



Structures de placement pour l'immobilier

# Comment on s'y prend pour cimenter le capital vieillesse

Les caisses de pensions investissent énormément dans l'immobilier suisse.

Beaucoup de caisses essaient d'en faire encore plus par le biais de véhicules de placement indirects. Sans stratégie claire, la déconvenue menace.

EN BREF

L'immobilier suisse dégage des rendements intéressants, mais qui sont en légère régression.

Les caisses restent néanmoins très friandes d'immobilier, mais celles qui osent franchir le pas et investir à l'étranger sont encore plutôt rares.

Dans un environnement de taux négatifs, les investisseurs en quête de placements se tournent plus que jamais vers l'immobilier pour se tirer d'embarras. Les prix des fonds immobiliers et des sociétés immobilières ont pulvérisé tous les records cette année et les émissions se multiplient. Les prix de transaction des placements directs ont atteint des sommets historiques et stimulent encore davantage le développement de nouveaux grands projets dans les zones d'agglomération.

Une allocation stratégique en immobilier suisse de 15% à 25% est aujourd'hui courante dans les caisses de pensions. Là-dessus, 20% sont en moyenne effectivement investis. La fortune globale gérée par la prévoyance professionnelle tourne actuellement autour de 900 milliards de francs, ce qui signifie

que les caisses de pensions ont investi 180 milliards de francs dans la pierre. Les placements immobiliers totalisent environ 1400 milliards de francs dont une part considérable de plus de 10% va donc au compte des caisses de pensions. A cela s'ajoute le patrimoine immobilier privé qui représente approximativement 1750 milliards de francs. On peut affirmer sans exagérer que pratiquement tout citoyen ou citoyenne suisse est lourdement engagé dans le marché immobilier.

## Une évolution souvent historique des portefeuilles

Les portefeuilles immobiliers des caisses de pensions se sont généralement constitués au fil de l'histoire. Autrefois, les entreprises industrielles et la main publique investissaient volontiers dans

des immeubles locatifs et commerciaux. Ce qui fait qu'aujourd'hui, leurs caisses de pensions détiennent des objets très convoités dans des situations privilégiées.

Des quotes-parts d'immobilier supérieures à 50% n'ont rien d'extraordinaire et sur fond de crise financière, on n'avait généralement aucun mal à apporter la preuve concluante qu'il s'agissait d'extensions des possibilités de placement telles que prévues à l'art. 50 al. 4 OPP 2.

Beaucoup de caisses de pensions investiraient volontiers encore plus dans l'immobilier. Un rendement relativement attractif va en effet de pair avec une faible volatilité dans ce segment et lui confère un rapport rendement/risque très séduisant. Et pourtant, l'essor immobilier suscite aussi des inquiétudes: les



observateurs critiques craignent que les longues années de hausse incitent à surestimer la liquidité et à sous-estimer la volatilité de ce marché.

### Rendements régressifs

Dans notre étude sur la situation de l'immobilier des caisses de pensions, nous avons constaté que les rendements étaient orientés à la baisse en 2016. Dans le pool immobilier étudié, le rendement brut moyen était de 5.4% pour l'ensemble des objets. Le segment des immeubles d'habitation (5.3%) était moins rentable que le segment à usage commercial mixte (5.6%). La très forte demande de placements dans l'immobilier d'habitation a mis ce segment sous pression: de 4.7% en 2013, le rendement net y a chuté à 4.3% en 2016.

Sur le marché des transactions qui fonctionne désormais sur le mode des enchères, certains objets sont adjugés à des taux de rentabilité encore nettement inférieurs (voir également à ce sujet l'article Eckert à la page 63). Dans un contexte d'offre limitée et de forte demande de la part des caisses de pensions et des assureurs, il devient de plus en plus difficile de trouver des investissements adéquats sur le marché de l'immobilier suisse.

### Les investissements indirects ont la cote

En plus de l'environnement actuel sur le marché, les frais de gestion grandissants et les risques agrégés liés à certains immeubles individuels orientent les investisseurs vers les placements immobiliers indirects.

Les institutions de prévoyance choisissent en priorité le segment en plein essor des fondations de placement, suivi des fonds immobiliers et des sociétés im-

mobilières, avec une nette préférence pour le marché domestique. On commence à discuter d'investissements à l'étranger car de nombreuses institutions de prévoyance ont déjà épuisé le potentiel du marché immobilier suisse où elles sont fortement engagées, mais les investissements dans l'immobilier étranger restent néanmoins encore rares.

#### *Les fondations de placement*

La plupart des fondations de placement ont construit leur portefeuille existant sur de longues années et sont évaluées chaque année à la valeur du marché. Les parts sont cédées hors bourse moyennant une commission d'émission, on ne paie donc pas de surcote par rapport à la valeur nette d'inventaire (NAV).<sup>1</sup>

Le segment s'est beaucoup développé ces dernières années. A fin juillet, les 29 catégories de placement contenues dans l'indice immobilier CAFIP représentaient à elles seules une fortune globale de 36 milliards de francs. La performance annuelle moyenne sur cinq ans s'est établie à 5.7%. La performance relative des fondations de placement plus récentes est un peu moins bonne, mais leur retard s'explique par les coûts de mise en place et leur entrée tardive sur le marché. En contrepartie, les nouvelles fondations de placement émettent encore des parts, alors que beaucoup de véhicules plus anciens sont fermés aux nouvelles souscriptions. L'évaluation annuelle garante d'une faible volatilité et un traitement fiscal favorable font sans doute des fondations de placement l'alternative la plus adéquate aux placements directs.

#### *Les fonds de placement et les sociétés immobilières*

Restent les fonds immobiliers et les sociétés immobilières qui sont majoritairement négociés en bourse. Ces deux segments couvrent un volume de 47.5 et 19.5 milliards respectivement. La performance globale annualisée des deux options a été très satisfaisante sur les cinq dernières années (5.0% et 7.0%). Les surcotes par rapport à la valeur intrinsèque des véhicules ont atteint cette année les moyennes historiques de 33% et 24%.

La négociation en bourse présente l'avantage que les prix se reforment en permanence, mais il en résulte aussi une plus grande volatilité.

Les sociétés immobilières affichent souvent une prédilection pour les immeubles commerciaux et sont encore connectées à d'autres activités selon les entreprises. Par contraste, les fonds immobiliers sont de purs véhicules de placement avec des limites d'endettement définies par la loi et dont l'activité se concentre essentiellement sur le segment des immeubles d'habitation.

Tandis que les sociétés immobilières sont parfois détenues dans la quote-part d'actions sous la forme de positions isolées, une allocation de base en fonds immobiliers est monnaie courante dans la part d'immobilier. On cherche alors généralement des produits de gros volume avec une large diversification pour couvrir le marché.

Outre l'investissement direct dans des titres correspondants, il est également possible dans ce segment de détenir des positions actives ou passives par le biais de produits indiciaires. Il existe dans les fonds immobiliers aussi bien que dans les sociétés immobilières des titres qui sont négociés hors bourse, mais il s'agit de produits de niche à très faible volume.



## Le profil d'investissement des caisses de pensions

En résumé, l'allocation typique d'une caisse de pensions se présente comme suit: certaines caisses de pensions disposent d'un parc immobilier existant qui s'est construit au fil de l'histoire et qu'elles gèrent souvent elles-mêmes. L'administration de l'immobilier est surtout externalisée pour les patrimoines inférieurs à 500 mio de francs.

Dans les années récentes, les portefeuilles immobiliers modestes et insuffisamment diversifiés ont souvent été transférés dans une fondation de placement au titre d'apport en nature. De tels transferts ont généralement été profitables et ont en outre permis de restructurer le personnel administratif.

Dans quelques rares cas, on s'est défait

des biens existants pour réinvestir dans les opportunités de placement mentionnées ci-devant ou réduire l'allocation.

Les caisses de pensions qui ne disposent pas d'un parc immobilier historique ont généralement constitué une allocation de base dans des fondations de placement et la complètent par un choix sélectif de nouveaux produits. En alternative, et surtout parce que les possibilités de souscription sont limitées dans les fondations, elles souscrivent aussi des parts de fonds ou de sociétés immobilières à gros volume.

La plupart des caisses hésitent toujours à investir hors de nos frontières car les offreurs y sont très nombreux et la connaissance du marché, l'étude des structures d'investissement et le suivi des gestionnaires demandent des efforts considérables. Ce sont donc surtout les

grandes caisses qui se lancent. Les petites caisses se tournent de préférence vers les structures de fonds de fonds qui garantissent une vaste diversification.

### Une analyse méthodique, une stratégie claire

L'immobilier, qu'il soit détenu en propriété directe ou indirecte, est exposé aux fluctuations du marché comme tout autre bien négociable. Après plus de dix ans de hausse ininterrompue, il importe plus que jamais de mettre en place une stratégie claire fondée sur une analyse solide du portefeuille afin de créer des conditions propices à une activité de placement fructueuse. Les caisses de pensions qui appliquent cette sage philosophie pourront continuer de se réjouir de la performance de leur patrimoine immobilier à l'avenir aussi. **I**

**Ulrich Prien**

<sup>1</sup> Voir l'explication de ce terme technique et d'autres dans le glossaire, page 90.