

Les invités

Souplesse accrue pour les caisses de pension

Pascal Frei*
et Sébastien Brocard**

Depuis la présentation en septembre dernier des nouvelles prescriptions de placement de l'OPP2 qui entreront en vigueur au 1er janvier 2009, de nombreuses critiques se sont élevées. En effet, alors que les fonds de hedge funds traversent une des pires périodes de leur histoire, le nouveau texte mentionne explicitement les investissements alternatifs et les autorise à hauteur de 15% dans les portefeuilles des caisses de pension. Toutefois, malgré ce timing un peu malheureux, il serait faux et dangereux de ne pas pousser l'analyse de la nouvelle OPP2 un peu plus loin: de nombreuses limites ont été supprimées pour favoriser la diversification internationale, la part de l'immobilier a été réduite et la responsabilité de l'organe suprême fortement renforcée.

Le premier objectif de cette révision est la promotion de la responsabilité de conduite de l'organe suprême tout en maintenant le caractère de pilier du deuxième pilier. Les modifications apportées aux articles 49a et 50 OPP2 permettent d'appliquer le principe de la «prudent investor rule». Cette règle souligne le devoir de diligence fiduciaire du conseil de fondation qui doit gérer les fonds confiés dans le meilleur intérêt des bénéficiaires et de manière professionnelle en recourant, si nécessaire, à des experts externes.

L'article 49a OPP2 «Responsabilité de la gestion et tâches de l'organe suprême» renforce la responsabilité de conduite du conseil de fondation dans la gestion des placements. Ce dernier doit, à ce titre, surveiller et piloter de manière compréhensible la gestion de fortune en tenant compte des rendements et des risques. L'article 50 OPP2 «Sécurité et répartition du risque» explicite les principes de diversification et de tolérance au risque dans la définition de la stratégie d'investissement. En clair, la définition d'une stratégie de placement doit être effectuée à l'aide d'une étude de congruence actifs/passifs prenant en compte l'ensemble des actifs et des passifs de l'institution. Le respect des limites de placements ne suffit plus à justifier le pilotage professionnel d'une caisse de pension.

La diminution du nombre de limites de placement (articles 53 à 55 OPP2) prouve que le législa-



* CFA
Senior
consultant,
PPC Metrics



** CIIA
Investment
consultant,
PPC Metrics

Caisses de pension suisses

Les nouvelles directives de placement apportent plus de souplesse et renforcent la responsabilité des conseils de fondation

Limites d'investissement OPP 2	jusqu'à présent			dès le 1.1.2009		
	Limites	Limites par catégorie	Placements chez l'employeur	Limites	Limites par catégorie	Placements chez l'employeur
	Art. 54	Art. 54 / 55	Art. 57	Art. 54	Art. 55	Art. 57
Créances contre débiteur avec son siège en Suisse	15%	100%		10% par débiteur		
Créances contre débiteur avec son siège à l'étranger	5%	30%				
Créances en monnaies étrangères	5%	20%				
Titres de gages immobiliers, lettres de gages		75%			50%	
Immobilier Suisse		50%		5% par objet	30% dont max. 1/3 étranger	
Immobilier international		5%				
Avance maximale sur un objet immobilier				30% de sa valeur vénale		
Actions Suisse	10%	30%		5% par titre de participation		
Actions internationales	5%	25%				
Placements alternatifs (sans obligation de versements complémentaires)					15%	
Valeurs nominales		100%				
Valeurs réelles		70%				
Débiteurs étrangers		30%				
Actions		50%			50%	
Monnaies étrangères sans couverture de risque de change		30%			30%	
Placements sans garantie chez l'employeur			5%			5%
Immobilier utilisé à plus de 50% par l'employeur pour ses affaires						5%
Nombre total de limites	5	13	1	4	6	2
		19			12	

teur a cherché à réduire et simplifier la régulation tout en favorisant la diversification internationale. A titre d'exemple, les limites par catégories dans les créances ont été éliminées et les limites individuelles ont été fixées à 10% quels que soient l'émetteur (suisse ou étranger) et la monnaie d'émission. Pour les actions, la limite de 5% par titre est à respecter mais plus aucune différenciation n'est faite entre sociétés suisses et étrangères.

Concernant les investissements immobiliers, la limite a été réduite de 50% à 30% et l'immobilier étranger autorisé à hauteur de 10%. De plus, une limite par objet a été fixée à 5%. La réduction de la part des investisse-

ments immobiliers a été fortement critiquée. Bien qu'injustifiée, cette critique peut être comprise dans une période où les marchés actions chutent fortement. Rappels, toutefois, que l'article 50 al. 4 OPP2 permet de déroger à cette limite si l'institution de prévoyance peut démontrer que ses investissements respectent les principes de sécurité et de répartition des risques. Il convient de ne pas oublier que cette ordonnance s'adresse à toutes les caisses de pension helvétiques et que la majorité n'a probablement ni la taille critique ni les connaissances pour investir directement dans le marché immobilier. Une caisse disposant d'une fortune de CHF 20 millions et possédant un immeuble d'une valeur de 7 millions pourra difficilement démontrer que

son portefeuille est bien diversifié. Elle serait bien inspirée de privilégier des investissements indirects à travers des fonds immobiliers bien diversifiés et gérés par des spécialistes.

La nouvelle OPP2 autorise aussi à hauteur de 15% les placements alternatifs. Ces derniers regroupent, entre autres, les hedge funds, le private equity et les matières premières. Le législateur ne recommande pas aux investisseurs d'investir dans ces nouvelles classes d'actifs mais reconnaît simplement et pragmatiquement qu'un nombre toujours plus important d'institutions de prévoyance investit dans ces produits et qu'il convient d'adapter la législation à la pratique actuelle. La tentation est grande de confondre limites et objectifs. Les limites ne constituent que des proportions qui ne devraient pas être dépassées et dont le respect ne suffit en aucun cas à justifier une gestion prudente et professionnelle d'un portefeuille. La «prudent investor rule» reste à la base d'une gestion prudentielle.

Un grand nombre de caisses de pension respectent déjà aujourd'hui les exigences de cette révision. Certains conseils de fondation devront probablement revoir leurs pratiques en matière de pilotage et de surveillance des activités de gestion de fortune. De même, les institutions de prévoyance ayant un portefeuille immobilier très concentré ou recourant à l'emprunt dans leurs investissements immobiliers devront prendre des mesures correctrices si elles souhaitent se conformer à la nouvelle OPP2.

Depuis le début de la prévoyance professionnelle obligatoire en 1985, le deuxième pilier a connu une professionnalisation importante. A ses débuts, la stratégie d'investissement consistait plutôt à investir une grande partie du portefeuille en obligations suisses alors qu'aujourd'hui la stratégie s'effectue à l'aide d'une étude de congruence actifs/passifs analysant l'ensemble des classes d'actifs disponibles sur le marché. La gestion interne a été déléguée à des professionnels de l'investissement sélectionnés sur la base de critères objectifs et contrôlés par des spécialistes externes. La nouvelle ordonnance, en renforçant la responsabilité du conseil de fondation, n'est pas une révolution mais une évolution qui renforce la professionnalisation du deuxième pilier, ce qui ne peut qu'améliorer la confiance de la population dans ses institutions de prévoyance.

Périscope

La voiture propre viendra des pays émergents

Le 10e salon automobile de Pékin ressemble aux autres grands rendez-vous de l'industrie. Mais hors du salon, les visiteurs ont surtout vu des bouchons. Et l'expansion du parc automobile chinois va se poursuivre. La question n'est pas de savoir s'il y aura 3 milliards de voitures, mais comment s'y adapter, selon *The Economist*. Le défi est énorme. En 2030, le marché chinois dépassera celui des Etats-Unis. La réponse n'est pas fiscale. Les taxes sur l'essence en Angleterre et en Allemagne sont six fois plus chères qu'aux Etats-Unis, mais la proportion de voitures est à peine moindre. Deux forces permettront aux pays émergents d'offrir des véhicules propres. La première tient à la nature de ce marché et à son besoin d'économie d'échelle. La deuxième à la capacité des marchés émergents à sauter les étapes de l'innovation. Il est bien possible que les voitures électriques introduites sur une large échelle viennent de Chine. En partie parce que le pays manque de stations d'essence.

La lettre du «Barron's» au président américain

L'hebdomadaire *Barron's* propose à Barack Obama un plan en huit points: 1. un plan de relance complet. Approuvez un plan de 100 milliards maintenant, écrit-il, et un autre de même ampleur lorsque vous prenez le

BARRON'S

pouvoir. L'impact est modeste sur le PIB immédiat, mais il accroît la confiance; 2. un plan pour Ford et GM; 3. sauvez les propriétaires immobiliers en difficulté; 4. retardez votre hausse d'impôts; 5. ne pénalisez pas le libre-échange; 6. créez un clearing pour le marché des CDS; 7. changez les règles d'efficacité énergétique; 8. gardez secrets les votes des syndicats.

Les conditions peuvent mener à la dépression

Le problème qui pénalisait les banques est clair, leur manque de fonds propres, tant elles pouvaient compter sur les banques centrales, écrit Guido Hülsmann, professeur à l'Université d'Angers, dans le *Finanz und Wirtschaft*. L'Etat arrive à la rescousse et ajoute de sévères conditions à son soutien. Mais, d'une part, le marché est beaucoup plus sévère et menace de faillite. D'autre part, on rendra le système encore plus bureaucratique. L'Etat, qui dirigeait les banques IKB, WestLB, SachsenLB, n'a rien vu venir. Pourtant, sous l'impulsion de Nicolas Sarkozy, la

FINANZ
WIRTSCHAFT

destruction créative sera pénalisée. On intervient comme dans les années 1930 et on risque d'arriver au même résultat. Qu'on laisse une chance au marché, demande-t-il.

De nouvelles incitations pour les managers

Edmund Phelps, prix Nobel d'économie 2006, propose de ne surtout pas réglementer excessivement l'économie. On risque de mettre en danger l'innovation, le défi et l'exploration, qui sont au cœur de la culture économique américaine. Mais on peut très bien empêcher les produits dérivés exotiques, ajoute-t-il dans le magazine *Forbes*. Il serait faux toutefois de croire que la réglementation n'a pas augmenté. Ce qui manque, c'est une autre gouvernance. Il n'est pas normal que l'objectif de rendement des managers soit le rendement des sociétés concurrentes et ne soit pas fonction de leur propre risque. Peut-être serait-il préférable de revenir à un modèle de banque de type privée plutôt que d'avoir des sociétés «appartenant» à des myriades de petits actionnaires. Emmanuel Garessus

Analyse

La planète financière regorge de taureaux, mais il y a si peu d'ours



Daniel Eskenazi

Huit heures du matin, Banque Alphaplus: «Tu me conseilles un titre?» demande Fred, courtier.

«Oui, Gamma a de bonnes perspectives de croissance», répond Raph, analyste. La crise ne la touche presque pas, elle est bien positionnée sur les marchés émergents. C'est ce qu'a dit le management lors de son dernier roadshow.

«Mais tu recommandais le titre à la vente il y a deux semaines à peine!»

«Je sais, mais les choses tournent vite. J'ai relevé mon objectif de cours à 320. Crois-moi, le management m'a convaincu. Le patron apprécierait peu que je garde ma recommandation de vente. Il aurait évité de m'inviter lors de son prochain roadshow. Je n'aurai aucune chance d'obtenir de bonnes informations.»

«Je comprends. Je vais appeler des gestionnaires de fonds pour leur proposer le titre. Ils perdent de l'argent. Ils sont sous pression pour trouver des opportunités d'investissement. Cela nous permettra de les calmer. Nous engrangerons aussi des commissions, comme l'exige la direction.»

Dialogue fictif, mais néanmoins réaliste. A l'heure où des milliers de milliards de dollars se sont évaporés à la bourse, les coupables sont montrés du doigt. Les hedge funds, disent certains. Les agences de

notation, disent les autres.

Mais au banc des accusés figurent aussi les analystes. Vénérés dans les années 90, détestés après l'éclatement de la bulle internet, ils reviennent paradoxalement sur le devant de la scène avec la crise actuelle. Depuis quelques années, l'accès à l'information est devenu plus encadré, en raison de barrières érigées entre les différentes divisions des banques. Les informations fournies aux investisseurs sont soumises à des règles. Elles sont diluées au compte-gouttes lors de réunions entre patrons, investisseurs et analystes, en dehors des publications de résultats. Elles prennent ainsi plus de valeur. Du coup, le changement d'une recommandation à «vendre» par un analyste peut provoquer une réduction de la capitalisation boursière de plusieurs milliards en un jour. Cela s'est produit récemment avec ABB.

Dotés d'un immense pouvoir, les analystes se situent au centre de divers intérêts contradictoires

Dotés d'un immense pouvoir, les analystes se situent au centre de différents intérêts contradictoires. Tout d'abord, ils doivent répondre à la demande des clients. Ils ont parfois des exigences démesurées en termes de rendement. Ensuite, les analystes eux-mêmes doivent prévoir avec justesse l'avenir des entreprises. Cela permet alors aux courtiers de générer des commissions

élevées, synonymes pour l'un comme pour l'autre de bonus. Enfin, ces spécialistes doivent aussi maintenir de bons contacts avec la direction des sociétés qu'ils couvrent pour obtenir les informations qui comptent pour leurs prévisions.

Or, celles-ci ont été majoritairement fausses. Formules à l'appui, l'immense majorité des analystes ont été aveuglés par quelques belles années de progression boursière. Les prévisions ont été régulièrement revues à la hausse, comme si la croissance était un robinet qui ne cesse de couler.

L'histoire des fausses prévisions ne date pas d'hier. En 1929 déjà, aux Etats-Unis, Irving Fischer, un grand économiste de l'Université de Yale, annonça que les titres américains avaient atteint leur niveau plancher. Deux ans plus tard, ils avaient chuté de 90%. Plus récemment, un analyste de Goldman Sachs prédisait le baril de pétrole à 200 dollars, provoquant une forte progression du cours. Rien ne l'empêchait, suite à une baisse imprévisible, de changer son fusil d'épaule six mois après, et de prévoir un baril quatre fois moins cher. Les analystes n'ont pas vu venir l'éclatement de la bulle des nouvelles technologies. A l'exception de quelques-uns, comme le gourou Marc Faber, peu ont anticipé l'éclatement de la crise des hypothèques aux Etats-Unis et ses terribles conséquences sur l'économie réelle.

En Suisse, OC Oerlikon, dont le textile en crise grève les résultats globaux du groupe depuis des mois, constitue un cas digne d'enseignement. Son action a culminé à 764 francs en mars 2007. Elle vaut aujourd'hui 85 francs. Certains analystes ont continué de recom-

mander le titre à l'achat après qu'elle a atteint 700 francs. Et, durant toute la chute, un seul d'entre eux a recommandé de le céder. Tous les autres recommandent actuellement de garder le titre, quand ce n'est pas de l'acheter. Pour quelles raisons?

La finance comportementale apporte un éclairage. Les analystes, tout comme les investisseurs, ont mentalement de la peine à anticiper des scénarios de crise. Une étude de Citigroup démontre qu'ils ont tout particulièrement de la peine à prévoir des retournements de tendance. Ils se trompent en moyenne de 15% sur les résultats en temps normal. Lors de crises, les erreurs atteignent 40%, soit près de trois fois plus.

A leur décharge, on notera que lorsqu'ils émettent des recommandations négatives sur les entreprises, il n'est pas rare que leurs dirigeants réagissent en appelant les responsables des banques pour exercer une pression. Il s'ensuit qu'une infime part des analystes sont «bearish» (ours, en français, soit baissiers), au contraire de la majorité des «bullish» (taureaux, ou haussiers). «Les marchés réagissent de manière chaotique, par une volatilité extrême. Le cerveau de l'analyste, tout comme celui des investisseurs, n'y est pas préparé», souffle un gestionnaire. Et quand bien même un analyste ne se trompe pas, mais émet un avis négatif et contraire à tous ses pairs, il risque de se faire licencier. C'est ce qui était arrivé en juillet 2000. Plus d'une année avant le grounding de Swissair, Christopher Chandiramani, analyste chez Credit Suisse, anticipait une perte annuelle d'un milliard de francs pour la compagnie aérienne.