeubles bien particuliers (les immeubles résidentiels – éventuellement commerciaux – collectifs), localisés dans les 3 ou 4 principaux centres urbains du pays.

Cette financiarisation rencontre également des limites dues aux spécificités du secteur immobilier et aux institutions de ce secteur en Suisse. Dans le secteur immobilier, le propriétaire est, en raison des coûts de transaction extrêmement élevés (et qui ne se résument pas à la fiscalité !), contraint de conserver ses immeubles sur une longue durée et de raisonner en termes de rendement réel à long terme. Difficile, dans ce secteur où les loyers ne peuvent évoluer que lentement et où les charges sont avant tout financières, de faire évoluer rapidement les revenus à la hausse ou les coûts à la baisse selon les sollicitations des marchés financiers. Difficile également de surmonter l'opacité des marchés locaux, sur lesquels les acteurs retiennent l'information et pour lesquelles les particularités législatives et réglementaires restent élevées.

Depuis 1985, année de la mise en place du système du deuxième pilier, les fonds des caisses de pension ont crû de manière importante. Les investissements immobiliers ont suivi, mais dans une moindre proportion. Aujourd'hui, les investissements immobiliers redeviennent intéressants en raison de l'effondrement des valeurs mobilières en 2002. Non seulement leur rendement n'est plus considéré comme mauvais, mais on leur prête en plus, et toujours selon la théorie du portefeuille, des vertus en termes de diversification.

Concernant ce dernier point, il s'agit de rester prudent. En effet, on a vu à quel point les investissements se concentrent sur des espaces restreints. En ce sens, on peut craindre que les caisses de pension ne renforcent la formation d'une bulle immobilière, de la même manière qu'elles ont renforcé la montée des cours dans les années nonante en investissant des sommes considérables sur le marché des actions... et le secteur immobilier soumis aux effets de bulle est extrêmement étroit.

6 RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

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

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.

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, Economie, 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*.

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

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. (2003), "Pourquoi les institutionnels investissent si peu en immobilier?" *Réflexions immobilières*, pp. 14-19.

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

Meyer, C. et Teitler, E. (2004), Les Swiss GAAP RPC trouvent leur voie, pp. 10-18.

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.

Orléan, A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris.

OFAS (2000), "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.

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

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.