



Fondation Plateforme
Promotion et Science du 2^e Pilier

Article 55 OPP 2 : abrogation, flexibilisation ou statu quo ?

Avis de droit sur mandat de la Fondation Plateforme
Promotion et Science du 2e Pilier

Auteur : Prof. Dr. Jacques-André Schneider

I. LE CONTEXTE : UN CHANGEMENT DE PARADIGME DURABLE DANS LES MARCHÉS FINANCIERS ET LES CATÉGORIES DE PLACEMENT ?	5
A. Les questions posées	5
B. Propositions de modification des normes de placement de l'OPP2	7
1. Réexamen des catégories de placements alternatifs	7
2. La <i>Prudent Investor Rule</i> en lieu et place des catégories de placements	8
C. Statistiques des caisses de pensions et évolution du nombre de placements	9
II. LE PRINCIPE DE SÉCURITÉ DES PLACEMENTS ET SON ÉVOLUTION	10
A. L'article 66 du projet de LPP de 1975	10
B. Le principe de sécurité (art. 50 OPP2)	11
1. Du 1 ^{er} janvier 1985 au 1 ^{er} avril 2000	11
2. Le principe de sécurité et <i>Prudent investor rule</i>	14
C. L'article 59 OPP2 : des écarts à l'extension des possibilités de placements	17
1. La notion des écarts (1 ^{er} janvier 1985)	17
2. Son remplacement par celle de l'« extension des possibilités » (1 ^{er} janvier 2000)	18
3. L'abrogation de l'article 59 OPP2 au 1 ^{er} janvier 2009	19
D. La crise de 2008 et ses suites : la révision de l'OPP2 du 1^{er} juillet 2014	20
1. Principes	20
2. Les précisions de l'article 50 al. 4 OPP2	22
III. LES CHAMBRES FÉDÉRALES ET LES PLACEMENTS EN INFRASTRUCTURE ET PRIVATE EQUITY DANS LA PRÉVOYANCE 22	22
A. Introduction	22
B. Les crédits directs aux entreprises	23
1. POSTULAT 09.4118 du 9 décembre 2009 du Conseiller national Ricardo Lumengo relatif à l'extension des placements des caisses de pensions	23
C. Le financement d'infrastructures	25
1. POSTULAT 12.4132 du 12 décembre 2012 du Conseiller national Martin Landolt	25
2. MOTION 15.3905 du 23 septembre 2015 du Conseiller national Thomas Weibel pour les placements en infrastructures	26
D. Le « Private Equity »	28

1. MOTION 13.4184 du 12 décembre 2013 du Conseiller national Konrad Graber « Fonds suisse pour l'avenir »	28
2. INTERPELLATION 14.3267 du 21 mars 2014 par le Conseiller national Fathi Derder sur le placement dans les sociétés non cotées en Suisse	31
3. INTERPELLATION 16.3129 du 16 mars 2016 du Conseiller national Fathi Derder concernant l'investissement dans le tissu économique local	31
4. MOTION 16.3414 du 9 juin 2016 du Conseiller national Claude Béglé visant à faciliter l'investissement des caisses de pensions	33
5. MOTION 17.4286 du 15 décembre 2017 du Conseiller national Fathi Derder visant à encourager l'investissement des caisses de pensions dans les sociétés non cotées en Suisse	34
E. L'application de la <i>Prudent Investor Rule</i>	35
1. INTERPELLATION 18.3816 du 25 septembre 2018 du Conseiller aux Etats Josef Dittli visant à l'optimisation du rendement de la fortune dans la prévoyance professionnelle	35
F. Proposition du Conseil fédéral : limite de 5% pour les sociétés suisses non-cotées	37
IV. L'ASSOCIATION SUISSE DES BANQUIERS ET LES PLACEMENTS NON TRADITIONNELS POUR LES CAISSES DE PENSIONS	39
A. Le rapport de l'ASB sur le 3ème cotisant en matière de prévoyance professionnelle	39
B. La règle de l'investissement prudent : un changement juridique fondamental ?	42
C. Conclusion intermédiaire	45
V. LES LIMITES DE PLACEMENT ET L'INVESTISSEUR AVISÉ FACE AU TRIBUNAL FÉDÉRAL	45
A. Remarques générales	45
B. La violation des devoirs de fidélité et de loyauté	46
C. La violation du devoir de diligence en lien avec les limites de placement	47
VI. LE DEVOIR DE DILIGENCE POUR LES PLACEMENTS COMPLEXES, PEU OU PAS LIQUIDES	51
A. Le cadre légal actuel pour les placements alternatifs	51
B. L'extension des possibilités de placements alternatifs	52
C. La délégation externe des tâches pour les placements alternatifs	53

VII. CONCLUSIONS

57

Je fais suite à nos divers échanges avec le comité du conseil de fondation de la fondation Plateforme Promotion et Science du 2^e pilier un avis de droit qui examine la possibilité d'une évolution des dispositions d'ordonnance en matière de placement de la fortune des institutions de prévoyance, prise en application de l'article 71 LPP. En particulier, vous vous interrogez sur la possibilité de renoncer à l'article 55 OPP2, de le flexibiliser ou encore de le maintenir tel quel. Les trois variantes devraient être examinées également sous l'aspect de la responsabilité de l'organe paritaire suprême. Plus particulièrement, il s'agirait d'examiner les différentes variantes à la lumière des exigences de la sécurité du droit et des besoins des membres de l'organe paritaire suprême.

Pour répondre à la question, une première partie sera consacrée à un tour d'horizon historique sur la portée de l'article 71 LPP en lien avec les limites de placement des articles 53, 54 et 55 OPP2, ainsi que les écarts possibles envers ces limites puis, ensuite, leur possible extension. L'avis examine ensuite les nombreuses interventions aux Chambres fédérales sur les placements en infrastructures et en *Private Equity* des institutions de prévoyance, puis les propositions de l'Association suisse des banquiers en rapport avec les placements non traditionnels pour les caisses de pensions. Le thème de la responsabilité des organes de l'institution de prévoyance amène logiquement à l'examen de la jurisprudence du Tribunal fédéral relative à la responsabilité en matière de gouvernance des organes de l'institution de prévoyance dans le domaine des placements. Sur cette base, une réflexion sur le devoir de diligence en lien avec les placements illiquides et complexes est possible.

I. LE CONTEXTE : UN CHANGEMENT DE PARADIGME DURABLE DANS LES MARCHES FINANCIERS ET LES CATEGORIES DE PLACEMENT ?

A. LES QUESTIONS POSEES

1. Une question préalable essentielle est de savoir si nous assistons actuellement à un changement de paradigme profond et durable dans les marchés financiers, et qui revêtirait plusieurs aspects :
 - a. Tout d'abord, il y a le recul majeur actuel des taux d'intérêts et qui sont vraisemblablement appelés à rester durablement bas dans les économies occidentales, dont le niveau d'endettement étatique et des banques centrales est élevé. Ceci est contrebalancé, jusqu'à un certain point, par les besoins de financement en crédit des pays émergents.
 - b. Ensuite, il y a le phénomène de la décroissance du nombre d'entreprises cotées en bourse. L'exemple des Etats-Unis est parlant qui, de 1997 à 2017, a vu le nombre de ses sociétés cotées passer d'environ 7'200 à 3'600. Certes, la capitalisation totale des entreprises cotées aux Etats-Unis, exprimée en

pourcentage du PIB, est resté plus ou moins constant. C'est toutefois le signe d'une concentration accrue et donc également d'une moins grande diversification. Les pays émergents et leurs entreprises ont connu, pour leur part, une forte croissance mais qui ne suffit pas à pallier les risques attachés à cette moins grande diversification.

c. Finalement, il y a le constat de la pression à la désintermédiation financière qui pèse sur les banques et les assurances, suite à la crise de 2008. Ce qui ouvre plus de besoins de financements directs et donc d'opportunités pour les investisseurs institutionnels en placements directs autres que l'immobilier suisse.

2. La conséquence de ces trois tendances est un affaiblissement du cadre conceptuel et réglementaire traditionnel applicable à l'allocation du portefeuille d'actifs de l'investisseur institutionnel. Celui-ci favorise la concentration des placements dans certaines catégories d'actifs cotés mais qui offrent un rendement faible et pouvant être exposées à des risques de pertes de valeur élevés, surtout après un effet de bulle spéculative. S'agissant des obligations d'Etat (AA/AAA), la bulle est d'ailleurs alimentée par la réglementation dite prudentielle, autant si ce n'est plus dans le domaine des assurances privées que dans celui du deuxième pilier.
3. Il convient également d'ajouter que le taux d'intérêt technique¹ est calculé par les experts en matière de prévoyance professionnelle selon la Directive technique DTA 4 de Chambre Suisse des Experts en Caisses de Pensions (CSEP). Celui-ci est déterminé à partir de la moyenne arithmétique à raison de deux tiers de la performance moyenne des vingt dernières années représentées par l'indice Pictet LPP Plus depuis 2005 et l'indice Pictet LPP 25 avant 2005, d'une part, et à raison d'un tiers par le rendement actuel des emprunts à dix ans de la Confédération. Le tout est diminué de 0.5%, est arrondi au 0.25% inférieur et ne doit pas être inférieur au rendement des obligations à dix ans de la Confédération helvétique.

Il s'agit d'une formule totalement empirique. Ces deux composants principaux et, selon Dr. Sc. Polit. Graziano Lusenti, titulaire du diplôme fédéral d'expert en assurance de pensions, est arbitraire et difficilement justifiable. Par ailleurs, il considère que l'utilisation de l'indice Pictet LPP 25 Plus ne reproduit pas vraiment l'allocation effective de la majorité des institutions de prévoyance, il surpondère les obligations (surtout en Franc suisse) et des débiteurs publics, et il sous-pondère les placements en valeur réelle (surtout les actions) et ceux réalisés à l'étranger².

¹ Taux d'escompte (ou taux d'évaluation) qui permet de calculer les capitaux de prévoyance et les provisions techniques, ainsi que de déterminer le financement d'une institution de prévoyance.

² Graziano Lusenti : *DTA 4, Allocations des actifs et nouvel environnement des placements*, EPAS-Mise au point, 9 novembre 2018, p. 27.

Lusenti souligne également les limites propres à l'utilisation du rendement des obligations de la Confédération à dix ans : peu d'institutions de prévoyance investissent majoritairement dans ce type de placements et il s'agit d'une des catégories d'investissements les moins performantes. Par ailleurs, les critères de prudence (réduction de 0.5%) et d'arrondi (à 0.25% inférieur) sont arbitraires³. Il conclut ainsi que la formule actuelle du taux technique de référence a pour conséquence de produire des valeurs trop basses et peu réalistes, même s'il s'agit d'un « *indicateur général et prudent* »⁴.

4. Toujours est-il que les contraintes découlant de la mise en œuvre de la DTA 4 conduisent les organes des institutions de prévoyance à baisser les paramètres techniques, en particulier le taux de conversion de l'avoir de vieillesse en rentes. Les craintes des membres des organes d'engager leur responsabilité civile (art. 52 LPP), pèsent également.
5. Dans ce cadre, deux catégories de propositions de modification à l'article 55 OPP2 sont émises, en lien avec les placements dans les marchés privés plus illiquides⁵.

La première vise à un rattachement de certaines catégories placements actuellement considérés *alternatifs* aux placements directs correspondants dans le domaine des actions (sociétés non cotées), de l'immobilier (infrastructure) et des créances (dette privée, notamment).

La seconde, plus radicale, vise à la suppression des catégories et limites de placement actuels et leur remplacement par la *prudent investor rule* d'inspiration anglo-saxonne, soit le principe de l'investisseur avisé.

B. PROPOSITIONS DE MODIFICATION DES NORMES DE PLACEMENT DE L'OPP2

1. Réexamen des catégories de placements alternatifs

6. Les placements alternatifs sont des placements autorisés au sens de l'article 53 al. 1 let. e OPP2 qui contient une énumération exemplative : les fonds spéculatifs (*Hedge funds*), les placements en *Private Equity*, les titres liés à une assurance (*Insurance Linked Securities*), ainsi que les placements dans l'infrastructure et les matières premières.
7. Par ailleurs, les créances qui ne sont pas énumérées à l'article 53 al. 2 let. b⁶ sont traitées comme des placements alternatifs, notamment les

³ Lusenti, op. cit., p. 26.

⁴ Lusenti, op. cit., p. 27.

⁵ Emmanuel GARESSUS : *Faut-il rester fidèle à la bourse ?*, Le Temps, 3 décembre 2018, p. 12

⁶ Avoirs sur compte postal ou bancaire, placements à échéance de 12 mois au maximum sur le marché monétaire, obligations de caisse, obligations d'emprunts, y compris obligations convertibles ou assorties d'un droit d'option, obligations garanties, titres hypothécaires suisses, reconnaissance de dette de corporations suisses de droit public, valeurs de rachat de contrats d'assurance collective et, dans le cas de placements axés

créances qui ne sont pas libellées en un montant fixe ou dont le remboursement intégral ou partiel est lié à des conditions, les créances titrisées telles que les titres adossés à des actifs (*Asset Packed Securities*), ou d'autres créances résultant d'un transfert de risques, par exemple les créances envers une société de courtage ou basées sur des dérivés de crédit, ainsi que les prêts garantis de premier rang (*Senior Secured Loans*).

8. L'ensemble de ces placements alternatifs ne sont autorisés que sous la forme de placements collectifs diversifiés, de certificats diversifiés ou de produits structurés diversifiés.
9. Une limite de 15% est prévue pour la catégorie des placements alternatifs selon l'article 55 OPP2.
10. Devant les faiblesses présentées par la grille d'allocations traditionnelles des placements autorisés par les articles 53 à 55 LPP, certains intervenants politiques et économiques proposent de pallier celle-ci en augmentant la part des placements alternatifs en valeurs nominales ou réelles, soit la dette privée, le *Private Equity* et l'infrastructure. Ces trois catégories de placement seraient distinguées des autres catégories de placements alternatifs que sont les *Hedge Funds*, les matières premières, et les *Insurance Linked Securities*⁷ (cf. plus loin : chapitre IV, titre A).
11. Dans cette approche, le principe d'un catalogue de placements autorisés avec des limites globales par catégories et par débiteurs ne serait pas remis en cause. En d'autres termes, l'approche continentale européenne en matière de normes de placements pour les institutions de prévoyance professionnelle resterait de mise, associée à la possibilité d'étendre les possibilités de placement telles que prévues par l'article 50 al. 4 OPP2.

2. La Prudent Investor Rule en lieu et place des catégories de placements

12. D'autres intervenants plaident, au contraire, pour l'abandon des catégories de placements autorisés et leur limite par débiteur/participation et globale au profit de la *Prudent Investor Rule* propre au droit anglo-saxon applicable aux trusts et aux fonds de pensions sis aux Etats-Unis et au Royaume-Uni⁸.

sur un indice largement diversifié, usuel et très répandu : les créances comprises dans l'indice.

⁷ Nous renvoyons ici au rapport de l'Association suisse des banquiers sur le 3^{ème} cotisant en matière de prévoyance professionnelle.

⁸ Interpellation du 25.09.2008 du Conseiller aux Etats Josef Dittli : *Optimisation du rendement de la fortune dans la prévoyance professionnelle* (n° 18.3816) ; (cf. § 66 et 67 plus loin : référence à insérer).

13. Or, la *Prudent Investor Rule* a trouvé historiquement sa place dans la réglementation des placements de la prévoyance professionnelle à l'article 50 al. 4 OPP2 qui dispose que l'institution de prévoyance peut, sur la base de son règlement, étendre les possibilités de placements si elle prouve de façon concluante dans l'annexe aux comptes annuels qu'elle respecte le choix, la gestion et le contrôle soigneux des placements qu'elle opère, le principe de la sécurité et de la réalisation des buts de la prévoyance et celui d'une répartition appropriée des risques (art. 50 al. 1 à 3 OPP2). La possibilité d'étendre les placements autorisés ainsi que leur limite (art. 54 et 55 OPP2) est considérée trop restrictive.

C. STATISTIQUES DES CAISSES DE PENSIONS ET EVOLUTION DU NOMBRE DE PLACEMENTS

14. Selon la Statistique des caisses de pensions 2018, publiée par l'Office fédéral de la statistique (OFS) en mai 2018, le nombre total des institutions de prévoyance s'élève à 1'713.
15. La répartition des institutions par le nombre d'assurés est intéressante. 78% de celles-ci ont un nombre d'assurés inférieur à 1'000, dont 482 avec moins de 100 assurés et 850 entre 100 et 999 assurés. 311 institutions ont 1'000 à 9'999 assurés, tandis 70 ont plus de 10'000 assurés.
16. Si l'on s'en réfère au montant total du bilan, plus de 1'027 institutions de prévoyance présentent un bilan de moins de 100 millions de Francs, 543 un bilan entre 100 et 999 millions de Francs et 143 un bilan de plus d'un milliard, pour un total de 788 milliards à fin 2016. Ce total du bilan n'inclut pas les provisions et réserves de la prévoyance professionnelle figurant au bilan des entreprises d'assurance sur la vie.
17. Certes, le nombre d'institutions de prévoyance est en réduction régulière, mais le paysage de la prévoyance professionnelle reste encore marqué par une très grande diversité. Si celle-ci est renforcée par le fait que les plus grandes institutions de prévoyance collective regroupent de nombreuses œuvres de prévoyance internes auxquelles des entreprises ou des groupes d'entreprises sont affiliés ou qui disposent de compétences propres en matière de placement de la fortune, dans les limites fixées par l'organe paritaire suprême (art. 51a LPP).
18. C'est dire qu'il existe encore une place importante pour un engagement milicien au sein des organes paritaires soit suprêmes, soit au niveau des œuvres de prévoyance internes des fondations collectives.
19. Le postulat d'une évolution des normes de placement vers leur extension, voire leur libéralisation plus importante, doit se situer dans le contexte de la responsabilité de l'organe paritaire suprême dans la définition des objectifs et principes en matière d'administration de la fortune, d'exécution du processus de placement et de surveillance de

ce processus, en lien avec le contrôle périodique de la concordance à moyen et long termes entre la fortune placée et les engagements (art. 51a al. 2 let. m et n LPP).

Ce cadre réglementaire encourage ainsi les institutions de prévoyance à investir dans des classes d'actifs qui ne respectent probablement plus le principe de sécurité sur le long terme.

Cela pose une autre question intéressante qui est de savoir si, dans l'hypothèse d'un horizon à 5 ans ou 10 ans à 0% ou proche pour des obligations de la Confédération, le fait qu'une institution de prévoyance leur alloue une proportion élevée de son patrimoine répond au respect de ses propres obligations de diligence fiduciaire.

Un autre exemple est l'accumulation des nouveaux investissements dans l'immobilier suisse à des taux de rendement souvent inférieurs à 3%. Pourquoi, dans une pure logique d'investissement, devrait-on considérer qu'il est normal et prudent de pouvoir investir plus du double des actifs d'une institution de prévoyance dans la seule catégorie de l'immobilier suisse (30%) que pour l'ensemble des classes alternatives (15%) ? Ce d'autant plus que, selon la réglementation actuelle (art. 55 al. 3 OPP2), une partie non négligeable des créances sont considérées comme alternatives.

II. LE PRINCIPE DE SECURITE DES PLACEMENTS ET SON EVOLUTION

A. L'ARTICLE 66 DU PROJET DE LPP DE 1975⁹

20. Le projet d'article 66 LPP¹⁰ disposait à son article 66 al. 1 que les institutions de prévoyance administreront leur fortune de manière à garantir la sécurité des placements, un rendement raisonnable, une répartition appropriée des risques et la couverture des besoins prévisibles de liquidités.

Ces principes ont été repris, tels quels, par l'article 71 LPP. Le Conseil fédéral indiquait à ce sujet que la loi se borne à énumérer les principes à observer dans l'administration de la fortune, et s'en remet pour le détail à l'ordonnance d'exécution ; de cette manière, il sera possible de mieux tenir compte des changements possibles de situation. Le Message précise à cet égard que les dispositions d'exécution devront indiquer les catégories de placements admises, ainsi que les critères permettant d'en apprécier la valeur. Au premier chef, on vouera une attention toute particulière au principe de la sécurité. A cette fin, par exemple, des prescriptions devront fixer la quote-part maximale de la

⁹ Message du Conseil fédéral à l'Assemblée générale à l'appui d'un projet de loi sur la prévoyance vieillesse, survivants et invalidité du 19 décembre 1975, FF 1976 I 117 et ss (ci-après : Message LPP 1975).

¹⁰ FF 1976 I 276.

fortune pouvant être placée en actions, ou investie dans d'autres catégories de placements. Il faudra également définir les conditions et garanties auxquelles seront subordonnés, le cas échéant, des placements en monnaies étrangères. Il sera nécessaire aussi d'édicter des dispositions sur la répartition des risques, qui est très importante pour la sécurité de la fortune. D'une part, il importe de procéder à une judicieuse répartition entre les principales catégories de placements admises (immeubles, hypothèques, titres et autres valeurs). D'autre part, il faut aussi veiller à ce qu'au sein de chacune de ces catégories, les placements ne dépassent pas une certaine limite par débiteur ou par objet.

21. Si la sécurité des placements est importante, leur rendement l'est tout autant. Bien que les prescriptions de sécurité limitent les possibilités de rendement, les organes responsables des institutions de prévoyance doivent obtenir un rendement convenable compte tenu des diverses catégories de placements admises.

Le Message relève qu'il faut accorder toute l'attention voulue au maintien de la liquidité. Les placements doivent être opérés de sorte que l'institution de prévoyance puisse servir les prestations exigibles lorsque survient un cas d'assurance ou de résiliation des rapports de travail. Les institutions doivent disposer en tout temps de liquidités nécessaires à cette fin. Les placements à court, moyen et long termes doivent, compte tenu de ce principe, être judicieusement combinés¹¹.

B. LE PRINCIPE DE SECURITE (ART. 50 OPP2)

1. Du 1^{er} janvier 1985 au 1^{er} avril 2000

22. Au 1^{er} janvier 1985, l'article 50 al. 1 OPP2 indiquait que le placement de la fortune de l'institution de prévoyance doit satisfaire en priorité aux exigences de la sécurité.

Il précisait que l'institution de prévoyance doit choisir soigneusement les placements à opérer en tenant compte du but poursuivi et de la taille de l'institution.

Enfin, il exigeait de l'institution de prévoyance qu'elle répartisse ses disponibilités entre les différentes catégories de placements, de débiteurs de qualité irréprochable ainsi qu'entre plusieurs régions et secteurs économiques.

23. Au 1^{er} avril 2000, l'article 50 OPP2 a été modifié dans le sens suivant :

«¹ L'institution de prévoyance doit choisir, gérer et contrôler soigneusement les placements qu'elle opère.

¹¹ Message LPP 1976, FF 1979 61 234.

² Lors du placement de sa fortune, elle doit veiller en premier lieu à assurer la sécurité de la réalisation des buts de prévoyance. La sécurité doit être évaluée spécialement en tenant compte de la totalité des actifs et des passifs, de la situation financière effective, ainsi que de la structure et de l'évolution future prévisible de l'effectif des assurés.

³ Lors du placement de sa fortune, elle doit respecter les principes d'une répartition appropriée des risques ; les disponibilités doivent, en particulier, être réparties entre différentes catégories de placements ainsi qu'entre plusieurs régions et secteurs économiques ».

24. L'OFAS a précisé, au sujet du premier alinéa, ce que l'on entend, dans le cas de la gestion de la fortune, par la prise en compte intégrale de la tâche de gestion.

Etaient désormais exigés une gestion et un contrôle rigoureux des placements, en sus de leur choix sélectif.

Ce *devoir de diligence* revêt une importance toute spéciale dès lors qu'il s'agit de fonds confiés à l'institution. Il présuppose des connaissances du métier, un engagement et une circonspection appropriés. Outre une manière de procéder adéquate et conforme aux règles du métier, le devoir de diligence commande également la transparence et la clarté des réflexions faites et des décisions prises dans les cas d'espèce.

Une *gestion prudente* a pour but la mise en œuvre optimale d'une stratégie de placement par une exploitation conforme au marché des possibilités de rendement. Elle implique un processus de gestion des placements pertinent, qui corresponde aux conditions et possibilités réelles de l'institution de prévoyance.

Lorsque l'institution gère elle-même ses placements, en totalité ou en partie, elle doit avoir le savoir-faire nécessaire, de même qu'une infrastructure suffisante pour assurer la circulation des informations. Lorsqu'elle confie le mandat de gestion à l'extérieur, le devoir de diligence s'applique au choix et à la surveillance du mandataire.

La *surveillance des placements* doit finalement garantir un pilotage du processus de gestion des placements conformément aux objectifs. Elle nécessite des informations fondées, permettant de répondre aux questions suivantes :

- Quels sont les rendements et les fluctuations de valeur attendus à moyen terme dans l'institution de prévoyance ?
- La stratégie de placement à long terme définie en son temps correspond-elle encore aux objectifs de la gestion des placements ?

- Les résultats obtenus dans le cadre de la gestion correspondent-ils aux résultats escomptés au vu des conditions du marché ?

La surveillance ne doit pas se borner à constater des états de fait. Elle doit aussi déboucher sur la prise de mesures concrètes lorsque des problèmes survenant dans la gestion des placements l'exigent¹².

25. S'agissant de l'article 50 al. 2 OPP2, l'OFAS a précisé que lors du placement de sa fortune, elle doit veiller en premier lieu à assurer la sécurité de la réalisation des buts de prévoyance. La sécurité doit être évaluée spécialement en tenant compte de la totalité des actifs et des passifs, de la situation financière effective, ainsi que de la structure et de l'évolution future à attendre de l'effectif des assurés.

Par placement de la fortune, on entend moins le choix d'un placement individuel que la décision de structurer la fortune globale conformément à la capacité de risque d'une institution, partant, la décision de répartir judicieusement les moyens sur différentes catégories de placement (*asset allocation*).

Afin de garantir la sécurité quant à la réalisation des buts de prévoyance, l'institution de prévoyance doit placer la fortune en fonction de sa capacité de risque. Par capacité de risque, il faut comprendre la capacité de l'institution de compenser les fluctuations de la fortune globale découlant des conditions changeantes du marché, ainsi que le fait de disposer de moyens liquides et non liquides en suffisance pour honorer ses obligations futures (par ex. paiement des rentes, prestations de libre passage).

La capacité de prendre des risques et la sécurité sont deux notions correspondantes. Pour en juger, on ne partira ni du placement individuel ni des engagements à l'égard des destinataires individuels, mais de la situation globale telle qu'elle ressort par exemple du degré de couverture d'une institution de prévoyance. On évaluera le degré de couverture en taxant les actifs à leur valeur réelle sur le marché ou à leur valeur vénale.

Toujours dans le cadre de la gestion de la fortune, la tâche de gestion inclut aussi une réflexion sur les besoins futurs en liquidités et sur l'amplitude des fluctuations de valeur possibles de la fortune. Il découle du devoir de diligence que l'on doit former des réserves correspondantes aux fluctuations de fortune escomptées au sens de l'article 49a OPP2. La capacité de prendre des risques dépend dans une mesure essentielle de ces réserves.

L'appréciation de la capacité de prendre des risques doit également tenir compte dans tous les cas des perspectives quant à l'évolution de

¹² OFAS, *Bulletin de la Prévoyance Professionnelle* n° 50, du 8 avril 2000, p. 6 et 7.

l'effectif des assurés, autrement dit des engagements. Il y a lieu en particulier de garantir que la capacité de prendre des risques soit préservée même en cas de changements fondamentaux, par exemple suite à un changement du plan de prévoyance, à des liquidations (partielles) ou à des fusions d'institutions de prévoyance¹³.

26. Le 3^{ème} alinéa pose une nouvelle condition-cadre en ce qui concerne la tâche de gestion :

« ³ Lors du placement de sa fortune, elle doit respecter les principes d'une répartition appropriée des risques ; les disponibilités doivent, en particulier, être réparties entre différentes catégories de placements ainsi qu'entre plusieurs régions et secteurs économiques. »

Avec cette formulation, une nouvelle condition cadre est posée en ce qui concerne la tâche de gestion au sens de l'article 49a OPP2 pour garantir le but de prévoyance, à savoir l'application du *principe fondamental de la diversification*.

Un des principes à la base d'une répartition adéquate du risque est notamment la réduction des risques spécifiques à chaque titre (*Klumpenrisiko* entre autres). Il s'agit par-là de prévenir des fluctuations perturbatrices et difficiles à évaluer dans le développement de la fortune, qui dépasseraient la capacité de prendre des risques d'une institution de prévoyance.

On sait qu'il est difficile d'établir des pronostics fiables sur l'évolution des rendements de certaines catégories de placement et de placements individuels. En application du devoir de diligence, il s'agira donc de veiller à répartir la fortune de prévoyance entre différentes catégories de placement selon article 53 OPP2 et, à l'intérieur de ces catégories, sur des titres ou des positions individuelles tout en tenant compte de la capacité de prendre des risques de l'institution de prévoyance. Il est décisif, pour une *répartition adéquate des risques*, d'établir dans quelle mesure les fluctuations des rendements des différents placements se déroulent en parallèle, indépendamment l'une de l'autre ou en sens contraire¹⁴.

2. Le principe de sécurité et *Prudent investor rule*

27. Le 1^{er} janvier 2009, l'article 50 OPP2 était modifié comme suit :

« ¹ L'institution de prévoyance doit choisir, gérer et contrôler soigneusement les placements qu'elle opère.

¹³ OFAS, *Bulletin de la Prévoyance Professionnelle* n° 50, op. cit., p. 7 et 8.

¹⁴ OFAS, *Bulletin de la Prévoyance Professionnelle* n° 50, op. cit., p. 8.

² Lors du placement de sa fortune, elle doit veiller à assurer la sécurité de la réalisation des buts de prévoyance. La sécurité doit être évaluée spécialement en tenant compte de la totalité des actifs et des passifs, ainsi que de la structure et de l'évolution future prévisible de l'effectif des assurés.

³ Lors du placement de sa fortune, elle doit respecter les principes d'une répartition appropriée des risques ; les disponibilités doivent, en particulier, être réparties entre différentes catégories de placements ainsi qu'entre plusieurs régions et secteurs économiques

⁴ Il est possible d'étendre les possibilités de placement visées aux art. 53 à 56, 56a, al. 1 et 5, et 57, al. 2 et 3 sur la base d'un règlement de placement satisfaisant aux exigences de l'art. 49a, pour autant que le respect des al. 1 à 3 peut être établi de façon concluante dans l'annexe au rapport annuel.

⁵ Si les conditions posées à l'al. 4 pour une extension des possibilités de placement ne sont pas remplies, l'autorité de surveillance prend les mesures appropriées. Elle peut aussi exiger d'adapter le placement de la fortune.

⁶ Le respect des art. 53 à 57 ne délie pas de l'obligation de se conformer aux prescriptions des al. 1 à 3. Cette exigence ne s'applique pas aux placements selon l'art. 54, al. 2, let. c et d » (nous soulignons).

28. Cette modification, surtout celle relative à l'article 50 al. 4 OPP2, marque l'entrée de la « *prudent investor rule* », issue du domaine des trusts de *common law* au Royaume-Uni et aux Etats-Unis.

L'OFAS a commenté, dans son Bulletin de la Prévoyance Professionnelle n° 108 du 27 octobre 2008, cette adaptation importante qui combine les limites de placements traditionnels avec une approche, valable pour l'extension des possibilités de placements, reposant sur des principes généraux. Ceux-ci sont inspirés par la « *prudent investor rule* » qui vient des Etats-Unis, codifiée par l'« *Uniform prudent investor act* ».

29. Ces principes généraux font office de lignes directrices pour la gestion de la fortune des institutions de prévoyance, en particulier les principes de base suivants¹⁵.
- a. Le principe fondamental en matière de gestion des fonds confiés est le devoir de diligence fiduciaire.

¹⁵ OFAS, *Bulletin de la Prévoyance Professionnelle* n° 180, du 27 octobre 2008, p. 8 ; <http://www.law.upenn.edu/bll/ulc/fnact99/1990s/upia94.pdf>

- b. Le risque encouru ne doit pas être supérieur à la capacité de risque de la caisse de pensions. Les risques doivent être évalués par rapport à la fortune globale.
 - c. La diversification doit être suffisante à tous les niveaux de placement.
 - d. Le risque et le rendement des placements doit être surveillé.
 - e. Le premier devoir de celui qui place des fonds de tiers est la loyauté à l'égard des bénéficiaires.
 - f. Les taxes, les frais de transaction et les autres dépenses doivent être aussi réduits que possible, en fonction de la stratégie de placement adoptée.
 - g. Les organes et les personnes responsables sont autorisés à déléguer des décisions concernant les placements (elles doivent même le faire si elles n'ont pas suffisamment de connaissances spécialisées). Il faut faire preuve de la prudence requise dans le choix des gestionnaires et des véhicules de placement. Cette délégation doit être surveillée (par ex. rendement, respect des directives).
30. La révision a délibérément choisi la voie de « l'un et l'autre ». D'un côté, le catalogue et les limites de placement sont conservés, simplifiés et actualisés. De l'autre, la responsabilité propre et le principe de prudence sont encore plus mis en avant aux articles 49a et 50, conformément à la « *prudent investor rule* ». Ce deuxième point se justifie notamment pour les raisons suivantes.

A cet égard, il y a lieu de relever que l'article 51a al. 2 let. m et n LPP confie à l'organe paritaire suprême les tâches intransmissibles et inaliénables de définir les objectifs et les principes en matière d'administration de la fortune, d'exécution du processus de placement et de surveillance du processus ainsi que de contrôler périodiquement la concordance à moyen et long termes entre la fortune placée et les engagements.

Ainsi, chaque institution de prévoyance peut adopter une stratégie de placement adaptée à sa capacité de risque, et au besoin élargir le catalogue de placement et les limites fixées. L'article 59 modifié en 2000 permet à chaque institution de prévoyance d'adopter une stratégie de placement adaptée à sa capacité de risque et, au besoin, d'élargir le catalogue de placement et les limites fixées. Cette condition doit être remplie dans ce cas : l'organe suprême doit pouvoir prouver que l'opération ne compromet pas la sécurité au sens de l'article 50 OPP2. Un rapport montrant de manière probante que tel est le cas doit être établi à cette fin. Il s'est avéré depuis qu'on recourait souvent à ce genre de possibilité. Le texte de l'ancien alinéa 4 de

l'article 50 OPP2 exigeait toutefois la preuve par l'organe suprême que l'extension ne compromet pas la sécurité au sens de l'article 50 OPP2. Un rapport devait montrer de manière probante que tel était le cas.

L'OFAS relève toutefois que le maintien du catalogue et des prescriptions de placement se justifie en revanche pour les raisons suivantes¹⁶ :

- Le catalogue et les limites continuent à servir de référence pour beaucoup d'institutions de prévoyance et d'organes de surveillance. La « *prudent investor rule* » impose aussi par analogie certaines limites. Si les critères de limitation sont clairs et chiffrés, leur application est plus facile et il y a moins de problèmes d'interprétation.
 - De telles directives sont nécessaires pour les fondations annexes, dans lesquelles la capacité de risque ne peut pas être calculée et des limites propres aux caisses ne peuvent pas être valablement fixées.
 - La suppression du catalogue et des limites pourrait être mal interprétée.
31. En consacrant les principes de sécurité et de répartition des risques, l'article 50 OPP2 précise la portée de sécurité, en lien avec l'objectif de rendement de l'article 51 OPP2. Le principe de sécurité s'en trouve élargi.

Chaque institution de prévoyance doit agir prudemment lorsqu'elle administre la fortune : elle doit surveiller sa capacité de risque et répartir de manière appropriée les risques liés aux placements. Elle peut néanmoins étendre le catalogue des placements et adopter d'autres limites, à condition qu'elle respecte ces principes. C'est la raison pour laquelle le contenu des articles 59 et 60 en vigueur précédemment a été repris par le nouvel article 50 OPP2 dès le 1^{er} janvier 2009.

Il est donc utile de revenir en arrière sur cette évolution qui, dans un premier temps, a soumis les écarts aux limites de placement à des conditions très restrictives et, dans un deuxième temps, a remplacé la notion des écarts par celle de l'extension des possibilités de placement.

C. L'ARTICLE 59 OPP2 : DES ECARTS A L'EXTENSION DES POSSIBILITES DE PLACEMENTS

1. La notion des écarts (1^{er} janvier 1985)

32. Lors de l'entrée en vigueur de l'OPP2 le 18 avril 1984, l'article 59 définissait les « écarts » envisageables envers les limites de placement.

¹⁶ OFAS, *Bulletin de la Prévoyance Professionnelle* n° 108, op. cit., p. 12.

L'institution de prévoyance pouvait ainsi, dans un cas particulier, s'écarter des normes fixées aux articles 53, 55 et 57 à des conditions très restrictives. Il fallait que des circonstances spéciales le justifient (art. 59 al. 1 let. a anc.) et que le but de prévoyance ne soit pas mis en péril (art. 59 al. 1 let. b anc.). L'institution de prévoyance devait par ailleurs, dans son rapport annuel, établir, en s'appuyant sur l'avis d'une personne qualifiée, que ces écarts étaient justifiés (art. 59 al. 2 OPP2).

2. Son remplacement par celle de l'« extension des possibilités » (1^{er} janvier 2000)

33. Au 1^{er} janvier 2000, l'article 59 OPP2 a été entièrement révisé. La notion d'écarts aux normes de placement a été remplacée par celle de « l'extension » des possibilités de placement. Selon le nouvel article 59 OPP2 entré en vigueur le 1^{er} avril 2000¹⁷, les possibilités de placement selon les articles 53, 56, 56a al. 1 et 5, ainsi que 57 al. 2 pouvaient être étendues sur la base d'un règlement de placement fondé sur l'article 49a OPP2, pour autant que l'application de l'article 50 OPP2 (sécurité et répartition du risque) était établie de façon concluante dans un rapport annuel (art. 59 al. 1 OPP2 anc.). Les résultats de ce rapport devaient être consignés dans l'annexe aux comptes annuels (art. 59 al. 2 OPP2).
34. Dans son Bulletin de la Prévoyance professionnelle n° 50, du 8 avril 2000, l'OFAS a précisé la portée de cette modification importante. En effet, dorénavant, les institutions de prévoyance devaient pouvoir pratiquer une stratégie de placement sous leur propre responsabilité en tenant compte de leur capacité de prendre des risques. L'extension supposait la réunion de deux conditions, soit leur codification dans le règlement de placement et une attestation concluante que les principes de sécurité et de répartition du risque selon l'article 50 OPP2 étaient respectés.
35. La multiplication des nouveaux instruments de placement rendait impossible et inutile leur énumération exhaustive à l'article 53 OPP2, de sorte qu'il appartenait à l'institution de prévoyance de contrôler le recours à chaque instrument conformément aux exigences de sécurité. Ainsi, des catégories non traditionnelles de placement, comme les *Hedge Funds*, par exemple, pouvaient dorénavant être utilisées. Cela supposait toutefois que ces instruments de placement soient choisis avec soin, en analysant et mesurant les chances et les risques de chacun d'entre eux. En particulier, il y avait lieu d'apprécier leur influence sur les rendements et sur les caractéristiques de risques de la fortune totale. La seule limite était qu'il ne devait pas y avoir d'obligation de procéder à des versements ultérieurs, par exemple les appels de marge sur la mise en œuvre d'options et de dérivés. La capacité de prendre des risques dépend notamment de la situation

¹⁷ RO 2000 1295.

financière de l'institution de prévoyance ainsi que de la structure et de l'évolution prévisible de l'effectif des assurés. Un autre aspect de cette capacité est l'existence d'une organisation professionnelle pour la mise en œuvre de la stratégie et de la surveillance des opérations de placement.

L'institution de prévoyance devait également établir de façon concluante le respect du principe de sécurité dans un rapport annuel. Celui-ci devait clairement démontrer que l'extension des possibilités de placement ne mettait pas en péril la réalisation des buts de prévoyance et ne diminuait donc en rien la responsabilité. Les résultats de ce rapport devaient être publiés chaque année dans l'annexe aux comptes annuels. L'OFAS a également apporté la précision qu'il n'appartenait pas à l'organe de révision, et encore moins aux autorités de surveillance, d'examiner le caractère concluant du rapport. L'organe paritaire était seul responsable de ce contrôle selon l'article 49a OPP2.

Ainsi, la responsabilité propre de l'organe paritaire suprême était accrue. La flexibilité et l'extension des possibilités de placement ne diminuaient donc en rien la responsabilité et la diligence dont devaient faire preuve les personnes chargées de la gestion, au sens de l'article 52 LPP.

3. L'abrogation de l'article 59 OPP2 au 1^{er} janvier 2009

36. Au 1^{er} janvier 2009, l'article 59 OPP2 relatif à l'extension des possibilités de placement a été abrogé¹⁸.
37. Il a été remplacé par une nouvelle rédaction de l'article 50 OPP2, en particulier ses alinéas 4 à 6¹⁹. Dorénavant, il devenait possible d'étendre les possibilités de placement visées aux articles 53 à 56, 56a al. 1 et 5, et 57 al. 2 et 3 sur la base d'un règlement de placement satisfaisant aux exigences de l'article 49a OPP2, pour autant que le respect des trois premiers alinéas de l'article 50 OPP2 puisse être établi de façon concluante dans l'annexe au rapport annuel. Par ailleurs, si ces conditions mises à l'extension des possibilités de placement ne sont pas remplies, l'autorité de surveillance prend les mesures appropriées ; elle peut aussi exiger d'adapter le placement de la fortune (art. 50 al. 5 OPP2).
38. Dans son Bulletin de la Prévoyance Professionnel n° 109, du 19 décembre 2008 concernant l'adaptation des prescriptions de placements au 1^{er} janvier 2009²⁰, l'OFAS a indiqué que les nouvelles

¹⁸ RO 2008 4651.

¹⁹ RO 2008 4651.

²⁰ Notamment par la réduction de la part maximale de la fortune qui peut être placée dans des biens immobiliers qui est passée de 55% à 30%, et celle des titres hypothécaires et des

prescriptions de placement renforçaient la portée du principe de sécurité. C'est la raison pour laquelle l'article 59 OPP2 en vigueur a été abrogé et intégré à l'article 50 al. 4 OPP2. Dans ce cadre d'extension des placements, les limites passent au second plan. En pesant systématiquement les risques et la capacité d'y faire face, et en visant toujours la sécurité de la prévoyance et une diversification adéquates, l'institution de prévoyance définit une stratégie de placement, procède à l'allocation stratégique de ses actifs en choisissant des catégories de placement et des marges de fluctuation, puis se réfère aux limites figurant dans l'Ordonnance. Lorsque celles-ci ne sont pas respectées, il n'est pas obligatoire de procéder à des changements. Cela suppose, toutefois, que le règlement de placement autorise des écarts et que ceux-ci soient commentés de façon concluante dans l'annexe aux comptes annuels en fonction des principes fixés à l'article 50 al. 1 à 3 OPP2. Dans ce cas, il n'est plus nécessaire d'établir (après-coup), un rapport concluant séparé.

39. Dans ce cadre, l'article 50 al. 4 OPP2 a été complété.

La modification essentielle concerne le 4^{ème} alinéa de l'article 50 OPP2 qui précise dorénavant dans quel domaine les possibilités de placement peuvent être étendues, contrairement au texte antérieur qui énonçait les exceptions pour lesquelles les possibilités de placement ne pouvaient être étendues. Par ailleurs, les placements soumis à l'obligation d'effectuer des versements supplémentaires ont été interdits, à l'exception du placement dans un objet immobilier. Enfin, l'institution de prévoyance ne doit plus, pour pouvoir étendre les possibilités de placement, se référer à un rapport.

40. Autre innovation, si les conditions de l'extension des placements ne sont pas remplies, l'autorité de surveillance doit assumer à nouveau, selon l'article 50 al. 5 OPP2, un rôle de contrôle répressif alors que ce genre de contrôle par la surveillance avait été supprimé dans le cadre de la révision de l'article 59 OPP2 au 1^{er} janvier 2000.

D. LA CRISE DE 2008 ET SES SUITES : LA REVISION DE L'OPP2 DU 1^{ER} JUILLET 2014

1. Principes

41. L'OPP2 a fait l'objet d'une révision relativement importante au 1^{er} juillet 2014 qui a fait l'objet d'un commentaire de l'OFAS. Dans ce cadre, un bilan a été tiré de la crise financière de 2008 qui a révélé qu'il importait de prendre des mesures dans trois domaines spécifiques :
- a. La pratique des prêts de valeurs mobilières et les mises en pension (*repo*) a été remise en cause, suite à la faillite de

lettres de gage de 75% à 50%. De plus, une limite fixée à 15% a été introduite pour les placements alternatifs diversifiés.

Lehmann Brothers et le risque d'effondrement du système financier qui en a résulté. L'importance des risques de contrepartie des prêts de valeurs mobilières et les mises en pension a été révélée. Il s'agissait donc d'interdire les opérations non couvertes et celles pour lesquelles les garanties sont minimales, et donc d'assurer la qualité des garanties et régler de tels processus. C'est pourquoi il a été décidé d'explicitier les exigences minimales afin de dissiper les éventuelles incertitudes. Des standards de ce type existent également dans le domaine des placements collectifs et des fonds de placement.

- b. La crise financière a également montré que certaines catégories de créances faisaient courir des risques beaucoup plus élevés que les emprunts classiques libellés en un montant fixe. Il s'agit principalement des créances basées sur des dérivés de crédits, des créances structurées et des créances émises par des sociétés de portage. Or, les créances jouent, en tant que telles, un rôle essentiel dans le domaine de la prévoyance professionnelle.
- c. Enfin, les limites en vigueur pour les biens immobiliers et les placements alternatifs ont également joué un rôle important dans la discussion.

42. C'est la raison pour laquelle la réforme des normes de placement au 1^{er} juillet 2014 a visé une adaptation relativement simple pour tenir compte des enseignements du passé. Les principales formes d'investissement doivent être opérées de manière simple, transparente et, partant, à peu de frais. Dans le même temps, les risques inutiles liés à certains produits doivent être évités. En effet, la crise financière de 2008 a montré que les produits non-transparents ne compensent souvent pas de manière adéquate les risques inhérents, de sorte que les produits relativement complexes doivent être considérés comme des placements alternatifs et soumis aux mêmes limites que ces derniers.

La marge de manœuvre des institutions de prévoyance n'en reste pas moins relativement importante. En effet, aucune interdiction n'a été prévue dans le domaine des créances.

L'article 53 al. 1 let. b OPP2 énumère donc les types de créances libellées en un montant fixe qui peuvent être considérées comme un placement ordinaire, tels les avoirs sur compte postal ou bancaire, les placements à terme de douze mois au maximum sur le marché monétaire, les obligations de caisse, les obligations d'emprunt, y compris les obligations convertibles ou assorties d'un droit d'option, les obligations garanties, les titres hypothécaires suisses, les reconnaissances de dette de corporations suisses de droit public, les valeurs de rachat de contrats d'assurance collective et, dans le cas de

placements axés sur un indice largement diversifié, usuel et très répandu : les créances comprises dans l'indice.

En revanche, les créances qui ne sont pas énumérées à l'article 53 al. 1 let. b OPP2 sont traitées comme des placements alternatifs, notamment les créances qui ne sont pas libellées en un montant fixe ou dont le remboursement intégral ou partiel est lié à des conditions, les créances titrisées tels que les titres adossés à des actifs (*asset backed securities*) ou d'autres créances résultant d'un transfert de risques ainsi que les prêts garantis de premier rang (*senior secured loans*).

Les placements diversifiés incluant de telles créances restent toutefois autorisés sous la forme uniquement de placements collectifs et diversifiés, de certificats diversifiés ou de produits structurés diversifiés.

Par ailleurs, l'interdiction de levier était déjà présente dans les prescriptions de placement en vigueur, de même que l'interdiction des mises en pension de titres. Les prêts de valeurs mobilières (*securities lending*) ont en revanche été soumis à une réglementation explicite, ce qui est depuis longtemps la norme dans le domaine des placements collectifs ou de la fortune liée des assureurs (art. 53 al. 6 OPP2).

2. Les précisions de l'article 50 al. 4 OPP2

43. L'article 50 al. 4 OPP2 a été précisé en ce sens que l'institution de prévoyance est autorisée à étendre les possibilités de placement conformément aux articles 53 al. 1 à 4 OPP2 (limites de placement), 54 (limite par débiteur), 54a (limite en matière de participation), 54 b (limite en matière de biens immobiliers et d'avances), 55 (limites par catégories), 56 (placements collectifs), 56a al. 1 et 5 (instruments financiers dérivés), 57 al. 2 et 3 (placements chez l'employeur). Les placements soumis à l'obligation d'effectuer des versements supplémentaires sont interdits à l'exception des placements au sens de l'article 53 al. 5 let. c [prêts garantis de premier rang (*senior secured loans*)].

III. LES CHAMBRES FEDERALES ET LES PLACEMENTS EN INFRASTRUCTURE ET PRIVATE EQUITY DANS LA PREVOYANCE

A. INTRODUCTION

44. Depuis 2009, de nombreuses interventions parlementaires ont été déposées en lien avec l'extension des placements des caisses de pensions. Il est intéressant de parcourir ces différentes interventions ainsi que les réponses données par le Conseil fédéral. En effet, celles-ci témoignent d'une pression politique croissante en matière de normes de placement du 2^{ème} pilier pour étendre celles-ci à des placements moins liquides, voire illiquides.

45. Aucune activité parlementaire particulière de ce genre n'est à relever, en revanche, à propos du placement de la fortune liée des entreprises d'assurance sur la vie dont la composition est fixée par l'article 79 de l'Ordonnance sur la surveillance des assurances (ci-après : OSA), associée à l'exigence d'un capital porteur de risques avec une cible (art. 41 à 53 OSA), à l'échéance de chaque année civile. Son montant minimum est le besoin en capital nécessaire pour constituer le capital porteur de risque pendant la durée de liquidation des engagements actuariels (art. 41 al. 4 OSA). Ces paramètres sont définis par le Test suisse de solvabilité (SST). L'entreprise d'assurance doit ainsi évaluer tous ses placements et engagements à leur valeur de marché. Il convient ensuite de modéliser les changements possibles de ces positions du bilan sur un horizon temporel d'une année et de déterminer le capital requis en conséquent. L'exigence en matière de solvabilité est remplie lorsque le capital disponible (capital porteur de risque) est plus important que le capital requis (capital cible). La capitalisation est suffisante lorsque l'entreprise d'assurance peut satisfaire à ses engagements envers ses assurés, et ce avec une très grande vraisemblance, même dans des circonstances défavorables.
46. Les institutions de prévoyance sont, pour leur part, soumises à des règles moins strictes, dans la mesure où il leur est autorisé de présenter un découvert limité dans le temps (art. 65c LPP) entraînant la nécessité de mesures en cas de découvert (art. 65d LPP).

B. LES CREDITS DIRECTS AUX ENTREPRISES

1. POSTULAT 09.4118 du 9 décembre 2009 du Conseiller national Ricardo Lumengo relatif à l'extension des placements des caisses de pensions

47. Dans un postulat 09.4118 du 9 décembre 2009, le Conseiller national Ricardo Lumengo a demandé au Conseil fédéral d'étudier les avantages et les désavantages pouvant résulter de l'extension des possibilités de placement des institutions de prévoyance au crédit direct aux entreprises en garantissant le montant des intérêts, y compris l'amortissement, sous forme d'un cautionnement de la Confédération, d'un canton, d'une commune ou d'une banque.
48. Le Conseil national Lumengo a justifié sa demande d'étude en relevant que les institutions de prévoyance ont l'obligation d'administrer leur fortune de manière à garantir la sécurité des placements, un rendement raisonnable, une répartition appropriée des risques et la couverture des besoins prévisibles de liquidités. Or, à la lecture de l'étude du Crédit Suisse sur le comportement des caisses de pensions en matière de placement, force est de constater qu'en 2008, les performances des placements en Suisse se situaient en dessous de moins 15 pour cent (source OCDE).
49. Le Conseil fédéral est chargé d'étudier les avantages et les désavantages pouvant résulter de l'extension des possibilités de

placement des institutions de prévoyance au crédit aux entreprises en garantissant le montant des intérêts y compris l'amortissement sous forme d'un cautionnement de la Confédération, d'un canton, d'une commune ou d'une banque.

Ainsi, il faut autoriser les institutions de prévoyance à investir dans le crédit aux entreprises publiques et privées bien établies, aux entreprises innovantes (technologies vertes). Ceci est l'un des moyens efficaces pour permettre la création d'emplois et de permettre aux entreprises, notamment aux PME, d'avoir accès au financement qui leur fait défaut. Ce mécanisme est également de nature à favoriser les régions dont le tissu économique est encore peu diversifié et encore peu innovant.

A ce crédit doit être rattachée une sorte d'assurance-risque dont les primes seront en général garanties par la Confédération, un canton, une commune ou une banque sous la forme d'un cautionnement des primes d'assurances. Ainsi, comme le capital n'est pas garanti en lui-même, ce genre de placement ne pourra pas dépasser 5 pour cent de la fortune des institutions de prévoyance.

Enfin, comme le fait la banque européenne pour les « *asset-backed securities* », il est indispensable que les institutions de prévoyance se réfèrent à deux organismes de notation externes répondant à des critères élevés d'acceptation de la Banque nationale suisse ou de la FINMA avant d'investir leur fortune.

50. Le Conseil fédéral a répondu le 3 février 2010 en proposant le rejet du postulat. Il a rappelé que les nouvelles prescriptions de placement de la prévoyance professionnelle sont entrées en vigueur début 2009. Elles prévoient une très large palette de possibilités de placement et permettent d'investir dans des créances (cf. art. 53 al. 1 let. b de l'ordonnance sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité). Toutefois, il est rare que les institutions de prévoyance fassent directement office de prêteuses, parce que dans la plupart des cas elles n'auraient pas le savoir-faire nécessaire pour juger de la solvabilité des débiteurs. Il n'est donc pas nécessaire d'adapter les prescriptions de placement, ni même indiqué de le faire pour les raisons mentionnées ci-après.

Les crises de ces dernières années montrent que les institutions de prévoyance peuvent tout à fait s'accommoder de marchés volatils, avec les risques qui y sont liés. D'après ce que l'on sait aujourd'hui, cela est aussi vrai pour le domaine des « *asset-backed securities* » mentionné dans le postulat. Les institutions de prévoyance assument elles-mêmes la responsabilité de leurs placements opérés suivant les prescriptions en vigueur.

En ce qui concerne les mesures propres à garantir le financement des PME, il faut rappeler que lors de la présente crise, il n'y a pas eu, en Suisse, de contraction du crédit. Depuis décembre 2008, un groupe de

travail dirigé par le SECO et composé de représentants de la Banque nationale suisse, de l'Union suisse des arts et métiers, de Swissmem, d'Economie suisse, de l'Administration fédérale des finances et de l'Association suisse des banquiers se réunit régulièrement pour observer la situation des entreprises en matière de financement. Le groupe de travail avait constaté lors sa séance du 26 novembre 2009 qu'il n'y avait pas à proprement parler de pénurie de crédit, ni dans les grandes entreprises ni dans les PME. Le fait a été confirmé par deux enquêtes effectuées sur le sujet par le SECO en avril et en octobre 2009. Dans son rapport intitulé « *Accès au crédit dans l'économie suisse : état des lieux et éventuelles mesures à prendre* », destiné à la Commission de l'économie et des redevances du Conseil national et publié fin septembre 2009, le SECO constate que si des « *mesures en matière de financement des entreprises* » devaient être prises, « *le sauvetage d'entreprises en difficulté* » serait privilégié, et « *non pas les mesures propres à éviter une pénurie de crédit* ».

Il faut aussi rappeler que le cautionnement pour les arts et métiers a été revu mi-2007 précisément pour garantir le financement des PME. A l'article 8 al. 2 de la loi sur les aides financières aux organisations de cautionnement en faveur des petites et moyennes entreprises (RS 951.25), un plafond de 600 millions de francs est fixé pour le montant des cautionnements qui n'ont pas été payés. A l'heure actuelle, ce plafond n'est de loin pas atteint.

C. LE FINANCEMENT D'INFRASTRUCTURES

1. POSTULAT 12.4132 du 12 décembre 2012 du Conseiller national Martin Landolt

51. Le Conseiller national Martin Landolt a déposé un postulat demandant au Conseil fédéral d'examiner si le financement d'infrastructures (partenariat public-privé) peut représenter une nouvelle catégorie de placements pour les caisses de pensions et d'autres investisseurs institutionnels.

Actuellement, les taux d'intérêt et les rendements sont bas dans toutes les catégories de placement : cette situation ne devrait pas s'améliorer notablement ces prochains temps. Par conséquent, les rendements des caisses de pensions continuent à se maintenir à un bas niveau, si bien qu'il est de plus en plus difficile de tenir la promesse du « *taux d'intérêt minimal* » pour des risques mesurés. Les valeurs pour les différentes catégories de placement sont fixées par la loi (LPP) et l'ordonnance (OPP2), ce qui représente une bonne manière de forcer les caisses de pensions à opérer une diversification équilibrée entre les risques, les rendements et les liquidités.

L'accès au financement d'infrastructures publiques pourrait offrir une possibilité de placement supplémentaire aux caisses de pensions. Dans de nombreux cas, le partenariat public-privé peut soulager les budgets

publics d'une part, et représenter une nouvelle alternative pour les investisseurs tant privés qu'institutionnels (caisses de pensions) d'autre part. Ce type d'investissement est pratiqué dans d'autres pays depuis longtemps.

52. Le Conseil fédéral a répondu le 27 février 2013, en proposant l'acceptation du postulat. En effet, il fallait examiner l'inscription dans la loi d'une nouvelle catégorie de placements, dans le domaine des infrastructures, pour les caisses de pensions et pour la fortune liée des assureurs. D'autres investisseurs institutionnels ou personnes morales ayant un volume d'investissements élevé, tels que sociétés ou fonds d'investissement, peuvent investir dans les infrastructures selon leur stratégie ou leur règlement de placement. Leur autonomie en la matière ne devrait pas être entravée par la définition d'une catégorie de placements.

2. MOTION 15.3905 du 23 septembre 2015 du Conseiller national Thomas Weibel pour les placements en infrastructures

53. Trois ans plus tard, le Conseiller national Thomas Weibel a déposé une motion visant à rendre les placements dans les infrastructures plus attrayants pour les caisses de pensions. Il a demandé que le Conseil fédéral soit chargé d'adapter des dispositions concernant le placement de la fortune afin que :

- a. la catégorie de placement « infrastructures » fasse l'objet d'une rubrique propre à l'article 53 al. 1 let. f OPP2 et ne soit plus considérée comme un placement alternatif ;
- b. l'article 55 (limites par catégorie) soit complété par une lettre f qui fixe un pourcentage maximal de 10 pour cent pour la catégorie de placement « infrastructures », sans que les limites fixées à l'article 55 let. a à e ne soient modifiées.

A l'appui, il a indiqué que les placements dans des infrastructures se caractérisent par une grande stabilité de valeur et la constance de leurs rendements. Ils se composent exclusivement d'actifs en nature pertinents pour la société dans son ensemble, et qui offrent des possibilités d'emplois qualifiés et de création de valeur, y compris en Suisse. Ces actifs comprennent notamment l'infrastructure énergétique (réseaux de transport, production d'énergie), les infrastructures de mobilité et d'approvisionnement et l'infrastructure de santé.

Détacher les placements dans l'infrastructure de la catégorie des placements « alternatifs » pour en faire une catégorie propre dans la liste des placements autorisés permettrait d'éviter que les premiers ne souffrent de la mauvaise réputation attachée aux seconds (manque de transparence, coûts). Les institutions de prévoyance pourraient investir davantage dans des projets écologiquement durables réalisés en Suisse et apporteraient ainsi des sources de financement privées

pour la transition énergétique voulue par le Conseil fédéral et le Parlement. Dans le même temps, elles réaliseraient des rendements à long terme qui profiteraient aux assurés. La diversification des actifs permettrait également aux institutions de prévoyance d'avoir une plus grande marge de manœuvre dans l'actif du bilan. L'exposition au risque serait moindre, car la valeur et les rendements des placements dans l'infrastructure ne sont pas corrélés, ou sont peu corrélés, avec l'évolution des marchés d'actions et d'obligations mondiaux.

54. Le Conseil fédéral a répondu par son avis du 4 décembre 2015 en proposant, cette fois-ci, de rejeter la motion.

Il a relevé, à cet égard, que dans le cadre de la révision des prescriptions de placement adoptée le 6 juin 2014 (RO 2014 1585), il a déjà examiné la question de savoir s'il est justifié de créer une catégorie de placement distincte pour les placements dans l'infrastructure. Dans les secteurs réglementés, comme par exemple celui de l'électricité, du gaz ou des réseaux de chauffage en Suisse ou en Europe, les investissements dans l'infrastructure comportent peu de risques. Les investissements de ce type sont toutefois très hétérogènes et ne constituent pas une catégorie de placements bien définie. Ils sont pour la plupart immobilisés à très long terme et illiquides. Dans le contexte global, ils sont souvent aussi exposés à des risques économiques, techniques et politiques considérables, selon le type et le lieu de l'infrastructure. Les placements directs non diversifiés en particulier exigent un devoir de diligence accru. L'introduction d'une nouvelle catégorie de placements pour les investissements dans l'infrastructure dans l'OPP2 ne générerait aucune incitation supplémentaire à l'investissement, puisqu'il n'y a pas d'obstacles à investir dans des placements alternatifs.

Ces motifs ont conduit le Conseil fédéral à traiter, dans les prescriptions de placement de la prévoyance professionnelle, les placements dans l'infrastructure comme des placements alternatifs et à ne pas en faire une catégorie de placement séparée. Les investisseurs professionnels sont loin d'attacher une mauvaise réputation aux placements alternatifs ; ils s'en tiennent à l'analyse de leurs caractéristiques concrètes. A condition de faire preuve de la prudence d'usage, les institutions de prévoyance peuvent d'ores et déjà opérer des placements dans l'infrastructure. Les prescriptions de placement de la prévoyance professionnelle ne s'y opposent pas. Il n'est par conséquent pas nécessaire de les modifier. Les institutions de prévoyance investiront dans l'infrastructure si les possibilités s'avèrent suffisamment intéressantes.

D. LE « PRIVATE EQUITY »

1. MOTION 13.4184 du 12 décembre 2013 du Conseiller national Konrad Graber « Fonds suisse pour l'avenir »

55. Le Conseiller national Konrad Graber a demandé que le Conseil fédéral soit chargé de proposer une modification des dispositions légales pertinentes et des directives concernant les placements, visant à ce que les caisses de pensions puissent investir dans des placements à long terme porteurs d'avenir. Le Conseil fédéral est en outre invité à lancer un « Fonds suisse pour l'avenir », organisé et géré conformément aux principes de l'économie privée, qui permettra de gérer les placements dans les technologies d'avenir à la demande des caisses de pensions.
56. A l'appui, il a indiqué que le taux d'épargne en Suisse, qui atteint quelque 30 pour cent du revenu national, compte parmi les plus élevés du monde. Environ 60 pour cent de cette épargne va vers les caisses de pensions et les véhicules d'épargne collective analogues. Le maître mot étant la sécurité, ces fonds servent essentiellement à financer des emprunts. Une faible part est, certes, consacrée à l'achat d'actions en Bourse, mais là aussi, les investissements dans des titres liquides émis par de grandes entreprises sont privilégiés au détriment de la croissance. Les investissements à long terme dans l'avenir du pays ne s'élèvent qu'à quelques pour mille.

Comme les coûts y sont élevés, c'est à juste titre que la Suisse investit depuis longtemps une part importante du produit des impôts dans la formation : le pays se place également au premier rang pour ce qui est des dépenses consacrées à la recherche et aux brevets. Cependant, lorsqu'il s'agit de transformer des idées en produits et en services créateurs de valeur ajoutée pour rester à la pointe du progrès technologique, la Suisse fait partie des « viennent-ensuite » parce que deux conditions essentielles y font défaut : le capital-risque nécessaire et un nombre suffisant d'intermédiaires hautement professionnels.

Alors que les Suisses épargnent consciencieusement et consacrent une part généreuse du produit de leurs impôts à la recherche et à la formation, leur épargne n'alimente pas les secteurs aptes à garantir que notre pays restera concurrentiel dans le secteur des technologies de pointe, pour que la prochaine génération puisse bénéficier à son tour d'un niveau de vie élevé : au nom de la « sécurité », cette épargne finance principalement des dettes étatiques et autres.

Le Conseiller national Konrad Graber a donc chargé le Conseil fédéral d'encourager les caisses de pensions et les autres administrateurs de fonds disponibles à long terme (assurances-vie, etc.) à consacrer une part modeste (1 pour cent, par ex.) des moyens dont ils disposent à des investissements porteurs d'avenir, potentiellement créateurs de valeur, à la pointe du progrès technologique. Aux Etats-Unis, les caisses de

pensions investissent par exemple quelque 5 pour cent de leurs fonds sous forme de capital-risque. Les principaux moteurs de la croissance américaine, comme Intel, Google, Genentech, Amgen, HP, etc., ont tous été financés par du capital-risque. En règle générale, les caisses de pensions suisses sont toutefois trop petites pour engager des intermédiaires hautement spécialisés qui connaissent bien le secteur des technologies de pointe. Il faudrait donc encourager ces caisses à créer en commun un « Fonds suisse pour l'avenir », qui assumerait la fonction d'intermédiaire au profit de toutes les caisses.

Ledit « Fonds suisse pour l'avenir » investira dans des fonds de capital-risque très spécialisés, organisés conformément aux principes de l'économie privée et porteurs d'avenir dans les secteurs technologiques de pointe, comme l'énergie et les technologies vertes, les nouveaux matériaux, la technologie des matériaux, les nanotechnologies, les technologies de l'information, les biotechnologies, la technique médicale, etc.

Parallèlement, le Conseil fédéral veillera à adapter le cadre réglementaire. On peut citer à cet égard la durée du report fiscal des pertes, qui porte aujourd'hui typiquement sur sept exercices, ce qui est bien trop court pour du capital-risque investi dans les technologies de pointe. La durée d'un investissement dans ce secteur, qui est celui qui produit les innovations réellement révolutionnaires, est en règle générale de dix à quinze ans.

Les jeunes Suisses assujettis à la cotisation de prévoyance professionnelle doivent à nouveau pouvoir regarder l'avenir avec confiance, en sachant que l'argent de leur retraite n'est pas seulement en « sécurité » aux points de vue formel et juridique, mais que les conditions sont créées pour que leurs contributions apportent une véritable sécurité, par un investissement dans l'économie réelle qui soit créateur de valeur.

57. Le Conseil fédéral a répondu le 26 février 2014 en proposant d'accepter la motion. Selon lui, les prescriptions actuelles en matière de placement offrent déjà aux institutions de prévoyance la possibilité d'investir dans des placements à long terme porteurs d'avenir. Le capital-risque est habituellement considéré comme un capital-investissement (« *private equity* ») et les institutions de prévoyance placent actuellement environ 1,1 pour cent de leur fortune dans ce secteur qui comprend plusieurs catégories de placement. D'un point de vue réglementaire, rien ne s'oppose à ce que les institutions de prévoyance augmentent la proportion de ces placements, à condition que leur capacité de risque le permette.

Les investissements en capital-risque sont des placements à long terme, relativement peu liquides. Quand bien même l'horizon de placement des institutions de prévoyance est relativement long, il importe que celles-ci soient en mesure de réagir de manière adéquate quand la

situation l'exige et d'éviter que la composition de leur portefeuille ne se dégrade. A cet égard, les placements en capital-risque comportent incontestablement un risque élevé. Actuellement, la situation financière de la plupart des institutions de prévoyance en Suisse est tendue. Cela signifie que leur capacité de risque et leur budget de risque sont fortement limités, ce qui rend plus difficiles les investissements en capital-risque.

Les conseils de fondation paritaires des institutions de prévoyance doivent pouvoir décider de leur propre chef s'ils souhaitent ou non placer des fonds en capital-risque en tenant compte des intérêts des assurés et de la situation particulière de leur caisse. Les institutions de prévoyance, et donc leurs assurés, assument les risques de la politique de placement choisie. L'Etat ne peut inciter les caisses de pensions à courir des risques qu'elles ne sauraient supporter. Il peut cependant s'employer à améliorer le cadre qui permet aux caisses d'alimenter l'économie suisse en capital-risque porteur d'avenir sans outrepasser leur capacité de risque et leurs possibilités.

Etant donné que les investissements en capital-risque demandent un savoir-faire pointu, les institutions de prévoyance optent généralement pour des investissements indirects. Un fonds suisse pour l'avenir peut mettre à disposition ce savoir. Le marché compte d'ores et déjà de tels prestataires et notamment une fondation de placement destinée exclusivement aux investisseurs de la prévoyance professionnelle et spécialisée dans le placement de fonds dans des PME industrielles et technologiques suisses (à haute valeur ajoutée) qui ne sont pas cotées en Bourse. Le Conseil fédéral approuve les initiatives privées de ce genre et les services concernés de l'administration fédérale encadrent et soutiennent aujourd'hui déjà ces efforts et entendent continuer à le faire à l'avenir.

Par ailleurs, le Conseil fédéral s'est penché sur la thématique du capital-risque et sur la question des investissements réalisés par les caisses de pensions dans un rapport publié en 2012 (« Le capital-risque en Suisse. Rapport du Conseil fédéral », juin 2012). Il a constaté que le marché suisse du capital-risque fonctionne bien et que la Suisse est relativement bien classée en comparaison internationale. En réponse au postulat Derder 13.4237, « Pour un meilleur développement des jeunes entreprises innovantes », le Conseil fédéral a en outre annoncé qu'il étudierait d'autres mesures et pistes pour améliorer encore les conditions régissant le capital-risque.

Le Conseil fédéral approuve donc les objectifs généraux de la motion et a déjà pris plusieurs mesures de concrétisation. Il est en outre prêt à instituer un groupe de travail composé de représentants de l'Office fédéral des assurances sociales et du SECO qui sera chargé de débattre avec les représentants de la prévoyance professionnelle de la pertinence et des modalités de création d'un Fonds privé pour l'avenir, en tenant compte des structures existantes.

Quant à la possibilité de prolonger la durée de report des pertes, elle sera examinée par le Département fédéral des finances dans le cadre de la réforme de l'imposition des entreprises III.

2. INTERPELLATION 14.3267 du 21 mars 2014 par le Conseiller national Fathi Derder sur le placement dans les sociétés non cotées en Suisse

58. Le Conseiller national Fathi Derder considère qu'il manque de capital risque en Suisse. Des mesures d'encouragement seraient souhaitables. Un exemple : il est possible d'encourager les caisses de pensions à investir dans le tissu économique. D'ailleurs, le Conseil fédéral partage cet objectif. Dans sa réponse à la motion du Conseiller national Konrad Graber 13.4184, il se dit prêt à instituer un groupe de travail pour définir la pertinence des modalités de création d'un fonds privé pour l'avenir. Quel rôle imagine-t-il pour la Confédération ? Et outre cette mesure, voit-il d'autres possibilités d'intervention ?

Une option simple, et souple, serait de procéder par voie d'ordonnance. Par une simple modification de l'article 53 OPP 2, en remplaçant les investissements dans les PME suisses non cotées au sein des actions suisses (comme cela était le cas jusqu'en 2008). Cela faciliterait les investissements directs dans les PME suisses non cotées : les institutions de prévoyance pourront investir dans des start-up sans passer par une allocation à la catégorie dite de « *private equity* » dans le cadre de « *placements alternatifs* ».

59. Le Conseil fédéral a répondu le 21 mai 2014 en renvoyant la motion à l'examen par le groupe de travail institué par la motion du Conseiller national Konrad Graber (13.4184).

3. INTERPELLATION 16.3129 du 16 mars 2016 du Conseiller national Fathi Derder concernant l'investissement dans le tissu économique local

60. Le Conseiller national Fathi Derder s'est interrogé sur la question de savoir si le groupe de travail mis sur pied en réponse à la motion du Conseiller national Konrad Graber (13.4184) proposera des modalités et des mesures précises pour encourager les caisses de pensions à investir dans le tissu économique local.
61. Le 4 mai 2016, le Conseil fédéral a répondu qu'il était en train d'étudier la pertinence et les modalités de création d'un Fonds suisse pour l'avenir qui serait organisé et géré conformément aux principes de l'économie privée²¹.

²¹ Le Fonds suisse pour l'avenir a finalement été créé sous la forme d'une fondation Pro Zukunft Fonds Schweiz qui soutient les mesures favorisant l'afflux d'épargne suisse provenant de fonds collectifs vers l'économie réelle créatrice d'emplois de la Suisse et à la pointe du progrès technique. Elle vise en particulier l'encouragement et la création d'un « Fonds d'avenir suisse » dans l'esprit de la motion du Conseiller national Konrad Graber et de l'amélioration des conditions-cadres fiscales et comptables pour encourager les caisses

Les placements en « *private equity* » et les investissements en capital-risque et dans le tissu économique local sont des placements à long terme, relativement peu liquides et à haut risque. Leurs rendements sont souvent procycliques, dans la mesure où leur succès dépend fortement de l'évolution économique. La situation financière de nombreuses institutions de prévoyance reste tendue. Leur capacité de risque et leur budget de risque sont fortement limités, ce qui explique la part relativement faible de ces placements dans leur fortune totale. De plus, de tels placements occasionnent des frais de gestion de la fortune relativement élevés, étant donné qu'ils nécessitent un savoir-faire spécialisé et des processus exigeants pour la sélection et la surveillance des produits. Les avoirs de la prévoyance professionnelle n'appartiennent pas à l'Etat, mais aux assurés. On ne peut donc exiger des institutions de prévoyance qu'elles acceptent des risques qu'elles ne pourront pas assumer. Les caisses doivent décider elles-mêmes quelle est la taille appropriée de leurs investissements.

Dans son rapport « Le capital-risque en Suisse » (juin 2012), le Conseil fédéral a constaté que le marché suisse du capital-risque fonctionne bien et que la Suisse est relativement bien classée en comparaison internationale. Pour encourager par exemple des investissements d'institutions de prévoyance en capital-risque, le Conseil fédéral est prêt à examiner les conditions régissant le capital-risque et à les améliorer si nécessaire. En réponse au postulat du Conseiller national Fathi Derder 13.4237, « Pour un meilleur développement des jeunes entreprises innovantes », le Conseil fédéral a annoncé qu'il étudierait d'autres moyens d'améliorer encore les conditions régissant le capital-risque. De même, en réponse à la motion du Conseiller national Konrad Graber 13.4184, « Caisses de pensions. Placements à long terme dans les technologies d'avenir et création d'un fonds à cet effet », un groupe de travail issu de l'administration fédérale sera chargé de débattre, avec des représentants des institutions de prévoyance, de la création et de la mise en œuvre d'un fonds privé pour l'avenir. Comme il s'agit d'un fonds privé, le rôle de la Confédération se limite à cette tâche. Un tel fonds pour l'avenir pourrait faciliter l'investissement d'institutions de prévoyance en capital-risque et mettre à leur disposition le savoir-faire nécessaire.

En raison de leurs caractéristiques sur le plan du risque, les placements en « *private equity* » et les actions non cotées sont considérés, à l'instar d'autres investissements illiquides à haut risque, comme des placements alternatifs, en vertu de l'OPP2.

de retraite et les institutions collectives de prévoyance à investir dans l'économie réelle créatrice de valeurs et d'emplois à la pointe du développement technique. Il s'agit d'un fonds de fonds.

4. MOTION 16.3414 du 9 juin 2016 du Conseiller national Claude Béglé visant à faciliter l'investissement des caisses de pensions

62. La motion propose d'ajouter la catégorie « Private Equity » à la liste des placements classiques de l'article 53 let. d. OPP2 La motion évoque donc à nouveau l'interpellation 14.3267 du Conseiller national Fathi Derder.

Selon la motion, la catégorie « sociétés cotées » pourrait trouver une limite, à l'article 55 OPP2, de 20%, soit légèrement au-dessus des 15% autorisés pour les placements alternatifs.

63. Dans avis du 31 août 2016, le Conseil fédéral a proposé de rejeter la motion. Il a rappelé que les prescriptions en matière de placement de l'OPP2 n'excluent pas les placements dans des actions non cotées, c'est-à-dire dans le « private equity ». Plusieurs institutions de prévoyance exploitent d'ailleurs déjà cette possibilité. Les institutions de prévoyance jouissent en effet d'une certaine liberté dans leur politique de placement dès lors qu'elles respectent leur devoir de diligence et qu'elles accordent toute l'attention nécessaire aux exigences de sécurité, de capacité de risque et de diversification. Elles peuvent également dépasser les limites de placement à condition de le justifier. Etant donné la conception relativement libérale des prescriptions en matière de placement dans la prévoyance professionnelle, il ne faut pas s'attendre à ce qu'une modification de ces prescriptions ait une influence considérable sur la stratégie de placement des institutions de prévoyance. La situation financière de ces institutions, leur capacité de risque et l'attractivité des différents placements sont des éléments bien plus décisifs.

Les placements en actions non cotées (« private equity ») sont à juste titre considérés comme des placements alternatifs, y compris à l'échelle internationale. Ce sont souvent des placements illiquides et difficiles à évaluer, qui requièrent un savoir-faire spécialisé de la part des institutions de prévoyance. Les investissements dans le « private equity » sont par ailleurs coûteux et présentent un risque élevé. A la différence des placements cotés, il n'existe pas, dans leur cas, un système de bourse qui veille au bon déroulement des opérations, garantit la crédibilité des acteurs ou permet un reporting efficace et pertinent des sociétés concernées. La distinction que les prescriptions de l'OPP 2 opèrent, pour le placement d'avoirs provenant d'un système d'épargne obligatoire, entre les placements en actions classiques et les placements en actions non cotées (« private equity ») est par conséquent pertinente, justifiée et éprouvée. La réglementation actuelle doit ainsi être maintenue.

5. MOTION 17.4286 du 15 décembre 2017 du Conseiller national Fathi Derder visant à encourager l'investissement des caisses de pensions dans les sociétés non cotées en Suisse

64. Le Conseiller national Fathi Derder est revenu à la charge en suggérant au Conseil fédéral de modifier l'article 53 OPP2 afin d'autoriser les institutions de prévoyance suisses à investir dans les PME suisses non cotées au titre des actions suisses, sans devoir passer par une allocation à la catégorie dite de « private equity » dans le cadre des « placements alternatifs » (art. 53 al. 1 let. e OPP2), qui concernent également les fonds spéculatifs (« hedge funds ») et les matières premières.

Le fait de ranger actuellement les placements directs dans les sociétés non cotées sises en Suisse dans la catégorie des placements dits alternatifs, et d'être ainsi mis sur le même pied que les fonds spéculatifs et les matières premières, constitue indiscutablement une incitation négative à de tels placements. On notera que, par le passé et jusqu'en 2008, les participations directes dans les sociétés non cotées sises en Suisse étaient assimilées aux placements directs dans les sociétés cotées à la Bourse suisse. Toutefois, la présente proposition n'entend pas reprendre telle quelle cette réglementation antérieure. En effet, le respect du principe de diversification par le recours à un placement collectif soumis à une surveillance étatique et donc à des exigences légales (LPCC ou réglementation analogue, voire fondation de placement selon les articles 53g à 53k LPP) est un gage de professionnalisme, de sérieux et implique un meilleur contrôle des risques.

65. Le Conseil fédéral a répondu le 2 mars 2018 en proposant le rejet de la motion. Il considère, en effet, que les prescriptions de l'OPP2 admettent les placements dans des actions non cotées (« private equity ») de sociétés suisses. Plusieurs institutions de prévoyance exploitent d'ailleurs déjà cette possibilité. Les institutions de prévoyance jouissent en effet d'une certaine liberté dans leur politique de placement, dès lors qu'elles respectent leur devoir de diligence et qu'elles accordent toute l'attention nécessaire aux exigences de sécurité, de capacité de risque et de diversification. Etant donné la conception libérale des prescriptions en la matière dans la prévoyance professionnelle (notamment en comparaison avec celles qui régissent les institutions d'assurance), il ne faut pas s'attendre à ce qu'une modification de l'OPP2 ait une grande influence sur l'attitude des institutions de prévoyance dans ce domaine. Leur situation financière, leur capacité de risque et l'attractivité des différents placements sont des éléments bien plus décisifs. Les institutions de prévoyance accordent également de l'importance à la transparence des coûts et des rendements et à la transparence en matière de valorisation des produits de capital-risque.

Même dans le cadre international, les placements en actions non cotées sont considérés comme des placements alternatifs, étant donné qu'ils sont souvent illiquides et difficiles à évaluer. Ils requièrent un savoir-

faire spécifique de la part des institutions de prévoyance. Les investissements en capital-risque sont par ailleurs coûteux et présentent un risque élevé. A la différence des placements cotés, il n'existe pas, dans leur cas, de système de Bourse qui veille au bon déroulement des opérations, garantisse la crédibilité des acteurs ou permette un « reporting » efficace et pertinent des sociétés concernées. Contrairement à ce qu'avance l'auteur de la motion, l'OPP 2 n'oblige pas à effectuer des placements en actions sous la forme de placements collectifs (et à raison); il est évidemment possible d'effectuer des investissements directs. Pour toutes ces raisons, la distinction que les prescriptions de l'OPP 2 opèrent, pour le placement d'avoirs provenant d'un système d'épargne obligatoire, entre les placements en actions classiques et les placements en actions non cotées est pertinente, justifiée et éprouvée. Ces prescriptions de placement exigent des institutions de prévoyance une grande diligence, une approche adéquate de l'opposition entre risque et rendement, qu'elles fassent preuve de transparence et qu'elles assument leur responsabilité.

E. L'APPLICATION DE LA *PRUDENT INVESTOR RULE*

1. INTERPELLATION 18.3816 du 25 septembre 2018 du Conseiller aux Etats Josef Dittli visant à l'optimisation du rendement de la fortune dans la prévoyance professionnelle

66. Dans son interpellation du 25 septembre 2018, le Conseiller aux Etats Josef Dittli relève que la prévoyance professionnelle est un des piliers de notre prévoyance vieillesse. Depuis la création du 2^{ème} pilier, plus de 40% des avoirs de vieillesse de la prévoyance professionnelle ont été générés par le rendement de la fortune, souvent appelé « *troisième cotisant* ». Le rendement de la fortune qui provient des placements effectués par les caisses de pensions représente donc une part considérable des rentes versées aux assurés.

Mais les prescriptions en matière de placements, héritées d'un passé révolu, sont aujourd'hui dépassées. Dans les faits, elles constituent essentiellement une aide pour les caisses de pensions qui connaissent assez mal les marchés des capitaux. Selon les experts toutefois, elles empêchent les caisses de pensions de faire leur choix dans tout l'univers de placement, alors qu'une telle possibilité serait dans l'intérêt des assurés. Il pria donc le Conseil fédéral de répondre aux questions suivantes :

1. Quelles mesures prend-il pour que le rendement de la fortune généré par les avoirs des caisses de pensions puisse être optimisé, compte tenu d'une sélection appropriée des risques ?

2. Que pense-t-il de l'idée visant à modifier l'ordonnance sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (OPP2) de telle sorte qu'il soit désormais possible de se fonder uniquement sur le

principe de gestion prudente (« *Prudent Investor Rule* ») (avec abandon des limites supérieures et du catalogue de placements) ? Quels seraient les avantages et les risques d'une telle mesure ?

3. Existe-t-il, selon le Conseil fédéral, d'autres mesures ou des mesures complémentaires qui permettraient aux caisses de pensions d'optimiser le rendement de la fortune ?

67. Le 30 novembre 2018, le Conseil fédéral a présenté son avis au sujet de la motion. En réponse aux questions 1 et 3, il a indiqué que l'optimisation du rendement d'une institution de prévoyance compte tenu de sa capacité de risque est de la responsabilité de l'organe suprême paritaire de cette institution. Les prescriptions de placement en vigueur dans la prévoyance professionnelle soulignent explicitement cette responsabilité (par ex. art. 49a à 52 de l'ordonnance sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité [OPP2 ; RS 831.441.1]). Une augmentation du rendement (attendu) de la fortune à long terme est possible si la capacité de risque de l'institution de prévoyance s'améliore. Les principaux moyens d'y parvenir consistent à consolider les réserves de fluctuation de valeur lors des bonnes années de placement et d'abaisser le taux d'intérêt technique.
68. En réponse à la question 2, le Conseil fédéral a indiqué qu'en 2000, la règle de l'investisseur avisé a été inscrite dans les prescriptions de placement de l'OPP2. Si ces prescriptions de placement prévoient des limites par catégorie de placement, les institutions de prévoyance n'en ont pas moins la possibilité de les dépasser. En ce sens, on ne peut plus parler de limites maximales. Conformément au principe de l'investisseur avisé, les responsables des institutions de prévoyance doivent toutefois se demander si les principes de diligence raisonnable, de sécurité et de diversification sont encore respectés lorsque ces limites sont franchies. Ils doivent également s'assurer de la transparence de leur action. Ce principe dit « appliquer ou expliquer » (comply or explain) est largement répandu dans le domaine de la surveillance et a fait ses preuves pour les institutions de prévoyance à l'occasion de deux crises des marchés financiers (en 2000-2003 et en 2007/2008). Les prescriptions de placement en vigueur sont souples, simples, concises et relativement libérales. Elles mettent l'accent sur la responsabilité des institutions de prévoyance et leur permettent d'optimiser facilement leurs placements en tenant compte du rapport entre rendement et risque. Elles n'empêchent aucun placement. Au contraire, les institutions de prévoyance peuvent, dans le cadre de leur capacité de risque, utiliser toute la gamme des placements à leur disposition.

La suppression des limites par catégorie de placement affaiblirait l'importance ainsi accordée à la responsabilité. Elle pourrait conduire, de la part de certaines institutions de prévoyance, à des comportements imprudents qui risqueraient de provoquer des pertes, voire des situations d'insolvabilité. Les conseils de fondation ne disposent pas toujours d'une connaissance très poussée des marchés

financiers. La limitation de certains facteurs de risque comme les emprunts de fonds de tiers est également nécessaire. Ces points ne sont guère contestés. Supprimer les limites par catégorie de placement ne serait pas non plus judicieux. En effet, la répartition de la fortune a une incidence significative sur le niveau du rendement et des risques. Cesser de la mesurer affaiblirait considérablement la surveillance ou rendrait impossible toute analyse comparative des institutions de prévoyance et de leurs performances. Cela compliquerait singulièrement le choix d'une institution collective par les entreprises. Il importe toutefois d'adapter de temps à autre les limites par catégorie de placement à l'évolution du marché.

La suppression des limites par catégorie de placement devrait par ailleurs, afin de ne pas compromettre la sécurité, s'accompagner inévitablement d'un renforcement substantiel de la gestion des risques et d'une professionnalisation des conseils de fondation. Les prescriptions en matière de risque devraient être précisées et renforcées, ce qui exigerait un travail important de la part des institutions de prévoyance. Le système des limites par catégorie de placement constitue en outre un instrument de surveillance simple. A l'inverse, déterminer une mesure adéquate du risque dans le domaine des placements alternatifs, par exemple dans le cadre de la gestion des risques, est généralement une opération d'une grande complexité. C'est également le cas de la détermination de l'effet de la diversification en cas de crise. Pareilles tâches ne seraient pas compatibles avec le système de milice qui caractérise les conseils de fondation paritaires. La solution actuelle, qui consiste en des limites par catégorie de placement assorties d'exigences générales en matière de gestion des risques, s'avère efficace. Elle nécessite une moindre densité réglementaire et requiert des coûts et des ressources nettement inférieures à ceux d'autres prestataires de services financiers soumis à un système de surveillance prudentielle. En fin de compte, ce sont les assurés, les employeurs et les retraités qui en profitent grâce à des frais d'administration et de gestion de fortune moins importants.

Le Conseil fédéral est toutefois prêt à examiner, dans le cadre de la révision de la LPP en cours de préparation, les possibilités d'améliorer la transparence de certains produits de placement et, le cas échéant, de renforcer efficacement la gestion des risques dans le cadre du système existant et, partant, de renforcer le principe de l'investisseur avisé.

F. PROPOSITION DU CONSEIL FEDERAL : LIMITE DE 5% POUR LES SOCIETES SUISSES NON-COTEES

69. Le 30 novembre 2018, le Conseil fédéral a indiqué qu'il souhaitait faciliter les placements des caisses de pensions dans les technologies porteuses d'avenir en Suisse et qu'il examinerait une adaptation en ce sens des directives de placement. A l'appui, il a adopté un rapport le même jour. Dans ce cadre, le Conseil fédéral a indiqué que les investissements dans des technologies innovantes et porteuses d'avenir

peuvent être très utiles aux caisses de pensions, notamment pour les aider à réaliser les objectifs de prévoyance à long terme. Le Conseil fédéral envisage donc d'introduire dans les directives de placement de la prévoyance professionnelle une nouvelle catégorie de placements dans le capital-risque suisse, assortie d'une limite d'environ 5% de l'ensemble des placements. Il propose en outre que les placements dans ces produits soient présentés de manière plus transparente. Les caisses de pensions pourront décider, compte tenu de leur capacité de risque, dans quelle mesure elles souhaitent et peuvent exploiter le potentiel de placement dans le capital-risque. La responsabilité des décisions de placement continue de relever exclusivement de l'organe compétent de la caisse de pensions. Ce changement est proposé en réponse à la motion 13.4184 « Placements à long terme dans les technologies d'avenir et création d'un fonds à cet effet » du Conseiller aux Etats Konrad Graber.

70. Dans ce cadre, le Conseil fédéral a chargé le Département fédéral de l'intérieur (DFI) d'examiner en collaboration avec les représentants du domaine de la prévoyance l'introduction, dans un délai raisonnable, d'une limite d'environ 5% de la fortune pour les placements suisses non cotés. Par ailleurs, le DFI est chargé d'offrir aux institutions de prévoyance, d'une manière adéquate, la possibilité d'exiger des sociétés de placement en capital-risque qu'elles indiquent, de manière standardisée, en plus des informations habituelles, les frais en relation avec le capital promis en évitant toute confusion avec les indications de frais actuellement fournies.
71. Le Conseil fédéral a également souligné la nécessité de poursuivre les efforts en vue d'améliorer encore davantage la transparence des produits. Il estime qu'il est du devoir des fournisseurs de produits et de leurs associations d'aller dans le sens d'une autorégulation.
72. Enfin, la question de la compensation des pertes sur le plan fiscal est importante pour les investisseurs et les fournisseurs de capital-risque. Le Conseil fédéral est disposé à examiner la possibilité, pour toutes les entreprises, la compensation illimitée des pertes dans le temps, associée à une imposition minimale²².
73. Le Conseil fédéral a également relevé à cet égard que les institutions de prévoyance approuvent globalement l'offre de nouveaux produits et sont prêtes à examiner les possibilités d'investissement, mais rejettent une pression politique qui veut les contraindre à investir dans certains secteurs. Ayant des obligations envers les assurés, elles souhaitent pouvoir choisir en fonction de critères économiques et non politiques. Pour des raisons de risque et de rendement, les institutions de

²² Rapport du Conseil fédéral concernant le classement de la motion 13.4184 du Conseiller aux Etats Konrad Graber du 12 décembre 2013 (Caisses de pension, Placements à long terme dans les technologies d'avenir et création d'un fonds à cet effet).

prévoyance investissent pour l'instant rarement directement dans du capital-risque suisse, mais surtout dans des mandats de capital-investissement diversifiés à l'échelle mondiale. Dans ce cadre, créer dans la loi une catégorie de placement restreinte de 5%, par exemple, pour les placements suisses non cotés permettrait d'attirer davantage l'œil des institutions de prévoyance sur ce domaine et de dissocier cette nouvelle catégorie de placements alternatifs. Cette catégorie serait suffisamment grande pour couvrir en totalité la demande potentielle d'investissement en capital-risque suisse, mais aussi suffisamment petite pour préserver la sécurité de la prévoyance professionnelle. L'existence de produits transparents dans un cadre géographique proche et connu ainsi que l'expérience qui va de pair pourra également permettre de créer des bases pour qu'à l'avenir, les investisseurs s'engagent davantage dans ces domaines de manière générale.

IV. L'ASSOCIATION SUISSE DES BANQUIERS ET LES PLACEMENTS NON TRADITIONNELS POUR LES CAISSES DE PENSIONS

A. LE RAPPORT DE L'ASB SUR LE 3EME COTISANT EN MATIERE DE PREVOYANCE PROFESSIONNELLE

74. Le 14 février 2017, l'Association suisse des banquiers (ASB) a présenté une étude « *Le troisième cotisant en matière de prévoyance professionnelle. Suggestions d'optimisation* ».

L'ASB relève que le rendement des placements d'avoirs de prévoyance constituait jusqu'ici le contributeur le plus important en ce qui concerne les avoirs de vieillesse. L'affirmation, en tant que telle, est quelque peu excessive, les cotisations des employeurs et des assurés étant le fondement même de l'épargne collective en vue de la constitution d'avoirs de vieillesse.

L'ASB considère que les rendements actuellement visés ne pourront plus être atteints à l'avenir. De sorte que la prévoyance vieillesse risque d'être confrontée à un déficit de financement entraînant des réductions de prestations.

Pour y remédier, il est indispensable que les caisses de pensions adaptent leurs stratégies de placement au nouveau contexte et intègrent des sources de rendement supplémentaires. L'étude de l'ASB considère que les taux d'intérêts négatifs sur les créances et d'autres facteurs ont modifié en profondeur le contexte dans lequel s'exercent des activités professionnelles de placement.

Selon l'ASB, les stratégies de placement des caisses de pensions suisses sont restées largement inchangées depuis les années 1980. Les obligations, les actions et l'immobilier suisses continuent de jouer un rôle prédominant, « *au détriment des placements non traditionnels* ». Or, les

prescriptions de placement de l'OPP2 favorisent cette situation dans la mesure où, en s'en tenant à une répartition classique par catégories, elles n'envoient pas les bons signaux. Une réorganisation des catégories prévues par l'OPP2 s'impose donc, selon l'ASB, pour induire des changements de comportement en matière de placement.

75. En effet, s'agissant de la performance de placement, la Suisse se positionnerait au bas du tableau en comparaison internationale. Les pays affichant les quotas les plus importants de placements non traditionnels ont tendance à dégager de meilleurs rendements. Les analyses comparatives laissent à penser qu'à risque égal, l'écart de rendement entre un portefeuille moyen actuel de caisses de pensions et une variante plus diversifiée serait d'environ 1% par an, mais avant les frais.
76. C'est la raison pour laquelle l'ASB propose d'adapter les limites de placement de l'OPP2, en admettant toutefois la nécessité d'admettre des sous-couvertures temporaires avec une extension de la période autorisée de sous-couverture pour tenir compte d'un horizon de placement long.
77. Selon elle, il y a lieu de procéder à une nouvelle répartition en quatre catégories de placement : Capitaux étrangers, Capital propre, Placements en valeurs réelles et Négoce des ressources. Les catégories *Private Equity*, *Private Debt* et Infrastructure seraient conçues de manière à être équivalentes à leurs pendants cotés en bourse. Cette modification vise à faciliter la rupture par rapport au schéma de placement actuel. En outre, il est préconisé d'étendre les limites par catégories définies en pourcentage.

78. La proposition de l'ASB peut être résumée dans le tableau suivant²³, les propositions nouvelles étant en gris :

Sous-catégories de placement		Limite		Art. OPP2
		nouvelle	existante	
		100%	-	
Capitaux étrangers				
Cotés	Obligations CHF et monnaies étrangères	100%	100%	55
Privés	Titres hypothécaires CH	50%	50%	55 a
	Private Debt (nouveau) ¹	15%	-*	55d
Capital propre		75%	-	
Coté	Actions CHF et monnaies étrangères	75%	50%	55b
Privé	Private Equity (nouveau) ¹	15%	-*	55d
Placements en valeurs réelles	(capital propre)	50%	-	
Coté	Immobilier Suisse et Monde	50%	30%/10%	55c
Privé	Immobilier Suisse et Monde	50%	30%/10%	55c
	Infrastructure (nouveau) ¹	15%	-*	55d
Négoce et ressources		15%	-	
Négoce	Hedge Funds	-	15%*	55d
Ressources	Matières premières	-	15%*	55d
Autres	Insurance Linked securities	-	15%*	55d
	Monnaies étrangères sans couverture de change	30%	30%	55e

¹ Placements alternatifs dans chaque catégorie de placement

* Catégorie de placement entrant dans la limite de 15% actuellement en vigueur pour les placements alternatifs en vertu de l'OPP2

²³ Pascal FREI, PPCMetrics SA, CACP 2018.

79. Par ailleurs, l'ASB considère que la *Prudent Investor Rule* doit s'appliquer aux caisses de pensions. Ce postulat doit être examiné dans le cadre des principes juridiques actuels qui autorisent l'extension des limites de placement, dont les modalités peuvent être illustrées par le tableau qui suit.

En vertu de cette règle qui prévaut déjà dans de nombreux pays, chaque caisse de pensions doit gérer les actifs en « investisseur avisé », c'est-à-dire comme s'il s'agissait des siens propres. L'ASB souligne, à juste titre, que cela accroît nettement les responsabilités, mais aussi la marge de manœuvre quant aux décisions de placement.

B. LA REGLE DE L'INVESTISSEMENT PRUDENT : UN CHANGEMENT JURIDIQUE FONDAMENTAL ?

80. Dans un article récent à propos du « *Prudent Investor Rule* » en Suisse, Christian Dreyer critique de manière plus fondamentale l'approche selon l'article 50 al. 4 OPP2. Selon lui, la question qui se pose est celle de la prépondérance. Est-ce la règle de l'investisseur avisé qui doit primer, avec juste quelques limites bien motivées si nécessaires ? Ou est-ce que le principe de l'investisseur avisé doit être appliqué dans le cadre d'un système de limites qui a la préséance ?²⁴

Il considère que les directives de placement suisses relèvent de l'arrogance du savoir : le régulateur décide la stratégie de placement optimale, qui est toutefois dépourvue de tout fondement vu l'insécurité réelle des marchés financiers²⁵. Il considère également qu'il est difficile de concilier deux concepts contradictoires en soi car les limites, en réalité, ont toujours la priorité. L'extension des limites de placement selon l'article 50 al. 4 OPP2 est « *trop futile pour prouver le contraire* ». Car l'autorité de surveillance garde la compétence de révoquer l'extension quand bon lui semble. En plus, l'institution de prévoyance décide « à sa libre guise » si elle veut l'étendre ou non²⁶. Elle peut donc renoncer à une extension même si elle était de mise dans l'intérêt des assurés. Ainsi, l'application de la règle de l'investisseur avisé suppose qu'une institution de prévoyance soit tenue de vérifier régulièrement si des extensions sont nécessaires dans le cadre de sa politique de placement. Elle pourrait seulement renoncer à la mise en œuvre de celle-ci et opérer dans le cadre des limites actuelles de placement dans la seule mesure où de telles extensions ne sont pas nécessaires.

Dreyer rejette également l'argument structurel selon lequel la taille des institutions de prévoyance justifie le maintien des limites pour les institutions dont la somme du bilan présente une somme inférieure à un milliard de francs, les limites représenteraient une référence en matière

²⁴ Christian Dreyer : *Directives de placement. Le Prudent Investor en Suisse*, Prévoyance Professionnelle Suisse, 05.18, p. 74.

²⁵ Ibidem, p. 74.

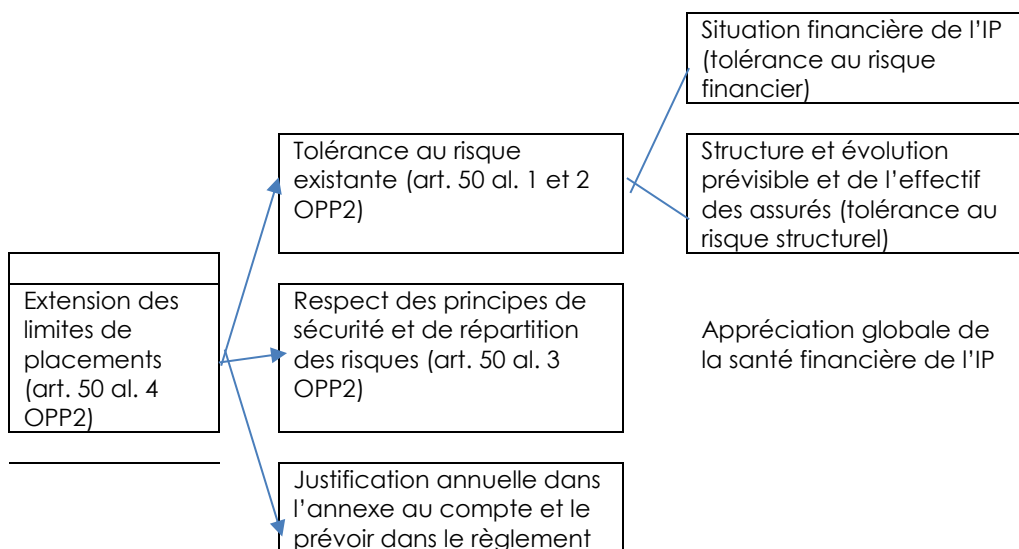
²⁶ Dreyer, op. cit., p. 75.

de politique de placement qu'elles seraient incapables d'élaborer par leurs propres moyens. Une telle argumentation, selon Dreyer, vise uniquement une conservation des structures en place. Il considère même que ni la LPP, ni les dispositions d'exécution ne définissent sans équivoque les priorités en cas de conflit d'intérêts. Cette affirmation est osée, car infondée juridiquement (cf. art. 51b et 51c LPP, art. 48g à 48l OPP2).

81. En réalité, et Dreyer le reconnaît, l'application du principe « *Prudent Investor* » en Suisse nécessiterait l'application de standards spécifiques de gouvernance, en particulier le fait de disposer de l'expertise et des ressources appropriées nécessaires et d'une claire répartition des rôles entre l'institution de prévoyance et ses prestataires de services externes. Par ailleurs, Dreyer insiste sur le rôle dirigeant que la surveillance et le législateur devraient assumer, et non plus l'organe paritaire suprême art. 51a LPP), dans la perspective d'une interprétation et d'un développement efficaces de la réglementation. Cela comporte la compétence de prononcer des sanctions en cas de non-respect des dispositions légales. A juste titre, Dreyer indique également qu'à défaut de termes clairs aisément interprétables, telles que les limites de placement, les avis d'experts devront jouer un rôle important. Cela pourrait développer la demande pour les activités de conseils et de *bench-marking*.
82. Enfin, Dreyer relève que des voies judiciaires appropriées effectives contre les décisions de placement inaptes doivent constituer une incitation préventive à respecter la norme de l'investisseur avisé²⁷.

²⁷ Dreyer, op. cit., p. 75.

83. Or, en réalité, si l'on examine le processus décisionnel relatif à l'extension des possibilités de placements selon l'article 50 al. 4 OPP2, on s'aperçoit que la loi décrit de manière très précise le schéma décisionnel résumé dans le tableau qui suit²⁸ et qui correspond, dans les grandes lignes, au *Prudent Investor Rule* :



84. A vrai dire, les propositions de Dreyer visent un changement du cadre légal qui serait imposé aux institutions de prévoyance afin, en quelque sorte, de les contraindre de s'engager beaucoup plus que par le passé dans les catégories de placements alternatifs. Cette contrainte nouvelle est proposée avec un renforcement du rôle des autorités de surveillance ainsi que des règles encore plus strictes en matière de responsabilité tant des organes que de l'autorité de surveillance. On notera, en passant, que les autorités de surveillance sont déjà susceptibles d'engager leur propre responsabilité envers le Fonds de garantie au sens de l'article 56a LPP, dans le domaine de l'élargissement des possibilités de placement (art. 50 al. 5 OPP2), en cas d'insolvabilité de l'institution de surveillance.
85. Mais la responsabilité accrue et le renforcement des contrôles étatiques visée par Dreyer concernerait, en réalité, non pas le cas de l'insolvabilité, mais bien celui du gain postulé et manqué, le *lucrum cessans* du droit romain. Une telle approche étatique, prescriptive et autoritaire n'est, à notre sens, tout simplement pas praticable, ni compatible avec les exigences de responsabilité et d'équilibre financier exigées des institutions de prévoyance et de leurs organes (art. 51a LPP).

²⁸ Pascal Frei, PPCmetrics SA, CACP 2018

En comparaison, l'approche de l'ASB s'insère plus aisément dans la tradition juridique et de gestion de la prévoyance professionnelle suisse.

C. CONCLUSION INTERMEDIAIRE

86. Il existe de nombreuses interventions politiques et des milieux des services financiers qui insistent sur un rôle accru des institutions de prévoyance dans le domaine des placements dits alternatifs en valeurs réelles, en particulier les infrastructures et le *Private Equity*.
87. Les placements alternatifs en valeurs réelles non cotées sont par définition peu ou pas liquides et complexes. Cela pose la question de la contrainte d'une comptabilisation de la fortune à sa valeur de marché selon Swiss GAAP RPC 26 (art. 47 al. 1 et 48 OPP2) ainsi que le calcul du découvert du bilan sur une base annuelle (art. 44 OPP2), en lien avec les exigences de liquidité à court terme. Ces contraintes entraînent également une responsabilité des organes. En effet, en cas de liquidation partielle ou totale, les découverts doivent être déduits de la prestation de sortie relevant de la prévoyance plus étendue (art. 53d al. 3 LPP). On peut également évoquer les obligations éventuelles de l'employeur en cas de découvert temporaire, qu'un récent arrêt du Tribunal fédéral a mis en évidence, dans le cadre d'une œuvre de prévoyance regroupant exclusivement des rentiers au sein d'une institution de prévoyance collective²⁹.
88. S'agissant des entreprises cotées en bourse, les contraintes d'évaluation des engagements relevant de la prévoyance professionnelle, découlant de la norme comptable internationale IFRS IAS 19, sont également majeures.
89. Il est donc nécessaire d'examiner brièvement la jurisprudence du Tribunal fédéral relative à la responsabilité en matière de respect des normes de placement.

V. LES LIMITES DE PLACEMENT ET L'INVESTISSEUR AVISÉ FACE AU TRIBUNAL FEDERAL

A. REMARQUES GENERALES

90. L'ASB a raison d'insister sur la responsabilité accrue découlant de la mise en œuvre de la *Prudent Investor Rule*. En effet, en matière de responsabilité, deux normes régissent la prévoyance professionnelle.

En effet, en vertu de l'article 52 LPP, les personnes chargées d'administrer ou de gérer l'institution de prévoyance et les experts en matière de prévoyance professionnelle répondent du dommage qu'ils

²⁹ TF, arrêt 9C_649/2017 du 21 juin 2018.

lui causent intentionnellement ou par négligence. Par ailleurs, en vertu de l'article 56a LPP, le Fonds de garantie peut, vis-à-vis des personnes responsables de l'insolvabilité de l'institution de prévoyance ou de la caisse de pensions affiliée³⁰, participer aux prétentions de l'institution de prévoyance au moment du versement des prestations garanties et jusqu'à concurrence de celles-ci. Le Fonds de garantie couvre le risque d'insolvabilité à concurrence des prestations calculées sur la base d'un salaire déterminant au sens de la LAVS et égal à une fois et demie le montant-limite supérieur prévu à l'article 8 al. 1 LPP, soit, en 2018, CHF 127'980.- dès le 1^{er} janvier 2019.

B. LA VIOLATION DES DEVOIRS DE FIDELITE ET DE LOYAUTE

91. L'essentiel du contentieux de responsabilité intervient en cas d'insolvabilité de l'institution de prévoyance ou de la caisse de prévoyance interne à l'institution de prévoyance collective entraînant l'intervention du Fonds de garantie. Celui-ci peut agir envers toutes les « *personnes responsables* » devant la juridiction en matière d'assurances sociales (art. 73 LPP). Celle-ci est régie par l'exigence d'une procédure simple, rapide et, en principe, gratuite ; le juge doit constater les faits d'office (art. 73 al. 2 LPP). Les décisions du juge instauré par l'article 73 LPP peuvent faire l'objet d'un recours en matière de droit public devant le Tribunal fédéral (art. 82 let. a Loi sur le Tribunal fédéral – LTF).

Les recours sont examinés par la 2^{ème} Cour de droit social du Tribunal fédéral (art. 26 al. 1 let. d et 35 let. 2 LTF). La même Cour doit juger des litiges en matière de responsabilité de l'employeur qui, intentionnellement ou par négligence grave, n'observe pas les prescriptions et cause ainsi un dommage à l'AVS, essentiellement en cas de non-paiement des cotisations AVS.

Sans entrer dans le détail à propos de la mise en œuvre de l'article 52 LAVS, il est généralement admis que la jurisprudence du Tribunal fédéral relative à l'article 52 LAVS est très stricte. La remarque a son importance car, en matière de responsabilité selon les articles 52 et 56a LPP pour les pertes liées à la gestion des institutions de prévoyance, il faut tenir compte d'un élément absolument essentiel. La prévoyance professionnelle étant financée selon le principe de la capitalisation (art. 65 LPP), les pertes entraînant une responsabilité selon les articles 52 et 56a LPP dépasseront, généralement, très largement celle découlant du non-paiement des cotisations aux autres assurances sociales obligatoires (art. 52 LAVS). En d'autres termes, le risque économique de la responsabilité est beaucoup plus important, ce d'autant plus que le législateur a expressément souhaité que les litiges en la matière soient

³⁰ Il s'agit de la caisse de prévoyance interne à une institution de prévoyance collective ou du collectif représenté par un employeur affilié à une institution de prévoyance commune.

examinés par les juridictions qui traitent du contentieux de responsabilité en matière d'assurances sociales obligatoires.

En matière de responsabilité selon les articles 52 et 56a LPP, il faut distinguer les cas de violation du devoir de diligence de ceux qui concernent la violation du devoir d'intégrité et de loyauté des responsables au sens de l'article 51b LPP, souvent associés d'ailleurs aux infractions pénales de la gestion déloyale ordinaire (art. 158 al. 1 Code pénal suisse) ou qualifiée (art. 58 al. 2 Code pénal suisse) ainsi que l'abus de confiance ordinaire (art. 138 al. 1 Code pénal suisse) ou qualifié (art. 138 al. 2 Code pénal suisse).

La violation des devoirs de loyauté et de fidélité peut prendre plusieurs formes. Il peut s'agir du détournement de la fortune de prévoyance par des membres des organes de l'institution de prévoyance ou la participation de ces organes à des transactions douteuses³¹. Il peut s'agir du transfert de la fortune de prévoyance à des tiers ayant utilisé l'institution de prévoyance comme instrument de récolte de fonds dans leur intérêt privé, en particulier pour financer leurs activités économiques. On signalera également des prêts inconsidérés accordés à l'employeur³². L'achat d'actions de la fondatrice par l'institution de prévoyance suivi d'amortissements massifs de celles-ci pour sauver la fondatrice peut susciter un reproche en matière de responsabilité³³.

C. LA VIOLATION DU DEVOIR DE DILIGENCE EN LIEN AVEC LES LIMITES DE PLACEMENT

92. La gestion honnête d'une institution de prévoyance permet, sans difficulté, d'éviter la violation des devoirs de fidélité et de loyauté. Plus délicate, en revanche, est la portée du devoir de diligence en lien avec le principe de sécurité dont découlent les limites de placement. En effet, en application de l'article 51b al. 2 LPP, les personnes chargées de gérer ou d'administrer l'institution de prévoyance sont tenues, dans l'accomplissement de leurs tâches, de respecter le devoir de diligence fiduciaire. Le Tribunal fédéral a eu l'occasion, à plusieurs reprises, de s'exprimer sur le lien entre la responsabilité découlant de l'article 52 LPP, voire 56a LPP, et les normes de placement, en particulier les valeurs limites de celles-ci.
93. Les principes généraux de la responsabilité civile sont applicables dans le cadre de la mise en œuvre de l'article 52 LPP. Il en va de même pour les règles générales des articles 43 et 44 CO relatifs à la fixation du dommage et à sa réduction ; ces dispositions sont applicables par analogie.

³¹ TF, arrêts 9C_697/2008 du 16 décembre 2009, 6B_949/2009 du 19 novembre 2010, 6B_415/2010 du 1^{er} septembre 2010, 6B_472/2011 et autres du 14 mai 2012, ATF 138 V 235.

³² ATF 122 IV 279, consid. 2b, TF, arrêts 9C_667/2009 du 7 mai 2010, 9C_997/2009 du 31 mai 2010.

³³ ATF 140 V 405.

Même si les valeurs-limites selon l'article 57 al. 2 OPP2 sont respectées, les placements sans garantie chez l'employeur ne sont autorisés que dans la mesure où les exigences générales de sécurité de l'article 71 LPP sont satisfaites. Cela signifie que la fortune de prévoyance ne peut être placée auprès de l'employeur qu'aussi longtemps qu'elle est n'est pas mise en péril. Si tel est le cas, les organes de l'institution de prévoyance, indépendamment de tout délai de résiliation contractuel éventuel, doivent exiger la garantie immédiate ou le remboursement, même si la situation financière de l'entreprise fondatrice est de ce fait aggravée. Une mise en danger du placement chez l'employeur doit être admise lorsque la solvabilité de l'entreprise fondatrice n'est plus donnée. Les organes de l'institution de prévoyance doivent donc contrôler périodiquement la situation économique de l'entreprise et doivent se procurer à cet effet les informations nécessaires, soit régulièrement son bilan et son compte d'exploitation.

Enfin, les nouvelles règles de placement s'appliquent immédiatement à l'état de fait antérieur à son entrée en vigueur, si celui-ci perdure sous l'égide du nouveau droit (rétroactivité imparfaite)³⁴.

94. Dans son arrêt *First Swiss*, le Tribunal fédéral a insisté sur l'obligation de diligence du membre de l'organe suprême de l'institution de prévoyance. Cette obligation débute dès le 1^{er} jour de son entrée en fonction³⁵.

Cela suppose qu'il se procure une vision d'ensemble de l'institution avant d'assumer son mandat. Les éléments les plus importants, en particulier l'organisation et les placements, de même que la gestion des risques, doivent être examinés avant l'acceptation du mandat de membre du conseil de fondation. Cela ne signifie pas que le membre du conseil de fondation doive, avant le début de ses fonctions, avoir des soupçons ou procéder à des recherches sans qu'il y ait un motif justifié. En revanche, il doit se préoccuper dès le début de participer activement aux événements. Il n'y a donc pas d'effet anticipé de la responsabilité, qui débute avec la prise de mandat. Le fait que l'institution de prévoyance doive garantir la formation initiale et la formation continue des représentants des salariés et de l'employeur (art. 51a al. 1 let. i LPP) ne modifie en rien l'obligation de diligence. En effet, la loi n'interdit pas de commencer la formation avant le début de la fonction. De plus, le devoir de diligence se mesure non pas en fonction des connaissances professionnelles, mais selon des critères objectifs. Une autre question est de savoir si la durée du mandat autorise une action en temps utile. Ainsi, le membre du conseil de fondation qui prend ses fonctions à un stade ultérieur peut se voir reprocher une passivité et donc de s'être accommodé d'une augmentation du dommage.

³⁴ TF, arrêt 9C_579/2007 du 18 mars 2008.

³⁵ ATF 128 V 124, ATF 141 V 51.

A cet égard, la Fondation collective First Swiss était caractérisée par le fait qu'elle avait délégué de très nombreuses tâches à des tiers, en particulier la gestion de sa fortune. Or, la fondation faisait partie d'un conglomérat financier et le membre du conseil de fondation s'est exposé à des risques de conflits d'intérêts dans la mesure où il exerçait en parallèle des fonctions d'administrateur auprès des sociétés anonymes auxquelles la fondation avait délégué des tâches, voire accordé des prêts. L'intéressé ne peut donc prétendre être membre candidat du conseil de fondation. De plus, le règlement des placements n'indique pas la date de son approbation et les procès-verbaux du conseil de fondation ne contiennent rien à ce sujet.

L'intéressé ne peut pas alléguer qu'il avait fait confiance aux déclarations d'autres membres du conseil de fondation ayant une expertise particulière. Il ne pouvait pas non plus se limiter à constater un résultat annuel positif ; il devait en effet se préoccuper des circonstances qui sous-tendent les chiffres. Cela vaut, notamment, pour la définition de la stratégie de placements. Le fait que les placements soient délégués à un tiers et qu'un autre membre du conseil de fondation soit chargé de les suivre ne déchargeait pas l'intéressé de veiller à ce que l'autre membre du conseil de fondation contrôle la société de gestion de fortune s'agissant des buts et des principes de placements. La délégation de tâches à un autre membre du conseil de fondation ne constitue qu'une mesure de nature organisationnelle servant à une activité efficace du conseil de fondation et non d'une délégation au sens habituel du terme.

Or, l'intéressé ne s'est jamais préoccupé d'un rapport de l'autre membre du conseil de fondation concernant son activité de contrôle de l'activité de placements au regard de ses objectifs et des résultats effectifs. De plus, l'intéressé n'a jamais vérifié si le conseil de fondation avait fixé une stratégie de placements pour le gérant de fortune, ni posé la question de savoir quel gérant était responsable pour le placement de la fortune de la fondation. Il s'agit d'une violation élémentaire du devoir de diligence qui devait être mis en œuvre dès la prise de fonction et qui ne permettait aucun délai d'attente, dans le cadre d'un mandat qui a duré dix mois. Une action rapide était d'autant plus nécessaire que la répartition des tâches dans le conseil de fondation ne reposait sur aucune base réglementaire, respectivement sur des décisions du conseil de fondation avec une répartition des compétences clairement définie. Il s'agissait d'une situation effective qui n'avait pas été définie plus en détail. Dès lors, la délégation de tâches était discutable. En cas de délégation de tâches, une surveillance soigneuse est nécessaire.

De plus, l'intéressé n'a pas posé de questions sur d'autres affaires en cours dont il avait connaissance, sous la forme de versements à des tiers. Sa passivité a empêché la fondation d'agir en temps utile pour éviter le dommage. La passivité de l'intéressé constitue un comportement gravement négligeant et illicite. Ces manquements en

matière de contrôles doivent être considérés comme particulièrement graves ; en effet, ils laissaient subsister une liberté d'action qui a permis à la fondation de continuer à subir des sorties de fonds.

En cas d'omission d'agir, le rapport de causalité doit s'apprécier à la lumière du résultat qui aurait pu intervenir s'il n'y avait pas eu une telle omission. Il s'agit d'un rapport de causalité hypothétique qui doit s'apprécier selon la probabilité prépondérante, eu égard à l'expérience de la vie et du cours ordinaire des choses. L'appréciation du juge doit s'effectuer ici sur la base de la causalité naturelle, qui lie le Tribunal fédéral. Ce n'est que si la causalité hypothétique repose uniquement sur l'expérience générale de la vie – sans reposer sur des moyens de preuves – que le Tribunal fédéral peut revoir librement l'appréciation du premier juge. Or, pour pouvoir suivre la gestion de fortune, il faut se fonder sur des informations écrites et compréhensibles (art. 49a al. 1 OPP2). Si des questions avaient été posées, l'intéressé aurait constaté les nombreux manques documentaires et d'organisation, ce qui aurait pu empêcher d'autres sorties de fonds. Si son action n'avait atteint aucun résultat, il aurait pu avertir l'autorité de surveillance, dans la mesure où les intérêts vitaux de la fondation étaient en jeu³⁶.

95. Le cas de la Fondation collective Provitas est également intéressant à cet égard, car il illustre le devoir de diligence même si, il faut le dire, le cas était entaché de comportements déloyaux de la part de l'un de ses gérants de fortune. Il s'agissait d'une fondation collective créée en 1994, promettant un taux d'intérêt minimal de 5% si la convention d'affiliation durait au moins 3 ans. Dès 1998 et 1999, l'autorité de surveillance a exigé un rapport d'expert ainsi que des rapports trimestriels et des scénarios d'urgence. A l'époque, il avait été estimé que la fondation devait viser une performance annuelle de 7% pour atteindre ses objectifs. Le gérant de fortune est également devenu président du conseil et membre de la direction de la fondation. A fin 2000, l'allocation actions avait atteint 33.9%, dans une approche de gestion active sans indice de référence, ni marge d'écart maximal par rapport à un tel indice. Les petites capitalisations suisses dominaient le portefeuille actions et le taux de couverture était de 102.5%. Au 30 septembre 2001, le taux de couverture est passé à 81.55%. Au lieu de procéder à la mise en liquidation de la fondation collective, le conseil de fondation a décidé d'un assainissement sur 10 ans. Il a aussi été décidé de confier la gestion des actions à un *trader* qui promettait une performance annuelle de 15% avec l'usage d'instruments dérivés (futurs), selon un système appelé « *Aktion-Handels-System Long Only* ». Le choix de ce gérant est intervenu sans aucune *Due Diligence* par un tiers qualifié. A fin 2002, le taux de couverture avait atteint 71% (perte de 30% du degré de couverture en 18 mois) et la fondation collective a été mise en liquidation.

36

ATF 141 V 51.

La responsabilité au sens de l'article 52 LPP des membres du conseil de fondation a été examinée. Il fallait partir de l'idée que la croissance rapide des effectifs assurés de la fondation ainsi que la faiblesse de la réserve de fluctuation de valeurs (taux de couverture de 105% en 1999) auraient rendu nécessaire une réserve de fluctuation de valeurs suffisamment importante, correspondant environ au tiers de la valeur du portefeuille actions. Il y avait donc un déséquilibre entre la stratégie de placements et la réserve de fluctuation de valeurs insuffisante. Le choix d'une gestion extrêmement active d'un portefeuille actions n'aurait pas dû être fait, au plus tard durant l'année 2000. En effet, les placements autorisés au sens de l'OPP2 ne le sont que dans la mesure où les exigences de sécurité de l'article 71 LPP sont respectées. En d'autres termes, la capacité de risque d'une institution de prévoyance peut être excédée même si les limites légales et réglementaires des placements sont respectées. Il a été considéré que le seul le dommage à partir du 31 décembre 2000 devait être pris en compte. La cause a été renvoyée à l'instance inférieure pour calculer le dommage à la charge des membres du conseil de fondation, en prenant en compte toutefois la causalité adéquate³⁷.

96. De manière générale, il nous paraît que le Tribunal fédéral s'est souvent montré plus sévère envers les organes des institutions de prévoyance, au sens de l'article 52 LPP, que les juridictions cantonales. On notera également qu'en matière de violation de l'obligation de diligence, le Tribunal fédéral s'attache aux faits, en particulier ceux qui paraissent « *extravagants* » au regard des exigences d'une gestion diligence et professionnelle.

VI. LE DEVOIR DE DILIGENCE POUR LES PLACEMENTS COMPLEXES, PEU OU PAS LIQUIDES

A. LE CADRE LEGAL ACTUEL POUR LES PLACEMENTS ALTERNATIFS

97. Selon l'article 53 al. 1 let. e OPP2, les placements alternatifs tels que les fonds spéculatifs (*hedge funds*), les placements en *private equity*, les titres liés à une assurance (*insurance linked securities*), les placements dans l'infrastructure et les matières premières sont autorisés. L'énumération n'est pas exhaustive.
98. Cela explique que diverses règles ont été prévues pour les créances devant être traitées comme des placements alternatifs (art. 53 al. 3 OPP2). Cette disposition illustre le principe selon lequel un placement n'entrant pas dans les catégories classiques (art. 53 al. 1 let. a à d OPP2) doit être qualifié d'alternatif.

³⁷ ATF 143 V 19.

99. Selon l'article 55 let. d OPP2, les placements alternatifs sont plafonnés à 15% de la fortune globale et, selon l'article 53 al. 4 OPP2, ne sont autorisés que sous la forme de placements collectifs diversifiés, de certificats diversifiés ou de produits structurés diversifiés.
100. Un produit est considéré comme diversifié lorsqu'il a plusieurs composantes dont les rendements, respectivement les risques dépendent de facteurs différents. Les différences concernant les composantes peuvent porter sur le type de placement (différentes catégories de placements ou de risques), l'administration (différents gestionnaires) ou les styles de placement. Pour les fonds de placements privés (« *private equity* ») ou les fonds semblables aux placements privés, portant par exemple sur des infrastructures, cela dépend ; il faut voir dans le cas d'espèce si le nombre de placements effectués et leurs caractéristiques (répartition sectorielle et géographique) garantissent une diversification suffisante³⁸.

B. L'EXTENSION DES POSSIBILITES DE PLACEMENTS ALTERNATIFS

101. Comme cela a été souligné plus haut, l'article 50 al. 4 OPP2 met clairement en évidence le fait que le pilotage actif et systématique du processus de financement est plus important que le catalogue et les limites imposées aux placements. La centralité des processus de placement, qui doivent être économiques et appropriés, ressort ainsi plus clairement. De plus, des notions telles que la sécurité, la prudence, la capacité de risque, la diversification et l'intelligibilité jouent désormais un rôle clé. Grâce à cette manière de faire, il n'est pas nécessaire de fournir une justification après coup. L'extension des limites de placement doit figurer dans le règlement de placement. L'allocation des actifs doit permettre de savoir dans quels cas concrets les limites sont étendues.

Par ailleurs, l'annexe aux comptes doit indiquer la preuve concluante par l'institution de prévoyance du respect des exigences des alinéas 1 à 3 de l'article 50 OPP 2 (cf. § 4 plus haut). En d'autres termes, l'annexe aux comptes doit attester, en fournissant des informations compréhensibles, que ces exigences sont respectées. La preuve concluante peut découler d'un rapport complet auquel l'annexe fera référence (art. 51a al. 2 let. m LPP).

102. Dans le domaine des placements alternatifs, les extensions des possibilités de placement peuvent revêtir deux formes :
- a. La plus commune sera l'extension de la part de la fortune consacrée aux placements alternatifs, au-delà du plafond maximal de 15%, dans le respect du principe de la répartition des risques et du recours à des formes de placements collectifs.

³⁸ OFAS, *Bulletin de la prévoyance professionnelle* no. 108, du 27 octobre 2008, p. 18.

b. Moins fréquente sera l'extension consistant à ne pas recourir à des placements collectifs, mais à investir directement sans passer par un placement collectif, par exemple dans les domaines de l'infrastructure et du *private equity*, en respectant le principe de la répartition des risques, variante qui n'est pas examinée dans la présente note.

103. Au plan de la méthode, il faut en effet distinguer trois approches possibles dans la forme des placements alternatifs :

- ❖ Approche par des placements collectifs, souvent sous la forme de fonds à la structure de coûts plus élevée, associés à un manque de compétences internes aux investisseurs, à des difficultés dans l'orientation du rapport entre le rendement et les risques liées à un certain éloignement du marché.
- ❖ Approche par des investissements dans des fonds avec des co-investissements directs d'autres investisseurs, plus proches du marché et permettant de mieux diriger le rapport entre les risques et le rendement. Cette approche nécessite des volumes importants de capitaux et des compétences internes élevées dans les domaines de la finance d'entreprise, juridiques et de gestion d'actifs.
- ❖ Approche par des placements directs permettant un contrôle élevé du rapport entre le rendement et les risques et d'éviter les commissions de tiers gérants. Afin toutefois d'atteindre une diversification suffisante il faut, d'une part, réunir de grosses sommes et disposer, d'autre part, d'équipes importantes et expérimentées.

Chaque approche a donc ses méthodes propres, aux plans de la diligence, des compétences attendues du gestionnaire de fortune ainsi que de l'organisation du processus de placement.

C. LA DELEGATION EXTERNE DES TACHES POUR LES PLACEMENTS ALTERNATIFS

104. Selon l'article 51 al. 2 LPP, l'organe paritaire suprême remplit les tâches intransmissibles et inaliénables suivantes en matière de placements alternatifs :

- ❖ édicter et modifier les règlements,
- ❖ établir et approuver les comptes annuels,
- ❖ définir les objectifs et les principes en matière d'administration de la fortune, d'exécution du processus de placement et de surveillance de ce processus,

- ❖ contrôler périodiquement la concordance à moyen et long termes entre la fortune placée et les engagements.

105. Dans la mesure où l'institution de prévoyance ne gère pas elle-même les placements alternatifs, elle délèguera cette tâche à un gestionnaire de fortune externe soumis à une surveillance étatique (art. 48f al. 4 OPP2) ou habilité par la Commission de haute de surveillance de la prévoyance professionnelle (art. 48f al. 5 OPP2)³⁹, règles qui ne souffrent pas la dérogation. L'institution doit, dans ce cas, faire preuve de la diligence requise dans le choix, l'instruction et la surveillance du gestionnaire externe chargé d'opérer les placements alternatifs sous une forme collective (*cura in eligendo, instruendo et custodiendo*).
106. Dès lors, deux questions distinctes sont posées pour envisager à quelles conditions une institution de prévoyance peut décider d'une extension des placements alternatifs. Tout d'abord :
 - a. La décision de dépasser le plafond maximal de 15% dans la fortune globale et
 - b. Ensuite, de l'exécution du processus de placement, soit de manière interne, soit de manière externe par une délégation de tâches à un gestionnaire de fortune. Dans ce cas, se posera la question des instructions fournies à ce gestionnaire et de sa surveillance.
107. Dans ce cadre, afin d'assurer la sécurité de la réalisation des buts de prévoyance, en particulier la congruence entre les actifs et les passifs, l'extension de la catégorie des placements alternatifs doit, à notre sens, avoir pour but principal affirmé par le règlement de placement de permettre d'améliorer le couple liant le rendement au risque de placement de la fortune de la caisse de prévoyance. L'extension doit donc permettre d'augmenter la diversification des sources de rendement de celle-ci tout en réduisant la volatilité globale de la fortune par comparaison avec le rendement et le risque découlant d'une allocation classique de la fortune aux actions cotées, aux créances et aux actifs immobiliers. De plus, il y a lieu de prendre en compte les coûts des placements alternatifs qui doivent être indiqués dans le compte d'exploitation (art. 48a al. 1 let. b OPP 2). Lorsque l'institution de prévoyance met en œuvre des placements collectifs, le TER (*Total Expense Ratio*) doit être indiqué séparément dans l'annexe aux comptes annuels⁴⁰.

³⁹ A partir du 1^{er} janvier 2020, le gestionnaire de fortune collective qui administre à titre professionnel des valeurs patrimoniales pour le compte d'institutions de prévoyance devra disposer d'une licence de gestionnaire de fortune collective en vertu des art. 24 à 31 de la Loi fédérale sur les établissements financiers (LEFin) du 15 juin 2018.

⁴⁰ Directives D-02/2013 de la CHS PP : *Indication des frais de gestion de la fortune*.

108. Par ailleurs, si la gestion des placements alternatifs est confiée à un tiers externe, celui-ci devra logiquement être soumis à une surveillance étatique. Le choix du gestionnaire, son instruction et sa surveillance (*cura in elingendo, instruendo et custodiento*) devra répondre aux exigences légales d'une diligence appropriée. Dans ce cadre, il nous paraît que le gérant de fortune externe doit pouvoir attester :
- a. Du soin qu'il est en mesure d'apporter à l'appréciation de la qualité des différentes catégories de placements alternatifs et leur contribution à la performance et la volatilité globale du portefeuille, notamment sous l'angle de la transparence des produits proposés (liquidité, risque, rendement, frais vs rendement/risque, diversification suffisante) ;
 - b. De sa capacité à choisir et ensuite à gérer dans le temps l'allocation aux différentes catégories des placements alternatifs, y compris leur surveillance (processus de gestion, qualité des équipes du gestionnaire), en sachant qu'il s'agit de processus relevant de la gestion active et qui est donc également dépendante de la qualité dans la durée de l'activité du gérant de fortune ;
 - c. De sa capacité de sélectionner et surveiller dans la durée les formes de placements collectifs ou directs pour les différentes catégories de placements alternatifs choisies et figurant dans le portefeuille en fonction notamment des critères de qualité des équipes de gestion, du *track record* positif, des mécanismes établis de surveillance et de contrôle des risques, de la sécurité attestée du dépôt des avoirs et de la révision annuelle de qualité au sein et pour chaque placement alternatif choisi.
109. Dans ce cadre, en cas de délégation par l'institution de prévoyance des placements alternatifs à des gestionnaires externes, une question importante concerne la négociation des frais inhérents à de tels placements, permettant d'espérer que leur résultat net ajusté au risque, après frais, soit suffisant pour justifier la mise en œuvre de telles stratégies, par comparaison avec les placements classiques. De ce point de vue, il y a une asymétrie entre les prestataires de services financiers et les institutions de prévoyance lorsque celles-ci ne sont pas d'une taille suffisante pour obtenir la transparence complète sur les risques et le montant raisonnable des frais. Le recul des placements en *Hedge Funds* de ces dernières années illustre non seulement les résultats peu encourageants de ceux-ci depuis 2009 mais également le refus de la marge des frais pratiquée par les gérants de *Hedge Funds* traditionnels. D'ailleurs, nombre de techniques de placements utilisées dans le passé par ces gérants (par ex. *long/short*, stratégies *carry*, exposition au *momentum*) ont été transposées dans la gestion traditionnelle par des approches transparentes, liquides et à bien moindres frais.

VII. CONCLUSIONS

110. Certes, l'extension des possibilités de placement au sens de l'article 50 al. 4 OPP2, en particulier des limites des articles 53, 55 et 56 OPP2, implique un processus de décision qui correspond, en substance, aux principes applicables à la *Prudent Investor Rule*. De ce point de vue, il ne serait pas nécessaire de modifier l'article 55 OPP2 pour élargir les possibilités de placement. L'institution de prévoyance peut ainsi, moyennant le respect des règles spécifiques de diligence en matière de placements illiquides et/ou alternatifs, étendre ses possibilités de placement et répondre en pratique aux interventions parlementaires récentes ou aux propositions de l'Association suisse des banquiers (ASB).
111. Cependant, la conséquence logique du cadre actuel du catalogue des placements est la perspective de rendements (très) faibles, car il demeure le point de référence essentiel, nonobstant l'exception admise en faveur de la *prudent investor rule*, y compris au regard de la responsabilité civile des organes. Or, vu le droit au maintien du montant de la rente réglementaire (art. 65d al. 3 LPP)⁴¹ et de la prestation de sortie⁴², sauf en cas de découvert lors d'une liquidation partielle, les institutions de prévoyance sont très fortement encouragées à baisser sensiblement les taux clés applicables au calcul du droit aux prestations, notamment le taux de conversion, afin de limiter leur responsabilité. Cela remet tendanciellement en question les objectifs du deuxième pilier, et donc sa crédibilité.
112. En effet, le non-respect du principe formel de sécurité dans les placements, en raison d'un manque de diligence dans les décisions de placement, comporte un risque de responsabilité au sens des articles 52 et 56a LPP, notamment en cas d'insolvabilité de l'institution de prévoyance. La jurisprudence du Tribunal fédéral en matière de responsabilité est sévère lorsque les organes concernés ont fait preuve d'un manquement élémentaire à la diligence requise. Or, le cadre de référence actuel est défavorable à la notion même de l'extension des possibilités de placement, celle-ci étant en soi considérée plus risquée par le législateur que l'application stricte des catégories et limitations traditionnelles des placements.
113. A vrai dire, seules les très grandes institutions de prévoyance, incluant celles des établissements financiers sophistiqués, peuvent aisément mettre en œuvre une vraie extension des possibilités de placements, à l'instar des *endowments* des Etats-Unis ou des grands fonds de pensions du nord de l'Europe.

⁴¹ ATF 143 V 440

⁴² TF, arrêt 9C_187/2017 du 12 juillet 2017

Car les organes de telles institutions de prévoyance peuvent se reposer sur leurs propres capacités internes en matière d'évaluation, d'exécution et de surveillance des placements illiquides et/ou alternatifs plus complexes, tels que l'infrastructure et le *Private Equity*.

Toutefois, lorsque ces compétences internes manquent, les institutions de prévoyance doivent pouvoir sélectionner, avec l'appui de professionnels compétents, des gestionnaires de fortune externes qui sont expérimentés dans ces domaines. De tels gestionnaires doivent répondre à un ensemble de critères allant de leur surveillance par une autorité étatique à leur propre capacité avérée de mettre en œuvre de telles stratégies de placement avec des chances raisonnables de réaliser une performance correspondant aux risques et aux frais engagés.

Or, par définition, il s'agit d'une gestion de fortune dite active et non passive. Dès lors, la sélection diligente du gérant de fortune externe ne protège pas nécessairement l'institution contre l'inefficacité de ce dernier. De ce point de vue, les prestataires de services financiers doivent apporter la preuve de la bonne qualité et de la transparence de leur gestion des placements alternatifs dans la durée, notamment de la performance nette qu'elle génère mais ajustée aux risques.

Cela soulève la question des frais et de la transparence associés à de telles stratégies de placement. En d'autres termes, la performance nette ajustée au risque de tels placements doit apporter une valeur ajoutée suffisante, après prélèvement des frais de gestion, pour justifier leur mise en œuvre. Il y a souvent ici une assez grande asymétrie dans le pouvoir de négociation entre l'institution de prévoyance et le gérant externe, source de frais supplémentaires. Les expériences passées avec bon nombre de fonds de fonds dans l'industrie des *Hedge Funds* en a été l'illustration malheureusement négative.

114. Vu les nombreuses interventions parlementaires, auxquelles l'ASB fait partiellement écho, il serait utile que l'Association Suisse des Institutions de prévoyance (ASIP) ouvre une réflexion beaucoup plus large sur les règles de bonne pratique dans le domaine des placements illiquides autres que les *hedge funds*, en se basant tant sur la responsabilité fiduciaire des institutions de prévoyance que sur la composition de milice de leurs organes.

Il s'agit de déterminer quelles règles spécifiques de bonne pratique pourraient être retenues, dans le domaine du 2^{ème} pilier, pour admettre l'intégration directe de tels placements illiquides, actuellement alternatifs, aux différentes catégories correspondantes de placements classiques, y compris en termes d'évaluation comptable, de frais, de liquidité, de transparence et de calcul de la performance nette ajustée au risque. C'est à l'aune de telles règles de bonne pratique, propres aux institutions de prévoyance, que l'on pourrait ensuite examiner l'opportunité éventuelle d'une adaptation des normes actuelles de

placement dans le sens de l'intégration des placements illiquides aux placements traditionnels correspondants, par opposition à l'extension des possibilités de placement au sens de l'article 50 al. 4 OPP2.

115. La récente proposition du Conseil fédéral (cf. lettre F., § 69 à 73) de créer une nouvelle catégorie de placement pour les sociétés non-cotées en Suisse, assortie d'une limite d'environ 5% de l'ensemble des placements, ainsi que de nouvelles exigences de transparence, est un pas concret qu'il faut saluer. Sa mise en œuvre pourra contribuer à réduire le désamour relatif des institutions de prévoyance pour les placements dans les sociétés non cotées⁴³.
116. En revanche, et conformément aux avis répétés du Conseil fédéral, nous ne recommandons pas la renonciation au principe même du catalogue des placements et à celui des limitations quantitatives de ceux-ci, qui fournissent une feuille de route indicatrice en matière d'allocation de la fortune de prévoyance par les organes des institutions de prévoyance. On n'oubliera pas qu'à la différence de nombreux grands établissements financiers, suisses et étrangers, celles-ci ont su traverser deux crises financières majeures (2002 et 2008) sans subir de chocs de liquidité et de solvabilité majeurs.
117. Enfin, les institutions de prévoyance peuvent également envisager d'être elles-mêmes à l'initiative dans ces domaines, directement ou par des formes de « *clubs d'investisseurs professionnels* », afin de réduire les coûts d'intermédiation financière et de contribuer ainsi à l'excellence découlant de leurs propres exigences élevées de professionnalisme.

En espérant ainsi avoir répondu à vos interrogations, je vous prie d'agréer, Monsieur le Directeur général, l'expression de ma considération respectueuse.

Prof. Dr. Jacques-André Schneider

⁴³ Werner GRUNDLEHNER : *Private Equity stösst nur auf zögerliche Gegenliebe*, NZZ, 9 novembre 2018, p. 33

Auteur :
Jacques-André Schneider
Avocat
Docteur en droit
Professeur UNIL

Schneider Troillet
100 rue du Rhône
1204 Genève

+41 22 818 3000
www.schneider-troillet.ch
info@schneider-troillet.ch

Genève, Janvier 2019