Ordonnance sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (OPP 2)

Modification du ...

Le Conseil fédéral suisse

arrête:

I

L'ordonnance du 18 avril 1984 sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité¹ est modifiée comme suit:

Art. 49, al. 2

² Elle peut aussi être complétée par les valeurs de rachat des contrats d'assurance collective.

Art. 50, al. 3 et 4

³ Lors du placement de sa fortune, l'institution de prévoyance doit respecter le principe 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 Si l'institution de prévoyance prouve de façon concluante dans l'annexe aux comptes annuels qu'elle respecte les al. 1 à 3, elle peut, sur la base de son règlement, étendre les possibilités de placement conformément aux art. 53, al. 1 à 4, 54, 54a, 54b, al. 1, 55, 56, 56a, al. 1 et 5, et 57, al. 2 et 3. Les placements soumis à l'obligation d'effectuer des versements supplémentaires sont interdits. Sont exceptés les placements au sens de l'art. 53, al. 5, let. c.

Art. 53 Placements autorisés
(art. 71, al. 1, LPP)

¹ La fortune de l'institution de prévoyance peut être investie dans les placements suivants:

- a. des montants en espèces;
- b. des créances libellées en un montant fixe, des types suivants:

¹ RS 831.441.1

1. avoirs sur compte postal ou bancaire,
 2. placements à échéance de douze mois au maximum sur le marché monétaire,
 3. obligations de caisse,
 4. obligations d'emprunts, y compris obligations convertibles ou assorties d'un droit d'option,
 5. obligations garanties,
 6. titres hypothécaires suisses,
 7. reconnaissances de dette de corporations suisses de droit public,
 8. valeurs de rachat de contrats d'assurance collective,
 9. dans le cas de placements axés sur un indice largement diversifié, usuel et très répandu: les créances comprises dans l'indice;
- c. des biens immobiliers en propriété individuelle ou en copropriété, y compris des constructions en droit de superficie et des terrains à bâtir;
 - d. des participations à des sociétés, telles que les actions, les bons de participation ou les titres similaires, bons de jouissance inclus, ou les parts sociales de sociétés coopératives; les participations à des sociétés et les titres similaires sont autorisés s'ils sont cotés en Bourse ou traités sur un autre marché réglementé ouvert au public;
 - e. des 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.
- ² Les placements visés à l'al. 1, let. a à d, peuvent s'effectuer sous la forme de placements directs, de placements collectifs conformes à l'art. 56 ou d'instruments financiers dérivés conformes à l'art. 56a.
- ³ Les créances qui ne sont pas énumérées à l'al. 1, let. b, sont traitées comme des placements alternatifs, notamment:
- a. les créances qui ne sont pas libellées en un montant fixe ou dont le remboursement intégral ou partiel est lié à des conditions;
 - b. les créances titrisées telles que les titres adossés à des actifs (*asset backed securities*), ou d'autres créances résultant d'un transfert de risque, par exemple les créances envers une société de portage ou basées sur des dérivés de crédit;
 - c. les prêts garantis de premier rang (*senior secured loans*).
- ⁴ Les placements alternatifs ne sont autorisés que sous la forme de placements collectifs diversifiés, de certificats diversifiés ou de produits structurés diversifiés.
- ⁵ Un effet de levier n'est admissible que pour les cas suivants:
- a. les placements alternatifs;
 - b. les placements collectifs réglementés dans l'immobilier, si le taux d'avance est limité à 50 % de la valeur vénale;
 - c. un placement dans un objet immobilier conforme à l'art. 54b, al. 2;

- d. les placements dans des instruments financiers dérivés, à condition qu'aucun effet de levier ne s'exerce sur la fortune globale de l'institution de prévoyance.

⁶ La loi du 23 juin 2006 sur les placements collectifs et ses dispositions d'exécution² s'appliquent par analogie aux prêt de valeurs mobilières et aux opérations de prise ou de mise en pension. Les opérations de mise en pension dans lesquelles l'institution de prévoyance agit comme cédante sont interdites.

Art. 54b, al. 1

¹ Les placements dans des biens immobiliers visés à l'art. 53, al. 1, let. c, ne peuvent pas dépasser, par objet, 5 % de la fortune globale.

Art. 55, let. a

La part maximale de la fortune globale qui peut être placée dans les différentes catégories de placements est la suivante:

- a. 50 %: dans les titres hypothécaires suisses sur des biens immobiliers, des constructions en droit de superficie et des terrains à bâtir; dans ce cas, le taux d'avance ne peut pas dépasser 80 % de la valeur vénale; les lettres de gage sont traitées comme des titres hypothécaires;

II

L'ordonnance du 22 juin 2011 sur les fondations de placement³ est modifiée comme suit:

Art. 27, al. 5 à 7

⁵ L'avance de biens-fonds est autorisée. Sur la moyenne de tous les biens-fonds détenus par un groupe de placements, directement ou par l'intermédiaire de filiales au sens de l'art. 33 ou de placements collectifs, le taux d'avance ne peut pas dépasser le tiers de la valeur marchande des biens-fonds.

⁶ Le taux d'avance peut temporairement et à titre exceptionnel être porté à 50 % de la valeur marchande, si :

- a. le règlement ou des règlements spéciaux publiés le prévoient,
b. qu'il est nécessaire afin de garantir les liquidités, et
c. qu'il en va de l'intérêt des investisseurs.

⁷ La valeur des placements collectifs dans lesquels le taux d'avance dépasse les 50 % ne peut pas dépasser 20 % de la fortune des groupes de placements.

² RS 951.31

³ RS 831.403.2

Art. 44a Dispositions transitoires de la modification du ...

¹ Les fondations de placement existantes adaptent le placement de leur fortune et leurs statuts à la modification du ... de la présente ordonnance d'ici au 31 décembre 2014.

² Le premier contrôle selon les nouvelles dispositions porte sur l'exercice comptable 2015.

III

Disposition transitoire de la modification du ...

¹ Les fondations de placement adaptent le placement de leur fortune et leurs règlements à la modification du ... de la présente ordonnance d'ici au 31 décembre 2014.

² Le premier contrôle selon les nouvelles dispositions porte sur l'exercice comptable 2015.

IV

La présente ordonnance entre en vigueur le 1^{er} juillet 2014.

...

Au nom du Conseil fédéral suisse:

Le président de la Confédération, Didier Burkhalter
La chancelière de la Confédération, Corina Casanova

Commentaire de la modification de l'ordonnance du 18 avril 1984 sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (OPP 2)¹

Sommaire

1. Grandes lignes du projet	1
1.1 Cadre général, objectifs et réflexions à la base de la réforme	1
1.4. Principaux éléments de la révision	4
2. Commentaire des dispositions	6
Annexe : Modification d'autres actes législatifs.....	10
Commentaire de la modification de l'ordonnance sur les fondations de placement (OFF).....	10
Glossaire	10

1. Grandes lignes du projet

1.1 Cadre général, objectifs et réflexions à la base de la réforme

Les prescriptions de placement des art. 49 ss OPP 2 aujourd'hui en vigueur ont été introduites en 1985 et complétées en 1996, 2000 et 2005 par l'adjonction de nouveaux articles et de nouvelles dispositions. Elles ont été remaniées en profondeur en 2008. L'accent mis traditionnellement sur la responsabilité propre des institutions de prévoyance en ce qui concerne le placement de la fortune leur a permis de surmonter l'épreuve de diverses crises. Dans l'ensemble, les institutions de prévoyance ont réussi à se maintenir en bonne position même dans un environnement difficile. En septembre 2008, le Conseil fédéral a décidé d'inscrire dans la législation sur la prévoyance professionnelle de nouvelles prescriptions de placement, mettant encore plus l'accent sur les règles prudentielles et la responsabilité propre des caisses de pension (*prudent investor rules*), tout en simplifiant les limites. Il a promis à cette occasion un contrôle régulier des conditions générales régissant les placements des institutions de prévoyance. Les prescriptions en vigueur ont donc été réexaminées à partir des leçons tirées de la crise financière. Lorsqu'il a adopté la réforme structurelle de la prévoyance professionnelle, le Conseil fédéral a décidé en outre d'analyser les directives de placement dans le cadre du rapport sur l'avenir du 2^e pilier, d'examiner l'opportunité d'interdire certains types de placement, de présenter les pistes d'intervention possibles et de proposer une manière concrète de procéder. L'examen des prescriptions de placement et la présentation des pistes d'intervention constituent la matière du chap. 6 du rapport sur l'avenir du 2^e pilier². L'analyse de la situation et les leçons tirées de la crise financière ont révélé qu'il importait de prendre des mesures dans les deux domaines suivants :

- Prêts de valeurs mobilières et mises en pension (*repo*) : la faillite de Lehmann Brothers et le risque d'effondrement du système financier qui en a résulté ont mis

¹ RS 831.441.1

² www.ofas.admin.ch > Thèmes > Prévoyance professionnelle et 3^e pilier > Actualité > Prévoyance vieillesse 2020 > Actualité > [Rapport sur l'avenir du 2^e pilier](#)

en pleine lumière l'importance des risques de contrepartie des prêts de valeurs mobilières et des mises en pension. Il faut interdire les opérations non couvertes et celles pour lesquelles les garanties sont minimales, assurer la qualité des garanties et réglementer les processus. Certes, le devoir de diligence l'impose déjà, mais il importe de définir explicitement 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.

- La crise financière a montré que certaines catégories de créances faisaient courir des risques beaucoup plus élevés que les emprunts classiques libellés en un montant fixe. La crise a été provoquée principalement par des créances basées sur des dérivés de crédit, des créances structurées et des créances émises par des sociétés de portage, qui ont provoqué des pertes importantes chez les investisseurs. Or, les créances jouent un rôle essentiel dans le domaine de la prévoyance professionnelle. Près de la moitié des placements des institutions de prévoyance relèvent de ce secteur (titres hypothécaires compris). En principe, une part de placement en créances de 100 % est possible. Le Conseil fédéral, en édictant l'ordonnance, est parti du principe qu'il s'agit d'une catégorie de placements sûre, pouvant le cas échéant être diversifiée au moyen de quelques placements mal notés (*non investment grade*). Les innovations apportées par le secteur financier dans cette catégorie de placements n'ont guère été prises en compte jusqu'ici. Les prescriptions de placement actuelles ne tiennent pas suffisamment compte de ces nouvelles formes de créance. L'objectif de la nouvelle réglementation est de faire une transparence sans équivoque sur le niveau respectif des parts de créances classiques et non conventionnelles.

Les limites en vigueur pour les biens immobiliers et les placements alternatifs ont également joué un rôle considérable dans la discussion politique. Sous ce rapport, il convient de rappeler que dans le système actuel de prévoyance professionnelle, elles n'ont qu'une fonction de simples garde-fous.

Les participants à l'audition relative au rapport sur le 2^e pilier ont exprimé leur soutien à l'orientation qui y est proposée. L'idée de modifier les limites valables pour les placements alternatifs et les biens immobiliers a été clairement rejetée.

Audition relative au rapport sur l'avenir du 2^e pilier	Oui	Non
Analyse du problème	57	13
Nouveau traitement appliqué aux créances	63	13
Réglementation des prêts de valeurs mobilières et des mises en pension	59	19
Adaptation des limites	27	52

Les risques déterminants dans le domaine des placements classiques sont apparus tant lors de la crise de 2000 (éclatement de la bulle des valeurs technologiques) que lors de la crise financière de 2008 : en 2000 pour les actions et en 2008 pour les créances. Selon la Statistique des caisses de pensions, ce sont aussi là les catégories de placements qui sont déterminantes, comme le montre le tableau suivant³ :

³ Non exhaustif. Par exemple, les limites applicables à l'employeur (cf. notamment art. 53 à 58 OPP 2) n'y figurent pas.

	Limite par placement	Limite par catégorie	Pourcentage effectif en 2012
Espèces / créances	10 %	100 %	45,6 %
Titres hypothécaires	10 %	50 %	
Biens immobiliers	5 %	30 %	17,4 %
Actions	5 %	50 %	27,5 %
Placements alternatifs ⁴	Large diversification	15 %	6,1 %

La crise de 2008 a été déclenchée par les excès du marché des sécurités notamment dans le domaine hypothécaire aux Etats-Unis. Y ont également contribué les prêts que les banques (régulées) octroyaient sans en assumer elles-mêmes la responsabilité, et cela non seulement sur le marché hypothécaire, mais aussi pour les prêts aux entreprises, dans le cas de rachats d'entreprises, et pour les bourses d'étudiants. Au lieu d'inscrire les prêts dans sa propre comptabilité, le prêteur cédait les créances à des sociétés de portage. Il en est résulté une forte baisse de la qualité des dettes. Dans le même temps, la complexité des produits de placement s'est accrue. Les structures d'incitation des acteurs qui ont structuré les dettes, du « vendeur d'hypothèques » à la banque d'investissement, étaient défavorables pour les investisseurs. Certes, les fonds spéculatifs (*hedge funds*) étaient aussi actifs dans ces marchés et se sont également financés en conséquence, mais la part d'investissement des institutions de prévoyance dans ces fonds est relativement faible. Il est vrai qu'en proportion des frais impliqués, ces placements n'ont pas évolué conformément aux attentes, mais cela ne suffit pas à justifier une interdiction. Les placements en actions ont évolué de manière plus défavorable que les indices de fonds spéculatifs largement diversifiés. Il est néanmoins prévu, dans le cadre de la réforme prévoyance vieillesse 2020, d'exiger une transparence totale sur les frais des produits relevant du *private equity* et des *hedge funds* et de limiter la part des frais liés à ces placements. On tiendra compte ainsi du problème des frais trop élevés et on limitera la part des produits alternatifs impliquant des frais élevés.

La crise financière a donc affecté en priorité le domaine des créances. Elle n'a pas été la première à le faire : rappelons par exemple la crise de la dette du Tiers monde de 1982 ou la crise des obligations pourries de 1989. Aujourd'hui, même de nombreux emprunts d'Etat recèlent des risques élevés.

Comment le régulateur peut-il réagir à cette évolution ? Trois voies lui sont ouvertes :

1. Il peut ne rien faire et espérer que les institutions de prévoyance prennent elles-mêmes leurs responsabilités. Mais dans un système d'épargne forcée, cela ne peut guère représenter l'option adéquate.
2. Il peut prendre en compte la complexité croissante du marché et les diverses formes de produits, et édicter des prescriptions complexes pour les différentes sous-catégories, comme il l'a fait pour les banques et les assurances-vie. Mais il faut bien être conscient qu'il n'est guère possible de réagir à temps aux innovations du marché des produits. Cette forme de surveillance n'est guère compatible non plus avec le système passablement fragmenté du 2^e pilier.
3. Il veille à la transparence et plafonne les formes d'investissement complexes.

⁴ Dans la Statistique des caisses de pensions, autres placements (fortunes mixtes), placements auprès de l'employeur : 3,4 %.

Cette troisième solution est la mieux compatible avec l'approche suivie jusqu'ici dans les prescriptions de placement pour la prévoyance professionnelle. Elle n'en laisse pas moins une large part de responsabilité aux institutions de prévoyance et évite un excès de réglementation.

La réforme proposée représente, en fin de compte, une adaptation relativement simple aux enseignements du passé. Elle vise à ce que les principales formes d'investissement soient opérées de façon simple, transparente, et partant aussi à peu de frais. Dans le même temps, des risques inutiles (liés à certains produits) seront évités. La crise financière a montré que les produits non transparents ne compensent souvent pas de manière adéquate les risques inhérents. Les produits relativement complexes doivent désormais être traités 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. Aucune interdiction n'est prévue dans le domaine des créances. L'interdiction de l'effet de levier procède des prescriptions de placement déjà en vigueur, de même (par conséquent) que l'interdiction des mises en pension de titres. Les prêts de valeurs mobilières (*securities lending*) sont soumis à une réglementation explicite. Cela s'imposait, car ils constituent depuis longtemps la norme dans le domaine des placements collectifs ou de la fortune liée des assureurs.

1.4. Principaux éléments de la révision

L'élément central de la révision est constitué par les articles 53, al. 1, let. b, et 53, al. 3, relatifs aux prescriptions de placement. Ceux-ci portent sur la notion de créance. L'al. 1, let. b, vise comme aujourd'hui les créances libellées en un montant fixe. Les produits problématiques qui ont joué un rôle peu glorieux dans la crise financière se caractérisaient tous par une responsabilité limitée, par exemple dans le cas d'actifs transférés dans des sociétés de portage. Cela vaut aussi bien pour les titres adossés à des actifs (*asset backed securities*) ou à des créances (*collateralized debt obligations*) que pour les produits synthétiques basés sur des *credit default swaps*. Ces produits entrent maintenant explicitement dans la catégorie des produits alternatifs. L'art. 53, al. 1, let. b, dresse une liste exhaustive des créances. Toutes les autres formes de créance sont réputées placements alternatifs. Cela permet de garantir que les risques principaux des créances classiques restent les risques de solvabilité et les risques liés aux variations des taux d'intérêt, sans que s'y ajoutent les risques liés à la structuration. Sont également qualifiées de placements alternatifs toutes les créances sans prix de rachat fixé.

La révision inclut aussi l'infrastructure dans les placements alternatifs. Ce ne sont toutefois pas les investissements dans des actions de sociétés d'électricité cotées en Bourse ou des obligations similaires qui sont visés ici – ils continuent d'être traités comme des placements au sens de l'art. 53, al. 1, let. b et d –, mais d'autres formes de participation dans l'infrastructure, par exemple sous la forme de partenariats public-privé (PPP). L'infrastructure partage avec les placements alternatifs l'éloignement de l'horizon de placement et la proportion limitée de liquidités, surtout dans des situations de crise. De tels placements nécessitent également un savoir-faire spécialisé, de l'expertise et de l'expérience. Il s'agit souvent de projets complexes, dont la rentabilité à long terme est difficile à estimer. Dans bien des cas, la

préparation du projet doit être préfinancée et les procédures d'appel d'offres impliquent des frais importants. L'infrastructure est en général tributaire d'une grande stabilité politique et réglementaire, qui ne peut pas toujours être garantie, même dans les Etats démocratiques. L'avantage présenté par l'investissement en infrastructure tient à ce qu'il offre une possibilité de diversification intéressante. Il convient toutefois de relativiser l'argument selon lequel, vu leur horizon de placement éloigné, les institutions de prévoyance seraient prédestinées à ce type d'investissements. En effet, ces dernières doivent elles aussi réagir de manière appropriée et flexible à l'évolution de la situation des marchés. Par exemple, si le contexte général d'un projet se détériore, elles chercheront probablement à adapter leur portefeuille en l'optimisant. Aujourd'hui déjà, la pratique courante dans le domaine du 2^e pilier qualifie de placements alternatifs les investissements dans l'infrastructure.

Les prescriptions de placement incluent désormais une interdiction explicite de l'effet de levier. Cet effet était déjà proscrit dans la pratique courante, mais des doutes s'exprimaient occasionnellement à ce sujet. Comme l'interdiction de l'effet de levier constitue l'un des éléments essentiels des prescriptions de placement de l'OPP 2, elle mérite d'y être mentionnée explicitement. Si les institutions de prévoyance sont parvenues à faire face aux crises des marchés financiers de ces dernières années, elles le doivent certainement pour une bonne part au fait qu'elles n'ont pas « gonflé » leur fortune en recourant à l'effet de levier. Les exceptions prévues comprennent les fonds immobiliers, pour lesquels l'effet de levier est souvent la règle. Toute obligation d'effectuer des versements supplémentaires reste cependant exclue, sauf dans le cas relativement peu probable d'un emprunt de liquidités à court terme tel que prévu à l'*art. 54b, al. 2*.

L'*art. 53, al. 6*, précise désormais que les prêts de valeurs mobilières et les « prises de pension » de titres (qui ne sont admises qu'en qualité de preneur ; ces opérations en qualité de cédant constitueraient des emprunts illicites) doivent respecter par analogie les règles de l'ordonnance de la FINMA sur les placements collectifs. Une réglementation explicite des prêts de valeurs mobilières (et des « prises de pension » de titres) s'imposait, afin d'éviter le risque que des opérations qui ne sont plus admises ailleurs soient conclues avec les institutions de prévoyance suisses. Il est judicieux de prévoir cette réglementation dans le cadre de l'ordonnance sur les placements collectifs, car il est fréquent que les institutions de prévoyance créent des placements collectifs pour effectuer leurs investissements.

Une adaptation des limites dans le domaine des placements alternatifs (abaissement de la limite actuelle de 15 %) et des biens immobiliers (relèvement de la limite actuelle de 30 %) a été discutée, mais rejetée. L'audition relative au rapport sur l'avenir du 2^e pilier a vu se dégager une forte majorité opposée à une telle adaptation. De fait, les limites applicables aux *hedge funds* et au *private equity* seront (légèrement) abaissées par rapport à aujourd'hui ; en effet, comme diverses créances (et placements dans les infrastructures) sont désormais aussi explicitement incluses dans la catégorie des placements alternatifs, il reste moins de marge pour les placements « classiques » effectués dans ce domaine. Un relèvement des limites applicables aux biens immobiliers a également été rejeté, car il aurait pu être interprété comme un signal d'achat supplémentaire dans un marché déjà en plein

boom⁵. De manière générale, il convient de garder les limites actuelles, car celles-ci n'ont qu'une fonction de simples garde-fous et peuvent être dépassées conformément à l'art. 50, al. 4⁶. C'est en fin de compte le principe de prudence⁷ qui s'applique.

2. Commentaire des dispositions

Les explications concernent avant tout les modifications apportées aux articles modifiés.

Art. 49, al. 2

La deuxième phrase – qui fait référence à l'art. 53, al. 1, let. b – peut être supprimée parce que les valeurs de rachat des contrats d'assurance collective figurent désormais expressément dans l'énumération de l'art. 53, al. 1, let. b.

Art. 50, al. 3 et 4

A l'al. 3, le pronom *elle* est remplacé par le substantif *l'institution de prévoyance*. Le fait que l'on parle désormais de « principe d'une répartition appropriée des risques », plutôt que de « principes », est une modification d'ordre purement rédactionnel et sans signification matérielle. L'al. 4 précise dans quels domaines les possibilités de placement peuvent être étendues. La version actuelle énonce au contraire les exceptions pour lesquelles ces possibilités ne peuvent être étendues. Dans la version modifiée, les placements soumis à l'obligation d'effectuer des versements supplémentaires sont expressément proscrits, à l'exception du cas théorique lié à l'emprunt temporaire de liquidités visé à l'art. 54b, al. 2. Autrement dit, les pertes éventuelles devraient se limiter dans tous les cas au capital investi dans chaque véhicule considéré. La seule exception concerne les cas dans lesquels la valeur vénale du bien immobilier concerné par un emprunt temporaire de fonds de tiers au sens de l'art. 54b, al. 2, baisse de plus de 70 %. Par conséquent, une dérogation au sens de l'art. 50, al. 4, est exclue en ce qui concerne l'obligation d'effectuer des versements supplémentaires. Un investissement dont la somme a été fixée au préalable et qui peut être révoquée durant un délai défini n'est pas considéré comme un placement soumis à l'obligation d'effectuer des versements supplémentaires. Par ailleurs, la version française actuelle parle de « l'annexe au rapport annuel » (au lieu de l'annexe aux comptes annuels) ; il convenait de corriger cette erreur de traduction.

⁵ Dans bien des cas, un relèvement des limites ne présenterait aucun intérêt puisque les limites actuelles dans le domaine des biens immobiliers et des placements alternatifs ne sont généralement pas épuisées.

⁶ L'application de l'art. 50, al. 4, OPP 2 aux fondations de placement est exclu en vertu de l'art. 26, al. 1, OFP.

⁷ Cf. à ce sujet les explications du Bulletin de la prévoyance professionnelle n° 102.

Art. 53, al. 1

Let. a

Cette lettre est maintenue, quand bien même les montants en espèces ne devraient plus guère jouer de rôle. Les dépôts en espèces sont admis à la let. b en tant qu'avoirs sur compte bancaire.

Let. b

La let. b énumère de façon exhaustive les créances admises, qui doivent être libellées en un montant fixe.

Les obligations d'entreprise font naturellement partie des obligations visées au ch. 4. C'est également le cas des obligations indexées sur l'inflation et des créances à capital protégé, qui remboursent la valeur nominale. Une obligation qui paie des taux d'intérêt variables peut aussi être une créance libellée en un montant fixe. Toutefois, une créance à capital protégé ne relève du ch. 4 que si sa durée n'excède pas cinq ans et qu'elle garantit un remboursement de 100 % à échéance⁸. Cela pourrait sinon permettre des constructions qu'il ne serait plus guère possible de traiter comme des créances libellées en un montant fixe, même avec une interprétation très large. Les emprunts à conversion obligatoire sont traités comme des placements alternatifs au sens de l'al. 3, puisqu'ils ne génèrent pas des *droits* d'option, mais des obligations.

Le ch. 5 n'est mentionné que par souci de clarté. Il s'agit là d'obligations pour lesquelles tant l'émetteur (le débiteur) que la masse de couverture servent de garanties. On peut citer comme exemple les lettres de gage suisses. Les créances titrisées relèvent, conformément à l'al. 3, ch. 2, des placements alternatifs.

Ch. 6 : il doit s'agir de titres suisses ; autrement dit, les titres hypothécaires étrangers sont considérés comme des placements alternatifs.

Le ch. 7 vise en particulier les reconnaissances de dette que les employeurs de droit public émettent pour la capitalisation intégrale de leur caisse de pension. Les reconnaissances de dette de corporations ne relevant pas du droit public ne sont plus considérées comme des créances, mais comme des placements alternatifs. On vise ainsi à éviter que toute reconnaissance de dette soit classée comme créance au sens de l'*art. 53, al. 1, let. b*. Les prêts directs à des corporations ne relevant pas du droit public ne sont donc plus considérés comme des créances, mais comme des placements alternatifs.

Le ch. 8 mentionne explicitement les valeurs de rachat des contrats d'assurance collective, qui étaient jusqu'à présent régies par l'*art. 49, al. 2*.

Le ch. 9 porte sur des placements suivant une stratégie axée sur des indices usuels, largement répandus et diversifiés. Les indices personnalisés (*customized indices*) n'en font pas partie. Le but du ch. 9 est de continuer de permettre des stratégies de

⁸ Le pilier 3a connaît une réglementation analogue, cf. Bulletin de la prévoyance professionnelle n° 102.

placement axées sur un indice, même si celui-ci n'est pas entièrement constitué de créances visées aux ch. 1 à 8. Mais il ne doit naturellement pas créer la possibilité de contourner les dispositions des ch. 1 à 8.

Let. d

La let. d est légèrement reformulée, parce que les bons de jouissance ne sont pas des participations.

Let. e

La liste des placements alternatifs de l'al. 1, let. e, comprend désormais les placements dans l'infrastructure qui ne relèvent pas des let. b ou d, pour les motifs expliqués plus haut. Cette lettre peut être simplifiée parce que l'interdiction de placements soumis à l'obligation d'effectuer des versements supplémentaires est désormais régie par l'art. 50, al. 4.

Art. 53, al. 2 et 4

L'al. 2 actuel est scindé en un al. 2 et un al. 4. Cela permet d'indiquer clairement que les placements visés à l'al. 3 doivent également être diversifiés.

Art. 53, al. 3

Cet alinéa porte exclusivement sur des créances. Il va de soi que les placements visés à l'al. 1, let. a à d, ne sont pas concernés ici. Par exemple, les sociétés immobilières au sens de l'art. 33 de l'ordonnance sur les fondations de placement (OFP) ne relèvent pas de l'al. 3. Dans le cas des créances, la liste de l'al. 1, let. b, est exhaustive ; autrement dit, celles qui n'y sont pas explicitement mentionnées tombent sous le coup de l'al. 3. L'al. 1, let. b, et l'al. 3 de l'art. 53 sont donc complémentaires, sous réserve de l'al. 1, let. b, ch. 9. Les chiffres de l'al. 3 ne sont, eux, que des exemples et ne constituent pas une liste exhaustive. Ainsi, les fonds mezzanine, non mentionnés ici, doivent également être traités comme des placements alternatifs visés à l'al. 3.

Relèvent par exemple aussi du ch. 1 les produits structurés dont le remboursement est lié à des conditions. Cette disposition est délibérément formulée de manière ouverte. Si le montant du remboursement n'est pas défini ou ne peut pas l'être, les créances correspondantes sont considérées comme des placements alternatifs.

Le ch. 2 mentionne notamment les diverses formes de créances titrisées, pour lesquelles le prêteur initial a titrisé (garanti) les créances, telles que les titres adossés à des actifs (*asset backed securities*) ou à des créances (*collateralized debt obligations*) et autres formes apparentées, ou les créances basées sur des dérivés de crédit, par exemple les créances synthétiques.

Par souci de clarté, les prêts (crédits) garantis de premier rang (*senior secured loans*) sont mentionnés explicitement au ch. 3. Les crédits (*loans*) ne sont pas mentionnés à l'art. 53, al. 1, let. b. Ils sont généralement attribués par un consortium ou une banque, lesquels ne les font pas figurer dans leur propre comptabilité, mais les transmettent aux investisseurs (voir l'art. 53, al. 3, let. b).

Art. 53, al. 5

L'al. 5 formule explicitement l'interdiction de l'effet de levier, qui est essentielle pour la sécurité des placements des institutions de prévoyance. Cette interdiction ressort d'une tradition d'interprétation déjà longue, qui se fonde surtout sur l'art. 56a, al. 3 et 4. L'obligation d'effectuer des versements supplémentaires, à l'exception du cas théorique lié à l'emprunt temporaire de liquidités visé à l'art. 54b, al. 2, est exclue en vertu de l'art. 50, al. 4. Autrement dit, même dans les cas exceptionnels mentionnés à l'al. 5 (le cas particulier dont il vient d'être question restant réservé), la perte maximale éventuelle devrait se limiter au capital investi dans le véhicule considéré. En d'autres termes, aucune obligation d'effectuer des versements supplémentaires pour l'institution de prévoyance ne doit résulter de l'effet de levier appliqué à l'intérieur d'un placement, par exemple dans le domaine des placements alternatifs. Les transactions sur des produits dérivés doivent être couvertes par des liquidités ou par des placements quasi liquides⁹, ou un montant correspondant à ces liquidités doit être provisionné. Dans le domaine des placements collectifs réglementés dans des biens immobiliers, par exemple pour les fonds immobiliers, il est exigé que le taux d'avance se limite à 50 % en moyenne de la valeur vénale. Un fonds du domaine immobilier qui présenterait un taux d'avance supérieur à 50 % ne serait plus considéré comme un fonds immobilier en vertu de l'OPP 2, mais comme un placement alternatif. En ce qui concerne les fonds immobiliers suisses et les fondations de placement, cette valeur est fixée à un tiers (conformément à l'OFP et à l'OPCC). Dès lors, un fonds dont le taux d'avance dépasse durablement un tiers peut également être qualifié de placement alternatif. Un effet de levier plus important peut être appliqué à des objets immobiliers à l'intérieur du fonds, à condition que la moyenne de 50 % ne soit pas dépassée. Pour les placements collectifs dans le domaine immobilier, un effet de levier est admis (pour autant, bien entendu, qu'il n'y ait pas d'obligation d'effectuer des versements supplémentaires), car il s'agit d'une pratique usuelle pour les fonds immobiliers. S'il ne l'était pas, presque tous les fonds immobiliers devraient être qualifiés de placements alternatifs. Un placement est suffisamment réglementé lorsqu'il est soumis à la surveillance de la FINMA, à une surveillance équivalente, ou à celle de la CHS PP (fondations de placement). Les capitaux étrangers placés dans une société (cf. art. 53, al. 1, let. d) ne sont pas considérés comme un effet de levier au sens de l'al. 5 ; autrement dit, pour les participations dans des sociétés, les parts de capitaux étrangers contenues dans les sociétés ne sont pas prises en compte. Sinon, les actions bancaires seraient en règle générale des placements alternatifs. Il n'en reste pas moins qu'une obligation d'effectuer des versements supplémentaires doit rester exclue dans tous les cas.

Art. 53, al. 6

L'al. 6 concernant les prêts de valeurs mobilières et les « prises de pension » de titres renvoie à la loi sur les placements collectifs et à ses dispositions d'application, autrement dit à l'ordonnance de la FINMA sur les placements collectifs (OPC-FINMA). Ainsi, le contenu minimal du contrat-cadre standardisé, les délais

⁹ Pour l'interprétation de l'obligation de couverture, cf. OFAS, Prévoyance professionnelle : nouvelles prescriptions en matière d'établissement des comptes et de placements. Réglementation concernant l'utilisation des instruments financiers dérivés, Aspects de la sécurité sociale, rapport de recherche n° 3/96, Berne 1996.

applicables, la garantie et la qualité de la garantie ainsi que les obligations de la banque dépositaire, par exemple, sont réglés. Les opérations de pension ne sont admises qu'en qualité de preneur (*reverse repo*).

Art. 54b, al. 1

Le renvoi figurant dans cet article est adapté (pas de changement matériel).

Art. 55, let. a

On utilise ici le terme de titre hypothécaire suisse, comme à l'*art. 53, al. 1, let. b, ch. 6*.

Annexe : Modification d'autres actes législatifs

Commentaire de la modification de l'ordonnance sur les fondations de placement (OFP)¹⁰

Art. 27, al. 5 à 7

L'ordonnance sur les fondations de placement est adaptée en ce sens que le taux d'avance visé à l'*art. 27, al. 5*, est réduit à un tiers (contre 50 % actuellement), avec toutefois la possibilité d'un relèvement temporaire à 50 %, par analogie avec l'*art. 96* de l'ordonnance sur les placements collectifs¹¹. La possibilité d'un relèvement temporaire doit être prévue dans le règlement ou dans d'autres règlements spéciaux publiés.

Glossaire

Titres adossés à des actifs (*asset backed securities, ABS*) : valeurs mobilières productives d'intérêts qui génèrent des prétentions de paiement envers une société de portage (voir ci-dessous). La créance est garantie par des actifs.

Titres adossés à des créances (*collateralized debt obligation, CDO*) : créances appartenant à la classe des titres adossés à des actifs (ABS, voir ci-dessus) et composant un portefeuille. Elles sont divisées en tranches en fonction de l'importance du risque de défaillance qui les caractérise. Les créances honorées en priorité sont celles de la tranche senior, puis celles de la tranche mezzanine et, finalement, celles de la tranche *equity*. La tranche *equity* offre le meilleur rendement. Les CDO et la structuration des titres en tranches ont fait l'objet d'une vive critique lors de la crise financière, du fait que des titres douteux ont été vendus comme étant des créances sûres appartenant à la tranche senior.

¹⁰ RS 831.403.2

¹¹ OPC, RS 951.311

Obligations pourries (ou emprunts à hauts rendements) : obligations pourries est une expression relevant du langage familier pour caractériser les emprunts dont les émetteurs présentent une solvabilité mauvaise ou à caractère spéculatif.

Dérivés de crédit : produits financiers qui servent à assurer le risque de défaillance ou le risque de crédit liés à des prêts, à des crédits, à des obligations ou à des actifs comparables. On distingue parmi ces produits les *credit default swaps (CDS)*, pour lesquels le preneur de garantie paie une prime régulière (et acquitte parfois un versement unique supplémentaire, au début du contrat). Le fournisseur de garantie encaisse la prime, mais il s'engage, en cas de défaillance du débiteur du crédit, à verser une prestation unique (équivalant environ au montant du dommage,). Grâce aux CDS, le fournisseur de garantie peut réaliser une **émission obligataire synthétique**, entraînant le paiement régulier d'intérêts ; mais une défaillance peut entraîner une perte équivalant au capital investi.

Placements mal notés ou spéculatifs (*non investment grade*) : crédits ayant une notation inférieure à BBB- / Baa3 (autrement dit un BB+ / Ba1 ou une notation moindre). Il s'agit de notations attestant d'une mauvaise qualité de crédit. Un BB+ indique que la couverture pour le paiement des intérêts ou pour le remboursement du principal est médiocre, même dans une conjoncture économique favorable.

Emprunts à conversion obligatoire : emprunts que les émetteurs peuvent transformer (par ex. en actions), même contre l'avis de l'investisseur.

Partenariat public-privé : collaboration contractuelle entre les pouvoirs publics et une entreprise de droit privé, mise en place généralement dans le but de réaliser un projet (par ex. dans le domaine des infrastructures : aéroport, autoroute, etc.), et pour lequel l'entreprise privée apporte certaines ressources.

Prise et mise en pension de titres (repo) : acte juridique par lequel une partie (le cédant) transfère contre paiement la propriété de valeurs mobilières à une autre partie (le preneur), à charge pour celui-ci de rendre à l'échéance et contre paiement autant de valeurs mobilières de même genre et de même qualité et de verser au cédant les revenus échus pendant la durée de l'opération ; le cédant supporte le risque de marché des valeurs mobilières pendant toute la durée de l'opération. On parle de *reverse repo* pour désigner une prise en pension de titres du point de vue du preneur.

Titrisation (*securisation, en anglais*) : procédé qui consiste à transformer un contrat de crédit en un titre fongible pour pouvoir le transférer facilement d'un créancier à un autre. La titrisation passe souvent par le biais de sociétés de portage (*special purpose vehicles, SPV, en anglais*) dont l'unique finalité est d'émettre ces titres et dont les actifs ne sont constitués que des droits de propriété qui leur sont cédés.

Prêts de valeurs mobilières (*securities lending*) : il y a prêt de valeurs mobilières lorsqu'un prêteur transfère en prêt des titres (papiers-valeurs) à un emprunteur. Ce dernier s'engage alors à remettre au prêteur, à une date déterminée, autant de valeurs mobilières de même genre et de même qualité, ainsi que les revenus des valeurs échus pendant la durée de l'opération. La transaction est en principe garantie (couverture) au moyen de valeurs mobilières (ou papiers-valeurs) ou d'espèces. Le prêteur reçoit de l'emprunteur une contribution pour le prêt des valeurs et il lui verse des intérêts pour

la couverture. La différence équivaut au revenu que le prêteur retire du prêt. En règle générale, un montant pouvant aller jusqu'à 50 % de ce revenu va à l'intermédiaire (agent de prêt). Des banques comme des dépositaires peuvent faire office d'intermédiaires.

Prêts garantis de premier rang (*senior secured loans*) : il s'agit généralement des crédits (*loans*) que les banques ou d'autres institutions financières cèdent au secteur des placements mal notés (*non investment grade*). Ils sont garantis par certains actifs. Leur coupon est le plus souvent à taux variable et leur caractéristique est de pouvoir être racheté en tout temps.

Créances synthétiques : voir dérivés de crédit.

Société de portage (*special purpose company / vehicle / entity*) : entreprise ayant pour finalité de sortir des actifs du bilan, par exemple d'une banque. La société de portage est surtout utile aux financements structurés ; elle interdit à ses investisseurs tout accès direct aux actifs du cédant d'origine. Exemple : une banque souhaite lever un financement basé sur un portefeuille de crédits hypothécaires. Elle ne fait pas figurer ces créances dans sa comptabilité, mais les cède à une société de portage qui les vend sous la forme de parts à des investisseurs. Si l'opération se solde par une perte, la banque n'est pas touchée par la faillite du débiteur. Une fois son but atteint (remboursement), la société de portage est liquidée.