

UNIVERSITE DE NEUCHÂTEL  
FACULTE DES LETTRES ET DES SCIENCES HUMAINES

**THESE DE DOCTORAT**

**Soutenue le 8 décembre 2011 à Neuchâtel**

**Une approche territoriale de la  
financiarisation des régions, des villes et  
de la durabilité urbaine**

**Thierry Theurillat**

**Groupe de recherche en Economie territoriale (GRET)  
Institut de Sociologie**

**Sous la direction du professeur Dr. Olivier Crevoisier**

**Membres du jury de thèse :**

**Mme Dr. Natacha Aveline-Dubach, directrice de recherche à l'Institut d'Asie  
Orientale, Université de Lyon**

**M. Dr. Ludovic Halbert, chercheur CNRS et maître de conférence à l'ENCP  
Université Paris Est**

**M. Dr. Christian Zeller, professeur à l'Institut de géographie à l'Université de  
Salzburg**

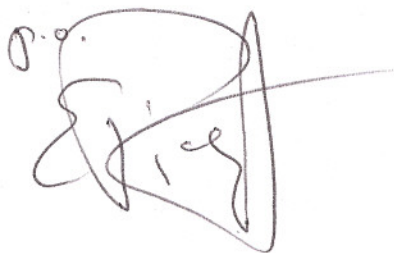


## IMPRIMATUR

La Faculté des lettres et sciences humaines de l'Université de Neuchâtel, sur les rapports de M. Olivier Crevoisier, directeur de thèse, professeur ordinaire de sociologie à l'Université de Neuchâtel ; Mme Dr. Natacha Aveline-Dubach, directrice de recherche à l'Institut d'Asie Orientale, Université de Lyon ; M. Dr. Ludovic Halbert, Chercheur CNRS et maître de conférence à l'ENCP Université Paris Est ; M. Dr Christian Zeller, Professeur à l'Institut de géographie à l'Université de Salzburg, autorise l'impression de la thèse présentée par M. Thierry Theurillat en laissant à l'auteur la responsabilité des opinions énoncées.

Neuchâtel, le 8 décembre 2011

Le doyen  
Patrick Vincent

A handwritten signature in dark ink, appearing to be 'P. Vincent', with a long horizontal line extending to the right.

## AVANT-PROPOS

---

La présente thèse comporte cinq articles qui sont issus de deux recherches complémentaires menées de septembre 2004 à décembre 2009. Durant ces années, j'ai pu compter sur le soutien et l'amitié de nombreuses personnes auxquelles je tiens à exprimer mes sincères remerciements.

Mes remerciements s'adressent en premier lieu à mes collègues et amis du Groupe de recherche en économie territoriale de l'Université de Neuchâtel : Olivier Crevoisier mon directeur de thèse ; José Corpataux, véritable « bibliothèque roulante » ; Hugues Jeannerat, mon collègue de bureau qui a été le premier récepteur critique des idées avancées ainsi que des joies et des labeurs de mon travail ; et les nouveaux venus au sein du groupe, Alain Segessemann et Christian Livi, sans oublier Maryline Sutterlet, secrétaire dévouée et efficace de l'Institut.

Parmi les sociologues du bâtiment, ma reconnaissance va tout d'abord à Malika Wyss pour la relecture attentive de la présente thèse et Mihaela Nedelcu pour les conseils prodigués. Ensuite, je remercie tou-te-s les sociologues que j'ai cotoyé-e-s durant ces années et avec lequel-le-s j'ai partagé le quotidien et eu divers échanges autour d'un café, des repas de midi ou des sorties d'Institut : Amaranta Cecchini François Hainard, Maria Hämmerli, Jérôme Heim, Patrick Ischer, Ionela Vlase et les nouveaux venus, Cédric Jacot, Sabine Jacot, Fabienne Stettler.

Je m'adresse également à mes collègues et ami-e-s de la Chancellerie d'Etat du canton du Jura avec lesquels j'ai apprécié travailler durant près de quatre ans : Sigismond Jacquod, chancelier d'Etat ; Elisabete Stadelmann, Andrée Geiser, Elisabeth Némethi, Sandrine Ribeaud et Nicolas Guenin.

Je n'oublie pas tous les ami-e-s qui n'ont pas été épargné-e-s par mes discussions sur les marchés financiers puisqu'il m'a été souvent difficile de me séparer « du professionnel ».

Enfin, je remercie ma famille, mes parents et mes deux frères, dont la présence a beaucoup compté pour moi tout au long de ces années, et surtout mon épouse Hongyan, qui a été la première concernée par les aléas d'un travail de thèse. Ce travail de thèse lui est dédié.



# RESUME

---

## Mots clés – key words

Approche territoriale, financiarisation, caisses de pension, immobilier, projets immobiliers multifonctionnels, durabilité urbaine, ville négociée

Territorial approach, financialization, pension funds, property sector, multi-use real estate projects, urban sustainability, negotiated city

La crise financière de 2008-2009 semble avoir remis l'espace et les institutions au centre des questionnements. Dans un sens, le développement de la finance de marché et les formes des relations entre investisseurs et types d'investissement sont bel et bien des constructions institutionnelles et géographiques. De l'autre, c'est bien la géographie qui permet de rendre compte de l'inégalité des transformations institutionnelles permettant la financiarisation de l'économie et de leurs impacts sur les pays, les régions et les villes.

La présente thèse développe une approche territoriale de l'articulation entre les sphères réelle et financière de l'économie en mettant en évidence le rôle de la géographie et des institutions dans le développement et le fonctionnement des marchés financiers ainsi que la manière dont le capital financier s'investit dans la ville sous l'angle de la durabilité. Cet éclairage « territorial » est effectué en deux temps. La première partie présente les caractéristiques ontologiques et épistémologiques de l'approche territoriale telle que développée à l'Université de Neuchâtel ainsi que l'articulation théorique et méthodologique des cinq articles qui sont issus de deux études de cas complémentaires menées en Suisse et qui composent la deuxième partie de la thèse.

A partir d'une étude de cas sur les placements des caisses de pension suisses, les trois premiers articles traitent des relations entre *finance et territoires au niveau du système financier* à partir de deux approches conceptuelles. Depuis une quinzaine d'années, des économistes institutionnalistes et régulationnistes ont rendu compte de la montée des marchés financiers et de leur autonomisation par rapport à l'économie réelle. Pour ces auteurs, les marchés financiers sont devenus les institutions centrales du capitalisme contemporain puisque c'est bien sur ces derniers que s'est opérée une croissance continue et exponentielle des entreprises et des divers produits financiers (devises, immobilier, matières premières, etc.) durant les vingt dernières années.

Parallèlement, des géographes économiques ont montré que la grande caractéristique de la finance de marché était de faire circuler le capital, ce qui implique l'ouverture des frontières et en même temps se traduit par des spatialités propres, tant du côté des lieux de gestion et de contrôle de l'argent que de ceux de sa destination. Définissant la financiarisation comme un processus de construction et d'exploitation de la mobilité/liquidité du capital, les trois premiers articles rendent ainsi compte de la construction institutionnelle et spatiale des marchés financiers et de leurs impacts sur le développement régional, la gouvernance d'entreprise et le secteur immobilier.

Basés sur une analyse approfondie de projets immobiliers commerciaux achetés par certaines institutions financières en Suisse, les deux derniers articles abordent *la question de la financiarisation de la durabilité dans le cadre de la production urbaine*. En réunissant trois champs séparés en géographie urbaine, ceux de la géographie politique urbaine, du développement urbain durable et de la financiarisation de l'immobilier, les deux articles proposent une perspective intégrée de la déclinaison de la logique d'investisseur financier dans la ville. Celle-ci renvoie aux impacts de la finance, d'une part sur le fonctionnement des

marchés immobiliers et du construit urbain, et d'autre part, sur les politiques et la gouvernance urbaines sous l'angle de la durabilité.

Les deux articles développent ainsi une approche en situation des négociations qui sont simultanément à la base de l'ancrage du capital dans la ville et de la durabilité urbaine. Ces articles avancent la thèse de l'apparition d'un *rôle nouveau* pour les sociétés de développement-construction de grands projets urbains qui, selon les contextes, forment des coalitions avec d'autres acteurs, publics ou privés. Disposant des compétences et situés au centre du réseau du marché des projets urbains, ces sociétés deviennent des *acteurs ancreurs* privilégiés capables de *négozier* d'un côté l'ancrage du capital dans un contexte local avec des investisseurs ayant une vision nationale/internationale et, de l'autre, certains enjeux de durabilité avec la société locale.

Donnant deux perspectives complémentaires, l'une sur le système financier et l'autre sur le système urbain, les cinq articles de thèse proposent ainsi une lecture articulant les différentes échelles institutionnelles et spatiales de la financiarisation des régions et des villes.

# SOMMAIRE

|                                                                                                                                                        |            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>AVANT-PROPOS.....</b>                                                                                                                               | <b>I</b>   |
| <b>RESUME .....</b>                                                                                                                                    | <b>III</b> |
| <b>LISTE DES FIGURES, TABLEAUX ET CARTES .....</b>                                                                                                     | <b>IX</b>  |
| <b>LA FINANCIARISATION DES REGIONS ET DES VILLES ET LA DURABILITE DE LA VILLE FINANCIARISEE .....</b>                                                  | <b>1</b>   |
| Les questionnements, les objectifs de recherche et la thèse avancée .....                                                                              | 3          |
| Les caractéristiques de la thèse par articles.....                                                                                                     | 4          |
| <b>PARTIE I : LES CARACTERISTIQUES DE L'APPROCHE TERRITORIALE DEVELOPPEE A NEUCHÂTEL, L'ARTICULATION THEORIQUE ET METHODOLOGIQUE DE LA THESE .....</b> | <b>9</b>   |
| <b>1 L'ÉCONOMIE TERRITORIALE .....</b>                                                                                                                 | <b>11</b>  |
| 1.1 Les deux visions de l'espace en économie régionale .....                                                                                           | 11         |
| 1.1.1 L'approche la Nouvelle Géographie Economique.....                                                                                                | 12         |
| 1.1.2 L'approche de l'économie territoriale .....                                                                                                      | 14         |
| 1.2 L'économie territoriale pratiquée à Neuchâtel: entre géographie (socio)économique et économie institutionnaliste .....                             | 16         |
| 1.2.1 La notion de milieu innovateur et l'approche territoriale .....                                                                                  | 16         |
| 1.2.2 L'élargissement du champ de recherche de l'Economie territoriale et l'inscription de la thèse dans le « paradigme » du circulatoire.....         | 24         |
| 1.2.3 Le circulatoire comme construit institutionnel et spatial multi-scalaire et comme base paradigmatique de la thèse .....                          | 29         |
| <b>2 LES THÉORIES ET CONCEPTS MOBILISÉS.....</b>                                                                                                       | <b>33</b>  |
| 2.1 L'articulation du cadre théorique de la thèse : une vue d'ensemble .....                                                                           | 35         |
| 2.1.1 Le fonctionnement du système financier : les relations entre finance et territoires .....                                                        | 35         |
| 2.1.2 La production urbaine : les relations entre finance et durabilité .....                                                                          | 37         |
| 2.2 Le positionnement et la contribution par rapport à la littérature .....                                                                            | 40         |
| 2.2.1 Le fonctionnement de l'industrie financière : les relations entre finance et territoires .....                                                   | 40         |
| 2.2.2 La production urbaine : les relations entre finance et durabilité .....                                                                          | 48         |
| <b>3 ETUDE DE CAS ET MÉTHODES DE RECHERCHE .....</b>                                                                                                   | <b>61</b>  |
| 3.1 1 <sup>ère</sup> recherche : étude de cas de l'industrie des fonds de pension .....                                                                | 61         |
| 3.1.1 Aperçu des techniques d'enquête .....                                                                                                            | 61         |
| 3.1.2 Le déroulement de la première recherche .....                                                                                                    | 62         |
| 3.2 2 <sup>ème</sup> recherche : étude de cas sur le système urbain.....                                                                               | 67         |
| 3.2.1 Aperçu des techniques d'enquête .....                                                                                                            | 67         |
| 3.2.2 Le déroulement de la deuxième recherche .....                                                                                                    | 67         |

|                                                                                                                                                                                      |            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>PARTIE II : ARTICLES DE THESE .....</b>                                                                                                                                           | <b>71</b>  |
| <b>4 L'EXPANSION DE L'INDUSTRIE FINANCIÈRE ET SES IMPACTS SUR L'ÉCONOMIE : UNE APPROCHE TERRITORIALE À PARTIR DES FONDS DE PENSION SUISSES.....</b>                                  | <b>73</b>  |
| 4.1 Introduction .....                                                                                                                                                               | 73         |
| 4.2 A territorial definition of the autonomy of the finance industry.....                                                                                                            | 75         |
| 4.3 Finance Industry Autonomy and Swiss Pension Funds .....                                                                                                                          | 81         |
| 4.4 Conclusion.....                                                                                                                                                                  | 90         |
| <b>5 L'IMPACT DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS SUR LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE : UNE PERSPECTIVE À PARTIR DES FONDS DE PENSION SUISSES DANS UN CONTEXTE FINANCIER EN CHANGEMENT</b> | <b>93</b>  |
| 5.1 Introduction .....                                                                                                                                                               | 93         |
| 5.2 The Financial Markets, Forms of Intermediation and Control and Territory.....                                                                                                    | 95         |
| 5.3 Switzerland: a paradox model.....                                                                                                                                                | 101        |
| 5.4 Conclusion.....                                                                                                                                                                  | 107        |
| <b>6 LA FINANCIARISATION DE L'IMMOBILIER : LE CAS DES FONDS DE PENSION SUISSES (1992-2005) .....</b>                                                                                 | <b>111</b> |
| 6.1 Introduction .....                                                                                                                                                               | 111        |
| 6.2 Financialisation, the economy and the property market .....                                                                                                                      | 112        |
| 6.3 The importance of pension funds in the Swiss property sector and the two channels of investment.....                                                                             | 118        |
| 6.4 Limits to transferring a share-based model to property or to constructing comparability and liquidity .....                                                                      | 127        |
| 6.5 Conclusion: the financialisation of the property sector .....                                                                                                                    | 129        |
| <b>7 LA DURABILITÉ D'UN MÉGAPROJET URBAIN FINANCIARISÉ : LE CAS DE SIHL CITY À ZÜRICH .....</b>                                                                                      | <b>133</b> |
| 7.1 Introduction .....                                                                                                                                                               | 133        |
| 7.2 Une approche territoriale de la production urbaine liant financiarisation et durabilité .....                                                                                    | 134        |
| 7.3 Un cadre conceptuel, analytique et interprétatif: la durabilité en tant que construit institutionnel et territorial .....                                                        | 139        |
| 7.4 Le mégaprojet Sihlcity .....                                                                                                                                                     | 145        |
| 7.5 Conclusion.....                                                                                                                                                                  | 152        |

|          |                                                                                         |            |
|----------|-----------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>8</b> | <b>LA VILLE NÉGOCIÉE : ENTRE FINANCIARISATION ET DURABILITÉ.....</b>                    | <b>155</b> |
| 8.1      | Introduction .....                                                                      | 155        |
| 8.2      | Finance, ville et durabilité .....                                                      | 156        |
| 8.3      | Ancrage du capital et durabilité : la production d’objets financiarisés en Suisse ..... | 164        |
| 8.4      | La ville négociée : l’ancrage du capital financier .....                                | 174        |
| 8.5      | Conclusion.....                                                                         | 179        |
|          | <b>BIBLIOGRAPHIE .....</b>                                                              | <b>181</b> |
|          | <b>ANNEXES .....</b>                                                                    | <b>205</b> |



# LISTE DES FIGURES, TABLEAUX ET CARTES

---

## FIGURES

|                                                                                                                                                                                          |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| FIGURE 1 : LA STRUCTURE ET L'ARTICULATION DU DOCUMENT DE THÈSE                                                                                                                           | 5   |
| FIGURE 2: LA MISE EN RELATION DE LIEUX VIA DES ACCORDS INSTITUTIONNELS « SUPRA NATIONAUX »                                                                                               | 30  |
| FIGURE 3 : L'ARTICULATION DE LA LITTÉRATURE ET DES CONCEPTS POUR ABORDER LES EFFETS DU RÉGIME D'ACCUMULATION FINANCIARISÉE SUR LES RÉGIONS ET LES VILLES, PUIS SUR LA DURABILITÉ URBAINE | 34  |
| FIGURE 4 : LE PROCESSUS D'ANCRAGE DU CAPITAL ET DE NÉGOCIATION DE LA DURABILITÉ URBAINE                                                                                                  | 39  |
| FIGURE 5: LES ÉTAPES DES DEUX RECHERCHES                                                                                                                                                 | 70  |
| FIGURE 6 : PENSION FUNDS INVESTMENTS IN 1992, 2000, AND 2004 (SFR MILLIONS).                                                                                                             | 81  |
| FIGURE 7 : AN OVERVIEW OF THE PENSION FUNDS INVESTMENT CIRCUIT AND OF THE ORGANIZATION OF THE FINANCE INDUSTRY                                                                           | 83  |
| FIGURE 8 : THE FUNNEL-SHAPED STRUCTURE OF THE SWISS PENSION FUNDS                                                                                                                        | 84  |
| FIGURE 9 : PENSION FUNDS' TOTAL ASSETS UNDER MANAGEMENT PER EMPLOYEE AND BY REGIONS (IN SFR) IN 2002                                                                                     | 84  |
| FIGURE 10 : SPATIAL PATTERN OF SWISS PENSION FUNDS' PROPERTY INVESTMENTS (1992–2005)                                                                                                     | 127 |
| FIGURE 11 : LES CATÉGORIES D'INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET LES DEUX TYPES DE CIRCUITS D'INVESTISSEMENT                                                                                | 136 |
| FIGURE 12 : LES FORMES DE LA DURABILITÉ PRODUITE PAR LA FINANCE SELON LES LOGIQUES D'ACTION DES PRINCIPAUX ACTEURS                                                                       | 143 |
| FIGURE 13 : LE FAHRTENMODELL DE SIHL CITY : COMPROMIS DE DURABILITÉ EN VOIE CONTRAINTE                                                                                                   | 152 |
| FIGURE 14: LES CATÉGORIES D'INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET LES DEUX TYPES DE CIRCUITS D'INVESTISSEMENT                                                                                 | 159 |
| FIGURE 15: L'ARTICULATION TERRITORIALE ET LE CLOISONNEMENT DES NÉGOCIATIONS                                                                                                              | 167 |
| FIGURE 16 : LES NÉGOCIATIONS CLOISONNÉES ET SÉQUENCÉES DANS LA DURABILITÉ DE LA VILLE FINANCIARISÉE                                                                                      | 169 |

## TABLEAUX

|                                                                                                                 |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| TABLEAU 1 : LES DEUX APPROCHES DE L'ESPACE EN ÉCONOMIE RÉGIONALE                                                | 12  |
| TABLEAU 2 : L'ÉVOLUTION DU CHAMP DE RECHERCHE DE L'ÉCONOMIE TERRITORIALE                                        | 26  |
| TABLEAU 3 : COMPARISON OF INVESTMENT CRITERIA BETWEEN REAL AND FINANCIALIZED INVESTMENT CHANNELS                | 79  |
| TABLEAU 4 : THE GEOGRAPHIC EXPANSION OF SWISS PENSION FUND INVESTMENT (SFR MILLIONS ; PERCENTAGES IN BRACKETS). | 86  |
| TABLEAU 5 : LPP INDEX OF BANQUE PICTET & CIE IN 1993 AND 2005                                                   | 87  |
| TABLEAU 6: WEIGHT OF PENSION FUNDS ON THE SWISS STOCK EXCHANGE , 1992 – 2004 (IN MILLIONS OF CHF)               | 105 |
| TABLEAU 7: THE 4 LARGEST LISTED COMPANIES ON THE SWISS STOCK MARKET IN 2004 (IN MILLIONS OF CHF)                | 106 |
| TABLEAU 8 : COMPARISON OF PROPERTY INVESTMENT CRITERIA BETWEEN DIRECT AND FINANCIALIZED INVESTMENT CHANNELS     | 117 |
| TABLEAU 9: PROPERTY INVESTMENT PATTERNS OF SWISS PENSION FUNDS BETWEEN 1992 AND 2004 (SFR MILLIONS)             | 118 |
| TABLEAU 10 : PENSION FUNDS' PROPERTY INVESTMENTS (1992–2004, SFR MILLIONS)                                      | 119 |
| TABLEAU 11 : LES CARACTÉRISTIQUES DE LA VILLE NÉGOCIÉE ET DES VILLES FINANCIARISÉE ET DURABLE                   | 178 |

**CARTES**

|                                                                                                                          |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| CARTE 1 : PROPERTIES OWNED BY THE ASCOM PENSION FUND                                                                     | 121 |
| CARTE 2: PROPERTIES OWNED BY SIEMENS' PENSION FUND                                                                       | 121 |
| CARTE 3 : PROPERTIES OWNED BY MIGROS'S PENSION FUND                                                                      | 122 |
| CARTE 4 : PROPERTIES OWNED BY THE NEUCHA^TEL CANTON'S PENSION FUND                                                       | 122 |
| CARTE 5 : PROPERTIES OWNED BY THE VAUD CANTON'S PENSION FUND                                                             | 123 |
| CARTE 6 : 2004 ANALYSIS OF PROPERTY OWNED BY THE 15 BIGGEST PLAYERS USING INDIRECT INVESTMENT CHANNELS (AS OF 2003/2004) | 126 |

## **LA FINANCIARISATION DES REGIONS ET DES VILLES ET LA DURABILITE DE LA VILLE FINANCIARISEE**

---



L'embellie actuelle des cours sur les marchés financiers et les bénéfices dégagés par les grandes banques et institutions financières peut faire apparaître la crise financière de 2008-2009 comme un « mauvais et déjà lointain souvenir ». Toutefois, cette crise majeure, au départ uniquement financière et concernant un seul secteur et un seul pays, les fameux « mortgages backed securities » américains, qui s'est brutalement étendue à l'ensemble de la finance mondiale, a fait prendre conscience des changements structurels engendrés par la mise en place de systèmes financiers interconnectés au niveau mondial et centrés sur la finance de marché. Sur le plan scientifique, la crise a fait l'objet d'une attention particulière. Des ateliers et colloques ont été organisés sur la thématique de la finance dans différentes disciplines et les numéros spéciaux de revues portant sur des questions financières se sont multipliés. L'objectif de cet intérêt renouvelé a été bel et bien de comprendre le fonctionnement de la finance et, de ce fait, la raison de la portée de ses impacts sur les activités économiques des régions et des villes. En d'autres termes, la crise financière a posé *la question de l'articulation entre les sphères financière et réelle de l'économie*.

Parallèlement, la crise s'est également accompagnée de la résurgence d'un discours de justification éthique du rôle de la finance de marché (Dembinski, 2008). Dans ce cadre, les fonds durables ou de l'investissement socialement responsable (ISR) représentent un instrument d'innovation financière qui, pour certains acteurs financiers, devrait permettre de restaurer la confiance et améliorer l'efficacité des marchés. Bien que représentant toujours de faibles volumes sur les différents marchés financiers nationaux, le nombre de fonds ISR a considérablement augmenté ces dernières années et dans différents pays (Eurosif, 2008). À l'évidence, il n'est aujourd'hui plus possible pour les entreprises cotées en bourse de prétendre ne pas tenir compte du développement durable dans leurs activités quotidiennes. Pour s'en convaincre, il suffit de parcourir leur communication officielle et de s'apercevoir que les problèmes sociaux et environnementaux y sont devenus des sujets récurrents. S'agissant de velléités de préserver leur notoriété ou de convictions éthiques avérées, les entreprises sont soucieuses d'afficher un comportement conforme aux exigences croissantes de la société civile. C'est dans cette dynamique que le discours éthique actuel de l'industrie financière peut être replacé.

La présente thèse développe une approche institutionnaliste et territoriale de **l'impact des marchés financiers sur les régions et les villes ainsi que de la financiarisation de la production urbaine sous l'angle du développement durable**. Fonctionnant souvent selon des logiques très différentes, marchés financiers et développement durable sont deux phénomènes, marquant les économies et les sociétés contemporaines et structurant de plus en plus la transformation du paysage urbain. D'une part, la finance de marché, qui est ressentie au niveau de la vie quotidienne, que ce soit par la financiarisation des dettes (Martin, 2002) ou des retraites (Montagne, 2006), représente pour certains le stade actuel du capitalisme (Aglietta, 1998 ; Batsch, 2002 ; Plihon, 2004 ; Boyer, 2009). La finance de marché englobe désormais un grand nombre d'activités et de secteurs économiques des régions et des villes, et façonne également certaines villes par la saisie croissante d'importants objets urbains. Ces derniers, tels que des tours et quartiers d'affaires, centres commerciaux, aéroports, etc. ou encore des infrastructures de réseaux (eau, énergie, télécommunication, etc.) sont devenus des produits financiers permettant de diversifier les placements d'investisseurs institutionnels. D'autre part, le développement durable, qui peut être interprété comme un métadiscours dans le sens où il représente une convention globale marquant les sociétés (Boltanski et Chiapello, 1999)<sup>1</sup>, se décline au niveau urbain. Pour certains, le développement urbain durable (ou durabilité urbaine) représente un point de passage obligé pour l'urbanisme et les politiques publiques (Boutaud, 2005 ; Emelianoff, 2002).

---

<sup>1</sup> À l'instar de celle sur le progrès social qui a imprégné la période fordiste

La financiarisation de la propriété urbaine pose un certain nombre de questions quant à la nature des enjeux liés à l'urbanisme, à l'organisation des fonctions urbaines et plus largement au développement durable et à la gouvernance urbaine. En effet, comment aujourd'hui les villes concilient concrètement financiarisation et durabilité urbaine ?

L'approche institutionnaliste et territoriale de la financiarisation et de la durabilité urbaine développée dans cette thèse se caractérise de la manière suivante. Elle consiste tout d'abord à considérer ces deux phénomènes comme des *constructions sociales* qui sont apparus à peu près au même moment, à partir des années 1970<sup>2</sup>, et qui se sont progressivement étendus à un niveau global pour imprégner les sociétés. Ils sont donc à la fois des concepts<sup>3</sup> représentant des manières d'interpréter la réalité sociale actuelle et des révélateurs de processus de transformations sociales plus larges. En même temps, en tant que clé de lecture du monde, ces concepts performant la réalité dans le sens où ils agissent sur les décisions et les comportements des acteurs (Muniesa et Callon, 2008).

L'approche institutionnaliste et territoriale consiste précisément à appréhender la manière dont la finance de marché et le développement durable performant dans la réalité urbaine. En inscrivant l'action des individus dans leur *contexte institutionnel, spatial et temporel*, la démarche à la fois épistémologique et méthodologique développée dans cette thèse a été d'examiner *en situation* la manière dont la durabilité a été produite par les différents acteurs impliqués dans des grands projets immobiliers commerciaux en Suisse achetés par certaines institutions financières<sup>4</sup>. En effet, au cours des différentes phases d'un projet, les acteurs construisent des arrangements institutionnels, formels et informels (Hodgson, 2006), qui sont le reflet des enjeux à la fois financiers et relatifs à la durabilité urbaine. La durabilité, qui se réfère de manière large aux aspects techniques, économiques, environnementaux et sociaux, est par conséquent entendue comme une *construction sociale ayant fait l'objet de négociations qui, selon les contextes urbains, ont débouché sur un arrangement institutionnel* (ou non) pour que le projet immobilier puisse se réaliser.

Prenant la forme d'une thèse par articles, l'approche territoriale de l'impact de la financiarisation sur les régions et les villes et sur la durabilité urbaine résulte de deux recherches ou études de cas complémentaires. La deuxième étude de cas, qui a porté sur l'analyse de grands projets immobiliers récemment construits en Suisse et achetés par des institutions financières, a été un approfondissement des deux circuits d'investissement immobilier identifiés lors de la première étude qui a porté sur l'analyse des placements des caisses de pension suisses, de 1992 à 2004.

Cette partie introductive explicite le champ de recherche et clarifie la complémentarité entre les études de cas et les cinq articles. Tout d'abord, les questions et objectifs de recherche ainsi

---

<sup>2</sup> La fin du système de Bretton-Woods en 1971, soit de la régulation des mouvements de capitaux et des taux de change aux plans national et international, le rapport Meadows prônant la croissance zéro ou la Conférence de Stockholm en 1972 peuvent être considérés comme les éléments déclencheurs respectivement de la financiarisation et du développement durable.

<sup>3</sup> Ces deux concepts ne sont pas au même niveau. « *Le développement durable n'est pas, ou n'est plus seulement un concept. C'est une problématique qui a généré un mouvement (...), un paradigme nouveau qui semble être amené à se diffuser dans tous les domaines, et dans tous les champs, allant de l'économie au sociétal en passant par la politique, la culture, la recherche scientifique et technique, les représentations, les valeurs* » (Loinger in Boutaud, 2005 : 29). Par opposition, la financiarisation est un processus politique et institutionnel, qui a certes touché les économies et les sociétés à différents degrés, mais qui n'a pas suscité de véritables débats au sein de la société, si ce n'est qu'épisodiquement lors des diverses crises financières qui caractérisent les marchés financiers. C'est aussi un objet de recherche qui a été, jusqu'à très récemment, relativement peu analysé par la communauté des chercheurs.

<sup>4</sup> C'est pour mettre en évidence les processus que j'utilise la notion de projets urbains (ou mégaprojets urbains) à la place d'objets immobiliers ou d'objets urbains.

que leur articulation amenant à la thèse sont présentés. Ensuite, les caractéristiques de la thèse sont exposées.

## **Les questionnements, les objectifs de recherche et la thèse avancée**

L'approche contextualisée de la déclinaison de la finance de marché sur la durabilité dans le cadre de la production urbaine fait suite à deux recherches qui s'inscrivent dans l'objectif plus global visant à comprendre *les relations qu'entretiennent les sphères financière et réelle de l'économie*.

L'objectif de la première recherche, que j'ai menée sur les caisses de pension suisses, a été de comprendre le **fonctionnement du système financier basé sur la finance de marché et son impact sur le développement régional et urbain**.

En prenant au « sérieux » à la fois les *institutions, l'espace et le temps* – en mobilisant principalement des corpus théoriques et des travaux de l'économie institutionnaliste et de la géographie économique – cette recherche a été un approfondissement de la définition particulière de la financiarisation, entendue comme la *construction et l'exploitation de la mobilité/liquidité du capital* et résultant des réflexions de nos collègues José Corpataux et Olivier Crevoisier (2005a). En effet, sur les marchés financiers, les investisseurs ont la possibilité de se désengager à tout moment vis-à-vis de leurs investissements (vendre) pour réallouer les capitaux ailleurs (acheter), dans d'autres entreprises situées dans d'autres pays ou régions. De cette manière, le développement des marchés financiers peut être interprété comme la mise en circulation du capital résultant de la création de marchés liquides et profonds.

Cette approche des liens entre « finance et territoires » a permis de mettre l'espace au cœur de la finance et de montrer que c'est par la modification du rapport au territoire que l'industrie financière s'est constituée sous sa forme actuelle. D'un côté, c'est en jouant sur les espaces que la finance a pu formater les institutions (dérégulation financière à l'interne et à l'externe des pays ; développement de l'épargne collective via les investisseurs institutionnels tels que les caisses de pension, les fonds d'assurance ou bancaires ; etc.) afin de mettre en place une intermédiation financière (places boursières et expertise financière) et de construire une continuité permettant au capital de circuler au sein d'un « espace financiarisé ». Celui-ci s'est peu à peu agrandi suite au développement de nouvelles classes d'actifs par la saisie de nouveaux secteurs et territoires. Au sein de cet espace, l'évaluation financière se réalise de manière « abstraite et dé-contextualisée/dé-territorialisée » selon deux critères : celui de risque et de rendement financiers. De l'autre côté, c'est bien l'espace qui permet de rendre compte de la configuration spatiale des circuits de l'industrie financière, de la récolte des fonds aux lieux de leur investissement en passant par les lieux de gestion et de décision (places financières), ainsi que de l'inégalité des transformations institutionnelles permettant la financiarisation de l'économie. Il s'ensuit que cette approche territoriale de la finance permet de penser à la fois les différences spatiales et temporelles (c'est-à-dire celles du rythme) des transformations institutionnelles ainsi que les effets des marchés financiers sur les activités économiques des pays et des villes et régions.

Basée sur les résultats et l'approche conceptuelle de la première recherche, l'objectif de la deuxième recherche, portant sur les relations entre « finance, ville et durabilité », a été de **comprendre comment et dans quelle mesure la logique financière s'instaure dans la production urbaine et influence la durabilité urbaine lors de la construction de grands projets immobiliers commerciaux**.

Faisant écho au concept de mobilité/liquidité du capital, signifiant un déplacement dans l'espace de l'argent, le *concept d'ancrage* a été développé. Celui-ci, qui se réfère de manière générale au contexte de destination d'éléments mobiles, rend ici compte de la manière dont le capital financier se matérialise et se (re)territorialise dans la ville lors d'investissements concrets et la manière dont la durabilité urbaine en est affectée. L'instauration d'une logique d'investisseurs financiers sur la production urbaine par la financiarisation transforme considérablement le processus d'ancrage. Cela questionne, d'une part le rôle et les compétences des professionnels du construit, en particulier des développeurs-constructeurs des projets urbains, et d'autre part le rôle, la capacité et le cercle des acteurs urbains locaux, tels que la municipalité, les partis politiques, les organisations environnementales ou plus largement les habitants, qui interviennent dans la gouvernance des projets urbains.

En mettant en perspective la manière dont la financiarisation produit la durabilité dans le construit urbain en Suisse, je développe la thèse de l'apparition de *nouvelles formes de négociations portées par les entreprises de développement-construction des projets urbains qui, selon les contextes, forment des coalitions avec d'autres acteurs, publics (municipalité par ex.) ou privés (exploitants par ex.)*. Directement impliqués dans les négociations auprès des financiers et des acteurs urbains locaux, ils deviennent des *acteurs ancreurs* privilégiés capables d'évaluer et de traduire les multiples dimensions d'un projet et certains enjeux de durabilité en termes financiers de manière à ce que l'ancrage du capital dans la ville puisse se réaliser. Parallèlement, la problématisation de la durabilité dépend beaucoup de la capacité des acteurs locaux, privés et publics, à se mobiliser et à négocier avec les coalitions de promotion des projets urbains.

## Les caractéristiques de la thèse par articles

Ce sous-chapitre présente les caractéristiques de la thèse en commençant tout d'abord par clarifier le statut méthodologique des deux parties de la thèse. Puis, il précise le contexte et l'articulation des deux études de cas<sup>5</sup> et des cinq articles en en donnant un bref résumé.

Suite à la présente partie introductive, le document de thèse se divise en deux parties (Figure 1). Ayant un caractère de « méta-niveau », la première partie explicite le contexte ainsi que le cheminement interprétatif et réflexif que j'ai suivi durant l'élaboration de la présente thèse.

Cette première partie présente tout d'abord les contours de l'approche ou de la perspective théorique du groupe de recherche auquel j'ai appartenu, à savoir l'approche territoriale. Très schématiquement, celle-ci privilégie une entrée par les régions pour aborder les changements socio-économiques contemporains. Ainsi, le positionnement et la formalisation détaillée des caractéristiques à la fois ontologiques, épistémologiques, théoriques et méthodologiques de l'approche territoriale telle qu'elle est pratiquée à l'Université de Neuchâtel ainsi que les développements présentés pour approfondir deux des pistes actuelles de recherche – le circulaire et la financiarisation (je reviens bien évidemment sur ces points ultérieurement) – constituent deux contributions originales aux réflexions du groupe.

Le deuxième chapitre présente les caractéristiques et les concepts clés des théories mobilisées dans les articles de thèse ainsi que leur articulation. La clé de lecture théorique ainsi donnée permet de voir précisément comment les différents domaines de littérature ont été combinés de manière à appréhender la déclinaison spatiale du « régime d'accumulation financiarisée », qui constitue le point de départ théorique de la thèse, et ainsi rendre compte, pour les trois

---

<sup>5</sup> L'annexe 1 expose plus en détails les objectifs, les questions ainsi que les hypothèses des deux études de cas.

premiers articles, de l'impact de la financiarisation sur les régions et les villes, et pour les deux suivants, de la durabilité de la ville financiarisée.

Le dernier chapitre expose en détail les techniques et méthodes de recherche utilisées. Toujours dans l'intention de montrer le cheminement suivi, ce regard en amont des articles permet ainsi de monter les triangulations effectuées pour les deux recherches.

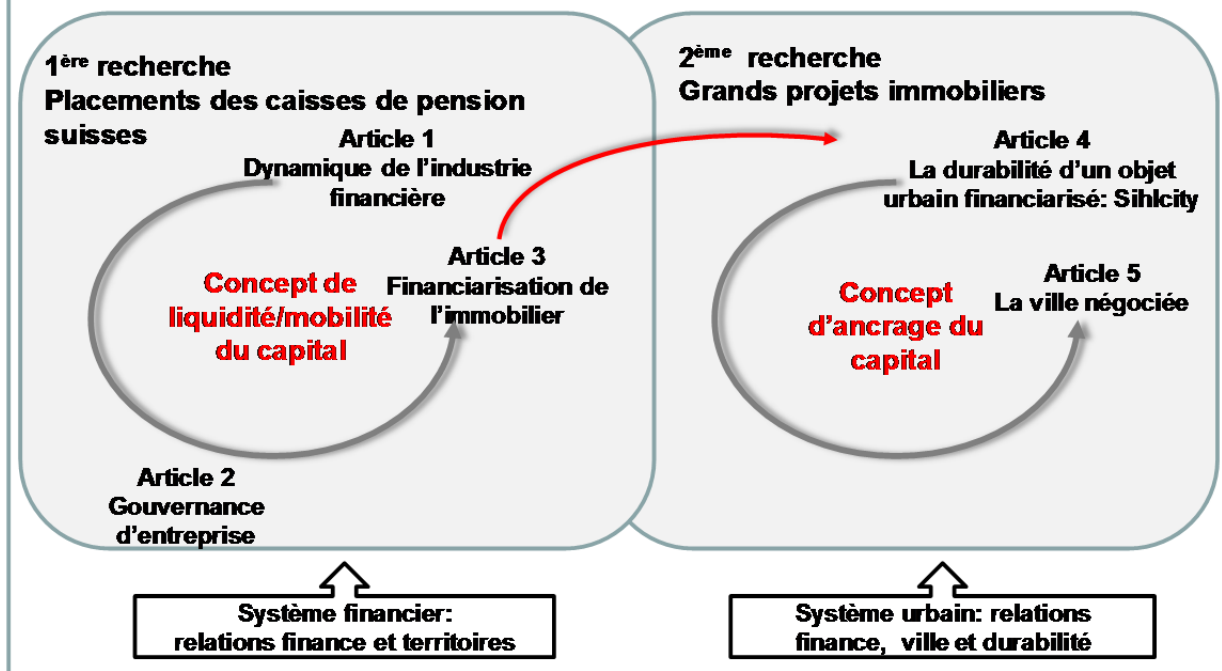
Quant à la deuxième partie, elle contient les cinq articles de thèse, dont l'articulation et le contenu sont brièvement résumés ci-dessous. Le dernier article développe le modèle de la « ville négociée » et peut être considérée comme une forme de discussion conclusive. Il permet ainsi de mettre en perspective et de questionner pour d'autres recherches en géographie urbaine, effectuées dans d'autres contextes institutionnels et relatives à d'autres types d'objets financiarisés, l'impact de la finance dans la ville sous l'angle de la gouvernance et de la durabilité urbaine.

Figure 1 : la structure et l'articulation du document de thèse

**Partie introductive:** la financiarisation des régions et des villes et la durabilité de la ville financiarisée

**Partie I:** les caractéristiques de l'approche territoriale développée à Neuchâtel, l'articulation théorique et méthodologique de la thèse

**Partie II:** les cinq articles de thèse



La première recherche s'inscrit dans le cadre d'un financement octroyé par le fonds national suisse de la recherche scientifique (FNSRS). Elle a débuté en septembre 2004 et s'est terminée à fin février 2006 par la remise d'un rapport. Cette étude a consisté à *comprendre le rôle joué par les caisses de pension dans le financement et le contrôle des activités économiques en Suisse*, puisque ces dernières sont – parmi les investisseurs institutionnels (fonds d'assurances, de banques et d'autres institutions financières) – celles dont les placements ont fortement alimenté les marchés financiers durant les trois dernières décennies.

L'entrée dans cette étude par les caisses de pension a permis d'appréhender les modifications du système financier de ces dernières décennies et les logiques fonctionnelles et spatiales de trois circuits d'investissements : financiarisé pour les actions et les obligations (titres financiers) et direct et financiarisé pour l'immobilier. Les trois premiers articles de thèse ont été développés sur la base des résultats de cette recherche et traitent au niveau du **système financier** des *relations entre finance et territoires* au travers du **concept de liquidité/mobilité** développé par José Corpataux et Olivier Crevoisier dans un article paru dans *European and Urban Regional Studies* (EURS) en 2005. Ils ont été co-écrits avec ces derniers.

Le premier article « l'expansion de l'industrie financière et ses impacts sur l'économie : une approche territoriale basée sur les caisses de pension suisses » est paru en 2009 dans *Economic Geography*. Il soutient la thèse selon laquelle la finance construit un espace financiarisé par la saisie de secteurs et d'espaces économiques permettant aux investisseurs de s'affranchir de la proximité et d'investir à distance, à une échelle de plus en plus globale, selon deux critères – de risque et de rendement – purement financiers, abstraits et décontextualisés/dé-territorialisés.

Dans le deuxième article « l'impact des investisseurs institutionnels sur la gouvernance d'entreprise: une perspective par les fonds de pension suisses dans un environnement financier en mutation » paru en 2008 dans *Competition&Change*, la question de la gouvernance d'entreprise et du contrôle est abordée par la configuration spatiale de la filière d'investissement. Cet article développe la thèse selon laquelle la majorité des caisses de pension suisses sont des acteurs « financiarisés » qui subissent la configuration de la filière d'investissement. En déléguant la gestion de leurs actifs « titres », elles souffrent de l'opacité et de la complexité produite par la dissémination de leurs fonds au sein des différents produits, secteurs et pays, et ne peuvent que difficilement exercer leur pouvoir (exit) ou droit d'actionnaires (voice).

Le troisième article « la financiarisation de l'immobilier : le cas des caisses de pension suisses » paru en 2010 dans *European Planning Studies* (EPS) est une analyse d'un secteur qui s'est financiarisé récemment. Il avance l'idée que la financiarisation de l'immobilier a été possible par un certain nombre de changements institutionnels et par le développement de « special purpose vehicles » (fonds immobiliers et sociétés immobilières). L'évaluation des investissements immobiliers par les marchés financiers se traduit par le développement d'une méthode d'évaluation inspirée du management financier sur les marchés réels (méthode de discounted cash flow) et correspond également à une modification spatiale des investissements qui profite surtout aux principales régions urbaines de Suisse.

La deuxième recherche, intitulée « la privatisation et la durabilité des grands projets immobiliers en Suisse », s'inscrit dans le cadre du programme national de recherche PNR54 « Développement durable de l'environnement construit » également financée par le FNSRS. Elle-ci a débuté en mars 2007 et a abouti à la production de plusieurs documents. Tout d'abord, un bref rapport a été remis en janvier 2009, puis, trois articles ont été rendus en juin 2009 et un quatrième en décembre 2009. L'objectif de cette recherche a été de *comprendre comment et dans quelle mesure la durabilité est influencée par l'intervention d'acteurs privés*

*et financiers dans la propriété et le financement de grands projets urbains*. Cette deuxième recherche a été un prolongement et un approfondissement de la première sur les investissements des caisses de pension et plus particulièrement des investissements immobiliers (processus de financiarisation sectoriel) mis en évidence dans le troisième article de thèse.

Les deux derniers articles de thèse ont été élaborés à partir des résultats de l'analyse de *trois grands projets immobiliers à caractère commercial* récemment construits en milieu urbain (2002-2008 ; Annexes 2 et 3 pour les détails) ainsi que des résultats et des réflexions menées autour de la rédaction de deux autres articles sur la financiarisation et qui ne figurent pas dans cette thèse. Les deux articles figurant dans cette thèse sont un approfondissement de l'articulation entre les sphères financière et réelle de l'économie au niveau du **système urbain** et traitent des *relations entre finance, ville et durabilité* à travers le **concept d'ancrage**. Le premier a été rédigé avec Olivier Crevoisier et le deuxième de manière personnelle.

Le premier de ces deux articles, soit le quatrième article de cette thèse « la durabilité d'un objet urbain financiarisé : le cas de Sihlcity à Zurich », aborde l'articulation entre la finance et la durabilité dans le cas d'un projet urbain particulier acheté par des fonds du Crédit Suisse. Il sera prochainement publié (2012) dans la revue *International Journal of Urban and Regional Research* (IJURR). Il soutient la thèse selon laquelle la durabilité fait partie du cadre global du montage et de négociation et qu'elle est le résultat d'un construit institutionnel et territorial.

Le cinquième article « la ville négociée : entre financiarisation et durabilité » est *au cœur de cette thèse* puisqu'il développe un modèle à la fois conceptuel et analytique à partir d'une interprétation de la littérature existante et de l'analyse approfondie de trois grands projets immobiliers commerciaux récemment construits en Suisse. Le *modèle de ville négociée*, avec les concepts d'ancrage et d'acteurs ancreurs, rend compte des négociations portant à la fois sur l'ancrage du capital financier dans la ville et la traduction financière de la durabilité urbaine. Cet article sera publié au début de l'année 2012 dans la revue *Géographie, Economie et Société* (GES).

Finalement, les cinq articles développent une approche institutionnaliste et territoriale de l'emprise de la finance sur l'économie des régions et la production urbaine, et résultent d'un *processus de recherche interprétatif et réflexif*, qui peut se caractériser comme suit :

- Par une complémentarité entre les deux recherches et les articles. En effet, l'entrée par les caisses de pension nous a permis de développer une interprétation territoriale de la dynamique de l'industrie financière, de la gouvernance d'entreprise ainsi que de la financiarisation de l'immobilier. Ensuite, à partir de l'approfondissement de l'analyse de la financiarisation de l'immobilier, à travers l'étude de cas de grands projets urbains, un modèle interprétatif a été construit, permettant de penser les relations entre financiarisation et durabilité urbaine dans le cadre de la production urbaine.
- Par une complémentarité entre théorie et empirie : les articles reposent sur une démarche en situation qui consiste en un aller-retour entre théorie et empirie et qui aboutit à développer des théories situées dans le temps et l'espace. Considérées comme des occasions d'apprendre (Stake, 2005), les études de cas servent à approfondir les connaissances théoriques des processus économiques. Dans ce cadre, les articles résultent d'un effort de synthèse et de conceptualisation des résultats des deux rapports de recherche et de positionnement dans la littérature afin de développer une approche territoriale des relations entre les sphères financière et réelle de l'économie.

- Par une complémentarité conceptuelle permettant d'articuler les échelles institutionnelles et territoriales du régime d'accumulation financiarisée (2.1) : en mobilisant en particulier le courant macro-institutionnaliste de l'Ecole de la Régulation et des travaux en géographie de la finance, la première recherche se situe au niveau du système et des circuits financiers et rend compte de l'articulation entre les échelles régionale, nationale et internationale. Se situant au niveau des projets immobiliers et du système urbain, la deuxième recherche rend compte de l'influence des échelles internationales/nationales sur l'échelle urbaine et vice versa. Cette recherche résulte de la mise en rapport de trois domaines de littérature en géographie urbaine.
- Par une complémentarité « instituée » : l'approche territoriale est celle qu'adopte le groupe de recherche de l'Université de Neuchâtel pour aborder les questions socio-économiques et auquel j'ai appartenu. J'ai donc profité des connaissances conceptuelles et empiriques développées par le groupe et j'ai par conséquent approprié et partagé le champ de recherche et le langage commun du groupe portant sur la problématique du développement régional contemporain.

## **PARTIE I : LES CARACTERISTIQUES DE L'APPROCHE TERRITORIALE DEVELOPPEE A NEUCHATEL, L'ARTICULATION THEORIQUE ET METHODOLOGIQUE DE LA THESE**

---

Cette première partie est une mise en évidence de l'approche territoriale qui a été peu à peu construite pour appréhender les impacts de la financiarisation sur les régions, les villes ainsi que sur la durabilité urbaine. Dans un premier temps, la position ontologique et épistémologique de l'approche institutionnaliste et territoriale dans laquelle s'inscrit cette thèse est exposée. Le deuxième chapitre présente les théories et concepts mobilisés et la manière dont ils ont été articulés dans les articles de thèse. Le troisième chapitre jette un regard en amont sur les méthodes et techniques de recherche utilisées dans les deux études de cas à la base des cinq articles de thèse.



# 1 L'économie territoriale

---

Ce chapitre présente de manière succincte les caractéristiques à la fois ontologiques, épistémologiques, théoriques et méthodologiques de l'économie territoriale dans laquelle la présente thèse s'inscrit. L'économie territoriale se positionne tout d'abord dans le champ des approches socioéconomiques considérant que les phénomènes économiques sont encastres dans le social et donc que les relations économiques sont des *constructions sociales*, se différenciant des approches standards ou néoclassiques<sup>6</sup> qui expliquent les phénomènes économiques (compris ici comme des choses) par eux-mêmes (Boidin et Zuindeau, 2006). En second lieu, l'économie territoriale aborde les constructions ou processus socio-économiques à la fois par les institutions et par l'espace-temps (ou cadre spatio-temporel). Ces deux ontologies de l'économie territoriale sont explicitées en deux temps. Le premier sous-chapitre (1.1) présente deux grandes visions de l'espace utilisées en économie régionale et positionne l'économie territoriale parmi les approches en géographie, se distinguant de celle dite de la Nouvelle Géographie Economique (NGE) en économie. Le deuxième sous-chapitre (1.2) précise l'origine et les contours récents de l'économie territoriale telle qu'elle est développée à l'Université de Neuchâtel.

## 1.1 Les deux visions de l'espace en économie régionale

En économie régionale, on peut distinguer entre deux visions contemporaines et opposées de l'espace (Martin, 2003 et 1999), ce qui renvoie également à deux conceptions du temps (Corpataux et Crevoisier, 2007). D'un côté, on trouve la Nouvelle Géographie Economique (NGE) qui s'est développée au cours des années 90 notamment à la suite des travaux de Krugman (1991a et b). Son objectif consiste à faire « découvrir » l'espace aux économistes en prolongeant notamment les réflexions et les travaux de l'école allemande de géographie (ou de l'économie spatiale de Von Thünen et Christaller à Weber et Lösch) et, grâce aux avancées mathématiques, à le modéliser de façon à prolonger la théorie de l'équilibre général. De l'autre, on trouve ce que Crevoisier (2010) appelle l'économie territoriale qui s'est précisément développée en opposition à l'approche quantitative de l'espace. Fondée sur une conception plus réaliste et empirique de l'espace (on peut parler d'*actually existing geographies*), cette dernière s'est peu à peu construite depuis lors en intégrant de manière croissante à partir des années 90 des théories et des concepts de l'économie institutionnaliste, de la sociologie économique et culturelle.

Si ces deux approches de l'espace ont en commun une entrée par la région pour comprendre les phénomènes socioéconomiques, elles divergent totalement sur les plans épistémologiques, théoriques et méthodologiques. Ces divergences peuvent être illustrées par rapport aux explications/interprétations des agglomérations spatiales et du rôle de la proximité ou du local dans le contexte actuel de mondialisation/globalisation de l'économie<sup>7</sup> (Tableau 1).

---

<sup>6</sup> Les approches dites standards, néoclassiques ou encore marginalistes ont en commun d'aborder les phénomènes économiques par le modèle de l'équilibre walrassien, qu'il soit général ou partiel. Dès lors, l'approche néoclassique comprend aussi bien les économistes de l'équilibre que les théoriciens du « déséquilibre » qui ne peuvent concevoir un déséquilibre que par référence à différents types de modèle d'équilibre. C'est pour cette raison que les économistes néokeynésiens, de Malinvaud à Stiglitz, sont également considérés comme néoclassiques (Corpataux et Crevoisier, 2007).

<sup>7</sup> Si les mutations institutionnelles (d'ouverture des frontières et de libéralisation des échanges) et technologiques (développement des transports rapides et abaissement des coûts, développement des ressources stratégiques immatérielles (NTIC)) de ces dernières décennies ont en effet permis une plus grande liberté technique et organisationnelle de la production vis-à-vis de la localisation des facteurs de production (capital, travail et matières premières) ou des marchés, elles ont entraîné une nouvelle phase de concentration spatiale et de spécialisation des activités économiques.

**Tableau 1 : les deux approches de l'espace en économie régionale**

|                                        | Nouvelle Géographie Economique (NGE)<br>Approche mathématique                                                                                                                                                                                                  | Economie territoriale<br>Approche institutionnaliste et culturelle                                                                                                       |
|----------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Principal objet d'études               | Agglomération et spécialisation spatiale indifférente à l'échelle géographique                                                                                                                                                                                 | Systèmes de production localisés, avec une perspective plus générale de développement régional ainsi que de la régulation et de la gouvernance                           |
| Théorie économique                     | Extension de la théorie néoclassique (mainstream) pour incorporer les rendements croissants et la concurrence imparfaite afin de produire une nouvelle micro-économie de la localisation                                                                       | Intérêt croissant aux approches économiques hétérodoxes, en particulier à l'économie institutionnaliste, à la sociologie économique et culturelle                        |
| Perspectives épistémologiques          | Approche déductive et modélisatrice: théorisation abstraite, recherche d'une théorie universelle "top-down" du paysage économique                                                                                                                              | Approche réaliste et pragmatique: rejet d'une théorie universelle en faveur d'explications construites à partir de la réalité (d'en bas).                                |
| Méthodologie                           | Utilisation de modèles mathématiques formels; simulations numériques plutôt que tests empiriques                                                                                                                                                               | Discursive, fondée empiriquement, intensive et souvent basée sur des études de cas et les acteurs                                                                        |
| Conception du paysage économique       | Compris comme un espace de lieux et localisations: souvent abstrait et géométrique.<br>Il est postulé que le paysage économique résulte d'équilibres multiples générés par "l'arbitrage fondamental" entre les rendements croissants et les coûts de transport | Compris comme un espace relationnel de lieux, de flux et de réseaux hautement complexe et construit historiquement.<br><br>Pas de postulat relatif à l'équilibre spatial |
| Rôle de l'histoire et des institutions | Ignoré ou réduit à des séquences de solution de modèles basés sur différentes variables et conditions de départ                                                                                                                                                | Considéré comme central et basé sur une évolution du paysage économique dépendant de trajectoires suivies (path-dependency)                                              |

Source : adaptation de Martin (2003 : 19-20)

### 1.1.1 L'approche la Nouvelle Géographie Economique

Pour les partisans de la NGE, la mondialisation de l'économie entraîne une nouvelle géographie économique qui doit être analysée à l'échelle régionale et qui est expliquée par les rendements croissants<sup>8</sup>. Le raisonnement est le suivant : le (la taille) marché, la technologie et autres externalités à la base des rendements croissants ne se réalisent pas à l'échelle internationale ou nationale, mais émergent dans le cadre d'un processus d'agglomération économique régional et local. Dès lors, pour comprendre le commerce (les échanges), il est nécessaire de comprendre les rendements croissants et pour comprendre les rendements croissants, il est nécessaire d'étudier la concentration et la spécialisation économique régionale (Martin, 1999).

<sup>8</sup> Précisons que les rendements croissants reposent sur le principe de la division du travail et de la spécialisation. Ceux-ci font référence à deux types d'économies d'échelle (Polèse et Shearmur, 2009). D'une part, les économies *internes* aux firmes, soit les *économies d'échelle* proprement dites (en clair, plus les quantités produites sont élevées, plus les coûts unitaires sont bas). D'autre part, les économies *externes* aux firmes, mais qui sont généralement agglomérées dans un espace donné. Ces *économies d'agglomérations* peuvent être de localisation (la productivité augmente avec la taille de l'industrie, soit le nombre d'établissements ou d'emplois du même secteur d'activité économique qui sont regroupés dans un même lieu) ou d'urbanisation (gains de productivité résultant de l'agglomération d'industries de toute sorte) et renvoient à l'idée générale de « biens publics » comme l'existence d'une main d'œuvre spécialisée, la transmission facilitée d'information par des canaux informels, l'existence de bonnes infrastructures, etc. Les rendements croissants de la NGE renvoient aussi bien aux économies internes et externes (ou d'agglomération).

L'objectif explicite de cette approche est de développer une théorie de la localisation économique (de l'entreprise). Conceptuellement, cette approche consiste en une extension de la théorie néoclassique de l'équilibre en incorporant les rendements croissants et la concurrence imparfaite, alors considérés comme beaucoup plus importants que les rendements constants (en raison de), la concurrence parfaite et les avantages comparatifs pour le développement du commerce et la spécialisation. Méthodologiquement, elle consiste à développer des modèles mathématiques qui reposent sur des avancées récentes liées à la non linéarité et aux causalités cumulatives afin de simuler, plutôt que de tester empiriquement, des schémas d'équilibres alternatifs d'agglomération spatiale sous différentes conditions (postulats ou données de départ) relatives au rôle respectifs des forces centripètes et centrifuges (Martin, 2003).

Concrètement, le comportement spatial des entreprises est expliqué de la manière suivante. Les entreprises, en fonction de leurs besoins en inputs (main d'œuvre, matières premières, infrastructures routières, etc.), vont à un moment donné considérer les différentes choix possibles de localisation et s'établissent là où les coûts sont les plus bas. L'espace ou le paysage économique est donc créé par les entreprises et les marchés. Cette variante spatiale de la théorie néoclassique amène à réfléchir en termes d'équilibres régionaux multiples puisque les activités économiques vont s'organiser géographiquement (se concentrer, se disperser) en fonction du jeu du marché (de la concurrence)<sup>9</sup>, qui repose ici sur un arbitrage fondamental entre les coûts de transport (qui diminuent en raison des NTIC et de la réduction significative des barrières à l'échange) et les rendements croissants<sup>10</sup>.

Cette théorisation et modélisation repose sur des conceptions abstraites et limitées de l'espace et du temps. Sur le plan spatial, les villes sont représentées par des points et les régions sont des espaces homogènes et géométriques ou concentriques, identiques à ceux des premiers géographes économistes de la fin du 19<sup>ème</sup> siècle. Sur le plan temporel, la dotation initiale ou les ressources, variables d'une région à l'autre, sont connues au départ. D'une part, on ne sait pas comment elles sont apparues, si ce n'est qu'elles sont considérées comme des « accidents historiques » (dits de « path dependency »)<sup>11</sup>. Une fois établies, certaines régions ou villes profitent d'effets d'entraînement et des anticipations auto-réalisatrices tant du côté de l'offre (backward linkages) que du côté de la demande (forward linkage), résultant de l'intérêt des consommateurs à se rapprocher physiquement des lieux concentrant l'offre. D'autre part, on ne sait pas comment les dotations initiales des régions / villes évoluent (qualitativement), si ce n'est que par une variation quantitative des paramètres retenus (coûts de la main d'œuvre, des matières premières, des transports, etc.), ni comment telle région se développe et pas une autre (Corpataux et Crevoisier, 2007). Même si les tenants de la NGE reconnaissent que les facteurs sociaux, culturels et institutionnels, variables localement, sont importants dans l'évolution du paysage économique, ces derniers sont exclus car ils sont considérés comme « flous » et ne peuvent pas être facilement intégrés dans les modèles mathématiques formels

---

<sup>9</sup> Selon les tenants de la NGE, la concurrence entre les entreprises constitue une force de dispersion qui vient s'ajouter aux « déséconomies externes » telle que la pression salariale, la flambée des prix immobiliers et fonciers et les coûts de transport des biens agricoles (Crozet et Lafourcade, 2009 : 69).

<sup>10</sup> Dans son modèle canonique « centre-périphérie », Krugman (1991b) introduit deux variables spatiales, la distance ou les coûts de transport et la mobilité (l'immobilité) de la main d'œuvre. Les autres facteurs, à la base de rendements croissants sont donnés ou fixes. En clair, plus les coûts de transport sont faibles (barrières à l'échange) et plus la main d'œuvre est mobile, plus les activités économiques ont tendance à s'agglomérer et à produire des rendements croissants.

<sup>11</sup> Selon Krugman, il y a un élément d'incertitude dans la localisation industrielles et l'agglomération, ce qui fait que plusieurs alternatives d'équilibres sont possibles. Dès lors un schéma d'équilibre spatial particulier d'une activité économique dépend de l'histoire (Martin, 1999 : 69-70)

ou analysés rigoureusement (Martin, 2003 : 17)<sup>12</sup>. Le développement ou le changement correspond dès lors au passage d'un équilibre local à un autre (ou d'une séquence temporelle à une autre en fonction des paramètres retenus).

Selon Corpataux et Crevoisier (2007), la NGE repose sur un cadre spatio-temporel considéré comme exogène ou comme une scène indéformable. Dans la comparaison spatiale instantanée et en surplomb des entreprises, les régions et les villes apparaissent comme de simples supports des activités économiques. D'un côté, elles n'ont aucune influence sur le déroulement des activités économiques. Face à un choc externe, elles vont réagir de manière passive et mécanique en fonction de leurs plus ou moins bonnes dotations en termes d'offre (main d'œuvre qualifiée, infrastructures économiques, etc.). De l'autre, les activités économiques n'ont aucune influence sur les formes spatiales (le développement d'une ville est représentée par un même point !) ; celles-ci se réallouent « simplement » dans ou plutôt sur l'espace à la suite de la modification des prix relatifs.

Cette représentation exogène du cadre spatio-temporel est la condition pour construire une théorie micro-économique universelle de l'agglomération spatiale à différentes échelles spatiales. Cette construction théorique « top-down » du paysage économique puise son origine dans la vision mécanique ou de la physique newtonienne du monde où les phénomènes économiques et sociaux sont de même nature que les phénomènes physiques. Dans cette approche déductive et modélisatrice, les activités économiques (entreprises), les technologies, les infrastructures de transport et de communication, les régions, etc. sont des entités purement théoriques, objectives et abstraites. Selon Corpataux et Crevoisier (2007), la NGE a encore franchi une étape dans l'abstraction théorique puisque dans un raisonnement purement mathématique du paysage économique, les modèles ne sont plus sensés rendre compte de la réalité mais appréciés avant tout pour leur élégance formelle et sont validés par une confrontation quantitative avec la réalité<sup>13</sup>. En d'autres termes, les mathématiques représentent une méthode de connaissance et un moyen pour la NGE d'être considérée comme une science.

### 1.1.2 L'approche de l'économie territoriale

Alors que la NGE explique la concentration des activités économiques par le concept de rendements croissants, l'économie territoriale cherche à comprendre les mécanismes à la base de l'insertion et de la spécialisation des régions dans le contexte contemporain de mondialisation économique. Selon Crevoisier (2010), l'économie territoriale rassemble différents courants, en économie et en géographie, qui ont été développés ces vingt ou trente dernières années en opposition à l'approche économique néoclassique de l'espace et qui ont porté sur les dynamiques territoriales d'innovation ou les « Territorial Innovation Models » (TIM's) (Moulaert et Sekia, 2003 ; Lagendijk, 2006). Ces travaux ont en commun de questionner les relations entre l'organisation économique et l'organisation spatiale. *« Pourquoi telle ou telle région, ou tel ou tel pays, dans tel ou tel contexte, connaît-il une dynamique différente, quantitativement et qualitativement, de tel ou tel autre ? Mais aussi*

---

<sup>12</sup> Dans le modèle de la croissance régionale, dérivé de la théorie de la croissance endogène (Romer et Lucas) et adaptée à l'échelle régionale (modèles économétriques de Barro et Sala-i-Martin), le modèle de cercle vertueux de la convergence régionale repose sur le fait que les différences régionales – sociales, culturelles, institutionnelles et de régulation – à l'intérieur d'un même pays sont considérées comme négligeables (on part du principe qu'à l'intérieur d'un pays, il y a moins de différences qu'entre les pays). De cette manière, les régions fournissent un meilleur test pour analyser la convergence régionale dans le modèle (Martin, 2003).

<sup>13</sup> Dans la conception mécanique ou physique de l'approche néoclassique, le modèle représente une image de la réalité. Bien que simplifiée et abstraite, elle est sensée rendre compte de l'organisation effective de la réalité. Ainsi les différences entre les résultats produits par les modèles et la réalité sont à interpréter comme des *imperfections qualitatives du modèle* (Corpataux et Crevoisier, 2007).

*comment le territoire est-il transformé par les dynamiques économiques ? Il ne s'agit donc en aucun cas d'aborder le problème par la micro-économie, ni par la macro-économie, mais de lier d'emblée les différentes échelles, l'ici et l'ailleurs, le passé et le présent, le présent et le futur » (Crevoisier, 2010 :7).*

Dès lors, on ne réfléchit plus en termes d'économie d'échange où les ressources sont données au départ, à l'instar de la NGE, mais sur la manière dont les ressources et les rendements croissants sont localement construits. Afin de se positionner et d'être compétitives dans une économie de plus en plus globalisée, les régions doivent se différencier en développant des ressources spécifiques.

Conceptuellement, l'économie territoriale mobilise différentes théories et puise dans différentes disciplines. Récemment, les débats théoriques ont porté sur le degré de prise en compte des institutions et du rôle du temps dans le changement technologique (institutional et evolutionary turn), des réseaux d'acteurs (relational turn) et de la culture (cultural turn). Martin (2003) qualifie dès lors l'économie territoriale de « new institutional-cultural economic geography » de manière à introduire les multiples éléments conceptuels et méthodologiques afin de dépasser les limites de l'approche économique standard et d'appréhender la complexité de l'encastrement des processus économiques dans la société (sous l'angle historique, des relations de pouvoir, des genres, de l'ethnie, etc.). D'un point de vue épistémologique, ces derniers sont abordés de manière réaliste et pragmatique et il en résulte diverses conceptions théoriques. Construites « à partir du terrain ou grounded », celles-ci sont des théories particularisantes (Crevoisier, 1999) permettant d'interpréter ou de se représenter une réalité, toujours multiple et complexe, de manière située et datée. Cela signifie également que les théorisations ne sont pas valables en tout lieu et en tout temps, mais qu'elles sont évolutives (Je reviens sur ce point au paragraphe 1.2.1).

Le pluralisme théorique se retrouve au niveau méthodologique. L'économie territoriale repose sur une démarche qualitative qui revient souvent à effectuer des études de cas de manière à développer une connaissance / compréhension approfondie du terrain (démarche intensive). Basée essentiellement sur des entretiens auprès d'acteurs économiques, les réflexions actuelles portent sur la mobilisation de diverses méthodes et techniques de recherches, provenant surtout de la sociologie et de l'anthropologie, de manière à aller au-delà du simple dialogue avec les acteurs (Clark, 1998 et 2005) et de procéder à une triangulation plus complète.

Dans l'approche située et réaliste adoptée par l'économie territoriale, le paysage économique est compris comme un espace relationnel de lieux, de flux et de réseaux hautement complexe, construit historiquement et géographiquement hétérogène. On se trouve dans le cas de communautés situées dans des environnements historiques, sociaux et culturels réels et variés d'une région à l'autre. Selon Martin (2003), la question fondamentale et complexe est de savoir comment le paysage économique évolue, ce qui revient également à conceptualiser intelligemment les économies régionales ou locales de manière à ce que celles-ci puissent être traduites sur le plan empirique.

Dans le but de montrer la variété des situations régionales et les capacités différenciées d'adaptation et d'innovation locales, toute une littérature, d'économistes régionaux et de géographes, s'est développée. Elle a donné lieu à différents concepts tels que ceux de districts industriels (Beccatini, 1990), de technopoles (Saxenian, 1994), de milieux innovateurs (Camagni, 1991 ; Maillat, 1995 ; Crevoisier, 2004), de systèmes de production locaux (ou territoriaux) (Courlet et Pecqueur, 1992) ou de « learning regions » (Asheim, 1996 ; Asheim et Cooke, 1999) que l'on peut regrouper sous le vocable de « Territorial Innovation Models » (TIM's) (Moulaert et Sekia, 2003 ; Lagendijk, 2006). Brièvement, ces conceptualisations des

dynamiques territoriales montrent que l'espace n'est pas un simple support des activités économiques résultant des forces du marché et aboutissant à un équilibre régional, mais intervient comme système socioculturel préexistant aux entreprises et aux marchés. Le développement local porte sur un paysage économique concret et est endogène au système économique, c'est-à-dire qu'il résulte de l'action des acteurs locaux (d'une ville ou d'une région) et de leurs interactions. Dans ce cadre, les institutions encadrent les relations et les coordinations entre les acteurs économiques – et non économiques – et fonctionnent à la fois comme déterminant (path ou place dependency) et comme moteur (path ou place shaping), dans l'évolution et les trajectoires de développement suivies par les régions (Martin, 2003). L'espace est ainsi une scène déformable (Corpataux et Crevoisier, 2007) et fait place au territoire. Les territoires (villes ou régions) évoluent avec et simultanément influencent le changement économique. Le système local est en effet ouvert et interagit avec son environnement extérieur. Face à un changement, les régions réagissent et s'adaptent différemment en mobilisant des ressources traditionnelles ou en en construisant de nouvelles.

## **1.2 L'économie territoriale pratiquée à Neuchâtel: entre géographie (socio)économique et économie institutionnaliste**

L'approche territoriale développée dans cette thèse fait référence en particulier aux travaux du Groupe de recherche européen sur les milieux innovateurs (GREMI). Ils constituent ainsi le socle de l'approche territoriale telle que pratiquée au sein du Groupe de recherche en économie territoriale (GRET) de l'Université de Neuchâtel dont les caractéristiques sont présentées dans un premier temps (1.2.1). L'économie territoriale pratiquée au sein du GRET et du GREMI fait actuellement l'objet de réflexions et de positionnement, à la fois sur les plans théoriques et méthodologiques, afin d'aborder les enjeux contemporains du développement régional reliés toujours plus fortement et de manière toujours plus complexe à la globalisation de l'économie et de la société (1.2.2). Cela amène à réfléchir à la manière d'aborder aujourd'hui le développement régional en tenant compte de la mobilité croissante des facteurs de production, en particulier du capital financier, et de l'imbrication des échelles institutionnelles et spatiales (1.2.3). Ces deux éléments, le *circulatoire* - avec les concepts de mobilité/ancrage - qui constitue un nouveau paradigme de recherche et le rapprochement ontologique et heuristique entre les *échelles institutionnelles et spatiales (le multi-scalaire)*, permettent de mettre en perspective les développements qui ont été réalisés dans les cinq articles de thèse.

### **1.2.1 La notion de milieu innovateur et l'approche territoriale**

L'approche territoriale dérivée du programme de recherche sur les milieux innovateurs remonte aux années 80. Il s'agissait alors d'ouvrir la « boîte noire » du développement régional, suite à l'intuition de Philippe Aydalot sur la recomposition économique et géographique dans un contexte marqué par la crise de régions industrielles. Il s'agissait de qualifier le *rôle de la proximité* et l'action des acteurs économiques – entrepreneurs – locaux/territoriaux à la base des rendements croissants ou des externalités positives en termes néoclassiques ou du développement régional en termes hétérodoxes.

De manière schématique, la recherche sur les milieux innovateurs partait du principe que l'économie devenait de plus en plus relationnelle au fur et à mesure que les dynamiques des marchés et la compétition par la qualité et la variété des produits imposaient aux acteurs économiques et aux régions de se différencier et d'innover. Les différentes enquêtes menées

au cours des années 80-90<sup>14</sup>, et en particulier celle centrée sur la comparaison de trajectoires de régions appartenant à une même industrie et connaissant des évolutions contrastées (GREMI-IV : Ratti et al., 1997), ont permis de mieux comprendre comment se réalise le développement régional d'une part, et de rendre compte de l'importance des facteurs territoriaux d'autre part. En d'autres termes, ces travaux ont montré que le territoire se présente une comme condition à l'innovation et au changement économique.

C'est autour de ces recherches que la notion de milieu innovateur s'est progressivement stabilisée : elle souligne les processus relationnels (réseau) endogènes et autonomes à la fois de l'innovation et du développement régional. Cela signifie d'une part que le développement régional résulte de l'action entrepreneuriale des acteurs économiques. D'autre part, les formes de relations endogènes et plus ou moins autonomes à la région, qui peuvent conduire, dans le cas de réussite, à la construction de ressources spécifiques (non ou moins reproductibles ailleurs), dépendent également des relations que la région entretient avec l'ailleurs. *« Le milieu est défini comme un ensemble d'acteurs localisé qui va développer, par l'interaction dans le milieu et entre le milieu et son environnement, des apprentissages collectifs débouchant sur des formes de plus en plus performantes de maîtrise des technologies et de gestion collective des ressources. Le milieu se définit donc comme un ensemble doté d'une frontière. Ceux qui sont dedans interagissent selon un certain nombre d'institutions partagées, qu'elles soient spécifiques ou non. Ces interactions permettent d'imaginer des futurs communs possibles, puis de les réaliser pour tout ou pour partie. L'innovation ne se fait pas en vase clos. La frontière ne détermine pas un fonctionnement autarcique, mais au contraire une manière d'interagir collectivement avec l'ailleurs, par la perception (ou non) de contraintes et d'opportunités qu'offre l'environnement »* (Corpataux et Crevoisier, 2007 : 16).

Les recherches sur les milieux innovateurs ont ainsi particulièrement étudié les processus de *rupture/filiation* (Aydalot, 1986) et les trajectoires régionales, à savoir *« la manière dont une région se régénère à partir d'une situation de départ tout en se transformant, de nouveaux acteurs émergeant, d'autres disparaissant, les frontières, les centralités, les proximités et les distances se modifiant »* (Crevoisier, 2010). De cette manière, ce ne sont pas les entreprises qui sont en concurrence, mais bien les territoires puisque le développement ou la compétitivité repose sur la capacité régionale d'innovation.

#### **1.2.1.1. Un cadre conceptuel et analytique transdisciplinaire**

Le territoire apparaît comme l'élément ontologique central de la notion de milieux innovateurs. Conceptuellement, l'approche territoriale se veut être d'emblée intégratrice puisqu'elle se réfère à deux disciplines. Elle mobilise principalement deux courants de pensée en économies hétérodoxes – l'évolutionnisme techno-économique dérivé de Schumpeter<sup>15</sup> et l'économie institutionnaliste – et la géographie pour comprendre les processus économiques considérés comme des *relations sociales*, qui sont structurées autour de trois axes ou dimensions interdépendantes (Crevoisier, 2004) :

- La *dimension techno-économique* renvoie aux *relations entre les acteurs et les objets économiques*, soit les activités et les techniques matérielles ou immatérielles. Plus

---

<sup>14</sup> Les enquêtes GREMI I et II ont montré ce que les entreprises trouvaient dans la région, respectivement hors de la région, lors des processus d'innovation. Le GREMI III a exploré les réseaux d'innovation et montré le fonctionnement spatial, local et extra-local, de ces réseaux. (Crevoisier, 2001). Les GREMI V et VI ont respectivement porté sur les systèmes de production urbains et sur les ressources culturelles et naturelles.

<sup>15</sup> Le courant (ou école) de pensée néoschumpeterien peut comprendre des économistes tels que Nelson et Winter (1982), Freeman et Louça (2002) ou Perez (2002) qui inscrivent l'évolution technologique et le rôle des entrepreneurs dans le temps long des cycles socioéconomiques.

précisément, elle se réfère au rôle de l'innovation dans la transformation actuelle du système économique<sup>16</sup>.

- La *dimension organisationnelle* se réfère aux *interactions entre acteurs* et au *contexte institutionnel* dans lequel ceux-ci se coordonnent. D'une part, c'est bien « *l'animation et les interactions des acteurs qui sont la clé, qui déclenchent le processus (d'innovation). Sans la capacité des acteurs à s'approprier un projet et à l'activer, rien ne dit que l'investissement dans les différents composants d'un système d'innovation (centre de recherche, programmes de formation, aides individuelles à l'innovation, etc.) débouchera sur une dynamique locale* » (Crevoisier, 2010 : 11). D'autre part, les interactions des acteurs économiques sont encadrées par un certain nombre de règles du jeu (North, 1991), qui à la fois contraignent et permettent les relations entre acteurs au sein d'un système d'innovation.
- La *dimension spatio-temporelle* se réfère au déroulement des processus économiques dans le temps et dans l'espace qui sont ici compris, à la manière des géographes, comme éléments concrets et qui définissent le territoire (ou la territorialité). Celui-ci est à la fois support donné (hérité) au départ du processus (une situation initiale) et partie prenante à la transformation. Il est à la fois endogène et exogène au processus. Il est antérieur – la *matrice* des phénomènes – tout en en étant, en tout cas pour partie, la substance même. – et en même temps l'*empreinte* puisqu'il résulte de l'action des acteurs économiques, qui sont simultanément parties prenantes des processus et des causalités, et des composantes du territoire.

Les trois dimensions interdépendantes ci-dessus permettent d'appréhender, géographiquement, l'évolution (ou l'innovation) de la technologie avec celle de la société et des institutions, et forment le *cadre à la fois conceptuel, analytique et interprétatif* de l'approche territoriale. Premièrement, elles sont des outils conceptuels pour articuler les disciplines, les courants et les théories que l'on mobilise. Deuxièmement, elles représentent un outil analytique/méthodologique permettant de penser la manière d'approcher le terrain. Troisièmement, elles sont un moyen d'interpréter les résultats empiriques et de donner une interprétation théorique de la réalité (je reviens sur ce point ci-après).

---

<sup>16</sup> Dans la perspective de l'économie territoriale, la technologie est envisagée comme un *rapport à la matière et comme modalité d'organisation*. Par exemple, la technologie nucléaire ne génère pas les mêmes modalités d'organisation que les technologies textiles. Parallèlement, l'évolution technologique ou l'innovation n'est pas limitée à l'investissement en R&D ou au dépôt de brevets, mais est comprise comme le *résultat de l'articulation des ressources de l'entreprise et de son environnement*. Cette articulation se réfère d'une part aux relations des entreprises situées en amont ou en aval de la filière de production, la dynamique générale du secteur concerné ou encore l'apparition de nouvelles techniques dans d'autres secteurs. D'autre part, elle renvoie aux relations des entreprises avec d'autres entreprises et acteurs économiques régionaux (ex. universités et centres de recherche) ou situés hors de la région. Deuxièmement, *l'innovation est un processus* relatif au développement de nouveaux produits et de nouvelles techniques, ce qui implique des apprentissages et la constitution de nouveaux savoir-faire. La mise au point de nouveaux produits et de nouvelles techniques, lorsqu'elle est répétée au cours du temps, provoque une différenciation progressive des savoir-faire et de la culture technique du milieu face à son environnement. En ce qui concerne les ressources spécifiques et en particulier le savoir faire, en plus de son propre dynamisme, l'entreprise devient largement dépendante de son environnement spatial. L'innovation est par conséquent un *processus de différenciation* face à la concurrence qui ne peut se faire sans une différenciation des ressources et de l'organisation sous-jacente. De cette manière, innovation et spécification des ressources apparaissent avec le temps comme les deux faces d'un même processus (Crevoisier, 2004 : 69-70).

### 1.2.1.2. L'économie territoriale et le néo-institutionnalisme américain

Les *institutions* et le *territoire* sont les deux notions clés de l'approche territoriale. Ils représentent le *contexte* dans lequel se déroulent les processus économiques. Dans le cadre d'une convergence entre institutions et territoire, le *contexte* est ici simultanément envisagé *comme la cause et le résultat des interactions entre les acteurs et entre les acteurs et les objets*. Dans un sens, les institutions, formelles et informelles, portent sur des espaces particuliers et sont appropriées de manière particulière par les acteurs. Dans l'autre, les institutions sont des constructions sociales qui portent sur un collectif d'acteurs plus ou moins important et géographiquement situé. Des années 90 à aujourd'hui, les liens entre institution et territoire ont fait l'objet de nouvelles réflexions et précisions conceptuelles : on est ainsi passé d'une approche territoriale institutionnelle à une approche territoriale institutionnaliste.

Dans les années 90, les approches sur les milieux innovateurs ont mis l'accent sur les *règles de concurrence/coopération*, sur la *confiance*, ou encore sur le *capital relationnel*. On avait coutume de mobiliser les concepts de la nouvelle économie institutionnelle (NEI) et surtout développés par North (1991)<sup>17</sup> pour souligner les aspects institutionnels des interactions. Plus largement, il s'agissait alors de rendre compte de la *communauté locale* dans laquelle les relations interpersonnelles, couplées à la proximité, aux relations professionnelles, familiales ou autres jouaient un rôle déterminant dans les dynamiques économiques (marchandes et non marchandes). A partir du début des années 2000, l'économie territoriale s'est de plus en plus inspirée du courant institutionnaliste américain, né à la fin du 19<sup>ème</sup> siècle, qui a connu un renouveau à partir du début des années 90<sup>18</sup> (Hodgson, 1998 ; Bazzoli, 1999) et qui représente une alternative sérieuse à l'approche néoclassique.

Envisagée comme les règles du jeu (North, 1991) partagées entre acteurs, l'approche néo-institutionnaliste caractérise les institutions comme des *éléments stabilisateurs* permettant aux acteurs de disposer d'informations partagées et de se coordonner. Selon Hodgson (1998 : 179), les institutions présentent cinq propriétés<sup>19</sup> :

---

<sup>17</sup> La nouvelle économie institutionnelle se réfère aux travaux de Coase (1937) et Williamson (1975 et 1985), sur les coûts de transaction, et à ceux de North (1991). Pour Williamson, s'appuyant sur les travaux pionniers de Coase, l'origine des institutions se trouve dans les défaillances du marché, induisant des coûts de transaction qu'elles ont pour fonction de réduire. Dès lors, le changement institutionnel est exogène, reposant sur l'évolution de ce qui donne naissance à l'institution, les coûts de transaction. Ainsi, à tout moment, l'évaluation des coûts de transaction guide le choix entre différentes formes de gouvernance (marché, contrat et firme) et celui-ci est conçu comme parfaitement réversible. L'évolution institutionnelle est donc envisagée par Williamson en termes de statique comparative et non en termes de dynamique institutionnelle. L'approche du changement historique de North qui repose sur une *théorie de l'innovation institutionnelle*, dans laquelle les institutions sont les règles du jeu et les acteurs les joueurs, correspond à une meilleure approche endogène des institutions et de la dynamique institutionnelle renvoyant aux conflits et aux interactions entre processus économiques et politiques. Toutefois, de nature essentiellement incrémentale, la vision northienne du changement institutionnel ne permet pas de prendre en compte les changements plus brutaux et de grande ampleur (Koleva et al., 2006 : 9-10).

<sup>18</sup> On parle du néo-institutionnalisme, dont le chef de file est Hodgson. Les pères fondateurs en sont Veblen (1899), Commons (1931 et 1934).

<sup>19</sup> L'institution fait l'objet d'une multitude de définition selon les courants économiques. On retiendra ici en particulier que les institutions renvoient à des *règles collectives* qui sont stables dans le temps et qui permettent de stabiliser la coordination entre acteurs, que l'on se trouve à un niveau micro et informel (micro-institutionnel) dans le cadre par ex. de réseaux d'acteurs ou de communauté reposant sur le partage de codes, pratiques routinières basées confiance ou la réciprocité, etc. ou à un niveau plus méso/macro dans le cadre d'organisations (syndicats par ex.) ou de l'Etat reposant sur des institutions plus formelles (politiques publiques et cadres légaux). Dans le cadre d'un rapprochement entre l'Ecole de la Régulation et l'Economie des conventions – qui cherchent tous deux à rendre compte des phénomènes économiques en intégrant l'interaction marchande dans un ensemble plus vaste de règles, d'institutions et de conventions de toute nature (encastrement institutionnel de l'économie), Boyer (2001, 2003 et 2004) définit les conventions comme « des ensembles d'anticipations et de comportements se renforçant mutuellement, émergeant d'une série d'interactions décentralisées » (Boyer, 2001 : 86) et les intègre dans une taxinomie des niveaux institutionnels allant de l'habitus à l'ordre constitutionnel en passant par

- Toutes les institutions comprennent des interactions entre agents, avec des « feedbacks » d'information essentiels ;
- Toutes les institutions se caractérisent par des routines et des conceptions partagées ;
- Les institutions soutiennent et sont soutenues par des conceptions et des attentes partagées ;
- Bien qu'elles ne soient pas immuables, ni immortelles, les institutions ont des qualités relativement durables, auto-renforçantes et persistantes ;
- Les institutions incorporent des valeurs et des processus d'évaluation normative. En particulier, les institutions renforcent leur propre légitimation : ce qui dure est souvent – que ce soit juste ou faux – considéré comme moralement juste.

Dans l'interdépendance entre institutions et territoire réalisée à partir du courant institutionnaliste, et en particulier à partir de Commons (1934), on peut relever les éléments conceptuels et épistémologiques suivants :

- Premièrement, l'approche territoriale retient le concept de *transaction économique*. Le rapport marchand n'est pas un simple échange, mais est compris comme un *transfert de droits de propriété* qui repose sur le contrôle *légal* ou plus généralement *institutionnel* (c'est-à-dire sur les relations entre les acteurs) et le contrôle *matériel* (c'est-à-dire les relations entre les acteurs et les objets). Basées sur l'interdépendance entre droit et économie, les relations de propriété sont par conséquent des relations sociales qui portent sur le contrôle légalisé des choses et il en découle des *négociations*.
- Deuxièmement, l'institutionnalisme aborde les transactions économiques *en situation*<sup>20</sup>. Dans la perspective institutionnaliste, les transactions négociées se déroulent simultanément *dans et sur les règles institutionnelles* où celles-ci sont *à la fois les causes et les résultats des interactions entre acteurs* (Bazzoli, 1999 ; Hodgson, 1998). Dans un sens, les institutions encadrent la coordination entre acteurs et de ce fait participent à la rationalisation de leurs comportements ; l'action collective (Commons utilise la notion de « going concern ») se déroule en contrôle, en libération et en expansion de l'action individuelle. Dans l'autre, si les institutions à la fois contraignent et permettent les relations, elles sont malléables puisque les interactions sont des situations de négociations où les volontés humaines particulières se confrontent et ajustent les règles à la situation. De cette manière, « *les acteurs ne sont pas autonomes, suffisants, dotés d'une rationalité indépendante du contexte, mais sont des **acteurs institués**. Ils sont traversés par des logiques qui les façonnent et les dépassent, mais sur*

---

les routines, les organisations et les institutions (définies ici comme des procédures immatérielles permettant de structurer les interactions entre les organisations et individus).

<sup>20</sup> Commons distingue entre trois types de transactions portant sur trois réalités considérées comme fondamentales (réalité de conflit, de dépendance et d'ordre (règles)). Premièrement, les transactions d'échange ou de marchandage (bargaining transaction) qui renvoient à l'allocation des ressources et qui signifient le transfert du contrôle légal des droits de propriété sur la base d'accords entre des individus juridiquement égaux mais où peuvent s'exercer, du point de vue économique, la persuasion et la coercition. Deuxièmement, les transactions de production ou de direction (managerial transaction) qui se réfèrent à la création de ressources par le moyen de la commande et de l'obéissance entre des individus juridiquement inégaux (hiérarchie). Troisièmement, les transactions de répartition ou de régulation (rationing transaction) qui portent sur la répartition des ressources, des charges et des bénéfices de l'activité commune au moyen de négociation entre les représentants légaux investis de pouvoir par les autorités politiques et juridiques et ayant autorité sur leurs mandants (Bazzoli, 1999 : 15-17).

lesquelles ils agissent en retour » (Crevoisier, 2010 : 12). Billaudot (2001) et Boyer (2004) parlent de **structuralisme ouvert** (ou hol-individualisme) pour relativiser les effets « descendants » des structures sur les comportements individuels, mais aussi pour montrer que les acteurs ne sont pas ontologiquement séparés du contexte. On peut dès lors parler de « méso-niveau » permettant de lier les structures avec les réseaux d'individus (je reviens sur ce point au paragraphe 1.2.2).

Parallèlement, en jouant un rôle stabilisateur de « méso-niveau », les institutions encadrent les négociations qui portent sur des transactions économiques à venir ou dont les retombées se concrétiseront dans le futur. Dans ce sens, les institutions permettent de surmonter l'incertitude radicale du futur. Au travers du *concept de futurité*, l'approche institutionnaliste insiste sur le fait que même si les acteurs économiques sont positionnés dans un contexte spécifique, hérité du passé, qui leur ouvre ou ferme certaines possibilités d'action (path dependency), ils se coordonnent avant tout en fonction de leurs projections dans le futur (visions de l'avenir). Ainsi, « *Le temps n'est plus la prolongation du passé. C'est un temps en construction par le mouvement de la pensée et par l'action qui l'accompagne. L'innovation et le changement deviennent possible, car le futur est en construction et dépend pour partie de l'imagination et de la capacité d'action – collective – des acteurs économiques* » (Corpataux et Crevoisier, 2007 : 15). En relativisant l'effet de dépendance, l'approche institutionnaliste rend ainsi compte de la capacité des hommes à produire du changement, soit du « path shaping », en se projetant dans le futur.

En mettant au centre l'espace et le temps, l'économie territoriale s'inspire de l'institutionnalisme pour aborder *en situation* les phénomènes socioéconomiques. Inscrits dans un contexte territorial donné (la matrice, qui je le rappelle représente un espace concret), les acteurs agissent en fonction de ce contexte dans le cadre de règles du jeu partagées qui servent à surmonter l'incertitude radicale et le transforment selon leurs visions de l'avenir qui sont à la fois situées spatialement et temporellement<sup>21</sup>, ce que traduisent les notions de *toposité* et de *futurité* (Gislain, 2004). Par conséquent, l'économie territoriale cherche à comprendre les multiples relations territoriales à l'origine de la transformation (empreinte) d'un territoire donné (d'une région), à la fois héritage historique et perspective d'avenir (matrice). Ces relations renvoient aux interactions entre acteurs et entre les acteurs et les objets économiques (matériels et immatériels : technologies, compétences, etc.). En outre, le territoire est conçu comme des relations sociales entre espaces (relations multi-locales) et à différentes échelles (relations multi-scalaires institutionnelles et géographiques) (je reviens sur ce point ci-après, 1.2.3).

### **1.2.1.3. La démarche en situation : épistémologie et méthodologie de l'économie territoriale**

L'économie territoriale développe une *compréhension de l'économie telle qu'elle se présente ou existe*. Toutefois, la réalité ou l'objet économique n'est pas une donnée brute, mais dépend du regard du chercheur (et plus largement de toute personne). En cela, l'épistémologie de l'économie territoriale est constructiviste (ou socioconstructiviste) et la démarche en situation consiste, sur le plan méthodologique, à élaborer des types-idéaux ou des modèles interprétatifs permettant de rendre compte de la dialectique entre théorie et empirie.

---

<sup>21</sup> Dans le cadre d'une équivalence entre institution et territoire, Angeon et Crevoisier (2009) conçoivent les projets territoriaux d'une région ou d'une ville comme des visions collectives et institutionnelles de l'avenir (going concern).

## Epistémologie constructiviste : « la réalité » et le rapport entre théorie et empirie

Que l'on soit en science sociale ou en science physique, la posture épistémologique constructiviste consiste à concevoir la connaissance scientifique comme le produit de chercheurs qui s'interrogent sur la réalité ou sur leur objet d'étude (qui peut être des personnes). Corolairement, cela signifie que la réalité est multiple puisqu'elle dépend du regard, théorique et méthodologique, ou de la représentation du chercheur. Dès lors, ce dernier n'appréhende pas la réalité en soi, mais des phénomènes de la réalité (Mouchot, 2003). L'absence de neutralité fait également écho à la limite intellectuelle du chercheur, mais aussi à la limite technologique (les nanotechnologies permettent de voir l'infiniment petit par ex.) ou temporelle d'une recherche. Il en découle que le chercheur ne parvient à saisir qu'une partie de la réalité qui constitue un système ou univers multidimensionnel complexe dont il fait partie (Le Moigne, 1999).

Contrairement à la posture épistémologique positiviste qui caractérise les courants néoclassiques en économie, où la connaissance repose sur la neutralité (ou l'objectivité) du chercheur par rapport à son objet de recherche (et où l'économie est comprise comme une chose ou un fait qui peut s'expliquer par des variables uniquement économiques), l'élaboration constructiviste de la connaissance en situation des phénomènes économiques de l'économie territoriale peut se caractériser par les deux propriétés suivantes (Nguyen-Duy et Luckerhoff, 2007) :

- Premièrement, *l'ontologie est réaliste et relativiste*. Les théories sont établies à partir d'une approche réaliste des phénomènes économiques, c'est-à-dire en fonction de questions et d'hypothèses réalistes et non purement théoriques (ou hypothético-déductives) et selon une démarche empirique de type qualitatif (études de cas)<sup>22</sup>. La rétroaction de l'empirie sur la théorie signifie que les théories ne sont pas des lois universelles, valables en tout lieu et en tout temps ; ce sont au contraire des *théories particularisantes* (Crevoisier, 1999) rendant compte de *situations inscrites dans le temps et l'espace*. La théorie (ou le général) et les concepts ne sont donc pas séparés de la spécificité découlant de la pratique ou des études de cas<sup>23</sup>, qui par là même appellent à être comparées de manière à mettre en évidence des similitudes et des différences. Dans un sens, les enquêtes de terrain ou étude de cas sont considérées comme des occasions d'apprendre (Stake, 2005) et dans l'autre, la théorie (ou la littérature existante) est un outil servant à « faire parler le terrain », puisqu'une même situation (un même phénomène économique, par ex. la crise financière) peut être interprétée de différentes manières selon que l'on s'inscrive dans tel ou tel courant économique (néoclassique, marxiste, institutionnaliste, postkeynésien, évolutionniste, etc.). Les études de cas sont ainsi une perpétuelle remise en jeu des théories et des concepts développés, une prise de risque acceptée (Crevoisier, 2010).
- Deuxièmement, *l'épistémologie est subjectiviste*, ce qui renvoie également à l'intersubjectivité et à la réflexivité. N'étant pas indépendante du chercheur, la théorie constitue un *modèle interprétatif/compréhensif* simplifié de la réalité<sup>24</sup>. Le regard

<sup>22</sup> Précisons que la démarche qualitative n'exclut pas les données quantifiées – statistiques. Elle s'oppose à la démarche quantitative qui renvoie à la mise en corrélation de données.

<sup>23</sup> S'inspirant sur la philosophie pragmatiste (Peirce et Dewey), l'objectif de Commons a été de développer une alternative ontologique et épistémologique permettant de prendre en compte le facteur institutionnel en économie et de concilier la pensée (le positif et l'abstrait) et l'action (le normatif et le concret), se situant ainsi, dans le cadre du « Methodenstreit » de la fin du 19<sup>ème</sup> siècle, entre les épistémologies positiviste pure et empiriste pure (Bazzoli, 1999).

<sup>24</sup> En distinguant entre les sciences dites « explicatives » de la nature et celles « compréhensives » de l'homme, « Weber conçoit l'étude des phénomènes sociaux comme une lecture interprétative faite par l'homme qui se

subjectif du chercheur – au travers de questions et hypothèses de recherche – résulte au départ d'intuitions fondées sur des connaissances / recherches antérieures, des expériences ou reflétant des valeurs. Ensuite, au cours du processus de recherche, le point de vue du chercheur évolue en fonction des différentes interactions qu'il a avec les acteurs clés de son objet de recherche, ce qui inclut, par exemple, les personnes avec lesquelles des entretiens sont menés et également les échanges et l'évaluation par la communauté des chercheurs lors de colloques ou de workshops. L'intersubjectivité et la double réflexivité<sup>25</sup>, des acteurs et du chercheur, font partie de la démarche de connaissance dont la validité (scientificité) ne repose pas sur la fiabilité et la réplication des résultats, mais sur sa cohérence et sa rigueur (Anadon, 2006). Par conséquent, l'approche ou le courant, la démarche théorique et méthodologique sont des choix « rationnels » que le chercheur doit clarifier et justifier.

### **Méthodologie : construction de types-idéaux ou de modèles**

Sur le plan méthodologique, la démarche en situation de l'économie territoriale pratiquée au sein du groupe de recherche à Neuchâtel est de type qualitatif, reposant sur la construction de types-idéaux ou de modèles conçus à la fois comme des *cadres conceptuels, analytiques et interprétatifs*. Aiguillant ou encadrant et simultanément résultant d'étude de cas, les types-idéaux ou modèles en économie territoriale sont des *instruments de niveau intermédiaire* qui permettent de lier la pensée avec l'action (le déductif/abstrait et l'inductif/concret) et le général avec le particulier. La construction des modèles en économie territoriale, en particulier de ceux contenus dans les articles de thèse (et notamment dans les deux derniers), se déroule de la manière suivante :

Elle repose tout d'abord sur l'élaboration de questions et d'hypothèses de recherche, fondées théoriquement et/ou empiriquement, alors considérées comme des réponses provisoires ou des à-priori qu'il s'agit de dépasser par la confrontation avec le terrain et qui sont consubstantielles au chercheur (comme mentionné ci-dessus).

Menées à travers diverses techniques de recherche découlant de la sociologie ou de l'ethnologie telles que par exemple les entretiens approfondis, l'immersion ou l'observation participante ou non, ou encore l'analyse statistique et documentaire, les enquêtes de terrain (ou étude de cas) s'effectuent en articulant les trois dimensions interdépendantes présentées ci-dessus. L'objectif consiste à identifier les types d'objets matériels et immatériels (soit les dispositifs techniques ou fonctionnels au sein d'un système de production), les acteurs et leurs réseaux dans un premier temps, puis de les inscrire dans leur contexte institutionnel et spatio-temporel dans un deuxième temps. Les résultats de recherche représentent des simplifications d'éléments interdépendants et complexes qui ont été interprétés en fonction des outils conceptuels et analytiques ainsi que des questions de recherche.

Construits à partir d'une recherche empirique portant sur des problèmes et enjeux économiques concrets d'une part et d'un positionnement dans la littérature et les théories existantes d'autre part, les modèles découlent de la sélection de traits caractéristiques. Ils ont donc un *caractère généralisant et abstrait* permettant de structurer la pensée, mais aussi de la

---

*définir autant par sa rationalité que par son propre point de vue qui donnera forme et sens aux phénomènes qui composent l'univers social, à un moment historique donné. Dans cette posture, l'antagonisme entre compréhension et explication s'estompe car elle pose l'explication comme dépendante de l'interprétation. En effet, les approches « compréhensives » proposent un type d'explication différente parce que non causale et non linéaire, mais explication tout de même » (Anadon et Guillemette, 2007 : 30).*

<sup>25</sup> Les acteurs sont capables de réflexivité et de justification (Boltanski et Thévenoz, 1991). Par conséquent, le chercheur doit, lors des entretiens, prendre au sérieux ce que racontent les acteurs tout en nuancant, relativisant les informations données pour dégager une interprétation la plus « rationnelle » possible.

décliner dans des situations spécifiques et concrètes. Les modèles sont donc des **outils de méso-analyse** privilégiés en sciences sociales pour établir des théories situées ou contextualisées (Coenen-Hunter, 2003).

### **1.2.2 L'élargissement du champ de recherche de l'Economie territoriale et l'inscription de la thèse dans le « paradigme » du circulatoire**

En mobilisant deux écoles de l'économie institutionnaliste, celle du néo-institutionnalisme américain et l'Ecole de la Régulation, pour aborder les formes de coordination et de régulation du marché et des acteurs économiques, le GRET et le GREMI cherchent aujourd'hui à repenser les enjeux du développement régional à l'heure de la globalisation et de l'interdépendance croissante entre les économies de (certains) pays et de (certaines) régions du monde. La présente thèse s'inscrit dans deux des thématiques, qui sont autant de pistes de recherche, pour appréhender les enjeux contemporains du développement régional : le circulatoire et la financiarisation de l'économie (1.2.2.1). Les réflexions actuelles du GREMI et du GRET à propos de l'économie territoriale sont mises en perspective avec celles de deux approches en géographie économique, à savoir l'approche par les réseaux (le relationnel) et l'approche par les institutions (l'institutionnel). Les réflexions portent ainsi sur l'imbrication des échelles géographiques et institutionnelles, sur la formation des réseaux à l'intérieur et entre les régions et sur l'appréhension du système local dans une perspective socio-institutionnaliste et culturelle (Martin, 2003) (1.2.2.2.).

#### **1.2.2.1. D'un champ de recherche centré sur un système régional à une prise en compte des interactions entre régions et du jeu des échelles**

Schématiquement, des années 80 à très récemment (disons jusqu'aux années 2000), le développement régional a été appréhendé et pensé de la manière suivante (Tableau 2).

Basé sur le postulat de la *faible mobilité des facteurs de production*, le système régional de production était considéré comme présentant une certaine cohérence et une certaine autonomie à l'échelle régionale, sur les plans du marché du travail, du système de formation et de recherche, des circuits financiers ainsi que de la maîtrise d'une grande partie de la chaîne de production ou de valeur des ressources économiques. Dans cette perspective marquée par la théorie de la base, la compétitivité consiste à exporter des biens ou des services. Ensuite, les flux de revenus ainsi générés entretiennent des activités induites dans la région, activités destinées aux résidents. Dans ce cadre, l'étude des dynamiques régionales réalisée par les TIM's (Moulaert et Sekia, 2003 ; Lagendijk, 2006) ont avant tout porté sur les innovations technologiques à la base de la construction de ressources spécifiques destinées au marché extérieur (global). Appréhendé au niveau des relations entre PME<sup>26</sup>, l'apprentissage régional se réalisait alors principalement de manière cumulative et étaient marquées par la flèche du temps (dépendance de sentier et irréversibilité). Si le système était ouvert, la proximité l'emportait sur la distance puisqu'elle favorisait des interactions et des apprentissages riches et multifonctionnels au sein d'un même contexte socio-institutionnel (Crevoisier et Jeannerat, 2009).

Or, le contexte de développement régional a considérablement changé ces vingt dernières années, remettant en cause la cohérence ou l'autonomie des régions. Quatre grands changements principaux peuvent être mis en évidence (Colletis-Wahl et al., 2008 ; Crevoisier, 2010).

---

<sup>26</sup> Les TIM's et en particulier les MI se sont développés en réaction par rapport à la vision dominante qui voyait les grandes entreprises comme les porteurs du dynamisme économique, et il s'agissait de montrer que des entités décentralisées et plus petites étaient aussi capables d'innover et d'être compétitives (Crevoisier, 2010).

Le premier changement se réfère à l'accroissement de la mobilité des facteurs de production entre les pays, soit des personnes, des connaissances, des informations, des biens et des capitaux. Ce que Jeannerat et Crevoisier (2011) appellent alors le *circulatoire*, qui devient alors un nouveau postulat paradigmatique du développement régional (je reviens sur ce point ci-dessous, 1.2.3), résulte de l'intensification de la globalisation (institutionnellement : accords de libres échanges, déréglementation financière, etc. ; techniquement : développement des NTIC, des transports aériens, de marchandises, etc.) et de l'augmentation des interdépendances entre régions situées à plus ou moins grande distance.

Deuxièmement, les revenus des régions ne proviennent plus forcément et uniquement de la présence d'entreprises exportatrices, mais également de la présence des résidents qui de manière croissante travaillent dans d'autres régions. C'est bien l'objet d'étude de l'économie résidentielle (Davezies, 2008 et 2009 ; Talandier, 2008). Plus largement, les TIM's et la géographie économique se sont peu préoccupés du rôle et de la place des consommateurs dans les systèmes de production (Grabher et al., 2008, Malmberg et Power, 2005). L'enjeu consiste dès lors à dépasser le biais productif de l'analyse du développement régional et d'intégrer le consommateur dans l'innovation autour des différentes configurations du système de production-consommation (Jeannerat et Kébir, 2010).

Troisièmement, la modification des circuits financiers résultant de la financiarisation de l'économie a considérablement remis en cause l'autonomie des systèmes de production locaux et la logique économique (dite de l'économie réelle) (Crevoisier, 2001). Aujourd'hui, un grand nombre de PME locales appartiennent ou dépendent en tant qu'entreprises sous-traitantes de groupes industriels et financiers cotés en Bourse et opérant à une échelle internationale. La financiarisation et la filialisation ont d'indéniables conséquences sur les économies régionales, ne serait-ce que sur les circuits d'accumulation ou sur les choix dans l'innovation et l'investissement (relations filiales-maison mères).

Quatrièmement, l'économie s'est développée par une intégration de plus en plus poussée de la sphère culturelle ou environnementale dans la sphère économique. L'innovation est ainsi de plus en plus tirée par des éléments non technologiques et repose sur des valeurs socioculturelles et symboliques (Jeannerat et Crevoisier, 2011).

Par conséquent, avec de tels changements économiques et sociaux, l'économie territoriale voit son champ de recherche s'élargir (Tableau 2). Cela amène d'une part à concevoir de nouvelles manières de penser l'innovation comme marquée par la complémentarité entre le technologique et le non technologique (ressources socioculturelles ou environnementales), et d'autre part à incorporer le rôle des consommateurs et les modalités de financement des activités et de l'innovation économiques, de manière à rendre compte de la complexité et de l'allongement de la chaîne de valeur des produits économiques ainsi que des nouveaux acteurs clés.

La présente thèse s'inscrit dans deux des thématiques susmentionnées, dont l'une constitue un nouveau paradigme de recherche au sein de l'économie territoriale telle que pratiquée à Neuchâtel : la *financiarisation de l'économie* et le *circulatoire*. Ces deux thématiques sont étroitement reliées puisque la financiarisation est définie comme la construction et l'exploitation de la mobilité du capital, ce qui renvoie également à l'ancrage du capital, soit à la manière dont il se matérialise dans un contexte institutionnel et territorial particulier. S'appuyant sur la littérature récente visant à élargir l'angle d'analyse du développement régional et à porter davantage l'attention aux relations non-locales (à plus ou moins grande distance) (Bathelt et al., 2004 ; Lagendijk, 2006 ou encore la littérature sur les Global Production Networks GPN)<sup>27</sup>, Jeannerat et Crevoisier (2011) développent le modèle

---

<sup>27</sup> Je reviens sur ces points dans le sous-chapitre suivant (1.2.2.2).

de Territorial Knowledge Dynamics (TKD). Partant du postulat de la plus forte mobilité des personnes et des connaissances, ils montrent que les dynamiques d'innovation deviennent davantage combinatoires, mêlant les connaissances technologiques et non technologiques. L'enjeu des régions consiste dès lors de plus en plus à s'insérer dans des réseaux et à formuler des projets entrepreneuriaux en mobilisant et en ancrant des connaissances à moyenne et longue distance. En d'autres termes, les dynamiques de développement régional deviennent *multi-locales* dans le cadre de chaînes de valeur de plus en plus organisées à l'échelle globale.

Les nouvelles questions et enjeux de développement régional, et en premier lieu le modèle de TKD lié au paradigme du *circulatoire* amènent également à réfléchir sur les notions de territoire et d'institution. Jusqu'à présent, l'angle d'analyse a été avant tout centré sur une seule région (Bathelt et al, 2004). Il s'agissait d'appréhender les phénomènes économiques au sein d'un seul contexte institutionnel et dans le cadre de la perspective institutionnaliste adoptée, l'accent a été essentiellement mis sur les micro-institutions, soit sur la mise en évidence (le dévoilement) des routines, de la confiance, des organisations à la base des savoir-faire et des ressources régionales, et moins sur les règles plus macro-institutionnelles et formelles liées aux échelles nationales et supranationales. Or, avec l'interconnexion croissante des régions à plus ou moins longue distance, il s'agit de passer à une approche qui consiste non seulement à prendre en compte les interactions (leur nature et leur intensité) entre les régions, mais surtout de *comprendre comment les relations entre des contextes institutionnels différents sont construites*. Parallèlement, l'un des autres enjeux conceptuels consiste à mieux *prendre en compte les règles du jeu nationales et internationales et leurs effets sur les régions*. En d'autres termes, le circulatoire amène à réfléchir au « relationnel » et à « l'institutionnel », qui ont fait l'objet de vifs débats, toujours d'actualité, en géographie (socio)économique.

**Tableau 2 : l'évolution du champ de recherche de l'économie territoriale**

|                        | Travaux de l'économie territoriale durant les années 90                                                    | Travaux de l'économie territoriale dès les années 2000                                                                                                                                        |
|------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Développement régional | Construction de ressources spécifiques liées à l'innovation technologique                                  | Construction de ressources via l'inclusion du culturel et de l'environnement, l'incorporation des connaissances non technologiques et en tenant compte du rôle de la monnaie et de la finance |
| Cadre relationnel      | Relations entre acteurs au sein d'un seul contexte institutionnel<br>Règles partagées : micro-institutions | Relations entre acteurs dans différents contextes institutionnels<br>Règles partagées: micro et macro institutionnel (continuum institutionnel)                                               |
| Cadre spatio-temporel  | Une région, autonome et ouverte<br>Relations local-global                                                  | Plusieurs régions interconnectées et complémentaires<br>Jeu des échelles et effets sur le contexte local                                                                                      |

Source : élaboration propre

### 1.2.2.2. Les « relational » et « institutional » « turns » en géographie économique

Les grandes lignes de deux postures ontologiques qui font référence un débat toujours d'actualité en géographie économique, à savoir le « relationnel » et « l'institutionnel », sont présentées)<sup>28</sup>. De manière schématique, ces dernières renvoient à la manière d'interpréter l'organisation des activités socio-économiques et corollairement le rôle de l'espace dans les transformations et le développement contemporains des territoires à l'heure d'une économie de plus en plus organisée à l'échelle globale. Cette mise en évidence permet ainsi de m'inscrire dans la posture « institutionnaliste » et de situer la discussion au prochain sous-chapitre sur la manière de combiner le *circulatoire* avec les approches relationnaliste et institutionnaliste (1.2.3).

La première ontologie est centrée sur **les acteurs et les interactions sociales (réseaux)** : ce qui est alors appelé le « relational turn » en géographie économique se fonde essentiellement sur deux approches en sociologie économique qui mettent en évidence les interactions sociales, l'approche par les réseaux sociaux (White, 1981 ; Granovetter, 1985) et l'approche de l'acteur-réseau (Actor-network theory, ANT ; Latour, 2006 ; Callon, 1998a)<sup>29</sup>. C'est à partir du milieu des années 90 que les géographes se sont approprié les notions de réseaux et d'encastrement dans l'analyse des firmes et de leurs activités de production. Par exemple, Grabher (1993) a été l'un des premiers à s'inspirer de Granovetter dans l'analyse de l'encastrement territorial de la firme et Murdoch (1997) a introduit les différentes dimensions spatiales de l'ANT.

Si de manière générale, les approches relationnelles en géographie économique ont en commun de se focaliser sur les agents économiques et sur la manière dont ils agissent et interagissent dans l'espace, l'école des « *global production networks* » (GPN ; Coe et al., 2004 et 2008 ; Henderson et al., 2002 ; Dicken et al., 2001) prône un élargissement de l'angle de vue du développement régional en insistant sur les relations à différentes échelles qui sont développées à plus ou moins grande distance entre les régions (le relationnel entre régions). Brièvement, les travaux sur les GPN ont pour objectif de comprendre le positionnement des différentes régions interconnectées dans la chaîne de valeur, soit *la manière dont les régions se spécialisent pour s'inscrire dans des réseaux économiques de plus en plus organisés à une échelle globale*. Pour Yeung (2005), les régions développent des stratégies de développement en fonction d'un couplage/complémentarité avec d'autres régions à plus ou moins grande distance (« strategic coupling »). Il s'ensuit que les relations de pouvoir et de gouvernance des

---

<sup>28</sup> Il va de soi que ce débat n'est pas limité à ces deux éléments. La géographie (socio)économique a fait l'objet de nombreux « turns » ces deux dernières décennies. On peut ajouter l'« evolutionary » ou le « cultural » turns (cf. 1.1.2),

<sup>29</sup> Selon Grossetti (2008), l'approche par les réseaux sociaux s'oppose aussi bien à la vision atomistique des coûts de transaction de Williamson (1975) qu'à la vision structuraliste, et a pour objectif de montrer, à travers le **concept d'encastrement**, que les interactions sociales sont à la base des organisations économiques et plus largement, qu'elles représentent les micro-fondations de la société. Cela a donné lieu à de nombreux travaux dans le but de montrer (de dévoiler) que l'encastrement dans les réseaux peut améliorer les relations d'affaires et la performance des entreprises. Toujours selon Grossetti (2008), la théorie de l'acteur-réseau se concentre sur la construction de **dispositifs matériels** qui permettent aux acteurs économiques de se coordonner. Il y a donc prise en compte des non-humains, soit des objets techniques, dans le jeu social. Le réseau décrit ainsi pour l'essentiel un système d'alliance centré sur un acteur qui devient hybride avec des humains et des non-humains. Le réseau reste construit par des acteurs humains passant des alliances pour réaliser leur projet et est également reconstitué par l'observateur sur la base des productions discursives des humains. Dans le cadre de la construction sociale des marchés, cette approche remet ainsi en perspective la notion d'encastrement avec celle de performativité. Selon Callon (1998b), les recherches en sciences sociales doivent s'intéresser à la manière dont la science économique produit l'homo oeconomicus et non seulement à démontrer que celui-ci est plus ou moins rationnel et encadré en tenant compte de facteurs sociologiques, culturels, institutionnels, etc.

régions dépendent de leur positionnement (concept de « relationality ») dans les réseaux de la chaîne de valeur globalisée.

La deuxième ontologie est centrée sur **les institutions**. Elle puise son origine essentiellement en économie politique et met au centre les institutions comme des pré-conditions structurelles aux actions humaines et à la coordination entre acteurs. En d'autres termes, les acteurs sont encadrés institutionnellement. En conceptualisant les spatialités des institutions, les géographes économiques se sont préoccupés de mettre en évidence la diversité des régimes institutionnels entre les territoires et à différentes échelles territoriales (du supranational au local). Par exemple, face au « methodological nationalism » des deux approches économiques institutionnalistes qui ont fortement influencé les géographes<sup>30</sup>, Peck et Theodore (2007) insistent, à travers le concept de « variegated capitalism », sur la nécessité de tenir compte de l'articulation entre les différentes échelles institutionnelles et de la diversité des effets ou de l'appropriation au niveau local / régional d'institutions supra-locales.

Dans le cadre d'une démarche en géographie qui consiste à partir des institutions encadrantes de l'action collective – soit le contexte institutionnel – et d'en développer leur articulation spatiale à différentes échelles, on peut distinguer deux domaines de littérature :

- Premièrement, les travaux en géographie politique urbaine et plus précisément la littérature sur le néolibéralisme qui cherchent à comprendre « *the multiscalar geographies of actually existing neoliberalism and the contextual embeddedness of neoliberal restructuring projects* » (Brenner et al., 2005 : 2). L'analyse porte dès lors sur les effets des changements socio-économiques et spatiaux globaux (échelles internationale et nationale) sur les politiques urbaines (échelles régionale et locale) dans le cadre du régime institutionnel néolibéral contemporain (voir le chapitre 2.2.2).
- Deuxièmement, les travaux en géographie économique institutionnaliste (Institutional Economic Geography, IEG). De manière générale, l'IEG a été mieux abordé sur le plan conceptuel que sur le plan empirique (Gertler, 2010 ; Sunley, 2008 ; Martin, 2000). Selon Gertler (2010), les travaux sur le développement régional et les TIM's n'ont pas assez tenu compte de l'architecture institutionnelle et des relations entre les échelles régionale et nationale. A travers une étude comparative, entre les Etats-Unis et le Canada, sur l'impact des universités et des institutions de recherche dans l'émergence de firmes locales innovantes, Gertler rend compte du rôle différencié des cadres institutionnels nationaux dans les dynamiques locales.

Ces deux ontologies en géographie sont loin de s'opposer totalement puisque les deux contiennent des éléments interactionnistes et institutionnels, et l'on peut interpréter les récents débats comme un double mouvement :

- Le premier va du *relationnel* à *l'institutionnel* : certains institutionnalistes (Sunley, 2008) et relationnistes (Hess et Yeung, 2006) appellent à mieux contextualiser les relations socio-spatiales dans les institutions. L'approche relationnelle a avant tout privilégié les éléments micro-institutionnels qui font référence aux relations interpersonnelles de confiance à la base de communauté, de conventions ou de routines, laissant ainsi de côté les éléments plus macro-institutionnels et les dynamiques structurelles de l'économie qui s'imposent aux acteurs indépendamment de leurs relations. Selon Hess et Yeung (2006), l'approche des GPN vise justement à éviter une sur et une sous socialisation des activités économiques. Dans ce cadre, les auteurs avancent qu'il faut tenir compte à la fois de l'économie politique

---

<sup>30</sup> Il s'agit d'une part de l'Ecole de la Régulation, dont Aglietta et Boyer peuvent être considérés comme les deux fondateurs, et d'autre part de la littérature sur la variété des capitalismes (Hall et Soskice, 2001).

qui montrent les pré-conditions structurelles et institutionnelles à l'action humaine et de l'ANT comme approche post-structuraliste qui se focalisent sur la dimension de l'agencement / « agency » (des relations entre acteurs et entre acteurs-objets). Pour ces auteurs, en s'appuyant sur Giddens (1984), structure et « agency » se situent ainsi au même niveau.

- Le deuxième va de *l'institutionnel vers le relationnel* : certains institutionnalistes (Gertler, 2010) insistent sur une meilleure contextualisation des institutions dans « l'agency », en tenant compte des acteurs et des organisations (firmes, associations, syndicats, etc.). L'approche institutionnaliste contient indéniablement des éléments interactionnistes dans le sens que ce sont les acteurs, à travers leurs relations qui sont à la base de la construction des institutions. Cependant, c'est avant tout la perspective macro-institutionnelle (de type régulationniste) qui a été privilégiée en géographie politique urbaine, qui renvoie prioritairement au cadre institutionnel formel et aux rapports Etat-marché en termes de politiques publiques.

Dans ce débat, qui consiste à éviter de dissocier d'un côté le contexte et de l'autre les acteurs, l'économie territoriale telle qu'elle est développée au sein du GRET et du GREMI utilise **un seul concept, l'institution**, pour « *penser les dynamiques multi-scalaires qui caractérisent l'économie actuelle* » et « *identifier et expliquer les interactions entre acteurs – quelle que soit leur importance – et les régulations* » (Crevoisier, 2010). De cette manière, la proposition ontologique est d'adopter la posture d'un *continuum théorique* entre l'interactionnisme, l'institutionnalisme et la théorie de la régulation (Colletis-Wahl et al., 2008 ; Crevoisier, 2010). Dans le cadre d'un rapprochement entre les notions d'échelle spatiale et institutionnelle, la posture à la fois conceptuelle et méthodologique ainsi envisagée pour d'autres recherches vise à montrer l'articulation des échelles institutionnelles et spatiales et à rendre compte des dynamiques descendantes et ascendantes du développement régional contemporain.

### 1.2.3 Le circulatoire comme construit institutionnel et spatial multi-scalaire et comme base paradigmatique de la thèse

Ce sous-chapitre spécifie le paradigme de recherche dans lequel la présente thèse s'inscrit, à savoir le circulatoire. Il prend la forme d'une discussion par rapport aux débats exposés ci-dessus relatifs au « relational-institutional turn » dans lequel le GRET et le GREMI adoptent une posture institutionnaliste et tendent à rendre équivalentes les notions d'échelles institutionnelles et géographiques. Parallèlement, ce sous-chapitre permet de situer la manière dont la financiarisation a été définie dans les articles de thèse, avec les concepts clés de mobilité et ancrage du capital.

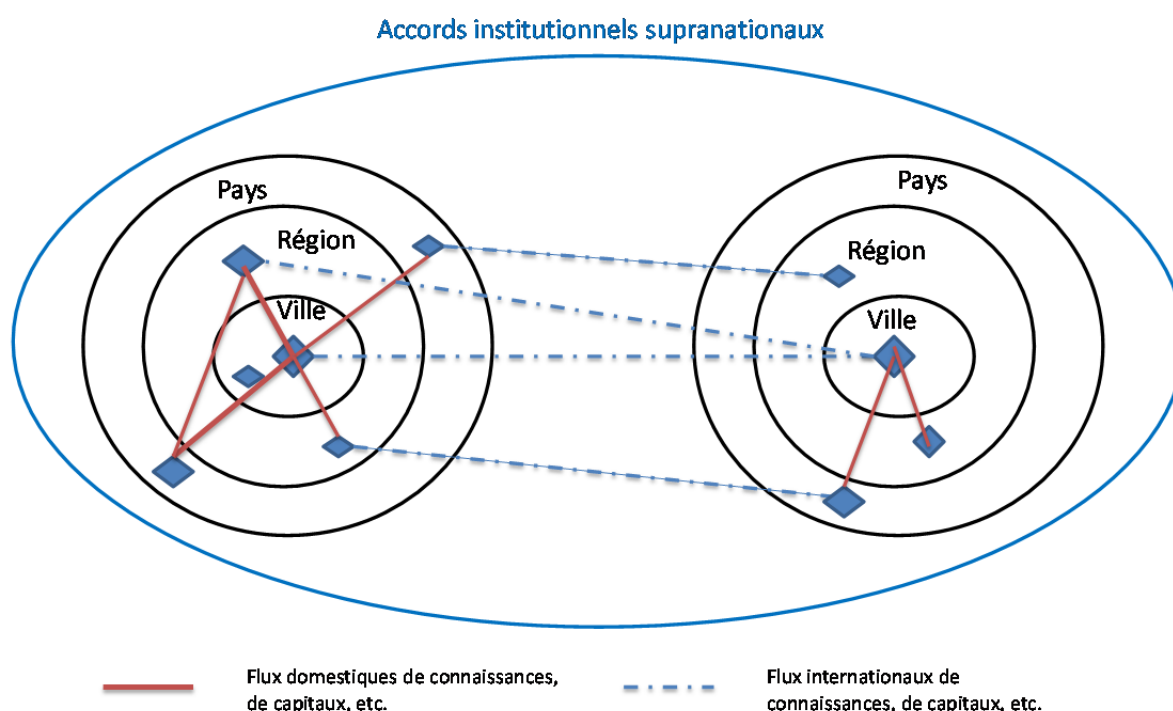
Ce que Crevoisier et Jeannerat (2011) qualifient d'**approche circulatoire** permet de mettre au centre la croissance de la mobilité des facteurs de production pour aborder les enjeux du développement régional contemporain. De manière générale, la mobilité est souvent une donnée de départ dans la littérature et est de ce fait peu problématisée, que ce soit dans les travaux sur le transnationalisme en sociologie avec la mobilité des personnes ou des connaissances ou dans les travaux sur le néolibéralisme en géographie (socio)économique avec la mobilité du capital. Or, pour Scheller et Urry (2006), l'accroissement de la mobilité des facteurs de production a des conséquences importantes sur la manière d'étudier l'espace et constitue un nouveau paradigme de recherche (mobility turn).

Tout d'abord, la mobilité et l'ancrage doivent être compris comme des éléments indissociables et fondamentalement liés à l'espace. En effet, la mobilité signifie un déplacement dans l'espace et l'ancrage se réfère au contexte de destination d'éléments

mobiles. Par conséquent, la mobilité et l'ancrage questionnent à la fois les différentes dimensions de l'espace : les territoires et les lieux, les échelles et les relations entre régions (réseaux et flux)<sup>31</sup>. Selon moi, ce questionnement spatial doit être apprécié sous l'angle institutionnel. En effet, bien que les technologies de transports ou de télécommunication jouent un rôle indéniable dans la mobilité, c'est bien la modification des cadres institutionnels qui en ouvrant/fermant les frontières facilite ou pénalise la mobilité des facteurs de production et qui corollairement entraîne le développement de nouvelles relations entre les régions, c'est-à-dire de *nouvelles géographies sur le plan relationnel*. Parallèlement, le développement de ces nouvelles relations provoque des transformations institutionnelles à différents niveaux et engendre de nouvelles hiérarchies entre les régions, c'est-à-dire de *nouvelles géographies sur le plan institutionnel*.

Deuxièmement, dans une perspective territoriale, le relationnel peut être défini *comme la mise en continuité de deux (ou plusieurs) lieux à plus ou moins grande distance*. En d'autres termes, *le relationnel se réfère au multi-local*. Cette mise en continuité ne peut se comprendre sans la mise en place d'institutions (de règles du jeu) à une échelle supérieure englobant les différents lieux (villes ou régions) (Figure 2). Le développement de relations économiques, et par conséquent de la mobilité des facteurs de production, entre Etats n'est en effet possible que par la mise en place d'accords internationaux, que ce soit à l'échelle mondiale (par ex. OMC), à l'échelle continentale (par ex. ALENA, UE) ou encore au niveau bilatéral. Dans le cadre à la fois ontologique et heuristique d'une certaine identité entre le jeu des échelles institutionnelles et géographiques, *l'institutionnel peut être défini comme le jeu des échelles entre les différents niveaux institutionnels, soit le multi-scalaire*.

Figure 2: la mise en relation de lieux via des accords institutionnels « supra nationaux »



Source : élaboration propre

<sup>31</sup> A travers les concepts de « Territories, Places, Scales et Networks », Jessop et al. (2008) font également une réflexion sur les multiples dimensions de l'espace et la manière de théoriser les relations socio-spatiales. En établissant une typologie des entrées ou des ontologies de l'espace, les auteurs montrent que celles-ci sont souvent réalisées selon deux combinaisons (par ex. une perspective mêlant les réseaux et les échelles spatiales).

Comme mentionné ci-dessus, cette manière de concevoir l'institutionnel est de plus en plus explicitement utilisée par les géographes institutionnalistes ainsi que relationalistes (littérature sur les Global Production Network) ou encore par « l'Environmental Economic Geography » (Bulkeley, 2005 ; Bridge, 2008). L'idée centrale est de dire que les systèmes de gouvernance et de régulation combinent aujourd'hui de plus en plus les diverses échelles spatiales (régionale, nationale, supranationale), et que les règles du jeu deviennent ainsi de plus en plus multi-scalaires. Cette interpénétration du global dans le local ne signifie toutefois pas la disparition de l'échelle nationale. Pour Hudson (2004), les Etats-nations jouent toujours un rôle important dans le filtrage des relations multi-scalaires.

Troisièmement, la mobilité/ancrage implique d'avoir une vision dynamique consistant à comprendre la manière dont des facteurs mobiles s'ancrent dans un contexte local. Par rapport à la mobilité, qui peut être interprétée comme un processus de dé-territorialisation (dés-encastrement), l'ancrage est vu comme un processus de re-territorialisation (un ré-encastrement). Il s'ensuit un rôle nouveau pour le local qui peut être conceptualisé en termes de « **milieu ancreur** ». Cette intuition conceptuelle constitue aujourd'hui le point de départ du nouveau programme de recherche pour le GREMI-T (T pour territoire : Costa et al., 2009) : les recherches en cours partent du postulat que *les villes et les régions constituent des milieux ancreurs privilégiés dont les rôles consistent désormais à ancrer des ressources cognitives et financières aujourd'hui plus mobiles*. D'une part, le développement urbain et régional passe par la capacité du local à s'inscrire dans des réseaux et à développer des relations avec d'autres milieux et contextes institutionnels. D'autre part, le positionnement des villes et des régions dans la hiérarchie territoriale et la capacité d'ancrage doivent être pensés par le contexte institutionnel local, inscrit dans un jeu de relations multi-scalaires. Si par rapport aux TIMs, la recherche récente sur les « territorial knowledge dynamics » (TKD) (Crevoisier et Jeannerat, 2009) a permis de conceptualiser les relations interrégionales (le multi-local), ces relations restent encore à mieux situer institutionnellement et selon les interactions entre les différentes échelles institutionnelles<sup>32</sup>.

Définie comme la construction et l'exploitation de la mobilité/liquidité du capital et renvoyant à l'ancrage du capital, ici dans la ville, l'approche territoriale de la financiarisation sur les régions, les villes et la durabilité urbaine s'inscrit dans les réflexions actuelles de l'économie territoriale développées au sein du GREMI-T et en particulier dans le cadre du paradigme du circulaire.

Les liens entre les échelles institutionnelles et géographiques ainsi qu'avec les aspects du « circulaire » sont pour l'instant une hypothèse de recherche. Il s'agira de mieux les préciser et combiner. Les articles de thèse apportent toutefois un certain nombre d'éclairages, à différents degrés, sur la manière dont les marchés financiers sont des construits institutionnels et géographiques multiscalaires aboutissant à des configurations relationnelles particulières au sein et entre les territoires (ce point est développé ci-après, chapitre 2)<sup>33</sup>. D'une part, les marchés financiers se sont développés suite à des réformes institutionnelles permettant au capital de circuler dans et entre les pays, conduisant à la formation de systèmes financiers interconnectés à l'échelle globale (la Global City, Sassen, 1991). D'autre part, la circulation du capital aboutit à créer des relations inégales, entre les territoires de collecte de l'épargne et d'investissement avec au centre (ou en surplomb) du régime d'accumulation financiarisée les

---

<sup>32</sup> Pour rappel, jusqu'à présent, les relations avec le contexte institutionnel ont été prioritairement centrées sur les « micro-institutions » et moins sur les éléments « macro-institutionnels » de type régulationniste, et notamment sur le rôle de l'Etat et des politiques publiques. De plus, la problématique de l'institutionnel implique de tenir compte des acteurs non économiques (société civile, organisations du travail, ONG, etc.).

<sup>33</sup> Les liens entre échelles géographiques et institutionnelles ont fait l'objet d'autres développements dans un récent article qui est un approfondissement des « acquis » des cinq articles de thèse (Crevoisier et Theurillat, 2011).

places financières, et, à un niveau plus micro-institutionnel entre les détenteurs de capitaux (actionnaires et gérants de fonds) et les entreprises.

Les deux derniers articles de thèse mettent plus particulièrement en évidence les nouvelles formes de relations entre financiers et acteurs urbains découlant de la financiarisation de la ville. Ces relations sont à apprécier sous l'angle institutionnel et les négociations relatives à l'ancrage du capital dans la ville et à la durabilité urbaine et sont révélatrices de l'imbrication des échelles. D'un côté, les financiers (les opérateurs sur les marchés financiers) en jouant sur les différentes échelles (multi-scalaires) parviennent également à les combiner et à les transcender (le transcalaire ; Crevoisier et Theurillat, 2011) au sein d'un espace financiarisé : on peut par exemple jouer l'immobilier d'une ville (Shanghai) contre les activités économiques d'un pays ou d'une région (Swatchgroup) dans le cadre d'une comparaison au niveau international. De l'autre, l'organisation urbaine se déroule concrètement à une échelle locale, avec des acteurs urbains liés plus ou moins fortement au territoire.

## 2 Les théories et concepts mobilisés

---

Les relations entre « finance, ville et durabilité » ont été jusqu'à présent sous-étudiées et demeurent ainsi un objet d'étude original. Seuls quelques travaux en géographie de la finance ont porté sur des investissements dans le construit urbain aux Etats-Unis sous l'angle du développement durable (Hebb 2005a et 2005b ; Hagerman et al. 2005, 2006 et 2007)<sup>34</sup>. Cependant, si ces derniers inscrivent le regain d'intérêts des investisseurs institutionnels pour l'immobilier à partir des années 2000, et plus particulièrement des grandes caisses de pension publiques, dans le processus de financiarisation de ces vingt dernières années, ils n'abordent pas concrètement la manière dont le capital financier s'investit concrètement dans la ville.

Plus largement, la « géographie de la finance » reste une branche encore peu développée de la géographie économique. En effet, que ce soit en économie régionale ou en géographie économique, les recherches intégrant les questions monétaires (Corpataux, 2003) ou les questions liées à la transformation des systèmes financiers et aux spatialités de la financiarisation sont peu nombreuses (Engelen et al., 2010 ; Pike et Pollard, 2010 ; French et al. 2011). La question de la « financiarisation de la ville » reste d'autant moins abordée. Parallèlement, la question de la durabilité a été de manière générale peu traitée, tant au niveau théorique qu'empirique, par les approches économiques hétérodoxes, conventionnaliste et institutionnaliste (Boidin et Zuindeau, 2006), ou encore par la géographie économique environnementale qui s'est récemment développée (Gibbs, 2006 ; Bridge, 2008). C'est notamment pour cette raison que Rousseau et Zuindeau (2007) ou encore Gibbs (2006) envisagent un rapprochement entre la théorie de la régulation et le référentiel du développement durable afin de mieux comprendre l'évolution des rapports entre les systèmes socioéconomiques et l'environnement.

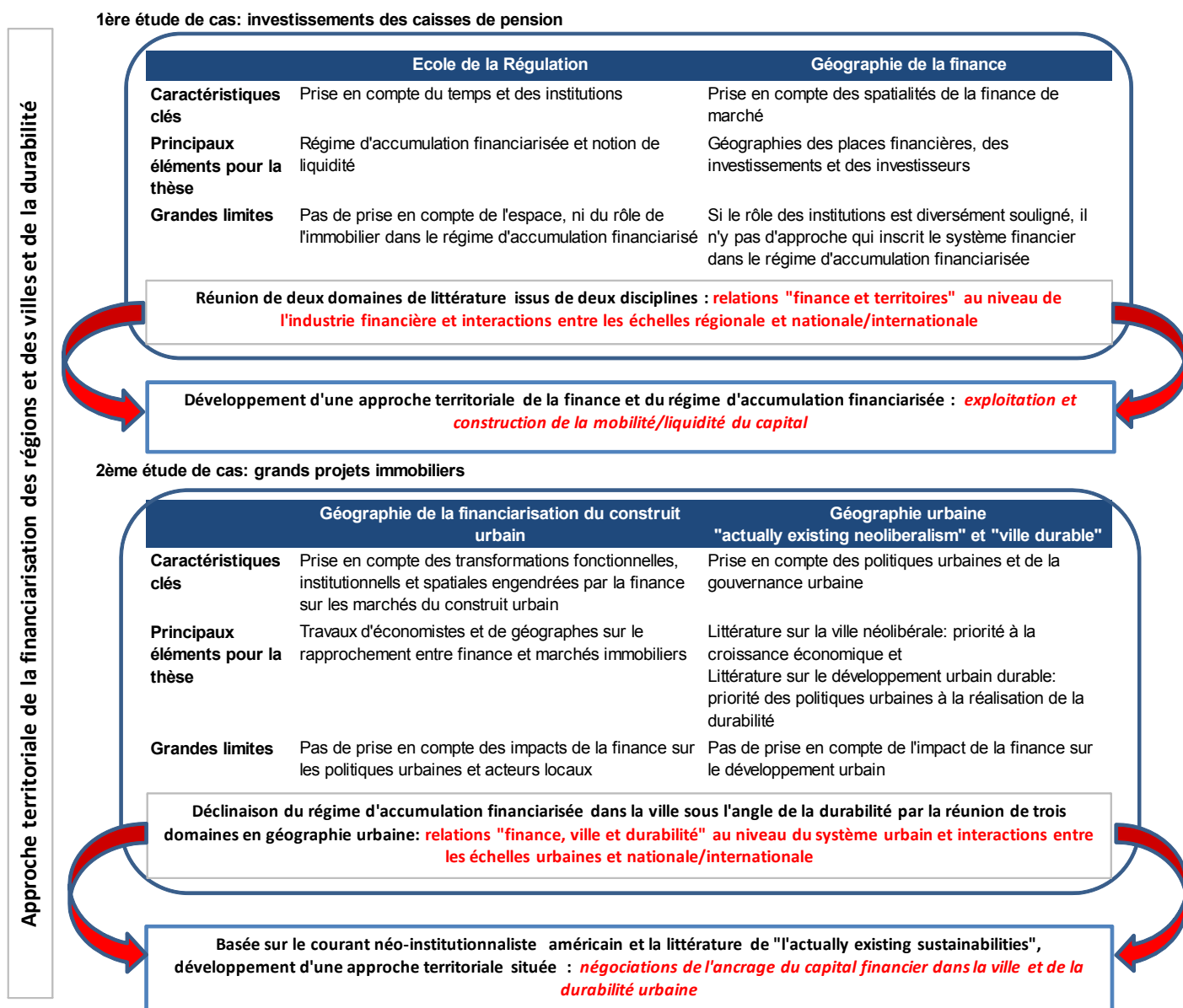
Le concept de financiarisation constitue la pierre angulaire du cadre théorique de l'approche territoriale qui a été progressivement développée. L'objectif a été d'aborder le fonctionnement de la finance et son articulation à l'économie réelle en tenant compte à la fois des institutions, de la géographie et des temporalités. Basée sur une définition particulière de l'industrie financière permettant de combiner deux des thématiques actuelles de l'économie territoriale développée à Neuchâtel – à savoir la financiarisation (ou l'impact des marchés financiers sur les activités économiques et les régions) et le circulatoire – la triangulation des perspectives théoriques (Given, 2008) a abouti à développer une approche territoriale de la déclinaison du régime d'accumulation financiarisée sur les régions, les villes et sur la durabilité urbaine.

---

<sup>34</sup> Ces travaux montrent qu'aux Etats-Unis, de grandes caisses de pension publiques ont récemment décidé d'investir dans l'immobilier et plus particulièrement dans des opérations de revitalisation urbaine. Alors que l'immobilier n'a représenté qu'une très faible part des investissements des caisses de pension américaines, certaines caisses ont ainsi créés des programmes d'investissement immobilier (par ex. le Californian Urban Real Estate Program – CURE – de la plus grande caisse de pension publique américaine, CalPERS) et utilisent toutes les possibilités d'investissement du marché, en prenant des parts dans des sociétés d'investissement cotées (REIT) ou non cotées (Real estate private equity ou venture capital). Les études menées relèvent l'aspect doublement bénéfique des investissements immobiliers. Premièrement, d'investir de manière alternative puisque ces placements permettent de diversifier les portefeuilles et d'avoir des rendements fixes et réguliers (à l'instar des obligations). Deuxièmement, ces investissements sont un moyen d'investir en favorisant le développement durable tout en assurant une certaine rentabilité puisque ces investissements reposent sur des critères sociaux (infrastructures publiques, quartiers sociaux, etc.) et, de plus en plus, environnementaux (certification LEED : Leadership in Energy and Environmental Design). Dans ce cadre, ces travaux soulignent le rôle de l'intermédiation financière dans la prise en compte des contextes locaux, notamment dans les contacts avec les agences locales de développement urbain, lors d'opérations de revitalisation avec des critères de durabilité.

Dès lors, répondant aux objectifs et questions de recherche présentés dans la partie introductive, ce chapitre apporte un éclairage sur la *manière dont les impacts de la financiarisation sur la production urbaine et sous l'angle du développement durable ont été conceptuellement traités et intégrés* (Figure 3 ci-dessous). Le premier sous-chapitre présente une vue d'ensemble de la manière dont le cadre conceptuel des relations entre les sphères réelle et financière a été délimité et construit de façon à développer une approche territoriale des relations, premièrement entre « finance et territoires », puis entre « finance, ville et durabilité » (2.1). Puis, le deuxième sous-chapitre détaille les perspectives de recherche et les concepts clés des principaux courants théoriques et domaines de littérature utilisés de manière à expliciter mon cheminement et ma contribution théoriques (2.2).

**Figure 3 : l'articulation de la littérature et des concepts pour aborder les effets du régime d'accumulation financiarisée sur les régions et les villes, puis sur la durabilité urbaine**



Source : propre élaboration

## 2.1 L'articulation du cadre théorique de la thèse : une vue d'ensemble

La vue d'ensemble sur la manière dont les concepts et les domaines de littérature ont été reliés pour développer une approche territoriale de la financiarisation des régions, des villes et de la durabilité urbaine reflète les deux angles d'analyse (ou perspectives) adoptés dans les articles et les études de cas. La première étude de cas sur les placements des caisses de pension suisses a permis de développer une approche territoriale de la financiarisation au niveau du système financier (industrie financière) (2.1.1). La deuxième s'est déroulée au niveau du système urbain et a porté sur les impacts de la financiarisation dans le construit urbain et sous l'angle de la durabilité à partir de l'étude de cas sur de grands projets immobiliers commerciaux en Suisse (2.1.2).

### 2.1.1 Le fonctionnement du système financier : les relations entre finance et territoires

Résultant de l'interprétation de la première étude de cas sur les caisses de pension suisses, les trois premiers articles abordent **les relations entre finance et territoires au niveau du fonctionnement de l'industrie financière** et dans le cadre de l'articulation entre les échelles institutionnelles et spatio-temporelles régionale et nationale/internationale. Ce premier niveau de l'approche territoriale de la finance articule des théories sur les marchés financiers provenant de deux disciplines, qui ont été jusqu'à présent peu reliés (Engelen et al., 2010 ; Zeller, 2008a et b) : l'économie institutionnaliste d'une part et la géographie de la finance d'autre part.

Premièrement, les théories d'auteurs institutionnalistes affiliés à *l'Ecole de la Régulation* donnent une perspective macro-institutionnaliste de l'économie et constituent le socle des concepts et notions clés de la thèse. L'économie est ici inscrite dans des formes institutionnelles historiquement construites qui permettent d'assurer la croissance pour une certaine durée et qui prend la forme d'un régime d'accumulation. Pour nombre d'auteurs de cette école, la finance de marché représente le régime d'accumulation contemporain (régime d'accumulation financiarisé) étant donné que les marchés financiers se sont peu à peu autonomisés et que l'accumulation (ou la croissance économique) se déroule désormais davantage sur les marchés financiers que sur les marchés réels (de la production).

Deuxièmement, les travaux de la *géographie de la finance* ont été utilisés dans le but de dévoiler les spatialités de la finance, que ce soit dans l'orientation des investissements ou dans la géographie des places financières. La réintroduction de l'espace a permis également de montrer les interconnexions et les hiérarchies multi-scalaires du régime d'accumulation financiarisée puisque le développement de la finance de marché à une échelle globale a bouleversé les systèmes financiers des différents pays, notamment européens, alors organisés de manière dominante aux échelles régionales et nationales.

La réunion de l'approche institutionnaliste/régulationniste des marchés financiers avec ce qui demeure une branche encore peu développée de la géographie économique (French et al., 2008) a ainsi permis de conceptualiser l'approche *institutionnaliste et territoriale* de l'industrie financière. C'est bien la modification des institutions qui a permis à la finance de marché de modifier la géographie, à savoir d'ouvrir les frontières et d'assurer une continuité pour permettre la circulation du capital (des titres financiers) entre et dans les pays et les régions.

Ainsi, l'approche territoriale de la finance de marché développée dans cette thèse repose sur une définition particulière de la financiarisation: il s'agit de la mise en place d'une *industrie financière qui construit et exploite la mobilité/liquidité du capital*. Cela passe tout d'abord par

la titrisation des droits de propriété du capital réel (entreprises ou immeubles par ex.), ce qui donne la possibilité pour leurs détenteurs (actionnaires) de vendre/acheter aujourd'hui – au prix du marché – des droits envers des revenus futurs (nous revenons sur ce point ci-dessous : 2.1.1). En second lieu, le développement d'une logique d'opérateur sur les marchés financiers signifie le déploiement d'un dispositif socio-technique particulier à l'industrie financière. Celle-ci dispose de ses propres acteurs, de ses propres formes d'intermédiation et d'évaluation financière et développe une dynamique propre.

Abordant respectivement la question du développement et de l'expansion territoriale de la finance, des aspects institutionnels et géographiques du gouvernement d'entreprise et des changements fonctionnels, institutionnels et spatiaux de la financiarisation de l'immobilier, les trois premiers articles de la thèse ont en commun de rendre compte des transformations suivantes qui structurent et performent le développement des régions :

- Premièrement, le passage de systèmes financiers organisés aux échelles régionales et nationales à des systèmes financiers nationaux et internationaux se traduit par un allongement de la *distance physique* entre les investisseurs et les lieux d'investissement. En effet, l'épargne des régions est collectée et centralisée dans les places financières respectives (Zurich, Londres, Paris, etc.) pour être ensuite redistribuée, aux échelles nationales et internationales. Il s'avère que cette redistribution profite aux entreprises cotées, notamment les plus grandes d'entre elles et par conséquent aux régions centres où sont localisés leurs sièges sociaux.
- Deuxièmement, cet allongement physique des circuits d'investissement signifie également une rupture qualitative. En effet, la liquidité/mobilité signifie avant tout la *dissociation entre les fonctions d'entrepreneur et d'investisseur*. Dans un sens, la nature (entreprises et immeubles) et les lieux d'investissements (Bâle ou Shenzhen) en devenant totalement distants, multiples et abstraits pour les investisseurs, ne comptent plus. Dans l'autre sens, les investisseurs/propriétaires deviennent également distants, multiples et abstraits pour les parties prenantes (employés, syndicats, collectivités publiques, etc.).
- Troisièmement, l'allongement de la filière d'investissement signifie la mise en place d'un *modèle de gestion particulier* permettant de concentrer les caractéristiques d'un investissement selon deux critères uniques, ce qui aboutit à des exercices purement mathématiques de comparaison instantanée des risques et des rendements des différents actifs financiers (titres d'entreprises, titres de créances, valeurs monétaires, produits dérivés, etc.). L'intérêt de cette approche abstraite de l'économie, où la qualité n'intervient pas ou peu, réside dans ce qui se passe sur les marchés financiers (fluctuations des cours et comportements des autres acteurs) et moins dans le cadre des fondamentaux des activités économiques.
- Quatrièmement, les choix des investisseurs portent sur des titres liés à des entreprises, mais ils portent aussi directement ou indirectement sur les contextes économiques, politiques, sociaux et environnementaux qui hébergent les entreprises. Les marchés financiers prennent ainsi en compte les politiques budgétaires et monétaires, les réglementations sociales et environnementales, etc. des différentes nations ou régions dont les entreprises sont financiarisées.

## 2.1.2 La production urbaine : les relations entre finance et durabilité

Les deux autres articles résultent de la deuxième étude de cas qui a abordé **les relations entre finance et durabilité dans le cadre de la production urbaine**. Ces relations sont comprises comme un *processus d'ancrage du capital financier dans la ville* et découlent de la deuxième étude de cas portant sur des grands projets immobiliers commerciaux en Suisse achetés par des acteurs financiers.

L'interprétation territoriale de la « financiarisation de la ville » a été conceptuellement construite à partir de la réunion de *trois domaines de littérature en géographie urbaine*. Tout d'abord, plusieurs travaux récents d'économistes et de géographes traitant du renforcement des liens entre marchés immobiliers et finance constituent le premier domaine. Deux éléments particuliers ont été retenus. Essentiellement centrés sur les acteurs privés de la filière de la production urbaine (promoteurs, financiers et locataires/utilisateurs), ces travaux insistent premièrement sur la nécessité d'une *intermédiation spécialisée* dans les investissements (achats d'objets existants ou construction de nouveaux) des institutions financières. Deuxièmement, ce champ nous a permis de montrer les *spatialités particulières des investissements immobiliers des institutions financières* : ceux-ci sont prioritairement ciblées sur les principales métropoles et se réalisent de plus en plus à une échelle internationale.

Ce premier domaine a été relié à deux autres en géographie urbaine traitant du développement et de la gouvernance urbaine. Le premier, qualifié de « actually existing neoliberalism » (Brenner et Theodore, 2002), qui regroupe des auteurs régulationnistes ou marxistes, porte sur les effets du régime institutionnel néolibéral sur la ville et soutient que les politiques urbaines donnent la priorité à la croissance et au développement économiques. Le deuxième, dit de la « ville durable », porte sur la déclinaison du développement durable dans la ville et regroupe des auteurs qui prônent la mise en place de politiques urbaines durables.

Ces deux domaines de littérature complémentaires permettent de caractériser le *contexte institutionnel urbain contemporain* de l'ancrage du capital financier dans la ville. Cependant, ces deux champs de littérature restent dans une approche normative. D'un côté, pour les géographes régulationnistes, la variété des formes de néolibéralisme selon les pays et les villes ne semble pas remettre en cause la force structurelle du régime institutionnel néolibéral actuel. De l'autre, pour les géographes « durabilistes », le développement durable constitue un principe d'action visant à modifier l'existant et, à partir de critères et d'indicateurs de durabilité, à agir sur les politiques publiques.

Afin de développer une approche territoriale de la déclinaison du régime d'accumulation financiarisée dans la ville sous l'angle de la durabilité, ces trois domaines de littérature ont été reliés en mobilisant la démarche à la fois conceptuelle et méthodologique du courant institutionnaliste américain (1.2.1). En considérant les institutions et les politiques publiques comme des éléments malléables et transformables par les acteurs, la démarche a consisté dans un premier temps à appréhender *en situation* les arrangements institutionnels entre acteurs et, dans un deuxième temps, à construire un cadre conceptuel et interprétatif des relations entre acteurs financiers et acteurs urbains, privés et publics.

Ainsi, les deux derniers articles de la thèse rendent compte de cette *approche territoriale située* et s'inscrivent dans le cadre de la littérature émergente en géographie urbaine, dit de « actually existing sustainabilities » (Evans et Jones, 2008 ; Krueger et Agyeman, 2005). Celui-ci consiste à examiner empiriquement la manière dont la durabilité se décline dans les villes et fait partie de la gouvernance et des arrangements institutionnels dans différents contextes sociaux, politiques et économiques (Krueger et Gibbs, 2008).

En donnant une vue globale des acteurs de la filière de la « financiarisation de la ville », les deux articles reposent sur une approche endogène particulière de la durabilité urbaine produite par la finance de marché. La durabilité est vue comme une construction socio-institutionnelle où il s'agissait d'observer la manière dont celle-ci a été thématifiée et négociée par les acteurs eux-mêmes et non de confronter les pratiques et les discours à une norme de durabilité préalablement établie, par ex. au travers d'une grille de critères durables<sup>35</sup>. Finalement, les deux derniers articles en particulier, et plus globalement les cinq articles de thèse, aboutissent à un *cadre conceptuel, analytique et interprétatif des impacts de la financiarisation sur la durabilité urbaine en fonction du contexte institutionnel et territorial*. Ce cadre peut être résumé ainsi :

La financiarisation de la ville conduit à une saisie très sélective et partielle de l'espace urbain avec comme priorité les quartiers centraux des grands métropoles et signifie par là même la construction d'une comparabilité « décontextualisée » entre villes sur la base des critères de rendement, de risque et de liquidité. Ce drainage des capitaux vers les métropoles change les modalités de la production urbaine et questionne la manière dont le capital financier, rendu aujourd'hui plus mobile avec la financiarisation, s'investit concrètement dans la ville ainsi que la nature des enjeux territoriaux liés à l'urbanisme et à la durabilité urbaine (Figure 4). Dans ce cadre, le rôle des intermédiaires spécialisés s'avère fondamental puisqu'ils ont pour fonction de transmettre et de traduire les multiples caractéristiques concrètes et territorialisées des objets et des marchés en données financières centralisées, comparables et hiérarchisables par des investisseurs globaux. Cette géographie en « surplomb » interroge également le rôle, la capacité et le cercle des acteurs urbains locaux, tels que la municipalité, les partis politiques, les organisations environnementales ou plus largement les habitants, qui interviennent dans la gouvernance des projets urbains.

Inscrit dans le paradigme du circulatoire et étant la symétrie de la mobilité du capital, l'**ancrage** est défini ici comme un **processus de négociations** portant à la fois sur la (re)territorialisation et la matérialisation du capital financier dans un contexte urbain et sur la durabilité des projets urbains. Ces relations générales entre financiarisation et durabilité prennent différentes formes selon les contextes urbains. Ces formes sont les arrangements institutionnels négociés par les acteurs impliqués et qui débouchent (ou non) sur la concrétisation des projets et leur achat par des financiers.

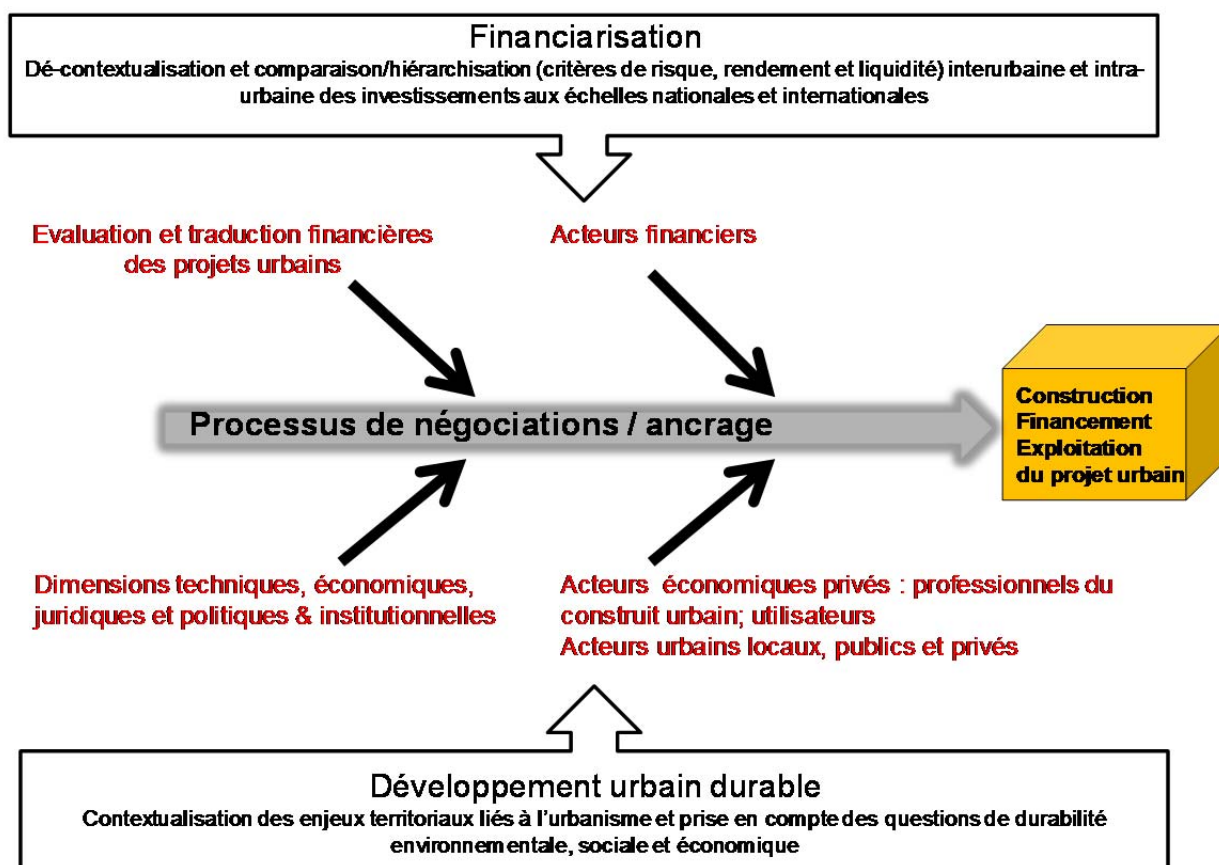
Les **acteurs ancreurs** sont les *coalitions qui ont un intérêt direct à ce que le projet se réalise à un endroit précis*. Elles prennent des formes variables (acteurs privés et/ou publics, promoteurs, futurs utilisateurs) selon les projets et les contextes urbains. Parmi les métiers du construit, les *sociétés de développement-construction* jouent un rôle central puisqu'elles interviennent dans la coordination avec les propriétaires fonciers et les différentes professions spécialisées dans le construit urbain (architectes/ingénieurs pour le design ; sociétés d'expertise et de conseils immobiliers ; etc.). Afin que les projets puissent se matérialiser, les acteurs économiques privés doivent également s'appuyer sur ou négocier avec les acteurs urbains locaux, publics (municipalité, partis politiques) et privés (organisations non gouvernementales, habitants).

---

<sup>35</sup> Cette vision qui peut paraître étroite de la durabilité urbaine s'est avérée être une manière opératoire pertinente pour approcher le développement durable sur le terrain et par les représentations des acteurs sur des enjeux de durabilité. De ce fait, cette définition écartait certains critères et mesures de durabilité qui ne posaient pas problème dans les projets urbains (par ex. pose de toits naturalisés ou création d'espaces verts et de détente autour des bâtiments).

Les négociations portent en particulier sur l'évaluation et la traduction des projets et de la durabilité en données financières ainsi que sur la répartition des coûts. Ces traductions financières portent sur des dimensions techniques, économiques et juridiques (type d'affectations, qualité de la construction, infrastructures d'accès, propriété et financement, utilisation ou exploitation commerciale, etc.) et correspondent également à des exercices politiques et institutionnels. Les politiques urbaines liées à la transformation du paysage urbain (urbanisme, mobilité, protection de l'environnement et du patrimoine, etc.) ainsi que les « attitudes » locales vis-à-vis des questions environnementales ou de durabilité (par ex. Agenda21) sont des éléments incontournables de la gouvernance urbaine « durable ».

Figure 4 : le processus d'ancrage du capital et de négociation de la durabilité urbaine



Source : élaboration propre

## 2.2 Le positionnement et la contribution par rapport à la littérature

Les caractéristiques des approches théoriques et des domaines de littérature de la thèse sont présentées en deux temps, reflétant les deux niveaux (ou perspectives) des études de cas menées (Figure 3). Par le biais de la première étude de cas sur les investissements des caisses de pension suisses, les trois premiers articles abordent le fonctionnement du *système financier* et les conséquences sur les régions et les villes (territoires) de l'articulation entre les sphères financière et réelle de l'économie (2.2.1). Les deux autres articles, qui découlent de la deuxième étude de cas sur les grands projets immobiliers commerciaux en Suisse, abordent l'articulation entre les sphères financière et réelle de l'économie dans le cas du *système urbain* et sous l'angle de la durabilité (2.2.2).

### 2.2.1 Le fonctionnement de l'industrie financière : les relations entre finance et territoires

Afin de développer une approche territoriale de l'industrie financière, deux domaines de littérature ont été mobilisés. D'une part, les travaux d'économistes régulationnistes (ou institutionnalistes et conventionnalistes) traitant des marchés financiers, et d'autre part, la géographie de la finance qui représente une branche encore peu développée de la géographie économique. En dévoilant à la fois les institutions et les spatialités des marchés financiers, la réunion de ces deux domaines de littérature m'a permis de définir la financiarisation comme un processus de construction et d'exploitation de la mobilité/liquidité du capital et de conceptualiser les relations entre les sphères financière et réelle de l'économie.

#### 2.2.1.1. Le courant régulationniste des marchés financiers

Depuis une quinzaine d'années, l'autonomisation de la sphère financière et ses effets sur l'économie réelle ont fait l'objet de contributions de la part d'économistes institutionnalistes/régulationnistes. Cette littérature montre en quoi la transformation des institutions a permis aux marchés financiers de se développer et à constituer un système de croissance (régime d'accumulation) basé sur l'innovation financière, et aboutissant à l'imposition de critères de gestion de plus en plus en décalage avec les activités économiques réelles. Ce courant constitue le *cadre macro-institutionnel de la thèse* : il apporte les notions et concepts clés du fonctionnement des marchés financiers et les différents travaux permettent de montrer les relations entre entreprises cotées, investisseurs et institutions financières.

D'inspiration keynésio-marxiste, l'Ecole de la Régulation place le développement ou la reproduction économique d'une société dans un cadre institutionnel (ou mode de régulation). Son objectif de comprendre l'évolution du capitalisme, est à inscrire dans le champ de l'institutionnalisme historique (Théret, 2000). Le capitalisme consiste en une succession de périodes qui se distinguent par le degré de cohérence des arrangements institutionnels à la base du développement économique. Les périodes stables représentent des *régimes d'accumulation* particuliers à part entière<sup>36</sup>. Un régime d'accumulation se caractérise par une relative stabilité macroéconomique, c'est-à-dire qu'au-delà des mouvements liés aux phénomènes de destruction créatrice, l'accumulation de capital peut se poursuivre en raison d'un niveau de profit globalement suffisant et régulier. Cependant, chaque régime est parcouru de crises plus ou moins fortes. Les grandes crises peuvent alors provoquer une remise en cause de la configuration des grandes formes institutionnelles retenues par l'Ecole

---

<sup>36</sup> Deux grands régimes ont été ainsi identifiés depuis l'apparition de la société industrielle (ou de la société dite moderne), le régime concurrentiel (1850-1914) et le régime fordiste (1950-1974) (Billaudot, 2001).

de la Régulation<sup>37</sup>, à la base du mode de régulation d'un régime d'accumulation (Billaudot, 2001).

### **Les deux concepts clés : le régime d'accumulation financiarisée et la liquidité**

A la fin des années 90, certains auteurs ont avancé que le régime d'accumulation qui s'est développé à partir des années 80, dépendait de plus en plus de la finance de marché (Chesnais, 2001 ; Boyer, 2000 ; Lordon, 2000 ; Orléan, 1999 ; Aglietta, 1998). Celui-ci ferait suite au régime d'accumulation fordiste, centré sur la production et la consommation de masse, dans lequel *le système financier était subordonné au capital industriel productif et prenait essentiellement la forme de crédits bancaires*. L'obtention du crédit bancaire était de surcroît, relativement aisée et ceci pour l'ensemble des entreprises. Que le régime d'accumulation centré sur les marchés financiers prenne la forme d'un véritable « régime d'accumulation financiarisé » (Boyer, 2000 et 2009) porteur d'une cohérence institutionnelle et d'une stabilité globale ou qu'il soit un simple régime de croissance financiarisée, incomplet et instable, importe peu (voir sur ce point Clévenot, 2008). Il apparaît que – ayant d'abord concerné les Etats-Unis ou la Grande-Bretagne, où le régime d'accumulation financiarisé s'avère le plus cohérent – les économies d'un nombre croissants de pays ont été de plus en plus soumises à la finance de marché depuis les années 80.

Dans ce nouveau régime, l'accumulation consiste en *l'accroissement constant de la valeur des entreprises et institutions cotées ainsi que de la capitalisation des marchés financiers*. Pour les entreprises cotées, l'intérêt de cette croissance boursière est de voir augmenter leur capacité d'endettement et de pouvoir ainsi mener des opérations de croissance externe (OPA sur les marchés financiers ; achats d'entreprises non cotées). Quant aux investisseurs (actionnaires), la hausse des cours sur les marchés leur permet d'atteindre, ou leur promet (Giraud, 2001), des taux de rentabilité élevés pour leurs placements.

La **notion de liquidité** est au cœur des travaux en économie institutionnaliste sur la finance de marché. Contrairement à la théorie financière standard (néoclassique et dérivée de Markowitz), les marchés financiers ne sont pas le reflet des évolutions de l'économie réelle et leur fonction ne sert pas à allouer de manière optimale les investissements, mais à *rendre liquides des droits de propriété*. En effet, ce qui caractérise les marchés financiers, par rapport au capital réel, c'est leur capacité à rendre les titres liquides. Cela implique deux opérations : tout d'abord, la formalisation du contrôle du capital réel par la titrisation et ensuite la construction de la liquidité des marchés financiers. De cette manière, la liquidité atténue en principe le risque qu'engendre l'immobilisation du capital en offrant aux détenteurs de capitaux la possibilité de se désengager à tout moment de leurs investissements (Lordon, 2000 ; Orléan, 1999).

Dans cette perspective, les marchés financiers sont des institutions qui organisent la confrontation entre les opinions personnelles des investisseurs de façon à produire un jugement collectif qui ait le statut d'une évaluation de référence, c'est-à-dire d'un prix accepté

---

<sup>37</sup> L'Ecole de la régulation reconnaît cinq formes institutionnelles, caractérisant le mode de régulation d'un régime d'accumulation, qui sont conçues comme des codifications historiques des deux rapports fondamentaux du capitalisme, le rapport marchand et le rapport salarial (ou rapport de production capital-travail). Les formes de la contrainte monétaire (régime monétaire et financier), les formes de la concurrence (par ex. régimes concurrentiel, monopoliste, de concurrence administrée) et les modalités d'adhésion au régime international constituent des codifications du rapport marchand ; les formes de l'Etat (ensemble des compromis institutionnalisés qui une fois noués, créent des règles et des régularités dans l'évolution des dépenses et des recettes publiques) concernent des codifications qui ont des conséquences sur les deux rapports fondamentaux ; et enfin les configurations du rapport salarial (organisation du travail, hiérarchie des qualifications, mobilisation et attachement des salariés à l'entreprise, formation du revenu salarial direct et indirect, mode de vie salarié) (Chavance, 2007).

par tous. Dès lors, les cours/prix qui émergent sont des *consensus de la communauté financière* ou des *croyances partagées* où la liquidité repose sur *l'objectif de transformer les paris individuels sur des revenus futurs incertains en une valeur immédiatement disponible* (Orléan, 1999 et 2008). Basée sur des représentations collectives, la logique financière peut conduire à des comportements de plus en plus déconnectés de l'évolution des activités économiques réelles ou, en d'autres termes, à développer sa propre autonomie qui peut se caractériser de trois manières.

Premièrement, dans un contexte d'incertitude radicale<sup>38</sup> où les prix des actions ne représentent rien d'autre que les croyances de l'opinion financière, la meilleure attitude consiste à se comporter comme les autres, c'est-à-dire à agir selon « ce qu'on pense de ce que les autres pensent ». Face à cette rationalité mimétique, on se trouve dans une relation inverse à la loi de l'offre et de la demande, puisque la demande en titres entraîne la hausse des cours, qui en retour entraîne la demande et la hausse... Ces comportements d'imitation (ou d'anticipations autoréférentielles) fondent et renforcent les conventions financières préétablies sur certains secteurs d'investissement (par ex. la convention internet de la fin des années 90 ou l'immobilier de ces dernières années). Les acteurs financiers peuvent ainsi développer des représentations de plus en plus autonomes des évolutions de l'économie réelle qui ont des capacités auto-réalisatrices (anticipations auto-réalisatrices).

Deuxièmement, la liquidité met les actionnaires, notamment institutionnels, en position de force vis-à-vis des entreprises. Selon Orléan (1999), les actionnaires sont avant tout intéressés par la maximisation de la valeur actionnariale (shareholder value) et le risque est bien de voir les entreprises distribuer des dividendes ou/et d'effectuer des opérations financières (par ex. de relation) visant à augmenter/maintenir les cours plutôt qu'à investir dans l'appareil production et l'innovation.

Troisièmement, il peut exister des conflits entre certains investisseurs institutionnels et particuliers et intermédiaires financiers (par ex. gérants de fonds spéciaux : hedge funds ou private equity ; gérants de portefeuille), qui ne recherchent que les plus-values sur le court terme grâce à la liquidité, et d'autres acteurs financiers<sup>39</sup> dont les placements sur les marchés financiers peuvent se faire sur des horizons plus longs avec l'utilisation d'autres critères, par ex. de développement durable, que ceux purement financiers (risque et rendement).

### **Les relations entre investisseurs, entreprises cotées et institutions financières**

En mettant l'accent sur les causes et les conditions institutionnelles – réformes institutionnelles de libéralisation financière et développement de l'épargne collective et des investisseurs institutionnels<sup>40</sup> (ces points sont développés dans les articles de thèse) – de la mise en place et de la construction des marchés financiers ainsi que sur leurs effets sur les types d'organisation des activités économiques, les travaux institutionnalistes ont cherché à comprendre le rôle de la finance de marché dans les transformations du capitalisme au cours des trois dernières décennies. Ces travaux peuvent être classés en deux groupes.

---

<sup>38</sup> Ce point, en lien avec la théorie financière moderne, est développé dans les articles 1 (l'expansion territoriale de l'industrie financière) et 3 (financiarisation de l'immobilier).

<sup>39</sup> Aglietta (2008 et 2009) définit les caisses de pension à prestations définies, les assurances et les fonds souverains comme des investisseurs institutionnels de long terme.

<sup>40</sup> On peut distinguer entre les anciens et nouveaux investisseurs institutionnels (Dupuy et Lavigne, 2008). Depuis les crises boursières de 2000-2001, de **nouveaux investisseurs institutionnels** (par exemple les real estate investment trust, les private equity funds ou encore les hedge funds), se sont fortement développés et ont répondu à la demande de diversification des risques d'anciens investisseurs institutionnels, tels que les fonds de pension, les fonds d'assurance ou encore les fonds souverains.

Premièrement, les travaux qui ont porté sur la *financiarisation des entreprises et le développement de la « shareholder value »*. Certains auteurs se sont préoccupés des effets de la finance dans la gouvernance des entreprises. L'intervention d'investisseurs institutionnels, notamment étrangers, a considérablement modifié la structure actionnariale des entreprises et, plus globalement, des capitalismes européens basés sur des participations croisées entre les grandes entreprises et les banques nationales<sup>41</sup> (Montagne, 2006 ; Aglietta et Rebérioux, 2004 ; Boubel et Pansard, 2004 ; O'Sullivan, 2003 ; Morin et Rigamonti, 2002 ; Froud et al., 2000 par ex.). A travers la « shareholder value », ces différents travaux mettent en évidence l'imposition d'une rentabilité élevée et le développement d'une logique temporelle de court terme reposant sur la liquidité (exit). D'autres auteurs ont porté leur attention sur les effets de la cotation en Bourse et du développement de la valeur actionnariale sur l'organisation et les stratégies des entreprises (Coriat, 2008 ; Colletis et al., 2007 ; Batsch, 2002 ; Morin, 1998 ; par ex.). Le développement d'une logique financière au sein des entreprises se traduirait notamment par des opérations de croissance externe (OPA sur les marchés financiers) et de recentrage de celles-ci vers leurs activités de métier, ou « core business » (désintégration verticale et concentration des groupes vers les fonctions et produits à haute valeur ajoutée). Cela se traduirait également par la flexibilisation des contrats de travail, le développement et l'internationalisation de la sous-traitance afin de réduire les coûts fixes et d'externaliser les risques de production/marché.

Le deuxième groupe de travaux comprend les auteurs qui ont abordé la *financiarisation sous l'angle des transformations du rôle des banques et de l'innovation financière*. Premièrement, Morin (2006) montre que les principales banques du monde, soit une dizaine d'établissements, interviennent dans les services et les opérations liées aux marchés financiers pratiquement à chaque étape. Elles gèrent la fortune des particuliers et des institutionnels, proposent toutes sortes de véhicules de placement (fonds cotés et non cotés) et de produits financiers (produits standards et produits novateurs comme les produits dérivés par ex.) et sont des intervenants majeurs sur les marchés boursiers (institutions financières cotées). Enfin, elles vendent leurs services aux entreprises (entrée en bourse, émissions, rachats d'action, OPA, etc.) et leurs accordent des crédits, ainsi qu'aux différents véhicules financiers (hedge funds, fonds en private equity par ex.). Deuxièmement, l'innovation financière se traduit par un décalage et une autonomie toujours plus importante de la finance par rapport à l'économie réelle (Lordon, 2008 ; Boyer, 2009). La montée des produits dérivés illustre ce phénomène. Alors que les dérivés « classiques » servaient à se protéger des risques sur les différents marchés (monétaire, titres, matières premières, etc.<sup>42</sup>), la titrisation d'une ampleur industrielle de produits composites fabriqués avec les créances bancaires (prêts hypothécaires ; prêts étatiques, à des entreprises ou à des particuliers) peut être considérée comme le stade ultime du processus d'autonomisation de la finance par rapport à la sphère réelle de l'économie.

Depuis le début de la crise des subprimes en mars 2007, le nombre d'ouvrages d'auteurs institutionnalistes s'est multiplié (Artus et Pastré, 2009 ; Bourguignat et Briys, 2009 ; Aglietta, 2008 ; Lordon, 2008 par ex.). Ils ont en commun de montrer les transformations structurelles engendrées par la mise en place des systèmes financiers interconnectés au niveau mondial et centrés sur la finance de marché. Sensée diversifier les risques par leur diffusion auprès d'investisseurs internationaux, l'interconnexion a accentué la crise par ses effets systémiques. Dans ce cadre, si l'innovation financière a permis de pérenniser la finance de marché par la construction d'une bulle permanente entretenue à travers la création de nouveaux débouchés,

---

<sup>41</sup> Si en France, le système de participations-croisées semble avoir été démantelé par l'arrivée massive d'investisseurs institutionnels étrangers, notamment américains (Jeffers et Plihon, 2002 ; Froud et al., 2000), l'Allemagne semble avoir été moins touchée (voir sur ce point Hackethal et al., 2005 et 2006)

<sup>42</sup> A ce titre Morin (2006) évoque le paradoxe du développement de dérivés qui entraîne une volatilité des marchés due à la spéculation et qui amène à créer de nouveaux dérivés.

elle s'est accompagnée de nombreuses crises globales (comme en 2001) ou régionales (crises asiatique ou argentine) qui ont eu d'importants effets systémiques et qui se sont soldés à chaque fois par l'intervention des principales banques centrales et par l'injection de liquidités (Aglietta, 2005).

A l'instar de Boyer (2009) – pour lequel la crise financière de 2008-2009 marque la fin du régime d'accumulation tiré par la finance qui a pu se développer aux Etats-Unis et dans une moindre mesure en Grande-Bretagne – les réflexions des auteurs institutionnalistes portent sur les formes de la régulation du système financier de manière à repenser l'articulation des sphères réelle et financière de l'économie.

En résumé (Figure 3), l'Ecole de la régulation apporte le cadre macro-institutionnel et les notions clés du régime d'accumulation financiarisée. Toutefois, l'immobilier n'a pas fait l'objet de conceptualisation particulière dans l'approche régulationniste. En outre, les travaux institutionnalistes sur la compréhension des modalités de fonctionnement de la finance de marché et son imposition à l'économie réelle restent essentiellement orientés sur les grandes entreprises cotées en Bourse et dans les pays européens. Des études comparatives restent à mener, notamment dans la perspective d'analyser l'évolution de la variété des capitalismes<sup>43</sup>.

### 2.2.1.2. La géographie de la finance

Afin d'aborder les spatialités du régime d'accumulation financiarisée et ses effets sur l'organisation socioéconomique, la littérature en géographie de la finance a été mobilisée. Cette littérature en géographie économique s'est récemment développée.

Harvey peut apparaître comme le premier auteur contemporain à s'être préoccupé du rôle de la finance en géographie (Tickell, 2000). Dans ses travaux sur la dynamique spatiale du capitalisme contemporain (le spatial fix ; 1982) et sur la relation entre capitalisme et urbanisation (1978)<sup>44</sup>, cet auteur souligne l'importance du système financier dans la circulation du capital et notamment du capital financier<sup>45</sup>. Toutefois, il n'aborde pas vraiment

---

<sup>43</sup> Le débat contemporain sur la variété des capitalismes remonte à Albert (1991) et renvoie à la question la convergence vers un seul modèle de capitalisme, à savoir le capitalisme anglo-saxon. Au début des années 90, Albert opposait alors deux grands modèles de capitalisme. Premièrement, le capitalisme anglo-saxon dans lequel les marchés financiers jouent un rôle central, les investisseurs institutionnels y occupent une place privilégiée, et le contrôle des entreprises y est externe et avant tout favorable à la création de valeur actionnariale. Deuxièmement, le capitalisme européen continental ou rhénan dans lequel les marchés financiers jouent un rôle moindre. Ce sont les banques qui sont au cœur de la gouvernance financière tant par une implication directe dans le contrôle des entreprises que du point de vue de l'alimentation en ressources financières. Cette distinction, avec les termes d'économies de marché libérales et de marché coordonné, a été reprise au début des années 2000 par Hall et Soskice (2001), dans un ouvrage qui est devenu la référence de toutes les études sur la diversité des économies capitalistes (varieties of capitalism, VoC). Par la suite, les études comparatives se sont amplifiées en allant au-delà de l'opposition binaire. Par exemple, Boyer (2004) a démontré la coexistence de quatre modèles de capitalisme et Amable (2005) en a identifié cinq.

<sup>44</sup> Harvey (1978) voit l'urbanisation du capital comme une circulation du circuit primaire de la production vers celui de la propriété afin de surmonter la suraccumulation inhérente à la dynamique du capitalisme, c'est-à-dire de la recherche de profits dans un environnement compétitif entre firmes capitalistes. En effet, le construit urbain, à savoir les infrastructures nécessaires à la production (usines, routes, etc.) et à la consommation (magasins, maison, etc.) économiques, fait partie du deuxième circuit d'accumulation du capital. Harvey a également identifié un troisième circuit composé du secteur technologique (R&D ; science et innovation au service de la reproduction du capital) et du secteur social (dépenses sociales au service de la reproduction du capital). Dans ce cadre, le système financier a pour fonction de faire circuler le capital ou le surplus de capital d'un secteur à l'autre (capital switch).

<sup>45</sup> Harvey (1982 et 2003) utilise la notion de « fictitious capital » pour parler des revenus – dividendes et intérêts – basés sur la propriété réelle ou de titres financiers et de crédits. De cette manière, l'accumulation financière signifie la centralisation par des institutions spécialisées de profits industriels non réinvestis et de revenus non

le rôle des marchés financiers ni le processus de financiarisation dans la dynamique du capitalisme contemporain, qui est vu comme un approfondissement de logique néolibérale conduisant à un nouvel impérialisme (Harvey, 2003 et 2005). Zeller (2008a et b) apparaît comme le seul en géographie de la finance à avoir prolongé les réflexions sur la finance de marché dans la lignée d'Harvey. Basé sur le concept régulationniste de régime d'accumulation financiarisée, Zeller place les marchés financiers au centre de l'expansion sectorielle et spatiale du capitalisme contemporain ou, en d'autres termes de la création de « spatio-temporal fixes » permettant de surmonter la suraccumulation du capital par l'intégration de secteurs et d'espaces à la logique de marché. Cette intégration et expansion se réalise de manière concomitante par la privatisation, la marchandisation et la titrisation de ressources matérielles (entreprises, infrastructures publiques, etc.), naturelles (matières premières) ou immatérielles (connaissances via la propriété intellectuelle). Il s'ensuit une logique de captation de la plus-value au profit d'actionnaires qui a d'importants impacts sur les entreprises et les régions. Cette pression des actionnaires a amené les grands groupes à s'internationaliser et organiser leur chaîne de valeur à une échelle globale de manière à réduire leurs coûts de production et à se concentrer sur les produits à haute valeur ajoutée. D'autre part, l'impact de la finance sur les entreprises a conduit à l'accentuation des inégalités spatiales – alors inhérentes à la dynamique capitaliste – au profit des pays et régions développées et notamment des métropoles financières. En se concentrant sur les aspects macro-institutionnels, Zeller fournit un cadre de réflexions pour d'autres travaux en géographie de la finance dans une perspective institutionnaliste visant à rendre compte de la déclinaison du régime d'accumulation financiarisée et des arrangements socio-institutionnels à différentes échelles spatiales et temporelles.

C'est à partir des années 90 que les géographes, surtout britanniques, se sont intéressés à la finance. Cela peut s'expliquer par la transformation du paysage bancaire et financier suite à la libéralisation financière du début des années 80 qui a conduit à une dualité de l'espace britannique. D'un côté, les activités financières se sont concentrées dans les régions londonienne et sud-est du pays contribuant ainsi à leur prospérité ; de l'autre, on retrouve un arrière-pays en mal de reconversion industrielle et délaissé par les activités bancaires.

La littérature en géographie de la finance porte sur les aspects géographiques de la reconfiguration des systèmes financiers, et plus spécifiquement de l'importance du rôle de la géographie dans le développement de la finance de marché. Les différences spatiales du processus de financiarisation et de ses effets sur l'organisation socioéconomique sont au cœur de l'analyse. En d'autres termes, les géographes montrent que la finance est encadrée géographiquement, ce que la récente crise financière semble avoir démontré : l'argent ne circule pas partout ni n'importe comment et l'espace n'est pas neutre (Clark, 2006a). Les travaux dévoilant les géographies de la finance ont essentiellement pris *trois directions* : les géographies des places financières, des investissements financiers et de la gouvernance d'entreprise.

### **Les géographies des places financières**

Au cours des années nonante, les travaux de la « geography of money and finance » ont montré l'importance du *rôle des places financières et les changements de spatialités liées à la transformation du secteur financier*. Certains ont souligné le développement et la concentration des activités financières dans les principales métropoles nationales ou globales (Sassen, 1991), le recentrage des activités financières vers l'international et le renforcement de leurs capacités d'arbitrage spatial (Leyshon et Thrift, 1997) ou encore l'évolution

---

consommés dans le but d'être valorisés en tant que placements financiers (obligations, actions, devises, etc.) situés en dehors de la production de biens et services.

temporelle de l'organisation spatiale des activités financières (Dow, 1999). Ces travaux ont en commun de montrer la logique expansionniste du système financier contemporain puisqu'il s'est peu à peu s'étendu au-delà des frontières institutionnelles et géographiques pour former un système financier interconnecté à l'échelle globale.

Plus récemment, les travaux ont porté sur les formes spatiales, aux échelles nationales et internationales, de la recomposition des places financières et des stocks exchanges liée à la compétition et à la spécialisation dans certains produits financiers (Faulconbridge et al., 2007 ; Engelen, 2007 ; Engelen et Grote, 2009). A une échelle métropolitaine, Capelle-Blancard et Tadjeddine, (2009) se sont préoccupés des effets spatiaux de la réorganisation des activités financières. Tadjeddine (2009) a montré que certaines activités « standards » se sont sub-urbanisées, alors que d'autres plus récentes telles que celles liées aux hedges funds tendent à se localiser dans les centres-villes et les beaux quartiers.

### **Les géographies des investissements financiers et les impacts sur les régions**

En réaction à O'Brien (1992) pour lequel les marchés financiers annihilent l'espace puisque la technologie permet de connecter l'offre et la demande de placement indépendamment de la géographie, l'analyse s'est focalisée sur *l'orientation des capitaux placés sur les marchés financiers*. Dans une étude sur les fonds de pension britanniques, Martin et Minns (1995) ont montré que ceux-ci sont canalisés par des institutions financières implantées principalement dans le sud-est du pays. Placés principalement à la bourse londonienne, ces fonds bénéficient essentiellement aux grandes entreprises cotées, et pratiquement très peu est réinvesti dans les différentes régions du pays.

Par la suite, l'accent a été mis sur la compréhension de *l'impact de la finance dans le financement des activités économiques et le développement régional*. Plusieurs travaux ont confirmé le biais spatial des investissements financiers et l'affaiblissement des régions périphériques composées principalement de PME (Corpataux et al., 2009 ; Pike, 2006 ; Pollard, 2003). Il apparaît également que le développement de l'innovation financière, par la saisie de nouveaux secteurs économiques, ne remet pas en cause la sélectivité spatiale propre à la finance de marché. Dans une étude sur les fonds en private equity en Angleterre, Martin et al. (2005) montre que les venture-capitalistes ou les business angels privilégient les entreprises appartenant aux secteurs « à la mode » tels que les entreprises high-tech ou biotech dont les rendements attendus sont les plus élevés. Ces représentations sont également spatiales puisque ce sont les entreprises situées dans la région du sud-est qui captent les capitaux.

Depuis la récente crise financière, les travaux se sont orientés sur les spatialités des nouveaux produits financiers dans le but de montrer l'expansion spatiale concomitante de l'innovation financière. Pour Leyshon et Thrift (2007), l'innovation financière correspond à une quête frénétique de nouvelles sources de revenus à partir de la financiarisation de « presque tout » actif réel<sup>46</sup>. En se basant sur les développements théoriques de Harvey et sur la notion d'accumulation par dépossession, certains auteurs montrent que la titrisation de la dette des ménages et la création de produits dérivés placés sur les marchés financiers correspondent au développement d'un nouveau circuit du capital et à une emprise sur la ville (Aalbers, 2008 ; Langley, 2006)

Plus globalement, il apparaît que la sélectivité spatiale des investissements peut être étroitement liée aux caractéristiques du système financier national. Dans une analyse comparative entre l'Allemagne et la Grande-Bretagne, Klagge et Martin (2005) ont mis

---

<sup>46</sup> Dans la même perspective, on peut mentionner l'article de Pike et Pollard (2010) sur la financiarisation de dérivés de climat.

évidence le rôle de l'organisation spatiale du système financier. Le système financier décentralisé, de type européen, apparaît plus favorable au développement régional et à l'identification des entreprises dynamiques.

### **Les géographies de la gouvernance d'entreprise**

En troisième lieu, la géographie de la finance renvoie aux *spatialités des investissements d'investisseurs institutionnels et de leur rôle dans la gouvernance d'entreprise*, et fait suite aux travaux comparatifs de Clark sur les fonds de pension (1998 et 2000) et sur les investisseurs institutionnels (Clark et Wojcik, 2007). Inscrites dans le cadre de la distinction entre deux principaux types de capitalisme (Hall et Soskice, 2001 ; Albert, 1991), avec les termes d'économies de marché libérales (ou anglo-américaines) et de marché coordonnées (ou européennes), ces études ont en commun de montrer la variété des situations nationales vis-à-vis de la plus ou moins forte ouverture des frontières et arrivée d'investisseurs institutionnels étrangers dans la gouvernance d'entreprise, et corollairement des modifications apportés par l'extension de la logique de « shareholder value ». En Allemagne par exemple, les marchés financiers s'organisent toujours sur des bases régionales où la proximité actionnariale joue un rôle important dans l'accès aux informations (Wojcik, 2003 et 2009). Les concentrations géographiques et organisationnelles demeurent fortes et les principaux actionnaires proviennent des mêmes régions que celles des entreprises cotées. A une échelle internationale, Dupuy et Lavigne (2008) ont également souligné le rôle de la proximité et du biais national des placements des investisseurs institutionnels. D'autres études mettent en évidence le rôle des investisseurs institutionnels dans l'établissement de standards globaux (Hebb et Wojcik, 2004) ou dans le développement d'agences de notation extra-financières (Salo, 2002), et par là même de la convergence vers un système capitaliste de type anglo-américain basé sur la « shareholder value » (Wojcik, 2007).

En résumé (Figure 3), la littérature sur la géographie de la finance permet de montrer les spatialités à différentes échelles du régime d'accumulation financiarisée. Ainsi, si la finance de marché est l'activité globalisée par excellence, ces travaux ont bien montré qu'elle se caractérise avant tout par des relations lointaines privilégiées entre places financières (globales) qui s'articulent avec des dynamiques locales déterminantes. Dans le même temps, la géographie de la finance, notamment les travaux sur la gouvernance d'entreprise, rend compte de l'importance et de la diversité des cadres institutionnels permettant ainsi de relativiser la force structurelle de la finance sur les pays et les régions et par conséquent de la variété des formes d'articulation entre les sphères réelle et financière. Cependant, si le rôle des institutions est diversément souligné par nombre d'auteurs, une conceptualisation plus systématique des institutions, notamment inspirée de l'Ecole de la Régulation, reste à effectuer afin de développer une approche plus globale du rôle et des impacts de la finance sur l'économie et les régions en géographie de la finance (Engelen et al., 2010).

## 2.2.2 La production urbaine : les relations entre finance et durabilité

Les caractéristiques des trois domaines de littérature à la base de l'approche territoriale de la financiarisation de la ville et de la durabilité urbaine sont présentées en deux temps (Figure 3, point 2.1 ci-dessus). Le premier domaine est constitué des travaux d'économistes et de géographes traitant du renforcement des liens entre marchés immobilier et finance. Puis deux domaines complémentaires de la géographie urbaine ont été mobilisés, celui de « l'actually existing neoliberalism » et celui du « développement urbain durable ». Ces derniers permettent d'inscrire les acteurs de la production urbaine et les projets immobiliers dans leur contexte institutionnel et territorial. La réunion de ces trois domaines de littérature constitue le cadre théorique de la financiarisation de la ville à partir duquel j'ai pu développer le *concept d'ancrage du capital financier – mobile – dans la ville* et de le définir comme *un processus de négociation portant sur les aspects à la fois financiers et durables*.

### 2.2.2.1. Marché immobilier et ville : vers une prise en compte de la finance

Le premier groupe de travaux qui forme ce que j'ai appelé « la financiarisation du construit urbain » s'appuie sur deux domaines de littérature de l'économie immobilière. Le premier se réfère à la littérature anglo-saxonne sur les marchés immobiliers (Guy, Keogh, Henneberry, etc.) dont l'objectif a été d'analyser le *fonctionnement réel des marchés immobiliers*<sup>47</sup>. Adoptant ainsi une vision endogène des marchés immobiliers, ces travaux ont en commun de montrer en particulier le rôle des sociétés de développement-construction dans la construction de l'offre sur les marchés immobiliers et dans la relation avec les investisseurs, soit la demande d'investissement.

Le deuxième domaine de littérature comprend des travaux qui, avec l'intervention croissante d'investisseurs institutionnels dans l'immobilier au cours des années 90 dans différents pays, ont en commun de montrer le *renforcement des liens entre marché immobilier et finance* au cours de ces dernières décennies. Parmi les différents auteurs, économistes ou géographes, qui abordent les changements fonctionnels engendrés par le développement d'une logique financière dans l'immobilier, je me suis appuyé en particulier sur des auteurs qui ont réalisé des études de cas dans le cadre d'opération de revitalisation urbaine en Grande-Bretagne (Adair et al., 2003 et 1999; McGreal et al., 2000) et en France (Nappi-Choulet, 2002 et 2006)<sup>48</sup>. Ces travaux mettent ainsi concrètement en évidence les rationalités d'investissement

---

<sup>47</sup> Dans le cadre d'un „institutional turn“ (Guy et al., 2002 ; Healey, 1999 ; Keogh et D'Arcy, 1999), cette littérature économique réagit par rapport aux approches abstraites, néoclassique et marxiste, des marchés immobiliers. Dans ces deux approches, les marchés immobiliers dépendent de la croissance des autres secteurs économiques et ne sont pas représentés avec leurs dynamiques endogènes. En d'autres termes, l'immobilier est une demande dérivée. Schématiquement, dans l'approche classique, la demande immobilière, en bureaux et en logements, résulte des changements démographiques ou sur les marchés de l'emploi. L'offre immobilière, via les entreprises de développement-construction, va réagir à cette demande, mais avec un temps de décalage dans les cycles en raison du temps qu'il faut pour développer et construire. Dans l'approche marxiste, notamment dérivée des réflexions de Harvey (1978, 1985), l'immobilier (et plus largement les infrastructures) constitue le deuxième circuit du capital. L'accent est mis sur l'offre de capital, soit sur les investisseurs, et l'immobilier devient un secteur attractif que lorsqu'il y a des surinvestissements dans le premier circuit (dit de production). Plus globalement, le fonctionnement des marchés immobiliers est expliqué par la compétition que se livrent les capitalistes dans l'appropriation de la rente urbaine. A travers une approche réaliste des marchés, basée sur une démarche de recherche empirique, l'approche institutionnaliste de l'immobilier tient compte des institutions qui régissent les marchés immobiliers (droits de propriété, rapports propriétaire-locataire, taxes sur les mutations, etc.) ainsi que des processus et des différents acteurs spécialisés.

<sup>48</sup> Même s'ils sont mobilisés, en particulier dans le troisième article, notamment pour illustrer les nouvelles méthodes d'évaluation financière des immeubles (méthode DCF, cf. note 49) ainsi que les spatialités particulières des investissements, j'ai laissé de côté de nombreux auteurs s'inscrivant en « économie immobilière et financière ». Les études se sont alors surtout focalisées sur la question de l'optimisation des portefeuilles d'investissement immobilier des investisseurs institutionnels, tant sur les plans sectoriel (immobilier de bureaux,

des institutions financières et les nouvelles méthodes d'évaluation immobilière dérivée de l'analyse financière<sup>49</sup> dans le cas de projets immobiliers particuliers.

Ce n'est que très récemment que le *concept de financiarisation de l'immobilier* a été explicitement utilisé par un nombre croissant de travaux et que la géographie de la finance s'est intéressée aux impacts de la finance sur le fonctionnement des marchés immobiliers et le paysage urbain (Clark, 2006b). Deux formes de financiarisation découlent de la « saisie de l'immobilier par la finance » (Renard, 2008).

La première renvoie à la financiarisation de l'immobilier (Theurillat et al., 2010 ; Nappi-Choulet, 2009 ; Aveline-Dubach, 2008) et des infrastructures urbaines (Torrance, 2008 et 2009 ; Clark et Evans, 1998). Ces travaux sont à situer dans le cadre d'un renouveau des acteurs financiers pour l'immobilier, notamment depuis la crise financière de 2000-2001, qui est devenu un placement alternatif, à l'instar par exemple des investissements dans des entreprises non cotées (private equity) ou dans les fonds spéculatifs (hedge funds), permettant de diversifier leurs portefeuilles d'investissement. Essentiellement axés sur les pays nord-américains (USA et Canada) et de l'Europe occidentale (Angleterre, Pays-Bas, France ou Suisse), les recherches sur la création de marchés immobiliers financiarisés concernent de plus en plus d'autres pays, asiatiques (Aveline, 2008) et/ou latino-américains (David et Halbert, 2010 ; David, 2010).

La deuxième forme de financiarisation de l'immobilier fait référence au marché de la dette immobilière<sup>50</sup>. Depuis la récente crise des « subprimes », les produits dérivés immobiliers ont fait l'objet d'un nombre croissant d'études, principalement aux Etats-Unis, en Angleterre et aux Pays-Bas (Aalbers, 2008, 2009a et b ; Wainwright, 2009).

Ne rendant pas compte de l'inscription de la financiarisation de l'immobilier dans la dynamique plus globale de l'industrie financière en lien avec le régime d'accumulation financiarisé (Figure 3), les travaux d'économistes et de géographes mobilisés ont été importants pour constituer une première approche de la « financiarisation de la ville ». Ces travaux m'ont en effet permis de développer les aspects fonctionnels, institutionnels et spatiaux de la déclinaison de la **logique financière sur les marchés réels**. Plus précisément, cela m'a permis *d'inscrire l'immobilier dans la logique d'innovation financière rendue possible par des réformes institutionnelles* et de questionner les impacts de la finance dans deux directions : *sur le fonctionnement des marchés immobiliers et les différents métiers spécialisés* d'une part, et *sur les espaces financiarisés et les politiques publiques* d'autre part.

---

immobilier commercial, etc.) que spatial (diversification par région) (voir, par ex., pour le cas suisse : Bourassa et al., 2010 ; Bourassa et Hoesli, 2010 ou, pour une revue récente de la littérature : Parker, 2010).

<sup>49</sup> Les « nouvelles » méthodes d'évaluation financière de l'immobilier, dites de « discounted cash flows », permettent de calculer les revenus réguliers des loyers ainsi que les plus-values à la revente. Parallèlement, afin de maximiser la rentabilité des fonds propres (le taux de rendement interne, TRI), les opérations peuvent être réalisées par un recours à l'emprunt où les effets de levier peuvent être importants en fonction du niveau des taux d'intérêt. L'utilisation de l'effet de levier varie selon les types de fonds et d'objets urbains (Theurillat, 2010). Il est courant de distinguer entre trois catégories : les fonds opportunistes qui s'intéressent aux objets où les risques locatifs sont élevés et qui utilisent fortement l'effet de levier, et les fonds « value added » et « core » qui s'intéressent aux objets moins risqués et qui recourent moins à la dette. Observons que ces deux types de comportement (patrimonial vs spéculatif) dépendent également de la forme juridique des institutions et des législations nationales autorisant le degré d'endettement ainsi que de l'intégration à des groupes bancaires (fonds d'investissement de banques d'investissement : Morgan Stanley et Goldman Sachs par ex.).

<sup>50</sup> Cette modalité d'emprise de la finance sur la ville n'est pas un objet d'analyse de la présente thèse.

## **L'immobilier comme innovation financière : les changements fonctionnels et institutionnels**

La financiarisation de la ville signifie tout d'abord l'intérêt croissant des acteurs financiers à posséder de *nouveaux objets urbains* qui ont été mis sur le marché ces deux dernières décennies dans un nombre grandissant de pays. Le marché de l'investissement du construit urbain a prioritairement concerné des objets « traditionnels » tels que les immeubles résidentiels ou de bureaux possédés par des acteurs financiers « traditionnels » (banques et assurances principalement ; Fainstein, 2001). Plus récemment, les objets urbains de grande taille, privés (centres commerciaux, tours de bureaux ou business districts) ou publics, tels que des bâtiments ou des infrastructures ont intéressé de manière croissante les investisseurs institutionnels (fonds immobiliers, sociétés immobilières, caisses de pension). Outre les conséquences sur les types d'affectations du construit urbain<sup>51</sup>, la logique financière pose la question de l'adéquation des investissements aux besoins économiques. D'un côté, les acquisitions peuvent se faire selon un comportement patrimonial, basé sur des revenus locatifs de long terme. Dans ce cas, le calcul de la rentabilité financière est étroitement lié à la viabilité des affectations économiques des projets urbains. De l'autre, les acquisitions peuvent se faire selon un comportement spéculatif, basé sur la réalisation de plus-value à relativement court terme, sur le modèle de ce qui se passe sur les marchés immobiliers boursiers. Dès lors, le calcul de la rentabilité financière peut être en décalage manifeste avec les types d'affectations et les besoins économiques.

L'augmentation de l'offre de placement immobilier correspondant aux besoins de diversification des placements des acteurs financiers fait suite à des réformes institutionnelles visant à encourager l'externalisation de l'immobilier d'entreprises, publiques et privées, et d'infrastructures publiques (Nappi-Choulet, 2009).

Inscrite dans un contexte de déficits publics, le transfert de la propriété publique peut notamment s'expliquer par la mise en place de mesures institutionnelles néolibérales encourageant la privatisation ou le développement de nouvelles formes de partenariat public-privé (PPP). Introduite en 1992 par le gouvernement anglais, la « Private Finance Initiative » a été le moyen de transférer la propriété et/ou la gestion d'infrastructures publiques à des sociétés privées (Dixon et Pottinger, 2006). Ce mouvement a également concerné différents pays européens, la propriété et la responsabilité de certaines infrastructures de réseaux (de transports : autoroutes, aéroports, ports, etc. ; d'énergie : électricité, eau, etc.) ayant été transférées à des sociétés privées (joint venture) ou à des institutions financières cotées ou non cotées en Bourse, ou encore à de grandes caisses de pension. Selon Inderst (2009), le marché des infrastructures publiques va encore se développer ces prochaines années étant donné que le processus de privatisation ou de PPP est à peine commencé dans certains pays européens et dans les pays émergents. Outre les infrastructures publiques, la vente du patrimoine public a également concerné l'immobilier. Elle a notamment commencé en Grande-Bretagne avec la plus grande vente du patrimoine immobilier public entre 1998 et 2000, pour s'étendre à l'Allemagne où de nombreuses villes ont cédé de très grands parcs de logements à partir des années 2000. Depuis 2007, suite à une modification institutionnelle, la vente du patrimoine public en Suède est également encouragée (Lorrain, 2008).

---

<sup>51</sup> Fainstein (2009) avance que les objets immobiliers « intéressants » pour les investisseurs privés reposent sur des affectations qui sont essentiellement commerciales et de loisirs, de bureaux, d'hôtels voire combinées avec des logements de haut standing. La propriété de bâtiments et d'infrastructures répondant à des demandes publiques sont des cas particuliers. Leur exploitation peut s'avérer intéressante puisqu'elle donne souvent lieu à des situations de monopoles (Lorrain, 2002). De ce fait, leur propriété (bail de propriété ou de location à long terme) peut donc être financièrement intéressante pour des investisseurs institutionnels.

Quant au transfert de la propriété d'entreprises privées à des acteurs financiers, il peut faire suite à la crise immobilière des années 1990 dans le secteur des bureaux et parallèlement au développement de fonds d'investissement immobilier. Le début de la décennie 90 marque la cession dans beaucoup de pays européens des actifs immobiliers de nombreuses compagnies d'assurance et de groupes bancaires (Nappi-Choulet, 2009)<sup>52</sup>. La reprise de ces actifs, notamment par des investisseurs anglo-américains, est également à l'origine de l'émergence de nouveaux types de fonds d'investissement en Europe tels que les Real Estate Investment Trust (REIT). Ces derniers ont été créés par certaines entreprises américaines afin de profiter des avantages fiscaux en allégeant leur bilan par le transfert de leur portefeuille immobilier (Marty, 2005)<sup>53</sup>. Par la suite, beaucoup de REIT ont été cotés en Bourse. Les REIT américains ont inspirés la création et le développement de sociétés d'investissement immobilier en Europe, au Japon et en Australie (Le Fur, 2006). Face à ces avantages, les fonds d'investissement immobilier plus classiques, qui existaient depuis plus de trente ans (notamment en Allemagne, en France et en Suisse), ont alors connus des évolutions pour alléger leurs contraintes d'investissement ou pour modifier leur fiscalité.

### **Les impacts de la finance sur le fonctionnement des marchés immobilier et sur les professions du construit urbain**

Deuxièmement, l'intervention d'acteurs financiers dans la propriété urbaine questionne les divers métiers du construit que j'appelle d'*intermédiation spécialisée* tels que les promoteurs, les constructeurs et les agents immobiliers (agences de conseils, de courtage). Ces derniers jouent un rôle clé dans les calculs de rentabilité financière et dans la matérialisation des investissements des institutions financières (achats d'objets existants ou développement) puisqu'ils disposent des connaissances indispensables sur les marchés locaux (Wood, 2004 ; Guy et Henneberry, 2002 ; Healey et al., 2002). Par conséquent, ces professions ont dû s'adapter aux exigences de leur « nouvelle » clientèle financière.

Bien que certaines grandes institutions financières disposent des compétences pour détenir de manière directe d'importants objets immobiliers ou infrastructures (Theurillat et al., 2010 ; Torrance, 2009), cette adaptation suppose, pour de tels projets complexes, l'acquisition de multiples compétences entrepreneuriales sur les plans technique, juridique, économique et financier. Dans un mouvement de glissement de l'immobilier vers les infrastructures de réseaux urbains principalement pour des raisons de diversification des risques, Lorrain (2002) observe la constitution, depuis les années 90 et dans différents pays, de groupes capables de concevoir, construire, commercialiser et gérer des produits plus grands et plus intégrés. En Espagne, par exemple, où l'immobilier et la construction ont été l'un des piliers de l'économie ces dernières années, de grands groupes de promotion-construction se sont développés et ont diversifié leurs activités et leurs produits (Pollard, 2007). A côté de la promotion et construction d'objets toujours plus variés (logements locatifs, résidences secondaires, complexes de tourisme, résidences pour étudiants ou personnes âgées, etc.), ils peuvent également s'occuper de leur gestion.

---

<sup>52</sup> De grandes sociétés européennes, dont certaines ont été privatisées auparavant, ont transféré au début des années 2000, la propriété de leurs immeubles dans des fonds d'investissement immobilier ou des sociétés immobilières cotés ou non cotés en Bourse (Nappi-Choulet, 2002). Ce mouvement a principalement concerné les sociétés des secteurs des télécommunications, de l'énergie, du commerce de détails ou des services financiers (British Telecom, France Telecom, Deutsche Telekom, EDF, Carrefour, Deutsche Post ou Deutsche Bahn par ex.).

<sup>53</sup> Ce transfert est doublement intéressant. En effet, les loyers perçus par le REIT sont déductibles des impôts de la société concernée, devenue locataire, tandis que le REIT ne paie pas d'impôts sur les sociétés.

Par ailleurs, certaines professions d'analyse et d'expertise immobilière jouent également un rôle essentiel dans l'amélioration de la transparence des marchés du construit urbain et dans l'évaluation financière comparative des villes. Dans le cas de la filière de l'immobilier d'entreprise à Paris, Auvray et al. (2008) montrent que l'information est produite en premier lieu par les agents et conseillers en immobiliers (brokers) qui, au fil des transactions, alimentent les bases de données construites par les différentes institutions spécialisées dans l'analyse des marchés immobiliers (instituts d'études immobilières ou agences de commercialisation). Les informations produites (par objet, segment de marché, région et quartier) passent ensuite par une série d'étapes qui sont autant d'opérations d'abstraction et de traduction financières de l'objet immobilier pour des institutions financières ; ce qui aboutit en définitive à se concentrer sur les critères de risque et de rendement. La sophistication des modèles utilisés peut toutefois laisser place à une simplification drastique dans la réalité et les décisions laisser une part importante à la subjectivité (Roberts et Henneberry, 2007).

Cependant, et malgré un certain nombre de travaux au cours des années 90 (Haila, 1997 ; Beauregard, 1994), la nature et l'ampleur des transformations structurelles de l'industrie des projets urbains induites par la financiarisation du construit urbain reste un objet de recherche d'actualité puisqu'il n'a été abordé en géographie urbaine que récemment et de manière indirecte. A ce titre, Torrance (2009), dans le cadre de l'internationalisation des investissements et de la construction du marché global des infrastructures, montre la complexification de la chaîne des acteurs lors de l'acquisition d'infrastructures urbaines ainsi que le rôle essentiel joué par les différents métiers spécialisés de la filière d'investissement du construit urbain. En constituant des consortia, les institutions financières s'appuient sur des spécialistes réunissant des compétences techniques, juridiques, de gestion et financières pour analyser l'environnement local d'investissement.

### **Les géographies de la financiarisation de l'immobilier et les impacts sur les politiques publiques**

Finalement, l'instauration de la logique financière sur les marchés du construit urbain produit un certain nombre d'effets spatiaux. On peut premièrement relever une hiérarchisation de l'espace puisque les investissements des institutions financières sont étroitement corrélés à la hiérarchie urbaine. En effet, ce sont avant tout les métropoles principales qui sont privilégiées et, au sein de celles-ci, les investissements sont ciblés sur certains quartiers (Theurillat et al. 2010 ; Halbert, 2004). Deuxièmement, la financiarisation est un facteur important de l'extension spatiale des marchés du construit urbain puisque ceux-ci s'organisent et fonctionnent de plus en plus à une échelle globale (Torrance, 2009 ; Aveline-Dubach, 2008). Cette orientation spatiale des capitaux financiers, contraire aux prescriptions de l'économie immobilière portant sur les placements d'investisseurs institutionnels, peut s'expliquer de plusieurs manières.

Tout d'abord, elle s'explique par le rôle de l'intermédiation spécialisée et plus particulièrement des agences de conseils en immobiliers. Fuchs et Scharmanski (2009) observent que certaines se sont transformées en véritables groupes transnationaux capables de fournir des données sur les marchés des principales métropoles de différents pays<sup>54</sup>. D'un côté, les informations locales récoltées sont à la base des modèles d'investissement utilisés par les financiers et permettent de rationaliser leur décision grâce à l'amélioration de la comparabilité. D'autre part, les bases de données produites tendent en retour à orienter et à structurer les investissements vers certains objets et certains lieux. Il s'ensuit un effet de « place dependency » vers les principales métropoles et vers certains objets en raison de rendements croissants une fois les marchés locaux rendus « transparents », de la constitution de

---

<sup>54</sup> Par ex. Richard Ellis, Jones Lang LaSalle ou Cushman&Wakefield.

partenariats ou encore par la construction d'opinions dominantes et mimétiques dans la communauté des investisseurs.

Ensuite, les métropoles représentent également les espaces de proximité des institutions financières immobilières puisque celles-ci, et notamment les principales d'entre elles, sont d'importantes places financières (Lizieri, 2009). Cette proximité renforce d'autant plus la connaissance des marchés immobiliers locaux et des besoins en immobilier d'entreprise des principaux occupants potentiels tels que les sociétés multinationales, notamment financières, ou les grands groupes commerciaux.

Enfin, la transformation du paysage urbain, un peu partout dans le monde au cours de ces dernières années, contribue au dynamisme des marchés immobiliers. Dans les métropoles européennes, celle-ci s'effectue souvent dans le cadre d'opérations de revitalisation urbaine dans lesquelles les municipalités peuvent jouer un rôle actif. Alors qu'en Angleterre, les opérations de revitalisation urbaine sont considérées comme relativement risquées par les investisseurs institutionnels (Adair et al., 2003), ceux menés en France, dans la région parisienne entre 1997 et 2002, ont été très lucratifs pour certaines institutions financières (Nappi-Choulet, 2006). D'un côté, l'Etat a joué un rôle essentiel de facilitateur des investissements en planifiant le développement de nouveaux quartiers et en fournissant les équipements infrastructurels. De l'autre, les investissements ont été principalement réalisés avec des risques entrepreneuriaux élevés, les locaux n'ayant pas été totalement loués, et par l'utilisation d'importants effets de levier. Dans le contexte américain, Weber (2010) montre que la municipalité de Chicago a été l'un des moteurs de la financiarisation et de la transformation du paysage urbain au moyen d'un instrument fiscal particulier consistant en la titrisation de revenus fonciers et immobiliers escomptés dans le cadre de projets urbains. Ce genre de produit appartient aux produits financiers alternatifs permettant alors de diversifier les portefeuilles d'investisseurs institutionnels.

En résumé, la littérature sur « la financiarisation du construit urbain » que j'ai mobilisé questionne les impacts de la finance en restant essentiellement centré sur *les acteurs privés de la filière de la production urbaine*, sans véritablement tenir compte des politiques urbaines et de la gouvernance urbaine. Certains géographes ont abordé le lien entre le capital financier, notamment globalisé, et l'aménagement urbain ou la régulation urbaine. Premièrement, rendant compte de l'influence de la finance sur la construction et la structuration de l'espace urbain, Crouzet (2003) parle de discrimination territoriale et Halbert (2004) de recompositions urbaines pour décrire l'instauration de dynamiques financières autonomes dans les cycles des marchés de l'immobilier d'entreprise, aboutissant à la création de pôles urbains qui renforcent la fragmentation fonctionnelle et spatiale au sein de l'espace métropolitain parisien. Deuxièmement, la logique financière pose la question des effets sur la régulation de l'espace urbain. Entre des propriétaires de plus en plus globaux et distants (américains, anglais, etc.) et des investissements locaux, la régulation du construit urbain génère de nouvelles formes de gouvernance, dites « glocales », susceptibles d'engendrer des tensions et des conflits (Torrance, 2009 et 2008 ; Graham et Marvin ; 2001). Cependant, la manière dont le capital financier s'investit concrètement dans la ville, en tenant compte des politiques urbaines et des acteurs locaux, demeure une question largement ouverte<sup>55</sup>.

---

<sup>55</sup> On peut citer à ce sujet le tout récent article de Rutland (2010).

### 2.2.2.2. Le contexte institutionnel des villes et les politiques urbaines : entre néolibéralisme et développement durable

Afin de rendre compte du contexte institutionnel urbain dans lequel se déroulent les investissements immobiliers des acteurs financiers, et de développer le concept d'ancrage du capital financier et de la durabilité comme un processus de négociation renouvelé, j'ai recouru à deux domaines de littérature dissociés et complémentaires en géographie urbaine (Figure 3) : le premier domaine regroupe des auteurs, essentiellement francophones, qui ont conceptualisé le développement durable (DD) à l'échelle urbaine. Le deuxième se réfère à des auteurs régulationnistes/marxistes, principalement anglo-américains, qui ont rendu compte des spatialités du régime institutionnel néolibéral et du rôle particulier joué par les villes.

Ces deux domaines de littérature ont en commun de caractériser les modalités contemporaines des politiques urbaines qui découlent de l'évolution des rapports entre l'Etat et les gouvernements locaux durant ces 20-30 dernières années. Brièvement, cette évolution se traduit par le *passage du gouvernement à la gouvernance*, et renvoie, selon les pays, à l'élargissement des compétences des gouvernements locaux, notamment en matière de planification et de développement économique (politique de décentralisation), à la montée d'institutions de coopération intercommunales ou à la création d'agences de développement urbain ou encore à la multiplication des acteurs intervenant dans la fabrication et la mise en œuvre des politiques urbaines (Pinson, 2010).

En insistant sur l'ouverture des villes sur leur environnement extérieur et sur l'articulation entre les différentes échelles ainsi que de la diversité de la déclinaison des politiques urbaines au niveau local (territorialisation), les deux champs mobilisés de la géographie urbaine reflètent deux visions et conceptualisations a priori contradictoires de la planification et du développement des villes contemporaines.

Ces deux domaines de littérature ont été utilisés pour élaborer deux modèles de ville, la ville durable et la ville néolibérale/financiarisée<sup>56</sup>, qui représentent les deux scénarios « extrêmes » du modèle de ville négociée que je propose dans le 5<sup>ème</sup> article de thèse. Faisant suite à l'étude de cas sur les grands projets immobiliers en Suisse, les deux modèles ont été établis en identifiant, à partir des travaux d'auteurs « clés », *les traits caractéristiques de chaquedomaine*. N'abordant pas les questions du fonctionnement des marchés immobiliers, ni du processus de financiarisation, ces deux domaines de la géographie urbaine ont été reliés avec celui de la « financiarisation du construit urbain ».

En définitive, situé à l'interface des impacts de la finance sur l'immobilier et les métiers du construit urbain d'une part et sur la planification et la gouvernance urbaines d'autre part, le modèle de « ville négociée » propose d'aborder les « nouvelles » formes de négociations produites par la finance et la durabilité dans le cadre de la production urbaine. Ma posture n'est pas « normative », au sens où elle reposerait sur l'établissement de critères de durabilité d'un côté (approche de la ville durable) et viserait à rendre compte de l'inscription de la gouvernance dans le régime néolibéral de l'autre (approche de la ville néolibérale). Plus précisément, elle s'inscrit, conceptuellement et méthodologiquement, dans la littérature émergente en géographie urbaine dit de « l'actually existing sustainabilities » (AES) qui appréhende de *manière située, institutionnellement et territorialement, les diverses formes contradictoires de la durabilité urbaine*. Utilisant le cadre les trois dimensions conceptuelles et analytiques de l'approche territoriale inspirée du courant néo-institutionnaliste américain

---

<sup>56</sup> Dans le 5<sup>ème</sup> article de thèse, « la ville négociée : entre durabilité et financiarisation », la littérature sur la ville néolibérale ou « actually existing neoliberalism » a été liée à celle sur la financiarisation de l'immobilier de manière à élaborer le modèle de « ville financiarisée ».

(1.2.1), ma démarche a consisté à examiner *en situation* les négociations et les arrangements institutionnels à la base de l'ancrage du capital financier et de la durabilité urbaine.

### **La ville durable : les politiques urbaines pour réaliser le développement durable**

Le domaine de littérature autour de la « ville durable » rassemble des auteurs qui se sont préoccupés de la déclinaison de la durabilité au niveau local et pour lesquels le développement durable est un principe d'action incitant les individus à changer leurs modes de vie face à l'enjeu de la préservation même de la collectivité humaine (Zuindeau, 2000). Les réflexions conceptuelles et méthodologiques autour de la territorialisation du développement durable se sont articulées autour de trois thématiques.

Tout d'abord, la territorialisation est la condition de la prise en compte de la dimension sociale du développement durable qui est apparue à la fin des années 80<sup>57</sup>. La vision « socio-centrée » (Sébastien et Brodhag, 2004) appréhende sur un même pied d'égalité la complexité des relations que l'homme entretient avec son environnement. Alors que l'approche « écocentrée » de la durabilité (dite de la durabilité « très » forte) souligne la dépendance de la logique économique par rapport à la logique sociale, elle-même soumise à la logique de la biosphère, l'approche « économique » (dite de la durabilité faible) considère la société et l'environnement comme extérieurs à l'économie. Dans ce cadre, la solution consiste à faire basculer les éléments environnementaux dans la sphère marchande en leur attribuant des droits de propriété, tout en considérant que le but est d'assurer la croissance, de génération en génération, du revenu par habitant grâce au progrès technologique. Ce qui revient à remplacer le capital naturel par du capital artificiel puisque c'est la préservation du stock de capital total (naturel et artificiel) qui assure la croissance du revenu par habitant à long terme<sup>58</sup>. L'approche socio-centrée (ou forte) de la durabilité partage avec l'approche « écocentrée » le refus de la substituabilité entre capital naturel et capital artificiel et la confiance dans le seul progrès technologique sans véritable changement des comportements des acteurs (Boidin et Zuindeau, 2006 ; Da Cunha, 2003). Cependant, si les phénomènes économiques sont enchâssés dans le social et, par conséquent également dans l'environnement, ce double enchâssement n'est pas hiérarchique mais interactionniste. Il s'agit de trouver des compromis équilibrés entre les trois dimensions interdépendantes du développement durable, ce qui implique une démarche transdisciplinaire.

---

<sup>57</sup> La décennie 70 a été marquée par le débat entre développement et environnement, qui a donné naissance au concept d'écodéveloppement (Sachs, 1998). C'est en 1987, avec le rapport Brundtland, que la dimension sociale du développement et que le concept de développement durable avec ses trois dimensions (économique, sociale et environnementale) ont fait leur apparition. Par là-même, l'aspect temporel a été précisé avec la définition suivante construite dans le rapport Brundtland : « *Le DD est un développement qui répond aux besoins du présent sans compromettre la capacité des générations futures à répondre aux leurs* ».

<sup>58</sup> Rappelons que les approches économiques néoclassiques de l'environnement, aujourd'hui dominantes (économie de l'environnement ou économies des externalités environnementales, Bontems et Rotillon, 2007), se basent sur le modèle d'équilibre néoclassique puisque, selon l'optimum de Pareto, la poursuite des intérêts individuels dans un contexte de concurrence, est favorable au bien-être de la société (Boncoeur et Thouément, 2005). A niveau plus global, ces approches sont légitimées par les travaux sur les courbes de Kuznets, sociales d'abord, environnementales ensuite. Dans le courant des années 50, l'économiste américain Simon Kuznets émettait l'hypothèse selon laquelle il existerait au-delà d'un certain seuil, une relation positive entre le développement économique d'une nation et le niveau d'équité de répartition des richesses entre individus au sein de cette même nation. Si au départ, les inégalités pouvaient augmenter, à terme, la croissance se révélait soutenable sur le plan social puisque la croissance pouvait ensuite être mieux répartie. Par la suite, cette hypothèse, qui n'a jamais été complètement validée, a été reprise par nombre d'économistes pour l'appliquer à la relation entre la croissance économique et l'état de l'environnement : le niveau de développement d'un pays (le plus souvent exprimés en termes de revenu moyen par habitant) aurait d'abord un effet négatif puis positif sur l'environnement (Boutaud, 2005 : 86-88).

Deuxièmement, la territorialisation du développement durable permet au concept de se concrétiser. « *Aujourd'hui, c'est essentiellement à l'échelle des territoires que les problèmes de développement durable sont perçus et c'est sans doute également là qu'ils peuvent trouver des solutions à la fois équitables et démocratiques* » (Theys, 2002 : 3). L'échelle locale apparaît dès lors comme le niveau d'action privilégié qui n'est toutefois pas la simple déclinaison au niveau local des problèmes globaux (ou en d'autres termes, le développement durable n'est pas fractal). Il s'ensuit une variété de formes de durabilité puisque les acteurs territoriaux doivent trouver des solutions de durabilité en fonction des enjeux et des problèmes locaux spécifiques. Toutefois, la durabilité d'un territoire (ou durabilité interne) doit se réaliser en cohérence avec l'extérieur (le global) dans le cadre d'une équité territoriale (ou intra-générationnelle) consistant à ne pas reporter dans un ailleurs spatial et/ou temporel les problèmes sociaux ou environnementaux d'ici et maintenant (Zuindeau, 2005). Le développement urbain durable (DUD) représente la territorialisation du développement durable à l'échelle urbaine et peut se comprendre comme un compromis entre le modèle utopique de la ville écologique (ou écologie urbaine déclinée de l'approche écocentree) et les tendances actuelles de la ville moderne (déclinée de la logique de croissance économique) qui se caractérisent par l'étalement urbain, la fragmentation sociale et par de fortes nuisances environnementales (Boutaud, 2005).

Troisièmement, le DUD et en particulier l'urbanisme durable a amené les chercheurs à réfléchir à la fois sur les normes et les processus (Zuindeau, 2000 ; Mayer et al., 2005) afin de donner un contenu opératoire à la durabilité. Considérées comme la « quatrième » dimension de la durabilité (Brodhag, 2003), les politiques publiques et la gouvernance urbaine représentent les moyens d'action centraux permettant d'agir sur l'existant et de réaliser un « meilleur » développement. Pour autant, la réforme de l'action publique et les innovations institutionnelles (Theys, 2002 et 2003) posent une double question. D'une part, celle du cercle des acteurs durables. Pour certains, tous les acteurs porteurs de légitimité autres que strictement institutionnelle sont appelés à agir sur leur milieu de vie puisque le développement durable prône une nouvelle forme de démocratie, dite participative (Gumuchian et al., 2003 ; Theys, 2003). Il s'ensuit que la problématique de la gouvernance soulève la question des convergences de vue entre acteurs (Evans et Jones, 2008), dont les ressources (financières ; cognitives ; etc.), les intérêts et les pouvoirs (économiques, politiques, etc.) sont différenciés. D'autre part, la mise en œuvre de la durabilité questionne en même temps le rôle des chercheurs. Selon Da Cunha (2003), l'opérationnalisation du développement durable se réalise par un décloisonnement entre la recherche et l'action. Sans prétendre à l'exhaustivité<sup>59</sup>, les travaux sur la durabilité supposent la définition de critères pertinents<sup>60</sup> et reflètent deux approches de mesure possible de la durabilité, que l'on soit dans une démarche processuelle ou non : les outils de durabilité sont élaborés « ex ante » des projets comme aide à la décision ou à posteriori dans le cadre d'une démarche évaluative. Parallèlement, les critères – qu'ils soient plus ou moins génériques ou particuliers, c'est-à-dire adaptés au contexte – peuvent être définis de manière externe, par les chercheurs, ou de manière partagée, entre les experts et les parties prenantes d'un projet. Dans tous les cas, la définition et la sélection de critères pertinents de durabilité supposent un accord sur la méthode et également les résultats.

<sup>59</sup> Il existe bien entendu de nombreux travaux, dans différentes disciplines, sur l'urbanisme durable, notamment dans le cas d'opération de revitalisation urbaine, et sur la gouvernance urbaine. Le but ici n'est pas de faire un compte rendu ou une évaluation de ces travaux.

<sup>60</sup> Pour certains, la mise en œuvre de la durabilité dans un cadre participatif ne peut réussir sans référence à des objectifs de durabilité qui doivent être fixés au départ. La coordination multi-acteurs passe par la définition de normes et par une réflexion sur les processus (van Bueren et Heuvelhof, 2005 ; van Bueren et de Jong, 2007).

## La ville néolibérale : la croissance économique comme la priorité des politiques urbaines

Le corpus théorique de la « ville néolibérale » rassemble des auteurs en géographie politique qui s'inscrivent dans une approche régulationniste qui a une double origine. D'une part, ce sont des auteurs qui, dans le cadre du questionnement sur les rapports entre économie et institutions, ont dépassé le nationalisme méthodologique de l'école parisienne de la régulation en montrant les spatialités, à différentes échelles, du régime d'accumulation contemporain (voir Tickell et Peck, 1995 ; Peck et Theodore, 2007 sur l'articulation des échelles de la variété des capitalismes). D'autre part, ce sont des auteurs qui ont poursuivi l'intuition d'Harvey (1989) sur le passage du gouvernement urbain managérial à la gouvernance urbaine entrepreneuriale. Cette dernière traduit le fait que les villes sont aujourd'hui dans une logique de marché découlant du renforcement de la concurrence interurbaine provoquée par l'accroissement de la mobilité du capital (entreprises et investisseurs) et corrélée à l'ouverture des frontières.

C'est suite aux travaux des années 90 sur la ville entrepreneuriale (Jessop, 1997; Hall et Hubbard, 1998) et les nouvelles politiques urbaines (Cox, 1993) que la place des villes, et notamment des métropoles, a été conceptualisée et inscrit au sein du régime institutionnel néolibéral contemporain. Le numéro spécial de 2002 de la revue *Antipodes* a rassemblé les auteurs dont l'objectif était de jeter les bases conceptuelles et méthodologiques en géographie politique urbaine afin d'analyser « l'actually existing neoliberalism » : *“in contrast to neoliberal ideology, in which market forces are assumed to operate according to immutable laws no matter where they are « unleashed », we emphasize the contextual embeddedness of neoliberal restructuring projects insofar as they have been produced within national, regional and local contexts defined by legacies of inherited institutional frameworks, policy regimes, regulatory practices and political struggles”* (Brenner et Theodore, 2002: 351). Trois caractéristiques des géographies du néolibéralisme peuvent être mises en évidence :

Premièrement, elles rendent compte de la dynamique historique du processus de néolibéralisation<sup>61</sup> et des différentes transformations institutionnelles à différentes échelles (Peck et Tickell, 2002). Tout d'abord, la néolibéralisation puise son origine politique et institutionnelle en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis à la fin des années 70 et a produit ses effets en deux temps. Durant les années 80, l'Etat a entrepris le démantèlement des institutions héritées du fordisme (phase de roll-back ou de dérégulation), entraînant à partir des années 90, une phase de consolidation du néolibéralisme (phase de roll-out ou de re-régulation), même si l'Etat s'est attaché à corriger les échecs des réformes prises lors de la phase précédente par des politiques publiques dites de la 3<sup>ème</sup> voie (ou socio-libérale). Cette phase s'est également traduite par la diffusion, du modèle néolibéral anglo-américain ailleurs dans le monde (Peck et al., 2009), où les phases de dérégulation et de re-régulation du processus se dérouleront de manière concomitante (Peck et Tickell, 2007 ; Castree, 2007).

Deuxièmement, la phase actuelle de néolibéralisation est étroitement imbriquée dans le processus de globalisation puisque le régime d'accumulation contemporain se réalise à l'échelle mondiale et non plus aux échelles nationales (Tickell et Peck, 2003). Selon Jessop (2000), la forme néolibérale de la globalisation, qui a contribué de manière significative à la rupture et à la décomposition des arrangements institutionnels et spatiaux (« spatio-temporal fixes ») au niveau national, est devenu le système *écologiquement* dominant de l'ordre social global actuel. A travers le rééchelonnement (rescaling) des politiques urbaines, Brenner (2003 et 2004) montre que la globalisation est de plus en plus encastrée dans l'action politique

---

<sup>61</sup> Castree (2007 : 16-17) distinguent entre 7 processus caractéristiques du néolibéralisme : privatisation ; marchandisation ; dérégulation (roll-back the state) ; re-régulation basée sur le marché ; de libéralisation dans les secteurs (encore) publics ; de mesures d'« empowerment » de la société civile et de création d'individus et de communautés auto-suffisantes.

locale. Alors prioritairement définies aux échelles locales-régionales et nationales, les politiques urbaines sont définies de plus en plus en fonction de l'échelle globale et construites sur des stratégies de « glocalisation », soit de positionnement des villes nationales dans la hiérarchie urbaine internationale. Selon Brenner, la variation des échelles et leur redéfinition deviennent une nouvelle stratégie de la part des pouvoirs publics et de l'Etat pour tenter de réguler les nouvelles contradictions d'un capitalisme de plus en plus globalisé.

Troisièmement, l'analyse des politiques urbaines porte sur la compréhension des relations entre les différentes échelles (ou multiscalarité) de « l'actually existing neoliberalism » et l'encastrement situé, contextualisé des projets de restructuration néolibéraux (Brenner et al., 2005). Dans ce cadre, Leitner et al. (2007) appellent à entreprendre “*close empirically grounded analysis of neoliberalism in order to advance one's understanding of its context-dependent nature and the possibilities for alternative development models*”. Centrés essentiellement sur les pays de l'Amérique du Nord et de l'Europe occidentale (Brenner, 2004 ; Hackworth, 2007 ; Béal et Rousseau, 2008 ; Fainstein, 2009), le cadre analytique de la ville néolibérale concerne de plus en plus des pays de l'Europe orientale (Birch et Mykhnenko, 2009).

Cependant, si l'approche de « l'actually existing neoliberalism » souligne la variété des formes de néolibéralisme, dans le temps et dans l'espace, il apparaît que les politiques urbaines restent *structurellement* marquées par la priorité donnée à la croissance économique et à la mise en place de conditions-cadres favorables au captage du capital mobile (entreprises et investissements) et par une gouvernance publique-privée qui se traduit par l'émergence de coalitions sociopolitiques représentatives de l'élite urbaine. Selon Gertler (2010), le cadre conceptuel et analytique d'un des champs géographiques dominant en études urbaines ne permet pas d'entrevoir les formes institutionnelles qui se mettent en place à différentes échelles et plus globalement, le changement social et institutionnel.

Plus globalement, il apparaît que la question environnementale ou le développement durable n'a pas fait l'objet d'une analyse particulière par les auteurs marxistes ou régulationnistes traitant du néolibéralisme (Harvey, 2005 ; Glyn, 2006). Basé sur l'« actually existing neoliberalism », le cadre conceptuel de Castree (2007) permet d'appréhender la question environnementale en géographie économique et politique et à envisager, empiriquement, les différentes formes d'insertion de l'environnement dans la dynamique du capitalisme contemporain à différentes échelles (ou les différentes formes de privatisation et de marchandisation des ressources environnementales dans le contexte néolibéral actuel)<sup>62</sup>. Par rapport à l'approche dite socio-centrée ou forte de la durabilité, la littérature sur le néolibéralisme et la ville néolibérale souligne la *vision faible de la durabilité urbaine contemporaine* puisque l'économique prime sur les deux autres dimensions, celles sociale et environnementale.

### **L'actually existing sustainabilities**

Dans le but d'aller au-delà de l'approche normative de la durabilité et du domaine de littérature sur la ville néolibérale, l'« actually existing sustainabilities » (AES) examine empiriquement la manière dont la durabilité se décline dans les villes et fait partie de la gouvernance et des arrangements institutionnels dans différents contextes sociaux, politiques

---

<sup>62</sup> “The validity of these rough hypotheses can only be understood empirically, of course. But as a guide to doing such empirical research (and reflecting on separate, existing studies), the sort of ideal-typical reasoning that I have engaged in here is arguably of some utility. It focuses analytical attention on whether and why certain expected processes and outcomes actually occur. It sensitizes us to whether and how nature's neoliberalisation is a hybrid process, one where neoliberal policies and practices articulate with social democratic, regilio-ethical, communitarian, nationalist, etc. ones at different spatio-temporal scales”(Castree, 2007: 52).

et économiques (Krueger et Gibbs, 2008). En effet, toutes les villes, et même celles qui sont emblématiques de la ville néolibérale en Europe comme Manchester et Leeds, ne donnent pas la priorité unique à la croissance et à la compétitivité économiques et doivent également répondre à des demandes sociales et environnementales (While et al., 2004). Selon Jonas et While (2007), il s'agit d'analyser les « nouveaux espaces de la gouvernance urbaine », les tensions et compromis institutionnels entre compétitivité économique, protection de l'environnement et justice sociale. Aujourd'hui, certains acteurs tels que les ONG environnementales et d'autres institutions de la société civile sont souvent des parties prenantes actives et reconnues dans la gouvernance des villes et à la thématisation de l'environnement ou du DD (Bulkeley, 2005).

Pour While et al. (2004) le développement durable représente une opportunité pour les élites urbaines et conduit à l'émergence d'une nouvelle forme de régulation urbaine qu'ils qualifient de « sustainability fix ». Ce concept, basé sur les réflexions de Harvey (1982), repose sur le fait que la reproduction géographique du mode capitaliste de production “*depends on uniting territorially-based class interests and factions behind a coherent line of action (or state strategy) in the form of a spatial fix, which is capable of holding for a time, though not necessarily resolving, tensions between capital and labour, and economic development and collective consumption*” (Harvey, in While et al., 2004: 551). Pour d'autres, même si le DD est plus qu'un simple “greening” des politiques publiques, son influence sur les politiques et la gouvernance urbaine est nuancée et donne lieu à différentes interprétations. Krueger et Gibbs (2008 et 2007) qualifient de « smart growth » les compromis institutionnels autour de la ville durable aux Etats-Unis. Celle-ci est vue comme un compromis entre ceux qui cherchent un nouveau paradigme pour un développement urbain plus compact et ceux qui veulent un marché du construit sans intervention du gouvernement. Raco (2005) soutient que les discours et les pratiques de développement urbain contemporain sont hybrides, pouvant se référer à la fois à la mise en place du néolibéralisme et au développement durable.

En définitive (Figure 3), ce domaine de littérature – AES – jette les bases d'une nouvelle manière d'appréhender en géographie politique urbaine la question de la durabilité dans différents contextes territoriaux. N'étant pas définie à priori, *la durabilité urbaine prend diverses formes, qui ne sont pas exemptes de contradictions entre développement durable et néolibéralisme, puisqu'elle est le résultat de négociations et d'arrangements entre les différents acteurs impliqués dans les politiques et la gouvernance urbaines.*

Mise en relation avec la littérature sur la « financiarisation de la ville » ainsi qu'avec l'approche institutionnaliste américaine, je me suis appuyé sur l'AES pour développer une approche territoriale des relations entre financiarisation et développement durable dans le cadre de la production urbaine à travers le concept d'ancrage et d'idéal-type de « ville négociée ». Ce dernier, qui se réfère aux formes de durabilité négociées et produites par la finance de marché, constitue à la fois un outil conceptuel, analytique et interprétatif pour d'autres recherches en géographie urbaine, à mener dans d'autres contextes institutionnels urbains et nationaux, selon les types d'objets financiarisés (types de bâtiments – commerciaux, de bureaux, etc. – et types infrastructures – utilities, routes, etc.) et les acteurs qui y prennent part.



### **3 Etude de cas et méthodes de recherche**

---

Ce chapitre jette un regard en amont sur la méthodologie proprement dite et les étapes de la recherche relative aux deux études de cas qui constituent la base empirique de cette thèse. Inscrites dans une démarche de type qualitative, les deux études de cas ont été menées de manière à aller au-delà du simple dialogue avec des acteurs, économiques et non économiques (Clark, 2005), en m'appuyant sur diverses techniques d'enquêtes de manière à trianguler les perspectives (Flick, 1992) pour la collecte et l'analyse des données.

#### **3.1 1<sup>ère</sup> recherche : étude de cas de l'industrie des fonds de pension**

La première recherche s'inscrit dans le cadre d'un financement obtenu par le fonds national suisse de la recherche scientifique (FNSRS). Celle-ci a débuté en septembre 2004 et s'est terminée à fin février 2006 par la remise d'un rapport. Dans cette première recherche, j'ai été aiguillé par José Corpataux et Olivier Crevoisier.

##### **3.1.1 Aperçu des techniques d'enquête**

Afin de comprendre la logique de fonctionnement de l'industrie des fonds de pension, l'approche qualitative privilégiée a reposé sur une étude de cas. Pour la collecte et l'analyse des données, la triangulation s'est réalisée dans le cadre d'un couplage de techniques à la fois statistiques et qualitatives, tel que recommandé par Yin (2003) et Yeung (2005).

Pour la récolte de données chiffrées, nous avons pu disposer des bases de données bisannuelles de l'Office fédéral de la statistique (OFS) sur les placements des caisses de pension (>2000 caisses) pour la période allant de 1992 à 2004. Afin d'interpréter les données et de procéder à une catégorisation, nous avons pu bénéficier d'une personne de contact au sein de l'OFS. Ces données ont été complétées par celles provenant d'enquêtes spécialisées sur les investissements des caisses de pension réalisées sur différentes années, de 1997 à 2003, par des institutions bancaires (Lusenti, Robeco et Swissca). Ces différentes données statistiques ont été précieuses afin d'avoir une perspective diachronique de l'évolution des placements des caisses de pension et d'apprécier le rôle joué par celles-ci dans la transformation des circuits financiers.

Cette perspective temporelle est venue renforcer la démarche de type synchronique (Anadon, 2006) qui a reposé sur la réalisation de dix-neuf entretiens semi-directifs, sur l'organisation de deux ateliers de travail (focus group) et sur l'élaboration de cartes à partir des données statistiques pour les années 2002/2004 (titres) et 2003/2004 (immobilier).

Neuf entretiens ont été menés auprès de responsables de caisses de pension. Ces dernières ont été choisies en fonction de leur structure juridique (privé-public) et administrative (caisses collectives/communes et autonomes) ainsi que leur fortune (grandes caisses et petites caisses). Dix entretiens ont été menés auprès de responsables de départements de gestion de fortune (head asset managers), en distinguant entre les placements titres (actions, obligations, produits alternatifs : hedge funds, private equity par ex.) et immobiliers. Les entretiens se sont déroulés auprès des trois institutions principales de la gestion institutionnelle (UBS, Crédit Suisse et Swisscanto) ainsi qu'auprès d'autres institutions (bancaires : Lombard Odier Darier Hentsch ; assurances : Zurich ; fondations : Pensimo ; les deux sociétés immobilières principales de Suisse: Property Swiss Prime, Swiss Prime Site). Tous les entretiens, d'une durée minimale de 60 minutes et maximale de 180 minutes, ont été enregistrés et retranscrits. Le choix de l'enregistrement s'explique principalement par le fait d'accorder toute l'attention nécessaire aux interlocuteurs lors des entretiens et de conserver une trace « fidèle » des informations.

Les ateliers de travail, organisés au début puis en fin de recherche, ont réunis treize personnes, intervenant également dans la filière d'investissement : des dirigeants de caisses de pension; des gestionnaires de fortune d'institutions bancaires (Swisscanto<sup>63</sup>), des représentants de fondations de placement indépendantes (fondations IST et Ethos), des représentants d'assurances (Helvetia Patria, Swiss Life) ainsi que des experts sur les placements des caisses de pension, notamment ceux affiliés aux institutions ayant menés des études (Lusenti, Swissca, Robeco et OFS). Le contenu de ces deux ateliers, ayant tous deux duré quatre heures, a également été enregistré et retranscrit.

La technique de « corporate interview »<sup>64</sup> (Schoenberger, 1991 ; McDowell, 1991) auprès d'acteurs économiques spécialisés nous a ainsi permis de comprendre les différentes rationalités des acteurs et leurs interactions et de reconstituer les étapes de la filière d'investissement des fonds de pension sous l'angle des différentes fonctions et territoires. Cette démarche proprement dite de « corporate interview » a été parallèlement renforcée par une observation participante (Wolcott, 2001) qui m'a permis d'avoir une vision intérieure du fonctionnement d'une caisse de pension. En effet, de l'automne 2005 à l'automne 2007, j'ai été un membre du conseil de fondation de la caisse de pension de l'Etat de Neuchâtel.

### **3.1.2 Le déroulement de la première recherche**

La première recherche s'est déroulée en six grandes étapes (Figure 5 : 69)<sup>65</sup> :

*1<sup>ère</sup> phase : établissement d'une première vue de la filière d'investissement (septembre-décembre 2004)*

La première phase de la recherche visait à établir une première vue d'ensemble de la filière des fonds de pension à partir de trois questions essentielles. Tout d'abord, de déterminer, parmi les types d'investissement (actions, obligations, immobiliers, hypothèques, etc.), ce qui transitait ou non par les marchés financiers. Ensuite, il s'agissait d'examiner si la gestion relative aux différents types d'investissement était effectuée à l'interne ou à l'externe des caisses de pension. Finalement, il s'agissait d'établir un lien entre les modalités de gestion (interne et déléguée) et les types et les territoires d'investissement.

Parallèlement à une première revue de la littérature scientifique (en géographie économique et en économie institutionnaliste dans un premier temps) et à une étape d'appropriation du vocabulaire de la finance, cette première phase a principalement reposée sur l'analyse des bases de données de l'OFS et des autres documents d'enquêtes statistiques sur les placements des caisses de pension réalisées par des institutions, bancaires (Swissca et Robeco) et non bancaire (Lusenti).

Si les bases de données remises par l'OFS étaient des sources riches et précieuses<sup>66</sup>, les modalités internes ou déléguées (à des institutions bancaires) de gestion des différents types

---

<sup>63</sup> Swisscanto est l'organe central des banques cantonales situé à Zurich pour les services de placement et de prévoyance.

<sup>64</sup> Brièvement, les interviews auprès d'acteurs clés du monde économique comportent trois grands avantages selon Schoenberger (1991). Premièrement, de rendre compte des rationalités lors de processus complexes. Deuxièmement, de mieux appréhender les comportements et les stratégies d'agents institutionnels dans le monde réel. Troisièmement, de pouvoir mieux définir des hypothèses plausibles sur les comportements économiques.

<sup>65</sup> Même si cette représentation peut paraître très mécanique puisque il y eu d'indéniables et multiples retours à des étapes précédentes, les étapes présentées indiquent néanmoins les grandes lignes du cheminement de recherche suivi.

de placement n'étaient toutefois pas précisées. Cette lacune importante devait être appréhendée par les autres enquêtes. Ces enquêtes moins complètes mais représentatives, reposant sur des échantillonnages, mettaient notamment en évidence des différenciations d'investissement en fonction de deux critères.

- Premièrement, deux grandes formes particulières de placement étaient relevées : les placements dits directs et les placements dits indirects ou collectifs. Ces formes de placements se rapportaient aux différents types de placement (actions, obligations, immobilier, hypothèques ; suisses ou étrangers). A ce stade, il fallait être particulièrement attentif aux différentes définitions employées par l'OFS et par les enquêtes d'institutions bancaires.
- Deuxièmement, les modalités de gestion pouvaient varier en fonction de la fortune des caisses de pension. Par exemple, les grandes caisses (> 1 Milliard de fortune sous gestion par exemple) pouvaient plus facilement gérer à l'interne une partie des placements alors que pour les petites d'entre elles (<100 millions par ex.), toute la gestion pouvait être déléguée.

La recherche a rapidement été orientée sur les deux grands types de placement que j'avais identifiés, à savoir les placements en titres (actions et obligations) et les placements immobiliers. D'une part, ces deux groupes de placement représentaient, selon les années, entre le 75% et le 80% du total du portefeuille des caisses de pension (le reste représentant essentiellement des encaisses liquides ou des hypothèques octroyés aux assurés). D'autre part, ils correspondaient à des rôles différenciés de la part des caisses de pension en termes de modalité de décision, de gestion et d'investissement.

Tout d'abord, pour les placements en titres (actions et obligations), j'ai pu établir que ceux-ci s'effectuaient sur les marchés financiers, qu'ils soient directs ou indirects/collectifs. Ces placements avaient peu à peu augmenté au cours des années jusqu'à représenter plus du 60% du total des placements des caisses. Ensuite, pour les placements immobiliers, j'ai pu également établir une double logique. Ceux-ci pouvaient transiter par les marchés financiers sous la forme de placements collectifs ou s'effectuer de manière directe, sur les marchés réels. Dans ce dernier cas, la gestion des investissements était réalisée à l'interne.

A côté de l'évolution globale des placements des caisses de pension de 1994 à 2004, des premiers découpages ont été réalisés en fonctions des caractéristiques juridiques et administratives et en fonction de la fortune gérée par les caisses de pension. Il s'agissait de repérer des comportements différenciés d'investissement selon les catégories établies.

Cette analyse statistique a également été complétée par une étude de la législation encadrant les placements des caisses de pension (Loi et ordonnance sur la prévoyance professionnelle, LPP et OPP). Une première vue de l'évolution de la législation en matière de placement a été établie.

---

<sup>66</sup> Les bases de données remises par l'OFS permettaient d'effectuer des découpages sur les types de placements (actions, obligations, immobilier, liquidités, hypothèques, etc.) selon une distinction suisse/étranger et en fonction des caractéristiques des caisses (formes juridiques : privées et publiques ; formes administratives : institutions collectives/communes, autonomes, etc.) et de leur localisation (par canton et par région).

*2<sup>ème</sup> étape : organisation d'un focus group réunissant les différents acteurs de la filière d'investissement (décembre 2004)*

L'atelier de travail réunissant treize acteurs spécialisés au début décembre 2004 a marqué la deuxième étape de la recherche. Les différents acteurs invités à participer à l'atelier ont pu être identifiés au moyen des revues spécialisées ainsi que par des recherches sur les sites internet des diverses institutions spécialisées de la filière (association des caisses de pension, caisses de pension, départements de gestion institutionnelles des banques par ex.).

L'objectif de cet atelier était double :

- Il représentait une première forme de validation de la recherche. La problématique, les hypothèses et les premières approches de la filière ont été ainsi présentées.
- Il était également exploratoire : il a constitué une première approche de la logique de fonctionnement de l'industrie des fonds de pension et d'identification des différents rôles des acteurs et de leurs interactions.

En outre, cet atelier a permis de clarifier et d'affiner les deux questions de recherche (cf. Annexe 1) :

Premièrement, sous l'angle des logiques et des modalités d'investissement, la distinction entre placements mobiliers (titres) et immobilier a été confirmée.

- Pour les placements mobiliers (actions et obligations), nous avons la confirmation que les investissements transitaient uniquement par les marchés financiers et que la grande majorité des caisses de pension suisses – et même les plus grandes qui pourraient plus facilement engager des gestionnaires – déléguaient la gestion à des institutions bancaires situées à Zurich et à Genève (placements directs sous la forme de mandats de gestion et placements collectifs dans des fonds de placement).
- Pour les placements immobiliers, nous avons la confirmation que les caisses de pension privilégiaient les investissements sur les marchés réels. Cela signifiait que les caisses de pension achetaient des immeubles pour leur propre compte. Cependant, il a été indiqué que de rapides changements étaient en cours. En effet, depuis les crises de 2001-2002, et selon une logique de diversification, les caisses de pension avaient tendance à devenir actionnaires d'institutions financières spécialisées dans l'immobilier (special purpose vehicles), appartenant principalement à des banques et situées à Zurich.

A partir de ces précisions, nous avons procédé à des découpages statistiques en fonction de la fortune des caisses<sup>67</sup>, et secondairement selon leur forme juridique et administrative. Ces catégorisations étaient surtout importants pour les investissements immobiliers des caisses de pension puisque ceux-ci pouvaient transiter (placements collectifs) ou non (placements directs) par les marchés financiers.

Deuxièmement, sous l'angle du contrôle et de l'exercice des droits d'actionnaires, la passivité des caisses de pension, soulignée dans les enquêtes et étude spécialisées, a été confirmée. Les droits d'actionnaires étaient habituellement délégués aux institutions de gestion ou simplement non exercés. Cependant, le développement de l'activisme actionnarial, tel qu'il pouvait être observé dans les pays anglo-saxons, a été avancé. La fondation Ethos, issue du

---

<sup>67</sup> Trois grandes catégories ont été construites : la catégorie des grandes caisses (> 1 Mrd de fortune sous gestion), celle des caisses moyennes (entre 100 millions et 1 Mrd) et celle des petites caisses (<100 millions).

regroupement de grandes caisses publiques, semblait particulièrement être à l'origine de la promotion de l'exercice des droits d'actionnaire des caisses de pension.

### *3<sup>ème</sup> étape : réalisation d'entretiens (avril-juin 2005)*

Sur la base du premier atelier, des guides d'entretiens ont été établis de manière plus ciblée, de façon à avoir une approche particulière des circuits d'investissements mobiliers et immobiliers.

Dans le cas des neuf entretiens auprès de responsables de caisses de pension, l'accent a été mis sur les processus de décision (conseil de fondation), les modalités de gestion des deux groupes de placement, titres et immobilier, les critères d'investissement (financiers et autres) ainsi que sur les formes de contrôle des placements (gouvernement d'entreprise).

En ce qui concerne les dix entretiens auprès des acteurs de la gestion de fortune déléguée, les questions se sont focalisées sur les contacts avec les caisses, sur la structuration des produits d'investissement proposés, pour les valeurs mobilières et immobilières, sur les critères et les lieux de placement, par secteur et régions/pays, ainsi que sur les possibilités de prise d'influence des caisses de pension dans les stratégies d'entreprise.

### *4<sup>ème</sup> étape : établissement d'un premier rapport (juillet-novembre 2005)*

Sur la base des entretiens, la recherche s'est ensuite orientée sur les quatre axes suivants :

- Premièrement, sur la *filière d'investissement*. Trois niveaux ont pu être distingués. Tout d'abord le niveau administratif, correspondant à la collecte des fonds, aux paiements des prestations et à l'allocation stratégique des placements (choix des différents types de placement effectué en général par le comité de placement des caisses, avec l'aide de conseillers en placement). Ce premier niveau a été cartographié à partir des données de 2002 et selon un découpage lié à la fortune des caisses de pension, et secondairement à leurs caractéristiques juridiques et administratives. Ces cartographies montraient des concentrations dans les principales villes du pays, correspondant notamment aux sièges des entreprises (caisses autonomes) ou des assurances et syndicats (caisses collectives/communes).

Ensuite, au niveau des investissements, le portefeuille moyen en actions et en obligations des caisses de pension a été établi en fonction de la configuration des marchés boursiers respectifs (actions et obligations) pour 2004. Par exemple, nous avons pu montrer que le portefeuille moyen pouvait se composer essentiellement des titres de quatre entreprises puisque celles-ci représentaient plus de 60% du marché suisse (Nestlé, Novartis, Roche et UBS). Pour les placements à l'étranger, il n'a pas été possible d'identifier l'orientation des placements par nationalités puisque celles-ci ne sont pas précisées dans les statistiques.

Quant au niveau de la gestion, les entretiens confirmaient les indications données par les revues spécialisées et les acteurs de l'atelier, à savoir que la gestion déléguée des placements en actions et obligations s'effectuait par des institutions localisées à Zurich et à Genève et notamment par les trois institutions principales du pays (UBS, Crédit Suisse, Swisscanto).

- Deuxièmement, sur une *analyse approfondie des investissements immobiliers*. Cette analyse visait à renforcer notre démarche et à illustrer les critères et les spatialités différenciés des investissements immobiliers des caisses de pension en fonction des types de placement et des lieux de gestion. Nous avons ainsi procédé à la saisie et à

l'analyse des portefeuilles immobiliers de cinq caisses de pension ayant un portefeuille immobilier important et des quinze principaux véhicules de placement collectifs du pays. Pour cette analyse statistique et cartographique, nous nous sommes basés sur les rapports d'activités pour les années 2003 et 2004. En tout, 2826 objets immobiliers pour une fortune totale de 26 Mrds ont été saisis.

Cette analyse a permis de mettre en évidence la construction et l'institutionnalisation de la financiarisation du marché immobilier ainsi que la modification spatiale des investissements qui en résultait à l'échelle nationale. Cette étude détaillée a fait l'objet d'un mémoire de DESS en études urbaines et développement durable aux universités de Genève et de Lausanne.

- Troisièmement, sur une *analyse spécifique de la législation encadrant les investissements des caisses de pension*. Aux cours des années nonante et jusqu'à récemment, la législation a subi un certain nombre de changements favorisant notamment l'élargissement des possibilités de placements des caisses de pension à l'étranger et dans les produits proposés par le marché (hedge funds, private equity, produits structurés, immobilier titrisé, etc.). J'ai pu également constater qu'à cette évolution des placements correspondait une institutionnalisation du vocabulaire financier dans la législation assurantielle des caisses de pension.
- Quatrièmement, sur la *problématique de la gouvernance d'entreprise*. Différentes études et enquêtes spécialisées soulignaient la passivité de caisses de pension en matière d'exercice de leurs droits d'actionnaires et d'influence des politiques d'entreprises malgré les réformes récentes de la législation dans ce sens. Les entretiens nous ont permis de confirmer la pertinence de notre analyse de la gouvernance d'entreprise par la filière d'investissement. La finance permet non seulement d'investir à distance, notamment à très longue distance, mais surtout dans une multitude de produits d'investissement (par secteurs et régions pour simplifier) selon une logique de diversification.

#### *5<sup>ème</sup> étape : réunion du focus group (décembre 2005)*

Au début décembre 2005, soit à une année d'intervalle, un deuxième atelier, réunissant les mêmes acteurs spécialisés, a été organisé. Ces derniers avaient reçu deux documents de synthèse afin de se préparer, l'un sur les investissements immobiliers et l'autre sur les investissements en titres des caisses de pension. L'objectif principal était de débattre des premiers résultats de la recherche et d'en renforcer leur pertinence suite aux réactions des acteurs spécialisés.

#### *6<sup>ème</sup> étape : rédaction du rapport final puis de trois articles pour revues internationales*

Suite à l'atelier, le travail a consisté à rédiger un rapport détaillé qui a été remis au fonds national à fin février 2006. Puis, sur la base la filière d'investissement reconstituée sous l'angle des acteurs, des fonctions et des territoires, j'ai participé à la rédaction de trois articles en tant que co-auteur. Ces derniers font partie de la thèse et ont paru dans des revues internationales.

## 3.2 2<sup>ème</sup> recherche : étude de cas sur le système urbain

La deuxième recherche s'inscrit dans le cadre du programme national de recherche PNR54 « Développement durable de l'environnement construit ». Celle-ci a débuté en mars 2007 et a fait l'objet de plusieurs documents. Tout d'abord, un bref rapport a été remis en janvier 2009. Puis, trois articles ont été rendus en juin 2009 et un quatrième en décembre 2009. Sous la direction d'Olivier Crevoisier, cette recherche a été menée par une autre personne et moi-même.

### 3.2.1 Aperçu des techniques d'enquête

Pour cette recherche, l'approche méthodologique a été qualitative et a reposé sur une *étude de cas multiples* (Creswell, 2007). Au départ, l'analyse de six projets immobiliers à caractère commercial avait été envisagée. Ces objets immobiliers étaient compris comme des complexes multifonctionnels tels que des stades de football combinés avec des centres commerciaux, des centres commerciaux et de loisirs, des centres de congrès, etc., *en cours ou récemment achevés (période de 2002 à 2008) et destinés à des investisseurs institutionnels*<sup>68</sup>. Le but de cette démarche était, dans un premier temps, de *reconstituer les trajectoires des objets urbains* (within case analysis)<sup>69</sup> afin, dans un deuxième temps, de pouvoir effectuer des comparaisons (cross-case analysis). La mise en évidence des différences et de similarités pouvait représenter un moyen de parvenir à une certaine généralisation par la suite (Yin, 2003) et d'interpréter les relations finance, ville et durabilité.

Afin de reconstituer les trajectoires des projets urbains, la récolte de données a reposé sur trois types de techniques. Tout d'abord, sur l'analyse de documents spécifiques aux projets (études d'impact, permis de construire, contrats, conventions, etc.). Ensuite, sur la réalisation de cinq à dix entretiens par projet auprès des principaux acteurs impliqués (investisseurs-propriétaires ; managers ; promoteurs et constructeurs ; services de l'urbanisme ; etc.). Finalement, sur l'organisation d'un atelier de travail (focus group) regroupant quinze acteurs publics (responsables administratifs ou politiques du développement urbain et de l'urbanisme aux niveaux communal, cantonal et national) privés (représentants des trois principales entreprises totales du pays et responsables des investissements immobiliers des deux plus grandes banques du pays).

Les entretiens semi-directifs ont été menés de façon approfondie. Leur durée a varié de 90 à 180 minutes. Les contenus des entretiens ainsi que celui de l'atelier, qui a duré quatre heures, ont tous été enregistrés et retranscrits.

### 3.2.2 Le déroulement de la deuxième recherche

La deuxième recherche s'est déroulée en cinq grandes étapes (Figure 5 : 68) :

*1<sup>ère</sup> étape : sélection des terrains et récolte des informations (mars-mai 2007)*

La première étape a consisté à sélectionner les projets urbains et à réunir des informations. Le choix des projets s'est réalisé en fonction des quatre critères respectifs suivants :

- Premièrement, en fonction des types d'investisseurs, correspondant aux deux circuits et logiques identifiées.

---

<sup>68</sup> La liste des projets analysés se trouve dans les annexes 2 et 3.

<sup>69</sup> C'est pour cette raison que je parle de grands projets urbains ou de mégaprojets urbains.

- Deuxièmement, en fonction de l'importance des projets. Seuls des projets urbains dont les coûts étaient supérieurs à 100 millions CHF ont été retenus.
- Troisièmement, en fonction de la disponibilité des informations et de l'identification de critères et de mesures de durabilité à priori (par ex. la pose de panneaux solaires sur les toits).
- Quatrièmement, en fonction du degré d'avancement des projets. Les projets pouvaient être soit achevés, soit en cours de réalisation. Les projets devaient par conséquent être suffisamment aboutis (avoir obtenu le permis de construire) afin de pouvoir en apprécier les trajectoires.

*2<sup>ème</sup> étape : première étude exploratoire et construction d'un cadre conceptuel et analytique (juillet-septembre 2007)*

Un premier projet a rapidement été choisi dans le but de constituer une étude exploratoire. Le complexe multifonctionnel de la Maladière (centre commercial et stade de sport avec salle de gymnastique et centre d'exploitation du service du feu) offrait plusieurs avantages analytiques. Premièrement, il était considéré comme le premier projet en partenariat public-privé (PPP), qui a fait école par la suite en Suisse. Deuxièmement, étant situé dans la même ville, je pouvais plus facilement accéder aux personnes et aux informations.

A partir d'une première analyse de la trajectoire de ce projet, nous avons pu construire un cadre conceptuel et analytique de la durabilité. En cela, il s'agissait de surmonter la principale difficulté de cette recherche : comment construire une approche pertinente permettant d'aborder la durabilité dans le cadre de projets urbains ?<sup>70</sup>

Différentes questions se sont posées. En premier lieu, sur le plan conceptuel, le développement durable est défini de manière trop générale et cela pose des difficultés de compréhension et d'interprétation lorsqu'il s'agit de l'appliquer dans un contexte particulier. Dans notre cas, il n'existait – n'existe toujours pas de définition claire de ce qu'est la durabilité dans le construit : qu'est-ce qu'une ville durable, qu'est-ce qu'un bâtiment durable, etc. ? Il n'y a pas consensus. Ensuite, sur le plan légal dans le cadre d'un projet de construction, la durabilité est approchée de manière indirecte par les lois sur l'aménagement du territoire et sur les constructions ainsi que par la loi sur l'environnement. Dans tout projet de construction, il existe une procédure à suivre où il s'agit de respecter un certain nombre de normes « industrielles » en matière de qualité. Troisièmement, la mise en pratique du développement durable dans un projet ou son évaluation suppose la définition de critères pertinents, soit à priori, soit à posteriori. D'une part, les critères peuvent être génériques ou particuliers, c'est-à-dire adaptés au contexte. D'autre part, les critères peuvent être définis de manière externe, par des experts, ou de manière partagée, entre les experts et les acteurs du projet. En résumé, il n'y avait pas, et il n'y a toujours pas, dans la plupart des projets de définition à priori de la durabilité d'un objet urbain. Nous sommes donc partis d'une *approche en situation* de la durabilité (1.2.1 et 2.1).

---

<sup>70</sup> Par exemple, ceux-ci ne s'inscrivaient pas dans le cadre d'écoquartiers où la durabilité pouvait être plus aisément appréciée.

*3<sup>ème</sup> étape : analyses de projets urbains au moyen d'entretiens approfondis (novembre 2008-septembre 2009)*

Le cadre analytique et conceptuel établi ainsi que l'étude d'un premier projet urbain nous a permis de répliquer notre démarche (Yin, 2003) et de développer une certaine systématique dans la reconstitution des chaînes de production des autres projets retenus.

Les trajectoires de deux autres projets ont pu être réalisées au moyen d'entretiens approfondis et des documents qui nous ont été remis à ces occasions. En raison de divers problèmes internes, le nombre de projets urbains analysés a dû être réduit puisque sur les six envisagés, trois ont été réalisés, dont deux auxquels j'ai directement participé (La Maladière et Sihlcity).

Précisons que l'accès aux documents clés, portant sur les informations chiffrées afin d'estimer la répartition des coûts entre les différents acteurs (entrepreneurs, locataires, investisseurs et municipalité), a été une grande limite. Cependant, pour chaque projet urbain, le montage financier des projets a pu être recontextualisé afin de saisir la manière dont des compromis ont été trouvés sur des questions sensibles du point de vue de la durabilité (par exemple sur des enjeux liés à la diminution du trafic individuel ou à la qualité des constructions dans le cadre de l'application du label Minergie).

Au fur et à mesure des entretiens et de l'analyse des projets urbains, il est très vite apparu que le réseau d'acteurs était limité et qu'un véritable marché des grands projets urbains se mettait en place. Contrairement à nos hypothèses de départ fondées sur le rôle important des investisseurs, nous avons pu identifier que les acteurs centraux de la chaîne de production étaient les promoteurs, et plus spécifiquement les entreprises totales. Celles-ci ont accumulés de multiples compétences (techniques, financières, juridiques, etc.), ont peu à peu développés des contacts et des capacités de négociations avec les principaux exploitants-locataires (groupes et chaînes commerciales), les principaux investisseurs et les diverses municipalités.

La recherche s'est ainsi orientée sur la chaîne de production au niveau national. Ensuite, lors des entretiens, les questions se sont également centrées sur le marché, c'est-à-dire les autres projets auxquels les acteurs participaient. Parallèlement, une analyse plus précise du marché des grands projets immobiliers a été réalisée à partir de rapports de gestion des principales entreprises totales du pays, qui étaient notamment impliquées dans les trois projets. Des informations ont été ainsi récoltées sur les dix autres grands projets multifonctionnels récents et destinés à des investisseurs institutionnels<sup>71</sup>. Cette démarche a été complétée par la récolte d'informations à partir de la littérature spécialisée sur les marchés immobiliers, d'institutions (Wuest&Partner ; Crédit Suisse ; UBS) ou d'association (PPP Schweiz ; association des fonds de placement ; association des investisseurs immobiliers). Cela nous a permis d'avoir une vision d'ensemble du marché et des différentes mesures institutionnelles qui ont favorisé ou qui sont planifiées pour développer le marché.

*4<sup>ème</sup> étape : focus group (octobre 2009)*

Un atelier réunissant des acteurs publics et privés de la filière de production des objets urbains a été organisé en octobre 2008. L'objectif de cet atelier était double. Il s'agissait d'une part d'avoir un retour sur la pertinence de notre approche de la durabilité dans le construit urbain. D'autre part, il s'agissait d'approfondir les modalités des interactions entre les acteurs sous les angles du financement et de la durabilité et de récolter des informations sur la constitution du marché national des grands projets, notamment dans le cadre du développement de PPP pour le construit urbain (infrastructures immobilières et de réseau).

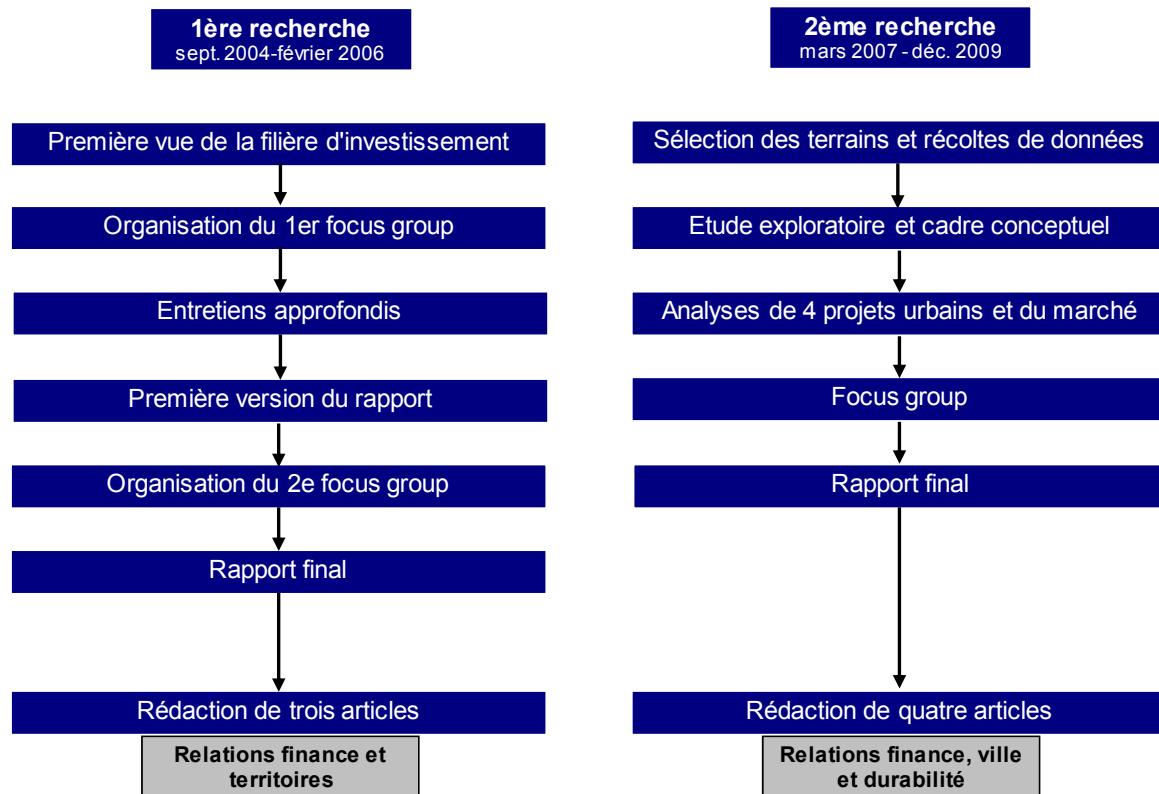
---

<sup>71</sup> Les caractéristiques de 9 autres grands projets urbains se trouvent dans l'annexe 3.

*5<sup>ème</sup> étape : rédaction d'un rapport et de quatre articles (novembre 2008-décembre 2009)*

Suite à l'atelier, le travail a consisté à rédiger un rapport succinct qui a été remis au fonds national en janvier 2009. Puis, sur la base d'une analyse plus fine des projets urbains et du marché, quatre articles ont été rédigés. Parmi ces derniers, deux seront prochainement publiés dans des revues internationales et font partie de la présente thèse.

**Figure 5: les étapes des deux recherches**



## **PARTIE II : ARTICLES DE THESE**

---

Cette partie contient les cinq articles de thèse. Les trois premiers portent sur le système financier et les deux derniers sont au niveau du système urbain. Chaque article défend une thèse spécifique. Le dernier article, « la ville négociée », est particulier puisqu'il se présente à la fois comme un résultat et une discussion conclusive en développant un modèle pour d'autres recherches en géographie urbaine.



## 4 L'expansion de l'industrie financière et ses impacts sur l'économie : une approche territoriale à partir des fonds de pension suisses

---

Article paru dans la revue *Economic Geography*, 85 (3), 313-334.

Corpataux J., Crevoisier O. and Theurillat T. (2009), *The Expansion of the Finance Industry and Its Impact on the Economy: A Territorial Approach Based on Swiss Pension Funds*.

### Abstract

A new economic geography of finance is emerging, and the current “financialization” of contemporary economies has contributed greatly to the reshaping of the economic landscape. How can these changes be understood and interpreted, especially from a territorial point of view? There are two contradictory economic theories regarding the tangible effects of the rise of the finance industry. According to neoclassical financial theorists, the finance industry’s success is based on its positive effects on the real economy through its capacity to allocate financial resources efficiently. An alternative approach, adopted here, posits that finance does not merely mirror the real economy and that the financial economy, far from being a simple instrument for the allocation of capital, has its own autonomy, its own logic of development and expansion. A series of complex, and sometimes contradictory, connections link financial markets and the real economy, and there are some tensions between them, calling into question the coherence of the regional and national economies that follow from them. Moreover, the territorial approach shows how the mobility/liquidity of capital and the changing dimensions of new regions and countries are central to the finance industry’s functioning. This article builds an understanding of the financial system through the lens of pension funds and highlights the impact of such a system on the real economy and its geography.

**Key words:** Finance Industry, Pension Funds, Regions, Switzerland

### 4.1 Introduction

Over the past 20 years, banking systems and financial markets have been restructured while playing an increasingly influential role in contemporary economies. As a result, a new economic geography of finance is emerging, and the current “financialization” of contemporary economies has contributed greatly to reshaping the economic landscape. How can these changes be understood and interpreted, especially from a territorial point of view? This article deals with the changing geography and structure of the finance industry and the subsequent impact of these transformations on the economy and society.

There are two contradictory economic theories of the concrete effects of the rise of the finance industry. According to neoclassical financial theorists, the efficiency of the financial markets, their transparency, and the complete mobility of capital allow for a more efficient allocation of means and consequently better returns on productive capital. Essentially, the finance industry’s success is based on its positive effects on the real economy.

An alternative approach, adopted here and inspired by the *Ecole de la régulation* (Aglietta 1998; Orléan 1999; Boyer 2000; Lordon 2000; Chesnais 2001), posits that finance does not merely mirror the real economy and that the financial economy, far from being a simple instrument for allocating capital, has its own autonomy, its own logic of development and expansion. A series of complex, and sometimes contradictory, connections link financial markets and the “real economy,” and there are some tensions between them, calling into question the coherence of the regional and national economies that follow from them.

This article is based on a study of the way in which Swiss pension fund assets are managed, the channels through which they circulate, and the principles that drive them (Theurillat, Corpataux, and Crevoisier 2006a). Indeed, the financial markets’ increasing power has, on various occasions, been linked to the concomitant expansion of institutional investors, such as pension funds (Clark 2000, 2003; Clark and Hebb 2004; Engelen 2003; Montagne 2006). In common with Anglo-Saxon countries, such as the United Kingdom, the United States, and Canada, and with the Netherlands in continental Europe, Switzerland is an economy in which pension funds manage a considerable portion of household savings. However, in Switzerland, pension funds appear to be largely dependent upon the country’s main financial players.

This article uses the Swiss case to develop a more comprehensive and general understanding of the finance industry’s functioning and to highlight the consequences of such a system on the real economy and its geography. What is the value of this approach? As regional scientists, we were amazed by the fact that in Switzerland, since the beginning of the 1990s, innovative regions in manufacturing or tourism, where there are dynamic networks of small and medium-sized enterprises (SMEs) and adequate research and training institutions, remained among the poorest in the country. For us, this situation was contradictory to contemporary theories about territorial innovation models (see, e.g., Benko and Lipietz 1992; Moulaert and Sekia 2003). Conversely, financial centers were enjoying great prosperity. Their influence on the economy, as well as on politics and society, was growing. At that time, we began to suspect that the most important dividing line between successful regions and others no longer ran between innovative and noninnovative regions but between financial innovation systems and innovative systems in the real economy. Since then, we have tried to understand theoretically and empirically the functional and territorial relationships between finance and the real economy.

At a theoretical level, our approach aims to provide an understanding of the finance industry’s autonomy. This means that despite changes in networks and players and the decreasing returns that are occurring in finance (as in any other industry), the finance industry managed, at least until 2008, to maintain its own dynamic and unity thanks to its capacity for integrating specific innovations within the broader context of the economy and the society.

This approach was designed primarily during a period of expansion with the aim of understanding the long-run development (and possible decline) of the finance industry. Nevertheless, it also explains, in part, the periodic “boom-and-bust” dynamics of financial markets. With the current financial crisis, most financial theorists and commentators seem to have rediscovered and, above all, denounced the intrinsic instability of financial markets. The originality of this article lies in the fact that it shows that finance, like any economic activity, relies on some intrinsic fragilities even in a period of “good weather.” As of January 2009, the boom-and-bust dynamic had attained

epic proportions and will certainly have a lasting impact on the real economy. It has clearly become a systemic crisis. The open question is whether we are facing only a new crisis within the accumulation regime, as has happened several times during the past 20 years, or a turning point from a period of expansion to decline—in other words, a real change of regime.

This article is divided into three parts, each corresponding to a step in the description of the finance industry's autonomy. The first part constructs a general and territorial definition of the finance industry and identifies its limits with the rest of the economy. To do so, we review a number of approaches that link the financial sphere, the real sphere, and territory, with a focus on the literature on the "financialized accumulation regime." We conclude this section by presenting a functional and territorial definition of the finance industry, based on capital mobility/liquidity, and by differentiating between financial and real principles on the basis of differences in management criteria.

The second part describes the specific internal and external innovation processes that allow the finance industry to maintain and develop within the framework of the real economy. This part is based mainly on case studies of Swiss pension funds and their operations between 1992 and 2004 and their links with the finance industry. Beyond these case studies, we describe certain developmental strategies by the Swiss finance industry. Specifically, we show how the finance industry's expansion into new spaces and sectors goes hand in hand with an internal drive to standardize/complexify financial products; this process is originally and simultaneously born of transparency and opacity, as well as of the increasing division of labor and skills centralization. Thus, for example, geographically extending investments into emerging countries creates opacity, while encouraging, for example, further knowledge of emerging markets; this knowledge is developed in financial centers and builds on existing skills. *Internal* and *external* processes are two faces of the same coin. According to this approach, autonomy is how the finance industry survives and expands, thanks to its exchanges with the real economy. A large part of this article is devoted to identifying this boundary and process.

Finally, the conclusion demonstrates how these processes have connected spatially and temporally over the past 20 years. This picture allows hypotheses and questions to be formulated regarding the limits of the financial industry's expansion. A growing number of sectors and countries were integrated into the financial sphere during that period. Sooner or later, the finance industry will see decreasing returns, which will outweigh its internal capacities to expand within the economy and society.

## **4.2 A territorial definition of the autonomy of the finance industry**

This section presents an initial summary of the financialized accumulation regime. This approach exposes the extent to which the present situation is characterized by the primacy of the financial markets in the accumulation of wealth. Nevertheless, a regime of accumulation can never cover the entire economy and society. Therefore, we focus closely on the theoretical distinctions between the financial economy and the real economy. In this respect, we show how entities, such as SMEs or regional economies, are only partially and imperfectly covered by this accumulation regime. Next, we review works that have linked financial strategies and territory, indicating that the finance industry appears to be an essentially spatial industry, since it builds and exploits the mobility/liquidity of capital within space. Then, we explain the boundaries between the financialized economy and the real economy, highlighting the different approaches to the way in which these entities work. Finally, we describe the

autonomy of the financial sphere and its different relationships with the rest of the economy and society.

### **The accumulation regime**

According to some writers who are close to or affiliated with the *Ecole de la régulation* (Aglietta 1998; Orléan 1999; Boyer 2000; Lordon 2000; Chesnais 2001), an accumulation regime based on finance (defined as a financialized accumulation regime or a financialized growth regime) apparently succeeds the regime that is based on mass production and consumption (the Fordist regime). In the Fordist regime, finance was subordinated to productive industrial capital and largely took the form of bank credit. Finance was strongly “controlled” through different types of regulations, and competition among banks did not take center stage as it does today. Economic policies were based on “cheap” money, and banking institutions did not implement high-profile policies of market segmentation or those that were based on credit scoring (Leyshon and Thrift 1999) to differentiate among the various actors. In such a context, securing bank credit was relatively straightforward and available to most businesses. Finance is now increasingly acting as an autonomous force, imposing higher financial profitability criteria (Morin 2006). Today, large financial players, in conjunction with the financial market and the most important listed companies, represent the main institutional form taken by accumulation. Thus, capitalist accumulation occurs through financial markets and consists of the continuous growth in market rates (Lordon 2000) and in the capitalization of financial markets. Therefore, according to Orléan (1999: 214) “contemporary economies are mainly characterized by having taken financial power to previously unattained levels and having put this power at the very centre of their accumulation regime.”

The increasing power of group savings plans and the concentration of their management in the hands of institutional investors was probably the most significant change in the financial system (Boubel and Pansard 2004). Indeed, contrary to the idea that shareholding by households would favor a larger dispersal of power in the economy, it appeared that households were most likely to be controlled by the financial intermediaries that managed these funds, that is, banks, insurance companies, and pension funds. By the late 1970s, institutional investors in the United States had become the prime movers within the financial world and were soon managing the majority of financial assets. Since then, these same investors have invested their money mainly in the financial markets. Following regulation theory, an accumulation regime lasts a certain number of years (say 20 to 40 years) and occupies a certain space (made up of several countries). If the Fordist regime involved the 30 years after World War II and covered the Western Hemisphere, one can wonder whether today’s financial crisis is a crisis *within* the financial accumulation regime or whether it is the final crisis of this regime.

### **The financialized Accumulation Regime Covers Only Part of the Economy and Society**

A regime of accumulation can never cover the entire economy and society (Boyer 1986). It covers only the part that is characterized by the capitalist means of production, that is, the part that revolves around the accumulation of wealth. Over time, various sections of the economy have escaped this system or have been inadequately integrated into it. For the regulation school, as well as for historians like Braudel (1985), capitalism is characterized by large organizations, monopolies, and opacity, rather than by market mechanisms and transparency. Thus, sectors or parts of sectors with a strong presence of SMEs, like agriculture or tourism in continental Europe, as well as the governmental or paragonovernmental sector, the arts, and so forth, are all organized either wholly or partially around principles that are different from capitalist accumulation.

This delineation between the dominant accumulation regime and the rest of the economy means that large businesses and SMEs do not participate in the financialized accumulation regime in the same way: the former are well connected and integrated, whereas the latter are more or less disconnected. Put more simply, there are, on the one hand, multiestablishment groups, multinationals and multilocals, whose heads are well connected in the financial world and who know how to use financial resources to develop their activities and external growth. On the other hand, SMEs find it much more difficult to access finance industry resources and, in some cases, can no longer manage to finance their growth without sacrificing their independence (Crevoisier 1997; Corpataux and Crevoisier 2005b). However, this is not a fixed barrier, and the pressure of financialization has led a vast number of SMEs to be bought by big groups, a procedure that has ensured their participation in the financialized accumulation regime (Chabanas 2002; Crevoisier and Quiquerez 2005).

This dichotomy between large firms and SMEs is fortunately not completely static. Many financial innovations, such as buyouts by large listed groups, initial public offerings (IPOs), venture capital funds, and private equity funds, are aimed at a better integration of SMEs. This point is particularly relevant here, since the expansion of financialization is one of the areas that this article sets out to explain. Within the various industry sectors, a similar pattern has emerged. The past few decades have seen the increasing financialization of areas, such as telecommunication, energy companies, infrastructures, and property, that were not previously financialized or were little financialized.

### **The Finance Industry's Territorial Approach**

If the previously mentioned approaches are important because they put the financial markets at the heart of their analysis, they nevertheless generally overlook the issue of space. In contrast, the thesis advanced in this article puts space at the heart of the finance industry's dynamic. This relationship works in both directions. On the one hand, finance is essentially an industry that creates and organizes the mobility of capital in space. On the other hand, it has a considerable effect on the economy, in general, and on its geography. It not only influences the spatial direction of financial flows but ultimately transforms the geography of productive activities and spatial hierarchies. In this section, we build a territorial understanding of the finance industry and define the boundaries between this industry and the real economy.

### **The Construction of Capital Mobility/Liquidity**

In contrast with real capital and traditional long-term direct financing, the financial markets are characterized by their liquidity. Real capital (machines, buildings, communication and transportation infrastructures, as well as skills and product branding) is not mobile or has low mobility, which means that those who hold it are subject to the social constraints of proximity. Liquidity mitigates the risk that the immobility of capital carries by giving the holders of capital the possibility of withdrawing from investments at any stage (Orléan 1999; Lordon 2000). From a geographic point of view, what is liquidity if it is not the *mobility* of the property of securities (Billaudot 2001) between an increasing number of players who participate in this expanding space in which property titles are traded? This is what we have referred to as the increase in capital mobility/liquidity (Corpataux and Crevoisier 2005a), since the liberalization of the movement of capital goes hand in hand with the development and liquidity of the financial markets.

Two types of territorially based institutional reforms have been implemented to create capital mobility/liquidity: the removal of regulatory impediments to the free movement of capital between regions and nations and the strengthening of operational and informational financial market efficiency, thanks to transparency and high-quality public information.

To go from real to financial capital, a certain number of transformations are required, transformations that are related to territory (e.g., borders, institutions, networks, and nodes). First, it is imperative that the control of real capital be formalized through securities (e.g., equity and shares). The mobility and profitability of these activities should then be encouraged by setting up an institutional framework (e.g., the removal of boundaries and taxation legislation that supports transactions); technologies (financial markets are among the main consumers and promoters of information technology and the integration of telecommunications; O'Brien 1992); and, of course, specialized agents (e.g., financial sector businesses, stock exchanges, specialist media, training and research institutes, and consultants). These transformations allow the *financialization* of economic activities, that is, the continuous evaluation of economic investments by financial markets (Orléan 1999). It is possible systematically to compare financialized financial assets, as well as to disengage at short notice from the economy's financial space. The finance industry is therefore a fundamentally spatial industry.

Note that this definition of the finance industry is restrictive. Traditionally, the financial sector has been defined by actors (e.g., banks, insurance companies, financial companies, and pension funds) or by functions (providing financial means to companies). Our definition stresses the role of financial markets and of the mobility/liquidity of capital. For example, a local bank that provides traditional property loans that are based on traditional long-term deposits would not be included in this definition.

### **Finance and Regions**

Finance, especially international finance, is now an activity that is spatially hierarchical, with jobs and decision-making powers more and more concentrated in some urban regions. Genuine financial centers, or "global cities" (Sassen 1991), have emerged, so that local managers in a few major financial centers frequently decide on the geographic distribution of investments. According to Dow (1999), the quest or preference for liquidity favors spatial centralization and concentration, on the one hand, and contributes to the decline of traditional local banking systems and consequently weakens the power to create money within peripheral areas on the other hand (Dow and Rodriguez-Fuentes 1997).

Today, pension funds account for a substantial proportion of these savings and are thus competing with banking establishments on what was traditionally their exclusive turf. Martin and Minns (1995) showed that in the United Kingdom, although savings are collected homogeneously throughout the territory by pension funds, financial institutions that are based mainly in the southeast of the country invest these assets chiefly in the London stock exchange and only in listed companies—essentially large companies. In practice, little is reinvested in other regions of the country.

The consequences of this considerable modification of financial channels for the economic and spatial development of a country are not negligible. Access to capital is made easier for some but more difficult for others. All this, of course, has serious consequences for regions in which SMEs prevail (Dow 1999; Pollard 2003; Klagge and Martin 2005). The absence or the progressive disappearance of traditional finance channels in these regions will, sooner or later, lead to the acquisition of prosperous SMEs by big businesses, often from outside the region. This situation will, in turn, lead to a decrease in regional decision-making autonomy and, consequently, in centers of accumulation (Crevoisier 1997).

The central issue is that financialization expands geographically from financial centers. More regions may gradually become better integrated, thanks to financial innovations and expansion through IPOs, the buying of SMEs by large groups, and the like. At the

international level, countries have been gradually opening their borders and developing their financial markets and the liquidity of their companies. These expansions have proceeded in an uneven and selective way. Venture capitalists or business angels may target only SMEs in “fashionable” sectors, such as dot.com companies or hightechnology firms with high expected future returns (Dubocage and Rivaud-Danset 2006). The same goes for regions; being located in the southeast of England, for example, appears to improve one’s chances of raising venture capital considerably (Martin et al., 2005). The same mechanisms are observed in “emerging market” countries. Until now, we have defined financialization by the progressive construction of the mobility/liquidity of the capital of firms, sectors, regions, and nations thanks to financial markets. This movement has diffused across the economy following various paces among regions and sectors. Today, it still does not encompass the entire economy. To distinguish the financialized economy and the remaining part of it, one needs operational criteria.

### Differentiated Management Criteria

When the finance industry constructs and exploits the mobility/liquidity of capital in space, it invokes specific management principles and criteria (returns and risk), with their own temporal and territorial characteristics. Modern financial theory, drawn from Markowitz (1959), is based on managing portfolios of assets. Thereafter, the goal has been to maximize returns and minimize risk and to invest in assets whose evolution is not statistically correlated (Sauvage 1999; Rainelli-Le Montagner 2003).

**Tableau 3 : Comparison of Investment Criteria Between Real and Financialized Investment Channels**

| Investment criteria | Real Economy                                                                    |                                                                           | Financialized Economy                                                                                                             |                                                                                   |
|---------------------|---------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
|                     | Basis of Calculation                                                            | Spatial and Temporal Factors                                              | Basis of Calculation                                                                                                              | Spatial and Temporal Factors                                                      |
| Return (Yield)      | Expected future project returns                                                 | Time frame for real project, accumulation, place where project is located | Comparison with market indices (over- or under-performance)                                                                       | Instantaneous and comparable profitability in a globalized, financialized channel |
| Risk                | Industrial or technological risk or one linked to market for goods and services | Linked to where project takes place                                       | Probability can be calculated and reduced by diversifying among asset classes and between countries where trends are uncorrelated | Creating an area mix with uncorrelated patterns and trends that is financialized  |

Author’s own evaluation

However, finance is characterized by a particular conception of the notions of returns and risk (see Tableau 3), which is distinct from that used in the real, nonfinancialized economy. In real economics, *returns* refer to the accumulation of capital, controlled over time, that is, according to economic cycles, whether they are short (a production cycle, for example) or long (product cycles or technological cycles). For the financial economy, returns are not modeled on real cycles (i.e., on actual duration) but on continuous comparisons with returns on other investments on the financial markets; the evaluation principle for the financial markets is therefore permanent and disconnected from the often-lengthy production time

(Orléan 1999). In short, a long-term commitment is substituted with the threat of departure, of short-term defection. Accumulation over time is replaced by mobility in space. That is, the stakeholder gives way to the shareholder value; a commitment to a real estate or industrial project, which entails particular risks and issues, is replaced by a purchase agreement for standardized shares.

The definition of “sufficient” or “insufficient” returns depends on the basis of comparison, the basis of calculation, and the valuation time frame. For instance, in finance industry terms, the losses sustained through investments in shares in the crises of 2000–2001 and 2007–2008 should not be strictly considered an error. The error lies in having lost more than the market indices or in not having adequately diversified one’s portfolio. Rather, the performance of a market portfolio should be compared with real direct investments, carried out without recourse to financial channels, over a period of 15 to 20 years. Such comparisons are rarely made. They are rendered even more difficult by the fact that returns are not calculated in an identical manner. There are therefore returns and returns, and there is no evidence that investments, such as in unlisted SMEs, are less profitable than are financialized investments.

In real economics, the risk taken by an entrepreneur is difficult to rationalize when viewed simply as a formula. The entrepreneur takes a gamble on the future, and that future is not perfectly known or knowable. This uncertainty was classified as “radical” by Keynes (Moureau and Rivaud-Danset 2004) and is reserved for situations in which the outcome is unknown or, at the least, cannot be expressed as a probability; it is articulated by the impossibility of enumerating all future “states of nature” (Sapir 2000). From this perspective, the future is, by definition, considered to be fundamentally opaque (Hugon 1990; Lordon 2001). In financial theory, the term *risk* is applied to situations in which the result is imperfectly controlled but for which all outcome scenarios are considered to be known from the outset. According to this assumption, it is possible to attribute a probability of occurrence to each situation and thus predict and calculate the future (Moureau and Rivaud-Danset 2004; de Goede 2001). In terms of financial share portfolios, it is therefore possible to reduce the risk through diversification between asset classes between the nations or regions for which the returns are not correlated. Diversification means investing not only in different sectors, but in countries whose economies are developing at different rates. To diversify is to bring together places and territories.

In financial economics, within the financialized sphere of the economy, the risk-returns dichotomy corresponds to a solution to a financial engineering exercise. In real economics, returns and risk are understood in relation to the particular spaces and times in which production and economic cycles take place. In standard financial theory, finance is merely a reflection of evolutions in the real economy (Orléan 1999); its activity, in a world without barriers, can be defined simply as allocating productive capital without the real economy suffering any concomitant disruption. For our purposes, finance is not this mirror automaton described by standard financial theory, nor are the relationships that exist between finance and the real economy as neutral and unilateral.

In brief, as the financial community continues to develop its own increasingly distinct investment criteria, representations, and behaviors, we will see that the finance industry has taken on a life of its own and is expanding and developing its hold over the rest of the economy. Indeed, this era of liberalized and global finance seems to herald a new dynamic of financial expansion, a new “spatial fix,” to quote Harvey (1982), that is, a new means (never enduringly successful) of resolving capitalism’s inherent crisis tendencies, an ever-renewed attempt to find new sources of the enhanced profits that capitalists always seek.

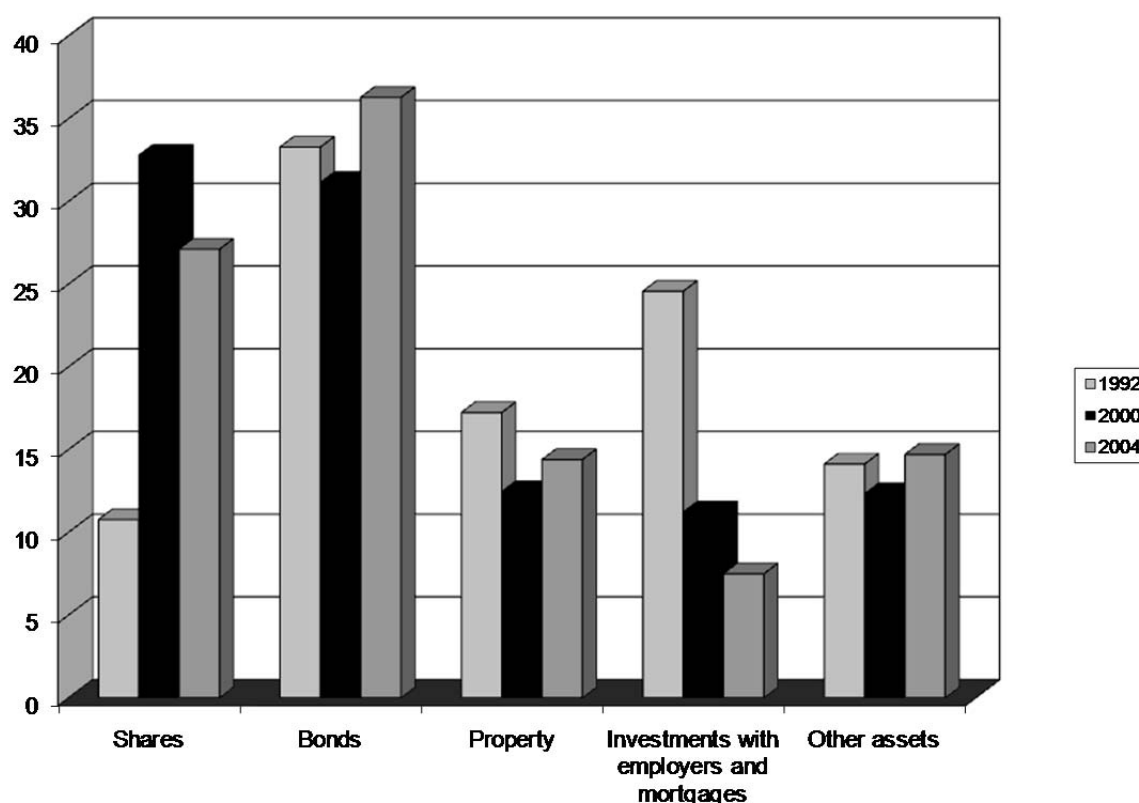
### 4.3 Finance Industry Autonomy and Swiss Pension Funds

This section explores more deeply how the finance industry developed within the economy and society during the past 20 years. Using the Swiss case, we identify specific processes of expansion. One can distinguish between internal processes that account for the internal capabilities of the industry to regenerate and external processes that characterize the way in which the finance industry expanded in the economy. First, we present the qualitative and quantitative study of the use of Swiss pension funds. From the collection of savings to final investments, the pension funds management industry is multilayered and integrated at each level into the finance industry. Consequently, the autonomy of the finance industry could be determined by examining the relationship between the finance industry and the environment in which it is evolving and the internal dynamics of the industry. Finally, the conclusion considers the limits of the financial industry's expansion, which may be deduced on the basis of its operating principles.

#### Swiss Pension Funds: Rising Figures

Swiss pension funds have experienced continuous growth since the 1980s, since the generations who make up their capital currently outnumber those who are drawing their annuities. As of 1998, these savings had outstripped the gross domestic product.

Figure 6 : Pension funds investments in 1992, 2000, and 2004 (SFr millions).



Source: OFS (given data basis 1992–2004).

Throughout the 1990s, the pension funds' portfolio profile changed, and an ever-increasing proportion of the money that they manage now passes through the financial markets. In fact, the combined quantity of shares and bonds has regularly increased, going from 44 percent of overall wealth in 1992 (SFr 113 billion, or US\$100 billion at 21 March 2009 rate) to 63 percent in 2004 (SFr 307 billion, or \$272 billion). This has been to the detriment of less liquid

assets, such as direct property holdings, loans granted to employers who are members of the fund, and mortgages (see Figure 6).

How do Swiss pension funds fit within the finance industry, and have they now become autonomous financial players? Moreover, to what extent has the emergence of these new players changed the financial channels and the types and locations of investments that are made? These are the questions we attempt to answer on the basis of recent, nationally funded Swiss research on how, where, and through which channels Swiss pension funds' assets were invested (Theurillat et al., 2006a).

## **Case Study Methodology**

The methodological approach of this case study was initially developed using data from both the (Swiss) Federal Statistics Office (OFS) between 1992 and 2004 and from privately collected data on Swiss institutional investors (Lusenti 2003; Robeco 1998, 2000, 2002; and Swissca 2000, 2002, 2003, 2004) between 1997 and 2005. These data allowed us to create typologies of pension funds, identifying their location and the location of their various functions. Typical investment portfolios were also identified. From these typologies, it was possible to draw precise maps of the locations of the real estate portfolios of pension funds. Regarding shares and bonds, broader spatial categories (like within the country and abroad) categories could be devised. We also collected a large amount of "gray literature" from professional associations and trade unions.

In addition, some 20 semidirective interviews were conducted in 2005 with various players. The idea was to get experts from each successive step of the circuit: pension fund managers (of large and smaller funds, of public and private funds) and asset managers of the three main banks that managed pension fund savings (UBS, Swiss Credit, Swisscanto), as well as other financial institutions, such as private banks (LODH and Pictet) and insurance companies (Zurich and Helvetia Patria). The main objective of these in-depth interviews was to identify the location and strategies of each player and how they interact with each other along the circuit. While the interviews with pension fund managers were aimed at gaining an understanding of the investment decision making and criteria, the interviews with financial players focused on investment processes, products, and locations. The interviewees were usually general directors or operational directors of the companies with a broad view on activities. The interviews lasted one to two hours.

Furthermore, a panel of 13 experts—not only experts from pension funds and from the finance industry but also such critical players as consultants, an expert in investment in SMEs, and a representative of a foundation that specializes in promoting ethics in the financial system—gathered on two occasions. They met in 2004 to confirm the hypotheses and identify relevant sources of information and respondents. For the second meeting, in December 2005, they received two preliminary versions of our synthesis—one about real estate investments and the other about investments in financial markets—and reviewed the research results to reinforce the relevance of the study's conclusions. These meetings were highly interesting because players from the entire chain discussed their mutual interactions on the basis of the findings of our research. Putting this information together allowed us to build a picture of the global governance of pension funds assets (Theurillat et al., 2008). It appeared clearly that the finance industry is, by far, the most powerful player in the management of pension funds.

To further extend this research, this article infers a more general representation of the functioning of the finance industry. Of course, the savings managed by pension funds are not the only "raw material" used by the finance industry, but they are one of the most important.

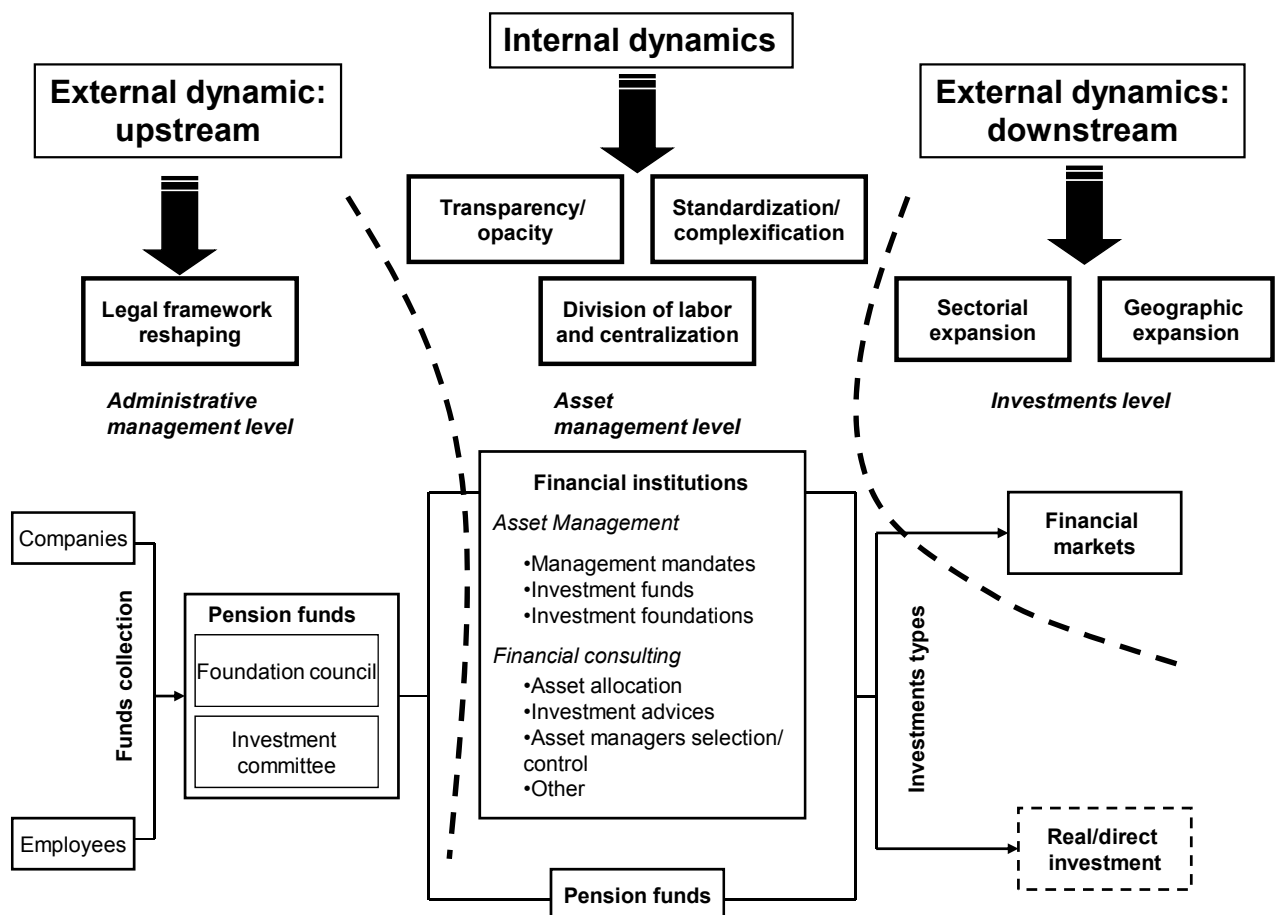
Thus, we believe that the general model developed here is relevant, even if further confirmation of its validity would be useful.

## Results

### The Pension Funds Sector

Between the savings and final investments areas, there is a whole intermediate management channel that has considerable influence over the use of pension funds. On the basis of the work of Martin and Minns (1995) on the spatial organization of the United Kingdom's "pension fund" industry and on Clark's work (2000, 2003), which put the industry's operations in different Anglo-Saxon countries (the United States, the United Kingdom, and Australia) into perspective, we built a picture of the industry in Switzerland. The value chain, from fund collection to final investments, can be divided into four levels (see Figure 7).

**Figure 7 : An overview of the pension funds investment circuit and of the organization of the finance industry**



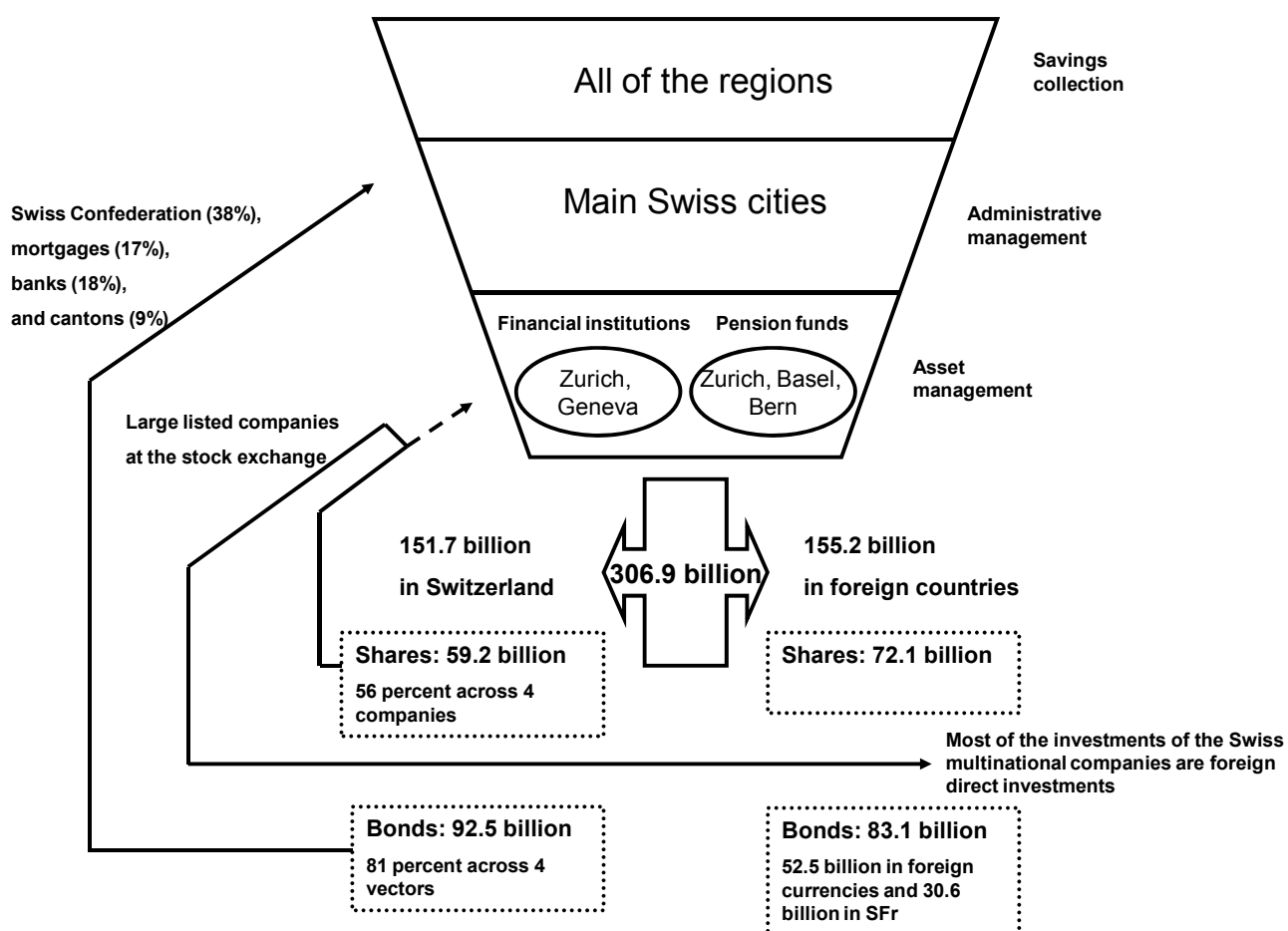
Source: Adapted and expanded from Clark (2000)

Once savings have been collected, involving contributions from both employees and employers (the first level), the second level is administrative management of pension funds (fund-localization centers and payment of benefits). The third level is asset management, which may be conducted by the pension fund itself or delegated to a specialist company, and at the fourth level are investments. It is worth reiterating that this article deals solely with securities investments (i.e., largely funds that invest in equities and bonds), rather than real estate investments, which are primarily made outside the financial market (Theurillat et al.,

2006b), unlike securities, which are mainly dealt with by financial players at both management and investment levels. In summary, the entire pension funds' securities investment industry has a funnelshaped structure (Theurillat et al., 2006a) (see Figure 8).

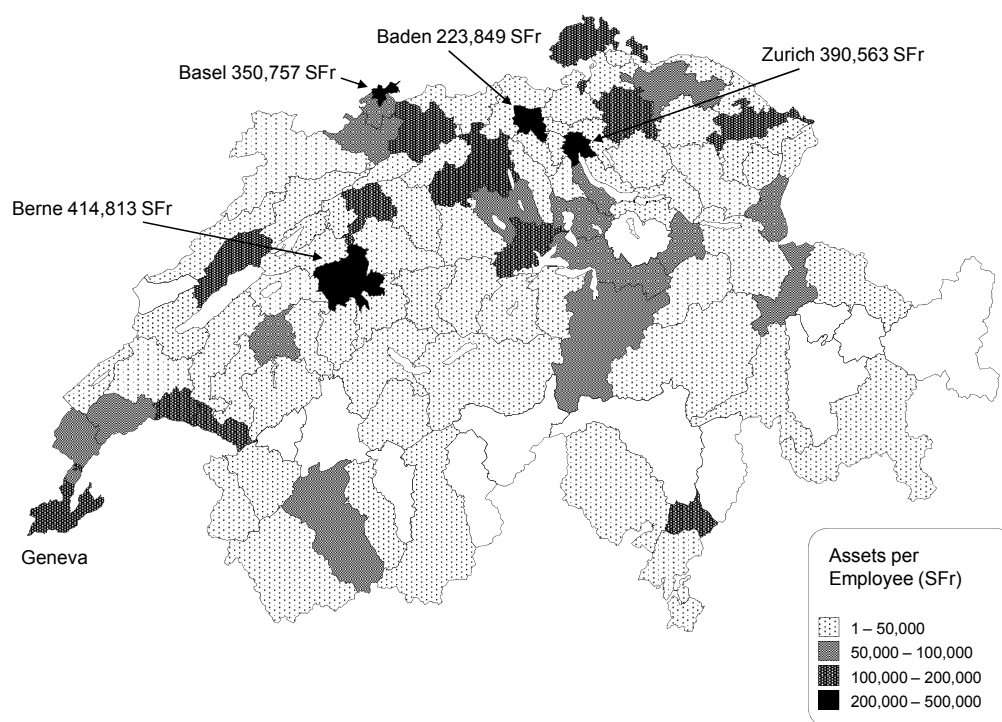
At the first level, pension savings are collected in a relatively uniform manner throughout Switzerland through the spatial distribution of jobs. At the second level, the administrative management of pension funds is relatively concentrated within the country's five main cities: Zurich, Basel, Bern, Geneva, and Lausanne. This spatial distribution of pension funds can be largely explained by the location of private and public employers. If one relates the funds' administratively managed wealth to employees in the region, one can see that the main urban areas are greatly overrepresented (see Figure 9).

**Figure 8 : The funnel-shaped structure of the Swiss pension funds**



Source: Authors' evaluation

**Figure 9 : Pension funds' total assets under management per employee and by regions (in SFr) in 2002**



Source: OFS (2002)

At the third level, savings, direct and collective, are managed primarily in a largely centralized manner by a few companies that are based in Zurich and Geneva. Only the large funds for large public and private companies, which are based mainly in the country's major economic centers or, to a lesser extent, in the principal towns of cantons, could be considered autonomous financial players. Nevertheless, even if they have the skills to manage their funds themselves, they prefer to outsource most of the management. These large funds generally employ a few in-house managers to make their investment decisions and generally know where they are investing. In contrast, several thousand small funds outsource everything because they have no in-house skills and rarely know where their money is invested. Therefore, although pension funds are financial players, the majority of them are extremely passive and dependent on the country's main banking and financial companies. Investment decisions thus tend to be made in a centralized way, since they are largely delegated to financial institutions that are mainly attached to domestic banks in Switzerland: private Swiss banks (30 percent), large national banks (UBS and Credit Suisse with 28 percent), and cantonal banks (17 percent). Foreign banks and financial institutions have only a small share in the institutional management market (15 percent) (Robeco 2002). All the wealth management departments of these businesses, as well as the majority of the investment companies, are based in Zurich or Geneva.

The fourth level is a sectoral and territorial concentration of investments. Indeed, in 2004, funds invested a total of SFr 151.7 billion (\$134.5 billion) in securities in the domestic market. While it is difficult to know Swiss pension funds' exact portfolios of bonds and equity, the setup of the two Swiss markets indicates that the typical fund portfolio includes shares from four companies (Novartis, Nestlé, Roche, and UBS), since they constitute 56 percent of the Swiss Performance Index (SPI), along with bonds from four types of issuers, since they make up over 80 percent of the market. Of course, funds could opt for secondary securities. In reality, this direct route is much underused. In 2000, pension fund investments in SMEs represented only 1 percent of assets (Pühr 2003). On the Swiss shares and bonds stock market, it is the major players in the public (national and cantonal) and private (large SPI businesses) sectors that attract the majority of pension fund financial investments.

It is also worth noting that the banks and affiliated financial services that make 24 percent of the SPI added an estimated value of 14.4 percent to the national economy and represented just over 5 percent of total national employment in 2003 (Département fédéral des finances 2006). In other words, investments through the financial markets favor large, listed companies and the two main financial centers in Switzerland. The outlying areas, which specialize in traditional activities like manufacturing and tourism, only partially or indirectly benefit from the financial markets.

### External Dynamics of the Finance Industry's Expansion

The previous section described the networks, players, and geography of Swiss pension funds. This section further develops the description of the finance industry that controls (i.e., maintains and develops) these networks for its profit. The aim of this section is to infer a more general framework for understanding the finance industry from the Swiss case.

Over the past 15 years, the finance industry has experienced autonomous growth within the framework of the economy and society. Thus, the financialized accumulation regime is typified by a continuous increase in market rates (Lordon 2000). However, on several occasions, such as in early 2000 and since mid-2007, the markets have experienced significant bearish periods, although until July 2008, they have always recovered. Autonomy is thus characterized by internal processes that allow external relations and exchanges. In this case, the finance industry is faced with a number of transformations, such as the standardization of its products, the increasing ubiquity of available financial information, and the trivialization of its skills. These processes are counterbalanced by the industry's internal innovative capacities (which are discussed in the following section) and the innovation capacities that correspond to the external expansion of the industry toward the rest of the economy. This external expansion is heading in two directions:

- On the one hand, downstream of the industry, on the investment side, the financial markets' control over the real economy is growing in two ways: geographic expansion and the appropriation of new sectors, such as real estate.
- On the other hand, upstream of the industry, a periodic reshaping of the legal framework has encouraged new capital flows into the financial markets and is partly responsible for the finance industry's growth. These phenomena define the forces outside the finance industry and its expansion toward the rest of the economy and society.

**Tableau 4 : The Geographic Expansion of Swiss Pension Fund Investment (SFr Millions ; percentages in brackets).**

|                   | 1992              | 2004              |
|-------------------|-------------------|-------------------|
| Switzerland       | 83,511<br>(74%)   | 151,730<br>(49%)  |
| Foreign countries | 29,573<br>(26%)   | 155,235<br>(51%)  |
| Total             | 113,084<br>(100%) | 306,965<br>(100%) |

Source: OFS (given data basis 1992-2004).

### The Enlargement of Space Influenced by Liquidity

From 1992 to 2004, pension funds' investments through the finance industry and the financial markets were characterized by two changes. First, the proportions of equity investments rose from 11 percent to 27 percent of the total wealth (peaking at 33 percent in 2000). Second, investments became significantly internationalized, with the international proportion rising from 26 percent to 51 percent of the total (see Tableau 4).

Moreover, there has been an indirect but huge internationalization of investments through large Swiss companies into which SFr 151.7 billion (\$134.5 billion) were invested in 2004. Most of these companies' activities are outside Switzerland. Ultimately, only the domestic bonds channel allows for a certain amount of national and regional investment, since all the rest goes abroad. This geographic expansion is logical from the point of view of both the quest for liquidity and the diversification of portfolios.

### Occupation of New Sectors

These forces seem to have helped promote the occupation of new sectors, particularly since the stock market crises of 2000–2001. Property investments have, therefore, now become a highly desirable asset class to which the same return/risk financial investment criteria are attempting to be applied (Theurillat et al., 2006b). In addition to the property sector, which allows for the diversification of investments, there has been an increase in so-called alternative investments over the past few years. Indeed, investments in hedge funds, private equity, or venture capital—previously considered extremely risky—are now recommended for pension funds. According to the interviews, a growing number of Swiss pension funds have added these alternative investments to their portfolios. Changes in Banque Pictet & Cie's LPP index (see Tableau 5), as well as the inclusion of previously separate hedge fund and private equity investments (which represented SFr 11.7 billion (\$10.3 billion), or 2 percent of the total wealth, in 2004), and the most recent Swiss national statistics confirmed this trend (OFS 2006). In short, these varied investment options are an integral part of any self-respecting assets portfolio. The work of asset managers consists mainly of comparing the risks and returns of increasingly numerous asset classes and the increasing number and reaches of geographic markets.

**Tableau 5 : LPP Index of Banque Pictet & Cie in 1993 and 2005**

| Investment Types                           |                             |
|--------------------------------------------|-----------------------------|
| 1993                                       | 2005                        |
| Monetary market                            | Bonds in Swiss currency     |
| Bonds in Swiss currency of Swiss issuers   | Bonds in foreign currencies |
| Bonds in Swiss currency of foreign issuers | Swiss shares                |
| Bonds in foreign currencies                | World shares                |
| Swiss shares                               | Swiss property              |
| Foreign shares                             | World property              |
|                                            | Hedge funds                 |
|                                            | Private equity              |
|                                            | Commodities                 |

Source: Banque Pictet & Cie (1999, 2005)

## **The Industry's Growing Hold Over Household Savings**

The finance industry is also expanding upstream of the industry, which goes from savings to final investments (see Figure 6), to ensure from the start that savings move toward the financial networks. In the case of Swiss pension funds, this movement is essentially evidenced in changes in the legal framework. Indeed, the triptych of return, risk, and liquidity is part of current Swiss federal legislation governing the investment criteria for pension funds. The construction of mobility/liquidity and the “institutionalization” of contemporary financial vocabulary and principles as enshrined in law since the 1990s have allowed the finance industry to impose its management criteria and consequently to use its “risk/return framework” in such a way as to allow systematic spatial and sectoral comparisons.

Essentially, these changes have engendered a change in the perception of risk away from the real economy's traditional criteria (direct property holdings and loans granted to employers) toward the diversification of financial portfolios (the extension of foreign investment limits, use of alternative products, and collective funds). They have also institutionalized the need to delegate fund management to professional financial companies. Finally, they have obliged pension funds to use accounting standards that are based on market values. In summary, over the past 15 years, the finance industry has seen, through legislative changes and the increasing application of its management criteria, the institutionalization of its worldview and principles.

## **The Internal Dynamics of the Finance Industry**

In the previous section, we described the way in which the finance industry has expanded within the economy, downstream, through geographic expansion and the integration of new sectors, and, upstream, through formatting, which favors financial logic within institutions. Of course, this external expansion assumes that there are also internal capabilities to do so. This section, based again on the case of Swiss pension funds, shows that the finance industry is based on three internal phenomena that allow it periodically to overcome the limitations faced by the industry as it expands in time and space.

### **The Standardization/Complexification Paradox**

In common with most other business sectors, the finance industry's products and services are simultaneously undergoing a process of standardization and a process of innovation/complexification (see Engelen 2003 for a similar view). Shares, bonds, classic investment funds, and the like have become relatively commonplace. Greater common accessibility and standardization are generally associated with lower management costs. Nevertheless, to maintain profit margins and returns, the finance industry has, over the past 20 years, periodically launched new financial products on the market. These products are, *a priori*, more complex and should, in principle, guarantee or, at least, offer the promise of a better return.

Thus, certain products and investment vehicles, which until recently were the exclusive domain of specialized investment companies and considered highly sophisticated and risky (such as hedge funds, securitized real estate, commodities, and emerging markets), are now fashionable and are offered by most banks throughout Switzerland, either in-house or externally (through partnerships with specialized companies). These investment products and vehicles are an integral part of any self-respecting portfolio of assets and are thus starting to become “standard” products. So if standardization and complexification go hand in hand, the second strategy, linked to the first, requires that the various assets be comparable in terms of risks and returns.

## **Emergence of Transparency and Opacity**

The finance industry requires transparency to allow products from different asset classes to be compared in terms of their returns and risks. This information means that, in principle, it is possible to compare an investment in a Russian mining company with an investment fund with a selection of bonds and equity in real estate. Transparency is crucial to ensuring liquidity. Paradoxically, this constant demand for transparency, that is, standardized and public information, leads, according to the evidence, to a concomitant growth in opacity. For instance, with pension funds, the product innovation/complexification process, the expansion process (through the appropriation of new sectors with increasingly specific characteristics), and the geographic expansion process (through the internationalization of investments) are all factors that create opacity. Moreover, even within the framework of traditional investments, such as securities, pension funds use several asset managers to compare and set them up against each other. This diversification by managers results in it being difficult to determine a fund's final investments (such as businesses and sectors).

Nevertheless, fieldwork shows that, paradoxically, an increase in the number of external mandates does not necessarily lead to a diversification of final investments. Indeed, the various external managers generally adopted similar investment plans; this is increasingly the case even in the Swiss market, since it is highly concentrated and offers only a few different possibilities. Finally, it is worth reiterating that information is rarely a matter of hard facts; rather, it is something that is first constructed and then interpreted (McSweeney 2001) by agents with strategic aims who therefore mold the facts to suit their own ends. This information is then subject to often wildly divergent, often contradictory, interpretations. Finally, there will always be manifest differences between the way the financial industry, with its greater competence and more reliable information sources, uses information and the way other industries do so. In summary, although this belief in transparency may be at the heart of the financial markets' operations and the industry strives unstintingly to generate and maintain it, it is also constantly called into question by the industry's very dynamic.

## **Growth in the Division of Labor and Centralization of Skills**

The processes thus far described (diversification of sectors and spaces, innovations, and the like) are possible only insofar as the financial sector develops new internal skills and new faculties for generating and processing information. The industry has, therefore, seen a noticeable increase in the number of players, in the division of labor, and in outsourcing at all levels, and particularly within those areas, where more specialized skills are developing.

As part of this process, there has been a noticeable increase in the activities of independent consultants, to the detriment of the traditional consultants affiliated with banks or insurance companies. Independent consultants provide a range of services, from actuarial services to reporting the results of investments, as well as selecting and assessing managers (Robeco 2002).

At the territorial level, most of these new services have emerged in the financial centers of Zurich and Geneva—a situation that echoes Sassen's view (1991) that one of the two main functions of the global city is financial innovation. The complexity, number, and breadth of skills are expanding as financial centers become more concentrated. Clearly, financial competence develops from specific areas within financial centers. The financial markets' increasing power, the growth of capital mobility/liquidity, and the endogenous dynamic of the finance industry are all factors that seem to conspire in favor of the concentration of financial activities and allow the main financial centers to practice spatial tradeoff (Leyshon and Thrift 1997) among the regional, national, and international. These financial markets have hence concentrated power for creation of wealth and a vast capacity for spatial tradeoff, which

allows them constantly to reevaluate invested capital and reallocate it to any financialized place on the planet, in accordance with standardized criteria.

#### **4.4 Conclusion**

The rise of the finance industry has probably been the one economic change with the greatest impact on the geography, economy, and society of industrialized countries over the past 20 years. In this article, we have developed the idea that finance is not simply a reflection of the real economy but that it has a life of its own and has to be considered an autonomous system within the rest of the economy and society.

As with any industry, the finance industry has encountered decreasing returns, notably the standardization of its products, the ubiquity of publicly available financial information, and the trivialization of its skills. Over the past 20 years, it has remarkably managed to overcome these tendencies, thanks to its capacity for innovation. Internally, it has developed new products, new skills, and new zones of opacity in which its expertise still matters. Externally, the development of the finance industry has corresponded to the spatial expansion of financialization toward new countries and to its increasing depth of penetration through the financialization of more sectors and players.

This intellectual framework is a territorial understanding of financial accumulation and of its impact on the real economy. It allows the formulation of some new hypotheses and questions regarding the directions and possible limits of this accumulation.

First, innovation is crucial to the finance industry, since it permits investment in increasingly distant areas and new sectors, as well as the development of increasingly complex products. This innovation therefore enables any fall in profits caused by the standardization of financial products to be overcome and partly compensates for the growing cost of control across larger and larger distances, in an ever-increasing number of countries, as well as for the greater difficulty in financializing new sectors. However, this control is becoming ever more expensive and complex.

Second, as we have shown, financialization has also developed upstream by shaping national institutions to create important national savings and orienting them toward finance industry networks. Over the past 20 years, many countries have developed such savings schemes, and several important countries, such as Germany, are considering whether to introduce them. This progressive integration of spaces has undoubtedly contributed to the rise of financial capitalization and helped to keep prices and indexes rising. How far will this upstream expansion extend? There may still be considerable potential for pension funds (or other such schemes) to develop in European, Asian, or emerging countries and thereby to fuel the finance industry, but there may also be social and political limitations.

Third, there is the important question of expansion into new territories. In a closed economy, the return on invested capital and that behind annuities depends mainly on the state of the economy in question and the date of annuity payments. An annuity is simply a right to a portion of national production, the level of which is largely determined by changes in productivity throughout the period. Put simply, pension funds have a vested interest in investing in the regional and national economy to make it more productive and to be able to pay out good annuities. In an open economy, in which the finance industry builds narrow bridges between all the financial markets, the question needs to be framed differently. Investments should allow the deduction of annuities from the selected countries' future production. The "economic bet" is therefore different. One is, in fact, substituting a bet on the future of the national economy with a bet on one elsewhere.

This maneuver could be justified by the national economy's insufficient absorption rates. Clearly, the strong growth of pension funds could not be completely absorbed by the Swiss economy without leading to inflation on capital goods (real estate, equity, and so forth). Nevertheless, this article has also demonstrated that certain spaces and businesses have been privileged, while others have been excluded. The absorption rate, therefore, also depends on investment criteria. How long will institutional investors remain confident about financial markets and their spatial interdependences and internal periodic instability? Once again, territory appears to be a way to tackle these issues. Since 2003, certain large Swiss pension funds have invested directly in large infrastructural projects within the country to avoid the risks inherent in financial markets. Some financial players who developed special nonlisted funds sought to finance SMEs or local real estate development. These ideas were also developed abroad (see, e.g., Engelen 2006). No doubt, the present turbulence in financial markets will reinforce such strategies to escape from financial markets.

Finally, one open question about the validity of the model presented in this article is its capacity to explain the current financial crisis. The model was developed between 2004 and 2007, a period of strong expansion. Nevertheless, several properties of the autonomy of the finance industry can help us understand the current crisis. First, the financialization of new assets on the U.S. real estate market was typical of the downstream expansion of sectors with its growing difficulties. The securitization of risks related to the subprimes within complex structured products, also typical of the internal innovation capacities of the finance industry, increased the level of opacity. These products were sold to distant financial investors worldwide, investors who were looking for geographic and sectoral diversification of their portfolios. The crisis instantaneously affected European and Asian financial players. Nevertheless, it took nearly one year to transmit the shock to the real economy, which shows the relative independence of the two spheres. One can see that this framework has allowed us to describe the current crisis and provides some explanation of the structural limits of the expansion of the industry. What the framework cannot foretell is whether the present crisis is so deep that it will put an end to the current regime.



## 5 L'impact des investisseurs institutionnels sur la gouvernance d'entreprise : une perspective à partir des fonds de pension suisses dans un contexte financier en changement

---

Article paru dans *Competition&Change*, 12 (4), 307-327.

Theurillat T., Corpataux J. and Crevoisier O. (2008), *The Impact of Institutional Investors on Corporate Governance: A View of Swiss Pension Funds in a Changing Financial Environment*.

### Abstract

Theories on corporate governance have developed in line with the development of the financial markets and the increasing power of institutional investors. Indeed, the financial markets' power can be measured by the ability of shareholders, and of institutional investors in particular, to influence businesses and their managers. A number of reforms have been implemented in several countries, Switzerland included, in order to strengthen shareholders' powers. Making specific reference to Swiss case studies, this article aims to create a better understanding of the role of institutional investors in corporate governance. Indeed, Switzerland is paradoxical in that it is generally considered Rhenish, with banks and families taking a leading role in controlling big business (Windolf and Nollert, 2001; David, Mach and Schnyder, 2004), whilst developing a pension fund system which, since the mid-1980s, has attracted considerable funds and is still experiencing strong growth. How do these two approaches, traditionally at opposite ends of the spectrum as far as the subject's literature is concerned, reconcile themselves in the Swiss market?

**Key words:** Corporate governance, pension funds, models of capitalism, disintermediation, reintermediation, financial places

### 5.1 Introduction

Theories on corporate governance have developed in line with the development of the financial markets and the increasing power of institutional investors. Indeed, the financial markets' power can be measured by the ability of shareholders, and of institutional investors in particular, to influence businesses and their managers. A number of reforms have been implemented in several countries, Switzerland included, in order to strengthen shareholders' powers.

These changes have reconfigured traditional models of capitalism, particularly in continental Europe. Let us not forget that the financial markets play a central role in the Anglo-Saxon model and institutional investors have a privileged place within it, with the businesses effectively being controlled externally and with the primary aim of creating wealth for the shareholders. In the opposite and traditionally, the financial markets play a less influential role in continental Europe. In the Rhenish model, for example, the banks are central to financial governance as much through their direct involvement in controlling businesses as through their financial service provision whilst financial markets are still underdeveloped in comparison with Anglo-Saxon countries. Nevertheless, with financial globalisation and the strong development of market finance in every country in the world, the specificities of the financial structures developed up to that point in the countries of mainland Europe, and in Switzerland, seem to be becoming less marked. Therefore and for some (e.g. Morin, 2000), the traditional distinctions between Anglo-Saxon and other models are at the same time apparently becoming obsolete: the Anglo-Saxon model appears to be taking over as the

standard framework model, imposing its “structural forms” across the board, not just in terms of intermediation but also in terms of control. Others (e.g. Giraud, 2001) observe that the Anglo-Saxon model is also undergoing transformation, neither model is going to stop transforming and they are already in the process of converging towards “something else”.

In all cases, alignment with more or less resistance on the Anglo-Saxon model or hybridization of models, changes and reforms are today reconfiguring capitalism(s) and both institutional investors and pension funds are often said to play a key role in these changes. Highly active, they are in a position to impose new standards and regulations which favour the shareholder and ultimately put considerable pressure on company directors and business strategy (Morin, 1998 and 2000; Orléan, 1999; Lordon, 2000). Some see these investors as leading capitalism to a new stage of development (Clark and Hebb, 2004). Others consider institutional investors to be taking a very passive role (Clearfield, 2004), with few in a position to make their voices heard (Aglietta and Reberioux, 2004) and with little power to implement original policy (Engelen, 2003).

Making specific reference to Swiss case studies, this article aims to create a better understanding of the role of institutional investors in corporate governance. Indeed, Switzerland is paradoxical in that it is generally considered Rhenish, with banks and families taking a leading role in controlling big business (Windolf and Nollert, 2001; David, Mach and Schnyder, 2004), whilst developing a pension fund system which, since the mid-1980s, has attracted considerable funds and is still experiencing strong growth. How do these two approaches, traditionally at opposite ends of the spectrum as far as the subject’s literature is concerned, reconcile themselves in the Swiss market? Moreover, and if Swiss pension funds managed an important and increasing amount of money and are consequently an emergent category of financial actors, are they to be considered as all-powerful and autonomous players and shareholders ? Are they really leading the move in Switzerland? Or are they just to be considered as a new but passive financial layer?

We posit that the financial market, which is concentrated around the Zurich area, and to a lesser extent around Geneva, has not abdicated control to the pension funds. The explanation which we propose for this draws on work by Martin and Minns (1995) and by Clark (2000; 2003) who follow the *course* taken by funds selected by pension funds, and show how the financial markets, precisely because they are based in London, retain power over the whole system. More specifically we will show how the financial system creates a number of *intermediaries* between the funds and the recipient companies and how the system makes investments *opaque* in the eyes of the eventual shareholders. It would seem that Swiss pension funds are subject to the disadvantages of both systems: of the Anglo-Saxon system in terms of risk bearing and of the Rhenish system in that they do not have the power to influence the way companies are managed.

In order to delineate the relationships between Swiss pension funds and the finance industry as well as the corporate engagement of pension funds, this article draws on data from both the (Swiss) Federal Statistics Office (OFS) between 1992 and 2004, and from privately-collected data on Swiss institutional investors (Lusenti, Robeco and Swissca surveys, between 1997 and 2005). In addition to this were some twenty semi-directive interviews, which were conducted with industry players in 2005. Furthermore, a panel of thirteen experts gathered on two occasions: they met in December 2004 in order to validate the hypotheses and identify relevant sources of information and respondents, and in December 2005 to critically revisit the research results and to conclude the study.

The first section looks at research into models of capitalism, the role and power of institutional investors as well as the organisation of the financial industry, its networks and its

centres. The second section shows the unique way in which the Swiss system has developed within this context.

## 5.2 The Financial Markets, Forms of Intermediation and Control and Territory

The primacy of the financial markets is one of the defining characteristics of our age. We will give a brief overview of contemporary views on financial systems and governance. Firstly we will introduce the two stylised models of capitalism with distinct financial structures, i.e. the Rhenish model and the Anglo-Saxon model. If, until the 1980s, different types/models of capitalism seemed to coexist, the promotion and development of the financial markets seem to irrevocably affect all contemporary economies and challenge the Rhenish model. We also wish to examine some of the factors underlying these changes as well as the future of banking in this environment. Secondly, we will briefly return to the issue of corporate governance, as the boom in institutional investment is undoubtedly at the root of the resurgence in shareholder power. Finally, we shall attempt to define the spatial consequences of the previously-described transformations.

### Stylised Models of Capitalism, Intermediation and Forms of Control

Within literature on the subject, traditionally two stylised models of capitalism<sup>72</sup> with distinct financial structures, and particularly those with different forms of intermediation and control, have tended to be placed in direct opposition to each other (Orléan, 1999).

The first, the Rhenish model, epitomised by Germany, has a number of defining characteristics, such as a concentration of capital, giving the main shareholders internal control, particularly within large banks. Such banks play a key role as, given these companies are often major shareholders, they on the one hand provide them with credit, and on the other get involved in managing and overseeing them. If there is little transparency in this system, it nevertheless brings considerable organisational stability and encourages close, long-term relationships between the banks and industry. The banks attain their position through a power balance, which is built on plentiful and confidential information, as well as on regular, long-term bilateral relations. Ownership of capital is stabilised through retaining shares in ones own company and having reciprocal shareholdings. The financial markets are underdeveloped and *liquidity plays only a marginal role*. This is known as “locked” capitalism and hostile takeover bids are infrequent. In short, in this model the banks are at the centre of financial governance.

The second, the Anglo-Saxon model, as epitomised by the United States and the United Kingdom, is configured differently: here, the financial markets are highly developed and liquid with widely disseminated minority shareholders, making direct company control very difficult and, moreover, very costly. Shareholders are therefore unable to exercise direct, *ex-ante* control over management, but put pressure on the managers by threatening to withdraw their capital (defection). This is effectively “distant”, *ex post* control, as far as business results are concerned, but there is no direct involvement in company management (Paillard and Amable, 2000). In this second model, hostile take-overs are frequent and the financial markets play a vital role, both in terms of financing and control. In such cases, bank intermediation,

---

<sup>72</sup> It exists evidently more models of capitalism (see Crouch, 2005 for an overview and a critical appraisal of the various authors or/and streams of thought using such theoretical categorizations). Nevertheless, for questions of space and relevance, we will focus on two models. Firstly the Rhenish model, especially considering that Switzerland is generally clearly allied with this model, even though there are some slight differences. On these similarities and differences with the Rhenish model, see the work of David et al. (2004). Secondly the Anglo-Saxon model, especially considering that most of the reforms undertaken in Switzerland systematically took their inspiration from this last model.

and the banks themselves, play a minor role, as it is the markets which are at the heart of financial governance.

In a climate of financial globalisation and with the financial markets developing vigorously right around the globe, the individual character of the financial structures hitherto developed in continental Europe seem to be being weakened. Some see this heralding the end of alternative models as they are brought in line with the Anglo-Saxon model (e.g. Morin, 2000). Others such as Giraud (2001) see the Anglo-Saxon model itself evolving, with different models also undergoing constant change, already converging into “something else”. Thus, there may not simply be a one-sided convergence of the financial systems, but rather reconstitutions which give rise to hybrid, often original forms (Saïdane, 2005) or new amalgams (Crouch, 2005). We wish to contribute to this debate by tracing the specific trajectory of the Swiss model without necessarily delivering any definitive judgements upon it. At a very general level we can, however, see that on the one hand reforms made in many countries, including Switzerland, are directly inspired by the Anglo-Saxon model, and on the other hand the increasing power of institutional investors and some reforms favouring the free movement of capital have more or less successfully (depending on the country), transformed the economic landscape of continental Europe.

### **Institutional investors and the move towards the free circulation of capital**

How can we explain the increase in the financial markets’ power in contemporary societies? There are two issues which we think are worth examining. Firstly, the increasing power of collective investment schemes and the concentration of them in the hands of institutional investors (Clark, 2000 and 2003; Montagne, 2006) and secondly those political and institutional reforms aimed at promoting mobility/liquidity of capital (Corpataux and Crevoisier, 2005a).

The increasing power of collective investment schemes and the concentration of these in the hands of institutional investors have played an important role in the transformations which are affecting the financial system. Indeed, even if there are increasing numbers of households investing either directly or indirectly in shares, it is primarily the *financial intermediaries* who manage these funds (banks, insurance firms, and pension funds all fall under the rubric of *institutional investors*) and thus who seem to actually control them. In the US, since the late 1970s institutional investors appear to have become the key financial players and have come to manage the majority of financial assets (Orléan, 2000; Giraud, 2001). These investors are now mainly placing their fund investments in the financial markets. It is partly through the development of these new actors that pushed the financial industry to expand over the last years. As an emergent category of financial actors, clearly part of contemporary financial systems, institutional investors have been at the same time important vehicles for change in the financial markets. Of these, pension funds particularly stand out (Boubel and Pansard, 2004; Plihon, 2004; Giraud, 2001).

Two types of institutional reforms have been introduced in most countries in order to create and support the development of the financial markets at both national and international level, i.e. internal and external liberalisation (Morin, 2006). On the one hand, reforms aim to remove all regulatory obstacles to the free and absolute movement of capital. So, we have seen the UK’s removal of exchange controls in 1979, the partial opening up of Japan’s financial markets in 1983-84, the unimpeded movement of capital in Europe as dictated by the Single European Act (Bourguinat, 2000); all of these measures are aimed at encouraging the spatial *mobility* of capital. On the other hand, there are reforms which aim to improve the operational and informational efficiency of the financial markets, i.e. which aim to promote their *liquidity* and transparency as well as guaranteeing good quality public information. This is what we call the increase in capital mobility/liquidity (Corpataux and Crevoisier, 2005a),

since the liberalisation of the movement of capital goes hand-in-hand with the development of the financial markets and their liquidity.

Thus and according to some writers (Aglietta 1998; Orléan, 1999; Boyer 2000; Lordon, 2000; Chesnais, 2001) close to, or affiliated with the *Ecole de la Régulation*, an accumulation regime based on finance (defined as a financialised accumulation regime), apparently succeeds the techno-industrial regime based on mass production and consumption (the Fordist regime). It will be recalled that, in the Fordist regime, finance was subordinated to productive industrial capital and largely took the form of bank credit. Finance was strongly “contained” through different types of regulations and competition between banks was not as centre stage as today. Economic policies were based on “cheap” money while banking institutions were not implementing high profile policies of market segmentation between the various actors. In such a context, securing bank credit was relatively straightforward and available to most businesses. Finance is now increasingly acting as an autonomous force, imposing increasingly high financial profitability criteria (Morin, 2006), whereas forms of finance are becoming more and more heterogeneous and are now increasingly offered via the financial markets. The privatization wave in Europe of state-controlled companies in the 1990s allowed the listing of these companies on the stock markets and the growth of the later. The finance industry expands its logic too into new sectors of activity such as property markets (Theurillat and *al.*, 2006b) or urban infrastructures (Torrance, 2009). Today finance, the current dominant institutional form, can be seen as controlling the forms and the pace of accumulation. Thus, according to Orléan (1999: 214) “contemporary economies are mainly characterised by having taken financial power to previously unattained levels and having put this power at the very centre of their accumulation regime”.

This movement towards an economy which is governed by the financial markets raises a number of questions. Firstly, there is the crucial issue of the future of banking: the banks seem to have a less influential role in capitalist systems dominated by the financial markets. Indeed where some pundits see the end of traditional banking intermediation, others believe that the role of banks is simply evolving or continuously in reinvention (Erturk and Solari, 2007). In brief, and related to our purpose, if pension funds add a layer to the existing financial structure, some consider that the institutionalisation of savings has often led to the erosion of other institutions which provide financial intermediation services, not least of which are the banks. Others observe that one of the new role of banks make them “money manager” for others and especially for pension funds when these last actors choose not to undertake all the management in-house.

### **Institutional investors and changes to the financial circuits**

In common with Anglo-Saxon countries such as the UK, US and Canada, and with the Netherlands in continental Europe, Switzerland is an economy in which pension funds manage a considerable portion of household savings and pension funds are today attracting a significant proportion of household savings and constitute a burgeoning group within finance. Up until the 1980s the collection and distribution of household savings was a service almost exclusively provided by the banks; pension funds are now making significant inroads into this area (Aglietta, 2001). Banks collected savings locally and reinvested the greater part of it in their own region in the form of banking credit, mortgages, etc. Pension funds are now attracting a large proportion of these savings and are generally investing this money directly in the financial markets. By diverting these savings, the pension funds are competing with the banks on what used to be their own turf.

The increasing importance of pension funds is leading the transformation and spatial reconfiguration of financial channels (Theurillat et al., 2006a). When we consider the huge amount of household savings they attract, we should also examine how the big players divide

up the financial intermediary services between them: are the banks being ousted (Boubel and Pansard, 2004; Saïdane, 2005)? Indeed, if some commentators herald this as the era of disintermediation, (i.e. the complete disappearance of financial intermediaries leaving only the option of direct relations with those who supply and demand capital), others such as French and Leyshon (2004) insist that there is no such thing as disintermediation, but that we are simply seeing the emergence of new new forms of intermediation, a process which they term reintermediation.

With this case in point, the banks are not necessarily disappearing, and are far from losing interest in the development of the financial markets. Their traditional intermediary role (collecting savings deposits, allocating credit) is simply being diminished and transformed. Indeed, some of them are increasingly abandoning their traditional role as credit providers to offer other financial services. They have even started to emphasise their activities on the financial markets by helping businesses and individuals to acquire securities (shares, bonds, negotiable debt instruments, etc.), or even by issuing shares on the money and financial markets. Morin (2006) has shown how, for example at international level, banks are not disappearing, quite the opposite in fact: those with the greatest power and presence are forming an oligopoly. In such a perspective banks have reinvented themselves so that they increasingly depend on new activities, indexed generally by the rise of fee income (Erturk and Solari, 2007).

In this new context, what shareholder power do institutional investors, particularly pension funds, actually wield? Have they now become active, all-powerful shareholders?

### **Corporate Governance and Institutional Investors' Activism**

According to some, we are entering an age of shareholder capitalism. New relationships are springing up between shareholders and company managers. Reforms have been implemented to ensure a shareholder value model, in which the shareholders alone have control. In such set-ups, the investors apparently rule the roost: holding a substantial proportion of the shares, they can impose upon a business their own rules regarding management and profit margins, even whilst remaining minority shareholders.

#### **From managerial capitalism to shareholder capitalism?**

In the US, Berle and Means (1932) observed that in the first half of the 20<sup>th</sup> century, a growing number of firms fell under managerial control. At the time, business managers were dealing with a loose conglomeration of individual shareholders who were often isolated and scattered far and wide. Managers were therefore “all-powerful” and their power rarely contested. In this context, this could be called managerial capitalism. Today, institutional investors hold a growing share of the capital of many businesses and seem to call managerial power into question. This concentration of capital and decision-making power in the hands of institutional investors – supposedly organised and professional fund managers – changes the set-up considerably (Harmes, 1998 ; Boubel et Pansard, 2004). Fund managers seem to be able to bring some power to bear upon company management, or at the very least, closely scrutinise the decisions that management make. Some have labelled this new configuration shareholder or “patrimonial” capitalism (Plihon, 2004; Orléan, 2000).

Thus, if the financial markets are developing partly in response to the growth of institutional investor power, these same institutional investors are using the financial markets and their liquidity for their own ends. Their aim is perfectly straightforward: to increase shareholder wealth by pushing shares to their maximum price and increasing dividends (Orléan, 1999). This is generally referred to as “creating shareholder value”. Adding shareholder value usually also involves instituting a new form of corporate governance. This aims simply to

reduce asymmetric information between shareholders and managers and to bring the interests of the latter in line with those of the former (Lordon, 2000). Of course, since Jensen and Meckling's pioneering work (1976), a whole area of financial theory has been devoted to conceptualising possible relationships between managers and shareholders in terms of agency theory and in promoting the interests of shareholders. The latter provides the normative principles which favour shareholders and lead in particular to current corporate governance reforms. These principles specifically cover transparency of information to shareholders, the obligation for managers to be accountable to shareholders as well as to respect the rights of minority shareholders (Plihon, 2004).

In the USA, institutional investor activism took its roots in the 80s when, for example, public pension funds and union funds started submitting shareholder proposals to companies (Gillan and Starks, 2003). In France, for example, with the arrival of institutional investors in the capital, the traditional management and capital-holding model has undergone a radical transformation. Morin and Rigamonti (2002) have also shown that the shareholder structure has changed considerably over the last decade while new management practices which favour shareholders had started to emerge. These are having an impact on companies' operational management and strategic goals (Morin, 1998). At the same time, these changes, in terms of shareholder structure and new management practices, are strongly related to the new importance of foreign investors – mainly Anglo-Saxon institutional investors – holding increasingly large quantities of share capital in French listed companies. Indeed, let's observe that shareholders' activism, even in foreign equity investments, seems to be an American phenomenon and mostly associated with a small number of large mutual funds such as Fidelity or public pension funds such as CalPERS (Golding, 2003). Towards the end of the 1990s Jeffers and Plihon (2002) estimated that this share in foreign hands had reached 50% of all companies on the CAC 40 Index.

Germany on the other hand seems less affected: changes to its financial system and the relationships between the financial system and big business seem less profound, more superficial. The Rhenish model seems to endure and undergo mainly incremental transformations (Hackethal, Schmidt and Tyrell, 2005 and 2006; O'Sullivan, 2003). In Germany, from the point of view of the control of listed companies, integration has still not occurred at either a national or international level, at least had not by the late 1990s. Indeed, the German financial market remains highly regionalised. Geographic and organisational concentrations remain undiminished and the main shareholders are still largely from the same Land as the listed company (Wojcik, 2002).

### **Voice or exit?**

In an environment which increasingly favours the shareholder, we should not lose sight of the fact that when shareholders are dissatisfied with their investment in a company, they have two choices: they either sell their shares (what Hirschman (1970) called the 'exit strategy'), or they encourage the company to change its strategy, by exercising the voting rights which their shares confer (the voice strategy). The latter activity is called shareholder activism.

Various writers have examined this issue and have come to different conclusions. According to Clark and Hebb (2004), institutional investors and pension funds, even as minority shareholders, re-aggregate hitherto disparate ownership rights to form a new power coalition with sufficient weight to influence company management. These parties, however, have little power in terms of exit strategy. Indeed, on the one hand, pension funds tend more and more towards index-tracking, passive fund management, which leaves them little room for manoeuvre. On the other hand a mass exit could lead to the collapse of a company's stock market value, which is not in the funds' interests. Clark and Hebb maintain that this

environment does not favour exit strategies and pension funds would rather utilise the voice strategy.

For Aglietta and Reberioux (2004) however, such a system does little to encourage shareholder activism. If the development of the shareholder value principle increases the dissociation between the ownership and the control of a company, it pushes shareholders to adopt an exit rather than a voice strategy. According to these two authors, shareholders are now tending to abandon their right to control businesses in favour of the advantages of liquidity, i.e. the possibility of divesting oneself of one's shares on the stock market at any point.

The theories introduced so far are considered to be essential reading for anyone wanting to understand contemporary economic thinking, whether in a descriptive, prescriptive or even performative form (Callon, 2007), as these theories do not simply describe the situation or provide working principles for some players (from a pre-existing immutable and objective reality), but are actually shaping and building this reality. Nevertheless, for the most part they remain based on nation-state boundaries and use what Lévy (2007) called a "methodological nationalism" where each nation-state is considered as a single point. National frontiers are therefore "naturalized" (Lipietz, 1977) without questioning their real relevance and any subnational variations, differences or differentiations are neglected. If standard neoclassical theory looks for universal laws or theories that are valid at every time and every where and thus fails to place the players in their geographic context and do not take account of the networks of specific relationships in which they operate, let's observe that more institutionalist views such as these ones developed by the French Regulation School or the Varieties of Capitalism stream are more sensitive to geographic or context-specific variations, even if they still remain mainly based on nation-state boundaries in most of their comparative works. In fact, the transformations which the financial system is currently undergoing have come from very specific spaces or subnational places. In return, these same places are redrawing the geography of contemporary economies.

There are few theories which link finance and regional development, and those which do were generally developed in the 1990s (see Corpataux and Crevoisier, 2005a or particularly Corpataux 2003 for a more complete review).

With the emergence of global cities, Sassen (1991) argues that as financial activities have developed they have started to cluster in certain areas. These "global cities" should no longer be seen as straightforward regional capitals: they are becoming the "command centres" of the world economy, from which multinational companies and international financial markets are run, and which are hothouses for financial innovation. This process of centralisation and spatial concentration of the financial system calls into question, at the other end of the scale, the development and autonomy of local banking structures (Dow, 1999) and, ultimately, the development of non-central regions, and specifically the SMEs in these regions, who are largely dependent on the regional financial circuits and on bank credit. In point of fact, the absence or gradual disappearance of traditional financial circuits in these regions leads sooner or later to burgeoning SMEs being bought up by big businesses, often from outside the region. As a result, regional decision-making powers and consequently centres of accumulation are lost (Crevoisier, 1997).

In short, financial power is being concentrated in these global cities which work more as part of a network and which at the same time are cutting themselves off from their hinterland. Furthermore, innovations in the financial sector (securitisation, the emergence of new financial products and practices, etc.), the free movement of capital at national and international level and the ability of financial centres to transform businesses' real assets into

negotiable liquid securities on the stock markets has led to both a dissociation from the sites of investment and gives the centre an ability/power of *spatial trade-off* (Leyshon and Thrift, 1997) between the regional, national and international.

If the increasing power of institutional investors is now undeniable, to the extent that some writers are now talking about a fifth stage of capitalism to describe this new aggregated form of shareholder power (Clark and Hebb, 2004), this new configuration can lead to a spatial concentration of financial power. Martins and Minns (1995) have shown for example that British pension funds are managed in a highly centralised way, by financial institutions based mainly in the south-east. Functional and spatial concentration often go hand-in-hand. Now, although a number of works are certainly taking the role of territory in corporate governance into account (Bouba-Olga, 2006; Clark and Wojcik, 2007), their primary focus is on shareholder profiles within (regional or international) listed companies. Such works are not looking at the “structure” of the field within its context, i.e. the diversity of players within it, the ways and places in which they interact, and so on<sup>73</sup>. Our view is that these elements will now have a considerable bearing on the extent to which the shareholders can use their power.

### **5.3 Switzerland: a paradox model**

Since the late 1980s, Swiss capitalism, which used to resemble the Rhenish model, has undergone a number of significant transformations. Reforms such as decartelisation will encourage the restructuring of the financial system. Such financial activities are coalescing in the country’s main financial centres, augmenting their decision-making powers and hastening the decline of regional financial channels. Yet the pension funds are somewhat implicated in these transformations. Throughout the 1990s their power increased, in an environment which was increasingly favourable for corporate governance. Has the way been paved for them to fall into this rather privileged position?

### **Methodology**

The evidence used in this paper was collected during a previous research on the geographical and functional channels used by the assets of Swiss pension funds (Theurillat et al. 2006a). At that time, data were collected from both the (Swiss) Federal Statistics Office (OFS) between 1992 and 2004, and from privately collected information on Swiss institutional investors between 1997 and 2005 (Lusenti 2003; Robeco 1998, 2000 and 2002; Swissca 2004). In addition to this were some 20 semi-directive interviews, which were conducted with industry players in 2005. Furthermore, a panel of 13 experts gathered on two occasions: they met in December 2004 in order to validate the hypotheses and identify relevant sources of information and respondents; and in December 2005 to critically revisit the research results and to conclude the study. This empirical research was not centred on corporate governance in Switzerland, but on the identification of the channels, the institutions and the strategies followed by the various players along the chain of investments of pension funds. At the end, it appeared that corporate governance issues were striking and paradoxical. Therefore, this paper is a derived but particularly relevant result of that empirical work. Consequently, on the base of this material, we can only bring partial conclusions and identify open research questions (see Conclusions).

---

<sup>73</sup> One might make similar observations regarding standard financial theory as applied to corporate governance, as it is limited to “theorising” an abstract relationship between two players, a principal (the shareholder) and an agent (the manager).

## Defining Characteristics of the Helvetic Model and Recent Changes To It

Up until the early 1990s, the Swiss model of holding and managing capital very much resembled the Rhenish model. According to David *et al.* (2004), there were three defining characteristics to the Swiss model: firstly, powers of control were highly concentrated and shared amongst only a few shareholders<sup>74</sup>; secondly, there were well-established, long-term relationships between banking and industry; thirdly, measures were taken to protect big businesses from hostile and foreign takeovers. The Swiss model, following the Rhenish example, therefore seems “locked” in comparison with its Anglo-Saxon counterpart. There, capital ownership is stabilised by an interplay of internal controls and cross-shareholdings, with the banks playing a key role here both in terms of control and credit provision. In short, the country has a more Rhenish “macro-institutional” configuration, making it seem opaque and lacking in transparency to foreign investors, the Anglo-Saxons in particular.

Moreover, a financial market with international significance (specialising principally in international wealth management), peacefully co-existed with a banking system which is highly cartelised and very much focussed on its domestic market. Banking conventions, particularly the existence of standard tariffs, suppressed competition and allowed a number of regional organisations to develop. Alongside an international financial market concentrated in three cities (Zurich, Geneva and Lugano) was an internal banking system made up of numerous cantonal and regional banks, as well as the big banks, which were still very much decentralised at the time.

In the early 1990s, various reforms, such as decartelisation<sup>75</sup> of the banking sector, led to centralisation. The larger banks are buying up failing regional banks, local stock exchanges have closed, financial operations coalesced towards Zurich and the country’s main banks are becoming increasingly internationalised (Corpataux and Crevoisier, 2005a and 2005b).

During the same period, when the second pillar came into force, an increase in the power of Swiss pension funds was observed. Indeed, Swiss pension funds have continued to grow right from the mid 1980s into and beyond 2000. Since 1998 these savings have even outstripped the national GDP. For example, in 2000 and 2004, the total assets managed by pension funds represented 118% and 108% respectively of GDP (OFS). Throughout the 1990s the pension funds’ portfolio profile changed, and an ever-increasing proportion of the money that they manage now passes through the financial markets. In fact, the combined quantity of shares and bonds has regularly increased, going from 44% of overall wealth in 1992 (113bn) to 64% in 2000 (314bn) and to 63% in 2004 (307bn). This has been to the detriment of less liquid assets such as direct property holdings or investments with employers and mortgages.

---

<sup>74</sup> By comparing 6 countries (Switzerland, Netherlands, Germany, France, UK, USA), Windolf and Nollert (2001) show that, at the beginning of the 1990s, the proportion of shareholders holding 50% or more of share capital was still very high in Switzerland (31.1%). Only Germany had a higher percentage (51%). Moreover, a high proportion of Swiss multinationals were still in the hands of one person or a limited number of people. The proportion of large firms controlled by one individual, or a single family, was very high (31.1%) and even higher than the figure observed in Germany (18.9%). In the UK, the situation was different because shareholdings were much more scattered: the figure for shareholders holding less than 25% of share capital was over 90%, a percentage exceeded only by the USA, with 99.9%. In Germany and Switzerland, the figures for shareholders holding less than 25% of share capital were far lower – they stood at 53.3% and 35.1% respectively.

<sup>75</sup> In Switzerland, the economic recession at the start of the 1990s brought about a series of institutional reforms – this process was called “decartelisation” – and aimed at increasing competition and strengthening market mechanisms. These reforms also covered the domestic banking sector, highly cartelised until then and, for example, most banking agreements and conventions were consequently removed at the start of the 1990s (ASB, 1999).

From the year 2000 onward, important changes then affected the shareholding environment. These changes have strengthened the shareholders' position and make the Swiss model more transparent. Thus a whole series of both legal measures (e.g. article 49 al 2 of the OPP2, requiring funds to specify whether or not they are exercising their shareholding rights (OFAS, 2001b<sup>76</sup>)), and informal measures (the "Swiss Codes of Best Practice for Corporate governance" for Economiesuisse as well as SWX Guidelines) have been made (Economiesuisse, 2002). Nevertheless, and even at Economie Suisse, the umbrella organisation for the country's big businesses, a stand has been made against certain Anglo-Saxon principles. For example, the "one share, one vote" principle is still not officially part of the code.

Quite simply, Switzerland is undergoing a transformation from a cartelised and regionally-based system of banking finance to a national/international financial system in which the financial markets are playing an increasingly influential role. The regional financial channels are in decline and are today simply making way for national and especially global channels. At the same time, decision-making powers are tending to be concentrated in the country's main financial centres whilst governance standards which favour shareholder capitalism seem to be being implemented. Yet in the mid-1990s, Guex and Pasquier-Dorthe (1996) believed that it was the banks, particularly the larger banks, which were leading the way in the financial markets and in innovations in Switzerland. Their study did not really include pension funds. If an increasingly significant number of pension funds are moving into the financial markets, what effects will this have on our country's banks and on the redistribution of shareholder power? To put it plainly, should we be considering funds as new financial players in their own right?

### **Fund Passivity and the Structure of the Investment Industry**

Even if corporate governance reforms tend to favour minority shareholders, and therefore pension funds, are funds or indeed *can* funds really be active from a corporate governance point of view in Switzerland, fulfilling the minimal requirement, i.e. the exercise of voting rights or attendance of AGMs? Nevertheless, and despite recent reforms, funds do not seem to be any more active (Lusenti, 2003; Swissca, 2004)<sup>77</sup>. There is a wide variety of reasons which may go to explain the passivity of Swiss pension funds, not least of which is the absence of a shareholder culture in Switzerland (Oesch, 2000; Wernli, 2004). Yet, we would contend, the lack of any activism on the part of Swiss pension funds might be explained by the structure and the dynamic of the investment industry.

### **Small funds managed by non-professionals**

For a start, the Swiss industry in particular has really taken off. Indeed, the 2<sup>nd</sup> pillar system is made up of some 2445 funds registered in 2002, and although they may be scattered across the territory as a whole, they are mainly coalescing around the country's main cities. Each one has its own investment policy. However, they are very often managed by representatives of the employees and employers who are not financial professionals. Their primary concern is ensuring that the return on their funds covers their present or future guaranteed annuities.

---

<sup>76</sup> Further to the amendment in 2002, the Board of the Foundation has to decide whether the fund will exercise its right to vote or not. Should this be the case, it will then be required to issue guidelines which will allow it to define voting positions for each of the points on the AGM agenda for companies whose funds have shareholders (Robeco, 2002:46).

<sup>77</sup> The last poll by Lusenti (2003: 65) surveyed 192 respondents, and showed: 31% of funds only exercise their voting rights in Switzerland; 13% do not vote; 17% vote at AGMs in Switzerland and abroad. Moreover, following the amendment in 2002 (article 49, al. 2 OPP2), 45% defined specific regulations, and 27% had no specific regulations, with 3% 'other'. According to a Swissca survey (2004) 40% of respondents regularly attended AGMs, 32% did not attend, and 27% attended them occasionally.

These individuals not only determine the investment policy (the portfolio distribution of bonds, shares, real estate, etc.), but they also determine what is managed internally and what is outsourced. In practice, almost all management is outsourced.

Indeed, aside of *collective funds* (93 in 2002) which are entirely managed by insurance companies and banks<sup>78</sup> only a few large independent funds<sup>79</sup> would have the means to employ internal managers and train them in-house. So, where the Novartis fund, for example, manages a large part of its securities in house, Nestlé outsources. Nevertheless, interviews and meetings conducted with branch experts confirm that, in Switzerland, pension funds, even the large ones, generally look beyond their own company for the greater part of their securities portfolio management.

Again, the law now tends to institutionalise delegation to third-parties, to outside experts. The revision of Article 50 of OPP2 allows for the “reformulation of the definition of security”, and essentially states that, in principle, pension fund investment activities are *their own responsibility* (OFAS, 2000). Accordingly, the pension funds’ managing bodies, (which are for the most part made up of ordinary citizens), have to turn to specialists, i.e. financial advisors and wealth managers, in order to fulfil their personal responsibilities. So what are these financial institutions which look after securities for pension funds, and where are they based?

The direct management of funds’ securities is therefore largely delegated to the financial institutions which are attached to the banks. The vast majority of funds turn to various investment bodies for management mandates as well as for collective investments (Robeco, 2002, Lusenti, 2003; SFO several years)<sup>80</sup>.

Now, despite the increase in mandates or collective investments, there is only a small number of financial institutions covering this market. Indeed, in the case of management mandates, which made up 80% of investments in 2002, the market is divided between private Swiss banks (30%), the big banks (UBS and Crédit Suisse representing 28%) and cantonal banks (17%). Foreign banks and financial institutions have only a small share in the institutional management market (15%) (Robeco, 2002). When it comes to collective investments, the situation is exactly the same: the big investment companies and investment funds also belong to these players. All the wealth management departments of these businesses, as well as the majority of *investment companies* are based in Zurich or Geneva.

Essentially, the country’s largest banks manage most of the assets. How does this financial sector invest its funds? On what management principles does it operate?

---

<sup>78</sup> More specifically, this means that the administration as well as wealth management functions are generally *structurally delegated to an insurance company or, less usually, to a bank*.

<sup>79</sup> In 2002, 62 funds managed over 1bn, and 15 of those over 5bn.

<sup>80</sup> In the case of management mandates or direct investments, the funds invest directly in listed (public or private) companies’ securities (equity or bonds) and investments are managed individually. Nevertheless, unlike direct real estate investments, direct or individual property portfolio managers can, theoretically, be carried out either *internally* or *externally*, generally in the form of a management mandate. In the case of collective investments, the wealth from various investors is pooled in investment funds. Funds thus take up shares within *investment foundations, investment fund* or *investment companies*.

## The dispersal of shares and internationalisation

Funds are now significant shareholders: their equity portfolios as a percentage of their total wealth jumped from 11% (27.2bn) in 1992 to 27% (131.3bn) in 2004. This increase in equity holdings is as much due to the increase in stock market rates as to new purchases. See Tableau 6.

Tableau 6: Weight of Pension Funds on the Swiss Stock Exchange , 1992 – 2004 (in millions of CHF)

|      | Swiss equity in funds | SPI market capitalisation | Weight of funds in the SPI |
|------|-----------------------|---------------------------|----------------------------|
| 1992 | 21'274                | 276'980                   | 7.7%                       |
| 1994 | 29'809                | 372'586                   | 8.0%                       |
| 1996 | 39'871                | 539'944                   | 7.4%                       |
| 1998 | 63'828                | 946'615                   | 6.7%                       |
| 2000 | 86'834                | 1'257'276                 | 6.9%                       |
| 2002 | 51'214                | 737'999                   | 6.9%                       |
| 2004 | 59'219                | 886'748                   | 6.7%                       |

Sources: OFS and SWX

However, this considerable move towards equity has not translated into an increase in the weight of pension funds on the Swiss Stock Exchange. In fact, their weight in the Swiss Performance Index (SPI) diminished between 1992 and 2004, from 7.7% to 6.7%. This could be explained by the fact that investments are subject to an *internationalisation strategy*.

Indeed, if we focus exclusively on pension funds' equity portfolios, we can see that the proportion of Swiss equity (of the total equity portfolio), declined by over 30 points between 1992 and 2004, from 77% (21.3bn) to 45% (59.2bn), whilst shares in foreign equity rocketed from 23% (6.4bn) in 1992 to 55% (72.1bn) in 2004.

Taken globally, funds could be seen to have a certain influence. Nevertheless, taken individually, even large funds do not have much influence amongst the colossi of the stock market, which severely limits their powers of control and influence. For instance, if a fund with a fortune of 10bn (in 2002, only 15 funds managed over 5bn) decided to invest 25% of its wealth in a single business such as Novartis, which was worth almost 143bn in 2002, it would still only have 1.7% of voting rights. This is true for Switzerland's ten largest listed companies, as no fund held more than 5% of their capital between 1998 and 2005 (SWX, 2005). Can funds perhaps have more influence over small and midcaps companies? In research into *non financial* organisations in the SPI, Wernli (2004) found that between 1998 and 2002, only 23 pension funds held a stake of over 5% in secondary securities on the SPI<sup>81</sup>. Funds do not invest much in listed companies' capital, probably because most fund managers opt for a diversification strategy when structuring a large proportion of their investments. This diversification principle, which applies to management mandates as well as to securities, leads to multiple and highly disparate share purchases, the latter being ultimately, really low.

In fact, four big businesses (Novartis, Nestlé, Roche and UBS) account for just under 60% of the SPI (Tableau 7)! Even so, and backed by the responsible principle of diversification and the number of external mandates, it is highly probable that Swiss pension funds will ultimately find themselves shareholders of the same big businesses on the domestic market. Any players with a strategy of Swiss market index-tracking should expect to find that of their equity investments in this market at least 60% of them are made up of shares in the big four...

<sup>81</sup> Only 23 funds held over a 5% stake in a listed company: 21 have over 5% in any single business; 1 in 2 and 1 other in 3 (figures from SPI, 31.12.2001).

**Tableau 7: The 4 largest listed companies on the Swiss stock market in 2004 (in Millions of CHF)**

| <b>2004</b>                  | <b>Total stock market value</b> | <b>% shares in SPI</b> |
|------------------------------|---------------------------------|------------------------|
| Novartis AG, Basel           | 152'999                         | 17                     |
| Nestlé AG, Cham & Vevey      | 120'047                         | 14                     |
| Roche Holding AG, Basel      | 115'965                         | 13                     |
| UBS AG, Zurich               | 107'314                         | 12                     |
| <b>Total for 4 companies</b> | <b>496'326</b>                  | <b>56</b>              |
| <b>SPI total</b>             | <b>886'748</b>                  | <b>100</b>             |

Source: SWX

Finally it is worth noting the increase in collective investments. These do not tend to lead to fund activism ('voice'), as shareholders' rights generally fall to financial institutions (funds, foundations and investment companies)<sup>82</sup>. This is a crucial issue, given that, for both international and domestic investments, the trend is to towards collective shareholding (7.8% in 1992 and 23.4% in 2004).

Swiss pension funds are unusually inactive due to a number of reasons, including the small size of the funds, a workforce of non-professionals, ordinary citizens who prefer to outsource, fragmentation of investments in company stock, etc. Moreover, we would also go on to argue that the very dynamic of the finance industry does not help funds to take a clear view of the situation. This also contributes to a further lack of activism on their part.

#### **The dynamics of the finance industry: a matter of transparency and . . . opacity**

Various, often contradictory, forces are at work within the Swiss finance industry which render it *opaque* for certain players (Theurillat et al., 2006a). Generally speaking, the finance industry needs to be transparent in order that different asset classes can be assessed and compared to determine relative risks and returns. Thus, using the information available, financiers can compare an investment in a Russian mining company and a Swiss chemicals firm, and an investment fund which has a mix of bonds and equity with a real estate fund, etc. Although there are some ambiguities around the definition of transparency, it is essentially considered as being essential to the efficient operation of the markets and the development of their liquidity. All comparability in fact requires the permanent creation/construction of *transparency*, i.e. standardised and publicly-available information. Yet, paradoxically, what we are seeing in the marketplace is a concomitant growth in *opacity*.

Let us recall, albeit briefly, three defining characteristics of the finance industry as it stands today (Theurillat et al., 2006a). Firstly, the increase in capital mobility/liquidity and the principle of diversification both seem to conspire in favour of the *internationalisation of investments*. However, investors are less and less familiar with the new countries in which investments are made. Furthermore, with the emergence of *new sectors*, such as real estate (Theurillat et al., 2006b) or urban infrastructures (Torrance, 2009) new skills are needed in relation to traditional industrial investments. Finally, in common with most other business sectors, the finance industry's products and services are simultaneously undergoing a process of both *standardisation and innovation/complexification*. However, new products (derivative products, composite products, etc.) are particularly complex and it is impossible to find the right exit point for any investment.

<sup>82</sup>On one hand, no survey has been conducted into the specific issue of collective investments and the problems of shareholder rights. On the other hand, this situation is not covered by Swiss law (OFAS, 2001a).

## 5.4 Conclusion

In conclusion, what can we say about the respective roles of the pension funds and the banks within contemporary Swiss capitalism? Is real shareholder power emerging? How are the risks being distributed?

*Funds are rendered inactive or captive, unable to either exercise an exit or a voice strategy on the domestic market.*

For the reasons given above, (numerous funds managed by non-professionals with unsophisticated financial skills, multiplication and dispersal of investments in company stock, opacity) Swiss pension funds are particularly inactive. Thus, with the exception of a few large funds, i.e. generally those of big, listed companies and public, cantonal and federal funds, they are entirely dependent on the country's main banking and financial companies. They have neither the time nor the skills to know exactly which companies they hold shares in, nor to acquire the relevant information to speak out at AGMs. If they remain passive, they can, *a contrario*, no longer exercise their right to exit. Indeed, exit promptly throws one back into the narrow confines of the Swiss market. This fundamentally affects the power which Aglietta and Rebérioux (2004) suggest that defection represents. On the Swiss market, we have not only the drawbacks of small shareholders but also the inability to really use their exit strategy and move freely in the market.

Moreover, in a financial environment which is essentially made up of the main banks managing the securities of the 2<sup>nd</sup> pillar and of the country's biggest businesses, one should bear in mind that in 2002, the country's thirteen largest funds included five funds from the big listed or unlisted companies (i.e. from UBS, Crédit Suisse, Roche, Novartis and Migros). Yet these funds prefer not to interfere in the affairs of their parent companies nor of their competitors, as they are working in a very restricted marketplace. Interviews confirm that the large public funds have little contact with business management.

In summary, Swiss pension funds are not financial players but financialised players, in the sense that they clearly constitute a new financial layer but a completely passive and dependent one. From a shareholding perspective, they are not in a position to engage in either a voice or an exit strategy. In terms of their securities' management, they seem to be dependent upon the country's main financial players. In short, the main traditional financial actors remain in a position to impose their own views and practices.

*Banks remain at the heart of the system*

The industry is currently structured such that the vast majority of Swiss funds are shackled to the country's main banks and their asset management departments. The country's main banks have therefore not been bypassed by the implementation of market finance and the creation of the 2<sup>nd</sup> pillar. Therefore, contrary to the idea of disintermediation, (i.e. the disappearance of traditional financial intermediaries), we are rather witnessing an increase in functions, services, skills and, sometimes, players. Unlike the traditional banking system, this reintermediation above all strengthens the country's two main financial centres in which pension funds are managed.

The changes to banking revenues reflect this phenomenon. They increasingly derive from management fees and commissions for securities as well as financial operations (Schnyder *et al.*, 2006). Securities' management costs vary between 0.25% and 0.5% of the total pension funds' wealth and therefore yield between 1.25 and 2.5bn per annum (Robeco, 2002 : 125 ; Lusenti, 2003 :111-112). Conversely, some figures show the extent to which banking credit is being withdrawn. In the six years between 1997 and 2003, lines of banking credit aimed at

domestic business fell by around 60bn francs, to 302.1bn francs (Pedergrana and Schacht, 2004). This drop has particularly affected SMEs, which take up 86% of the total volume of credit aimed at domestic businesses. It is worth noting that although cantonal banks have slightly increased their credit services, the overall drop in credit can be explained by a marked withdrawal by the large banks.

Moreover, the diversion of savings through pension funds is detrimental to SMEs. According to Pühr's calculations (2003), in the year 2000, pension fund investments in SMEs only represented 1% of second pillar wealth. Moreover the centralisation of pension fund management has led to a sectorial and spatial change to investments. These primarily profit the country's main industrial and financial players, which are based in the central regions (Theurillat et al., 2006a). Let's observe that if foreign investment could be justified by the national economy's insufficient absorption rates. Clearly, the strong growth of pension funds could not be completely absorbed by the Swiss economy without leading to inflation on capital goods (real estate, equity, etc.). Nevertheless, we have also demonstrated that going through financial markets for investments is not neutral: certain spaces and businesses have been privileged whilst others have been excluded.

In summary, and purely in terms of the management of institutional wealth, it is the traditional players (the large private and public banks) who remain centre stage, with the vast majority of pension funds looking to them for securities management services and even when they mix different of these players to make their investment's strategy, field work demonstrates that, paradoxically, an increase in the number of external mandates does not necessarily lead to a diversification of final investments. Indeed, the various external managers mostly adopt similar investment plans; this is even increasingly the case in the Swiss market, as it is highly concentrated, and only offers a few different possibilities. In brief, most of Swiss pension funds are quite "blind" and have no means and little power or competencies to implement original policy. Only a reform in the structure of the Swiss pension funds industry could be helpful. Reducing the huge number of pension funds through mergers and the creation of a few "super" entities could favour some economies of scale as well as ensure the pooling of competencies. It would be a first step in reforms. A second one would deal with the required and mixed competencies that these super entities would need: a few "citizen-experts" that outsource to financial advisers or an "all-representative" sample of citizens surrounded by in-house financial experts... A lot of various combinations could be imagined.

If the funds do not exercise their rights as active shareholders, who influences decision-making in Switzerland? Who benefits from the dispersal of investments in company stock and pension fund passivity? Are the banks which manage a significant proportion of pension funds actually active?

*Who is exercising shareholder power in Switzerland?*

The great unresolved issue is that of shareholder power. One might indeed conclude from this that power resides with a few banks, as there are only a small number of financial institutions covering the institutional fund management market. Yet it would seem that depository banks do not generally vote at AGMs (Ledentu, Pasquier-Dorthe and Boemle, 2003; Hofstetter, 2002).

The fact that they specialise in offering services and that they are also freeing themselves from internal control (Schnyder *et al.*, 2006), leads one to believe that they do not necessarily want to invest in external control. Indeed, if *a priori*, they seem better equipped than the pension funds to exercise such control, it is only the cost of monitoring which seems to deter them (Hofstetter, 2002).

It is nevertheless interesting to note that there is a market growing up around the exercise of shareholder votes, i.e. financial institutions (often the very same ones which manage wealth, such as the private bank Lombard Odier & Darier Hentsch), and often new, different players (e.g. Ethos), who are offering pension funds a service whereby they analyse the agendas of companies in which they hold shares and make voting recommendations. Nevertheless, their hold over and ability to influence big businesses remains, for the time being, minimal.

If changes in Swiss regulations are systematically tending towards strengthening shareholders' rights, "shareholder capitalism" is far from being a reality! On the other hand, a major change in risk spreading has been noted.

#### *New risk spreading and industry developments*

If the control and management of pension funds is concentrated in the country's two financial centres, risk does not follow the same "law" of spatial concentration. Indeed, the final capital holders (subscribers) are spread throughout Switzerland. Disintermediation has allowed banks to divest themselves of risks, but reintermediation by financial players has not led to a new concentration of risks.

Rather like the emerging market in the exercise in shareholding rights, a consultancy market is springing up. Moreover, this is mainly composed of independent consultants, to the detriment of traditional consultants affiliated to banks and insurance companies. They provide a range of services from actuarial services to reporting on investment results, as well as selecting and assessing managers (Robeco, 2002). In summary, the investment industry is becoming increasingly complex and the number and scope of skills are expanding as financial centres become more concentrated. We are dealing with experts in charge of controlling the experts to whom services are delegated... The finance industry is creating its own development dynamic! Much like any other industry, finance has seen an increase in the number of specialist agencies, either within existing organisations or with the creation of new businesses. The industry has therefore seen a noticeable increase in the number of players, the division of labour and outsourcing at all levels, and particularly in those areas where more specialised skills are developing (investment advisors; specific investment funds, such as hedge funds, emerging markets, international real estate; fund management control, etc.). These specialised services are developing in the country's two financial centres. This echoes Sassen's view (1991) that one of the main functions of the *Global city* is financial innovation.

Investors are becoming sufficiently professional and organised to make their voices heard, and yet, as the power of these institutional investors increases, are we witnessing the dawn of a truly democratic shareholding culture, or is this phenomenon, as Lordon (2000) suggests, simply a mirage? In Switzerland, if we are talking about pension funds, we would surely say this is a mirage. Looking at its spatial configuration, i.e. the development of a centralised financial environment which is capable of generating and interpreting data, providing services, breaking new ground, changing the rules to suit its own ends and of working across increasingly long distances, we can see all these factors are genuinely a testament to this apparent trend.

Financial industry governance is carried out to the detriment of funds, as they are widely dispersed, unprofessional, lack access to useful information, have no influence over the way the industry works, lack influential business contacts, etc. Given this situation, even a raft of measures designed to help shareholders could do little to change the situation.



## 6 La financiarisation de l'immobilier : le cas des fonds de pension suisses (1992-2005)

---

Article paru dans *European Planning Studies*, 18 (2), 189-212.

Theurillat T., Corpataux J. and Crevoisier O. (2010), *Property sector financialisation: the case of Swiss Pension Funds (1992-2005)*.

### Abstract

Financialisation is a major trend in Western economies. This paper shows on the one hand how it changes the management criteria and on the other hand the limits to financialisation in the property sector. Between 1992 and 2004, about 15% of Swiss pension funds' wealth was invested in property. As far as their investment policy is concerned, pension funds have two choices. First, they can directly own, and have management responsibility for, the properties in their portfolios. Alternatively, they can buy shares in mainly Zurich-based investment vehicles. In the first case, pension funds requires staff with the relevant expertise along with knowledge of property markets. Investments have a regional focus and are assessed internally by the funds. In the second case, pension funds are merely investors and investment appraisals and comparisons are made on the basis of market criteria such as yield, diversification in relation to risk and liquidity. In this case, property investments focus solely on the country's main urban areas.

**Key words** *financialisation, pension funds, capital mobility/ liquidity, property, regions, Switzerland*

### 6.1 Introduction

The actions of property market players are widely responsible for the way the built environment develops and evolves. Pension funds in Switzerland have grown hugely over the last twenty years and they are now one of the property sector's important financers and players. An appreciation of the way pension funds are organised, the channels through which their investments are made and the reasoning behind their decisions has become indispensable for understanding developments in the Swiss property sector. In order to examine these issues, this paper discusses the channels used by Swiss pension funds for financing the property sector and how they have evolved and developed since 1994. In view of a whole series of measures taken over the last few years and which are aimed at financialising the property sector, the purpose of this study is to examine property market issues surrounding financialisation. These include the impact of pension funds on property investment in Switzerland, the extent to which it has become financialised and the effects of this process. It also involves answering questions about the types of investment that are favoured (commercial developments as opposed to housing or communal as opposed to individual living spaces) and whether the path followed by institutional investors favours certain types of spaces at the expense of others. Given the changes this brought about, it can be asked how pension funds involved in property reacted to them; what were their effect on management criteria and the geographical spread of investments; and how did players' behaviour respond to these changes?

The theoretical design of our study is mainly inspired, on one side, by the work of Clark (2000 and 2003) who has studied the decision-making process and the functioning of pension funds industry in various Anglo-Saxon countries and on the other side, by the work of Martin and Minns (1995) who has examined the regional consequences of the concentration of

pension fund industry in London and the South East in the UK. The research is based on an analysis of data collected by the Swiss Federal Statistics Office (SFSO) together with private sector data (surveys by Ernst & Young, Lusenti, Robeco and Swissca conducted between 1997 and 2004). Around twenty semi-structured interviews were carried out with players in the sector in the spring of 2005. In addition, a panel of 13 experts met twice: first in the autumn of 2004 in order to check the hypotheses and to identify relevant information sources and providers, and secondly in the autumn of 2005 in order to give critical viewpoints on the researches content and results.

The first section summarizes shortly the theories dealing with both finance and geography. The second section provides a brief outline of the importance of pension funds in the Swiss property sector. Then the two channels of investment used by pension funds for property finance are compared. One channel can be described as direct and non-financialised while the other is indirect and financialised. Both differ strongly from each other with regard to players involved, spatial organisation and investment criteria. Then, having looked at the operational and spatial processes at work within these channels, a number of limits to property sector financialisation are highlighted. The fourth and final part concludes by emphasising the nature and impact of the current financialisation process on pension funds' property investments.

## **6.2 Financialisation, the economy and the property market**

In this first part we introduce briefly theories that deal with the spatial and structural transformations of the financial system as well as the consequences on the "real" economy and its geography. Then we look at financialisation within the economy and the property sector from a theoretical perspective and on how financialisation developed in the Swiss property sector through a series of legal changes during the years 2000. Finally, we show that the management criteria of return, risk and liquidity have very different meaning between the financialised circuits and the traditional one.

### **Reconfiguring the financial systems and space**

Financial markets play an increasingly important role in the contemporary economies. At the same time, banking systems and financial markets are today being restructured. As a result, a new economic geography of finance is emerging. These transformations of financial systems are not without consequences on the economic and spatial development of a country.

The "Global City" approach (Sassen, 1991) shows, for example, how financial activities have developed in a highly concentrated manner. This process of spatial centralisation and concentration within the financial system calls into question, at the other extreme, the growth and particularly the autonomy of local banking systems. According to Dow (1999) financial system liberalisation policies have played a not insignificant role in these transformations. Indeed, on the one hand, within environments where capital circulates more freely, the quest/preference for liquidity is what attracts increasing financial flows to the financial markets. On the other hand, set against a background of increased competition, local or regional banks are experiencing some difficulties. Some disappear altogether or are bought up by larger banks. This decline is weakening the power to create money within peripheral areas (Dow and Rodriguez-Fuentes, 1997), or at the very least, considerably is reducing local and autonomous decision-making powers, with banks/bank branches acting above all as an access point for savings (Crevoisier, 2001). These various factors ultimately reinforce the vulnerability of the outlying regions, especially those ones made up of SMEs (Dow, 1999; Pollard, 2003; Klagge and Martin, 2005). The absence, or progressive decline, of traditional funding channels in these regions could seriously impede their development.

Moreover, in a context of profound transformation in traditional funding circuits – the breakdown of regional financial channels and the concentration of financial activities in a country's main financial centre(s) – the growing power of institutional investors makes a considerable contribution to increasing regional imbalances. Thus, Martin and Minns (1995) succeed in showing that the increasing power of British pension funds at the end of the 1980s had the effect of strongly magnifying regional imbalances in that country. Savings deposits are collected in a homogenous manner across the whole territory, but they are funnelled off into financial institutions that are mainly in the south-east of the country. Next, these funds are invested mainly on the London stock market and only listed companies – basically the large companies – benefit from them. In practice, almost nothing is reinvested in the other regions of the country.

In short, the passage to a financial market economy and the spatial reorganization of the financial system support the spatial concentration of the financial activities. In parallel, one attends the decline more or less marked of the traditional circuits of financing. Therefore the move to a financial market economy favours certain types of space (financial centres) to the disadvantage of others (areas specialising in traditional, industrial or tourist industries which are either outdated or have fallen out of fashion). It also favours certain types of players (large companies and financial players) at the expense of others (SMEs, small savers etc.) along with certain types of investments (comparable and large-scale projects) as opposed to other projects (those which are small-scale, venture capital, etc.) (Corpataux and Crevoisier, 2005b).

If financialisation has, therefore, contributed to re-shaping the economic landscape, no study truly sought to understand these transformations on the functioning of the real estate/property market. While some authors (see for example Orléan, 1999 and 2000; Boyer, 2000; Froud, Haslam, Johal and Williams 2000; Lordon, 2000; Engelen, 2003; Aglietta and Rebérioux, 2004; Froud, Johal, Leaver and Williams, 2006) examine the effects of financialisation on the economy, their analysis takes no account of the property market. Furthermore, although major economic geography studies associated with Clark (see for example Hagerman, Clark and Hebb, 2005 and 2006) have looked at how some of the funds have played a part in regenerating urban centres, this group has only looked indirectly at the consequences of financialisation.

### **Pension funds' growth, financialisation and financial markets' policies and strategies**

Pension funds have become integral players in certain economies (the United States, Canada, United Kingdom, Japan, the Netherlands and Switzerland). In Switzerland, pension funds' wealth peaked at SFr491bn before the burst of the stock market bubble in 2000, but they still amounted to SFr484bn in 2004. Since 1998, this saving exceeds the GDP. The increase in funds has been accompanied by another phenomenon, the financialisation of activities which is tied in with the growth of institutional investors. This has impacted on the entire way in which the economy and society have developed. Briefly, financialisation means the continuous assessment of economic activities by financial markets (Orléan, 1999). Traditionally, the literature on financial systems distinguishes two stylised models: bank-based financial system on the one side and market-based financial system on the other side. In the first model, financial evaluation is carried out by *private* bilateral relations between firms and investors. In the second one, financial evaluation is made through the anonymous action of an equity "market" and the procedure of evaluation is *public*, i.e. realized by the financial community as a whole. However, with the increasing role played by financial markets in most contemporary economies, this last option tends to becoming more and more usual. Thus firms become dependent on the opinion and on the price of financial markets. Moreover, the finance industry uses really specific investment criteria (see section 2.4 for further development on

this last point) and in such a context it is less easy to use a greater diversity of criteria (financial or extra-financial) than in a system where private bilateral relations dominate.

Furthermore, theory and policy are today concerned with increasing mobility and liquidity within financial markets at the national as well as at the international level (Corpataux and Crevoisier, 2005a). Most countries have implemented two types of institutional reforms in order to increase the liquidity and mobility of financial capital. Firstly, reforms eliminate regulatory barriers to free and perfect movements of capital. Secondly, legal changes strengthen capital market efficiency by promoting transparency within markets by guaranteeing good quality, publicly-available information.

At the same time the modern theory of finance inspired by Markowitz (1959) directs players towards diversification strategies which lead them to spread their portfolios over a wider range of financial assets. The more financial markets develop and become more liquid, the greater the scope for the practical application of the theory. Increased liquidity and mobility reduces the risk created by the immobility of real capital, as it gives players in the market the chance to move out of their investments at any time (Orléan, 1999; Lordon, 2000; Corpataux and Crevoisier, 2005a). While the theory was primarily concerned with – and applied to – the market for shares it sought to provide a common standard for comparing different companies. From a theoretical perspective, listed companies are nothing more than entities composed of liquid assets that can be bought or sold at any time on the basis of a given set of standard and quantifiable criteria. The theory has now been extended to other classes of assets. Thus if the increase in capital mobility/liquidity and the principle of diversification seems today jointly to play in favour of the internationalization of the portfolios (Theurillat et al., 2006a), the same logic seems to apply to the seizure of new sectors such as urban infrastructures (Torrance, 2009).

Nowadays, property investments have thus become a class of assets that are comparable with investments in securities, and where attempts are made to apply the investment criteria of risk and return used for securities to property.

### **Constructing a financialised property market: comparability and liquidity**

Today the Swiss property market is still extremely fragmented with a highly pronounced regional character. Consequently it is not particularly liquid (transaction costs remain high). Financial players are nevertheless exerting pressure to develop this market along the lines of those for securities and international property through improving liquidity, transparency and information. Traditionally, funds' property investments are regional in nature (given the problems of investing elsewhere) and direct property management is often characterised by a financially passive approach, reflected by the infrequency of purchases and sales<sup>83</sup>. Indeed once bought or built, funds keep their properties for long periods and property disposal policies are extremely uncommon (Altaprima and Ernst & Young, 2004). Financial players are calling for funds to be more active and to reassess their property portfolios more often so they can be managed along the same lines as a securities portfolio. In other words, for a *buy and hold* approach to be replaced by a *buy and manage* one. The construction of a unified national market will be a source of liquidity and will mean that property deals occur more often.

Some institutional managers active within the property sector, such as Swissca (2003), are arguing for a number of reforms to increase the size of the Swiss property market and to develop its liquidity. These include new collective investment vehicles, new products,

---

<sup>83</sup> This does not mean that funds cannot be highly active within real investment channels; for example being involved in many building projects.

improving information and transparency, using new valuation methods based on dynamic criteria and a more active, *buy and manage* approach to portfolio management.

A whole series of measures has been taken towards achieving greater comparability of property and greater liquidity in property markets. Creating a national market effectively requires the standardisation of property accounting and valuation methods as a way of reducing the opaque nature of regional property markets, thereby enabling different properties in different regions to be compared. Contemporary financial vocabulary has been “institutionalised” in laws enacted since the late 1990s which embody the three main principles of financial management. Indeed, the triptych of return, risk and liquidity is part of current Swiss federal legislation governing pension funds’ investment criteria (namely the LPP Act and the OPP2 Ordinance). Three concrete examples can be given of actions aimed at greater comparability and liquidity/mobility in Swiss property markets:

In the first place, investors have for several years been using property indices as a means of comparing the performance of market-listed investment vehicles<sup>84</sup>. Since the beginning of 2005, they have equally been able to use an index for investment foundations with a property portfolio.

Secondly, a recent change to pension funds’ accounting standards<sup>85</sup>, based on the principle of comparability of risks and returns, fits in with a financialisation framework for funds’ property investments. The change means that all funds’ investments have to reflect their current financial situation through valuations based on market values.

Thirdly, the 1994 Federal Investment Funds Act (LFP in French) is currently being revised. It is due to be transformed into legislation covering a wider range of pooled capital investments (notably unit trust or mutual investment companies and limited partnership pooled investment companies). Amongst other things, it will favour the development of pooled investment vehicles for property, thereby enabling liquidity to be increased in various markets (Département fédéral des finances, 2004).

In this context, property investments have become a class of assets comparable to securities investments. The criteria used for property investment are identical for those for securities on financial markets. After the stock market problems at the start of the new millennium, property has become an ideal investment because it serves as a basis for pursuing diversification strategies. The research and studies that have been carried out show that the correlation between the returns on property and those on financial assets (shares and bonds) is low or even negative (for example, Bender *et al.*, 2001; Hoesli, 2003). In line with what the theory recommends, property investment plays a beneficial role in mixed investment portfolios (those with several classes of assets). Consequently, it can be analysed from the viewpoint of returns and risk diversification. Indeed, it is the aim of financial markets to provide a standardised means of looking at the way property performs in various areas, both nationally and internationally. In line with the dictum of not “putting all your eggs in one basket”, risk spreading is a way of coming up with more baskets by introducing a greater geographical mix to portfolios!

---

<sup>84</sup> The SWX Immofonds index covers all quoted Swiss investment funds. As for the SWX Real Estate Index, it contains property companies listed on the Swiss stock market (Crédit Suisse, 2005).

<sup>85</sup> In order to standardise accounting standards at national level and to make them compatible with international standards, an accounting concept inspired by practices used in the English-speaking world has been developed to cover both large and small businesses (the Swiss GAAP RPC26). The use of new accounting standards in property has led to changes in the methods and frequency of valuations. Since January the 1<sup>st</sup> 2005, pension funds must use the new accounting standards (Meyer and Teitler, 2004).

## The various meanings of risk and return in finance and in the real world

While fully-developed and liquid markets are a *sine qua non* for the proper functioning of financial markets, finance has its own unique concepts of *risk* and *return* (Tableau 8). Risk and return are the exclusive assessment criteria. However, these seemingly self-evident terms do not have the same meaning in the real, non-financialised economy.

In the real economy, return is characterised by the accumulation and control of capital over time, in other words in line with economic cycles, whether they are short (e.g. production cycles) or long (product or technological cycles). Accumulation takes place at different levels (company, regional, sectoral or national) in line with the organisation of production, consumption and real transactions. In the financial economy, return is not calculated on the basis of real cycles over time (where time is required for a firm to reorganise its production processes and for innovation to take place), but on the basis of comparative returns which are continually assessed in relation to the returns on other financial market investments. The assessment and valuation process is thus continuous and disconnected from production-related time (Orléan, 1999). In a nutshell, short term dips and the threat of pulling out are substituted for the productivity which comes from a commitment made over time. *Accumulation over time is replaced by mobility across space*; the social link of a stakeholder giving way to shareholder value. Involvement in a property or industrial project having its own specific risks and circumstances is replaced by an act involving the purchase of standardised financial assets in the form of securities.

Thus, while the introduction of greater uniformity in accounting standards is welcome, several doubts can be raised over the way direct and indirect investments are compared. For example, the concept of a “satisfactory” or “unsatisfactory” return depends on the basis on which comparisons and calculations are made along with factors like the time horizon used in the appraisal process. During the 1990s, the growth in stock market prices made investment in shares very attractive since financial markets continuously assessed returns and, when markets were liquid, offered investors the possibility of being able to make quick disposals. Since the heavy fall in share prices at the start of 2000, property investment has again become attractive for financial markets. (From the financial industry’s perspective, the mistake was not to have lost money after investing in shares, but to have turned in a worse performance than one indicated by the general stock market index or to have used a diversification strategy turning out badly.) A comparison over fifteen or twenty years could be made between the performance of a market investment portfolio and direct investments made in the real economy which avoided going through financial market channels. However, such a comparison is not “financial”, since one of the stages of the investment decision bypasses financial markets. Such comparisons can only be made in exceptional circumstances. Given that they have different meanings according to whether the context is that of the real economy or of financial markets, there is thus “return” and “return”.

More generally, to what extent do the indices for quoted and unquoted investment vehicles reflect real property values? In other words, are “real” prices based on the capitalised yield values (rents) in line with prices on financial markets? While property valuations can be made in an identical manner, given that pension funds and pooled investment vehicles tend to use the same appraisal techniques (e.g. discounted cash flow or DCF),<sup>86</sup> there is little chance of the market values of quoted investment vehicles’ property portfolios coinciding with real

---

<sup>86</sup> According to the DCF method, the monetary value calculation incorporates factors such as refurbishment costs which will be attributed over several years or future rent increases. In this method, the determining factor is the net return from future cash flows discounted at a risk-adjusted rate (Swisscanto, 2005: 14).

values. Up to 2000, when sentiment was in favour of securities markets, the property market was under-valued and building stock values (the market values on real property markets) were lower than stock market values (i.e. at a discount). Today, the reverse is true, building stock values are higher than stock market (i.e. at a premium). Does the same apply to unquoted investment vehicles in the sense that the index for investment foundations belonging to the CAFP<sup>87</sup> corresponds to the DCF value of all the properties they own?

In the real economy, an entrepreneur's risk-taking is hard to rationalise in terms of a mathematical formula. The entrepreneur takes a view on a future which is not perfectly known or knowable. Such uncertainty, which Keynes termed "fundamental", covers a future which is unknown, or is at least one where a mathematical probability cannot be assigned to the event, and where it is impossible to list the future states of the world. In conventional economic theory and the theory of finance, the notion of risk has a different and specific meaning. Indeed, since Knight, the term "risk" has been applied to situations where there is only imperfect knowledge of outcomes, but where all possible outcomes are known *a priori*; in other words it is possible to give a mathematical probability of the likelihood of each outcome occurring – all states of nature are known from the outset (For an overview of the debates, see Moureau. and Rivaud-Danset, 2004). Markowitz's uncertain universe corresponds to a risk than can be assessed in terms of a probability and is, above all, a risk that can be reduced by following the appropriate diversification strategy.

For those who subscribe to an efficient financial markets hypothesis, these latter approaches are said to be capable of working out, or correctly forecasting, the discounted future income flows in a universe where probabilities can be calculated. The risk/return pairing corresponds to a solution which can be found as an exercise in financial engineering. However, in the real world, it is extremely difficult to make a firm forecast of the return and risk attached to purchasing a property or an industrial project.

**Tableau 8 : Comparison of property investment criteria between direct and financialized investment channels**

|                       | Real Economy (Direct Channel)                                                   |                                                                             | Financialised Economy                                                                                                                     |                                                                                        |
|-----------------------|---------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
|                       | Basis of calculation                                                            | Spatial and temporal factors                                                | Basis of calculation                                                                                                                      | Spatial and temporal factors                                                           |
| <b>Return (Yield)</b> | Expected future project returns of project                                      | Time horizon for real project, accumulation; place where project is located | Comparison with market indices (over- or under-performance).                                                                              | Instantaneous and comparable profitability in a globalised, financialised channel      |
| <b>Risk</b>           | Industrial or technological risk or one linked to market for goods and services | Linked to where project takes place                                         | Can be given a probability and be reduced through diversification among asset classes and between countries where trends are uncorrelated | Creating an area mix with uncorrelated patterns and trends and which is financialised  |
| <b>Liquidity</b>      | High transaction costs. Difficult to assess prices of transaction prices        | Requirement for physical proximity, long process                            | Continuously defined/worked out price, low and known transaction costs.                                                                   | Instant mobility over long distance by centralised and IT-intensive financial markets. |

Source: authors' own evaluation

<sup>87</sup> There are nineteen major investment foundations in Switzerland which belong to the CAFP (*Conférence des Administrateurs de Fondations de Placement* or Investment Foundation Directors' Conference). Among the investment foundations are those affiliated to banks and insurance companies and those which run a direct property investment policy, plus independent foundations known as property foundations.

### 6.3 The importance of pension funds in the Swiss property sector and the two channels of investment

Along with securities, property has always been a major part of pension funds' assets. In 2004, the funds' wealth in terms of property was estimated at nearly SFr70bn, almost all of it invested in Switzerland (Tableau 9). This represented 14% of total wealth (estimated to be over SFr484bn). Despite a fall in the share accounted by property in the total wealth of occupational pension funds (even though stock market difficulties at the start of the new millennium saw property coming back into favour) amounts increased by more than SFr25bn between 1992 and 2004.

**Tableau 9: Property investment patterns of Swiss pension funds between 1992 and 2004 (SFR millions)**

|                          | 1992           | 1994           | 1996           | 1998           | 2000           | 2002           | 2004           |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Total land and property  | 44'257         | 50'641         | 54'347         | 56'346         | 61'242         | 64'610         | 69'724         |
| (Switzerland and abroad) | 17%            | 17%            | 16%            | 13%            | 12%            | 15%            | 14%            |
| <b>Total wealth</b>      | <b>256'676</b> | <b>296'027</b> | <b>348'295</b> | <b>428'251</b> | <b>490'883</b> | <b>440'555</b> | <b>484'177</b> |
|                          | <b>100%</b>    | <b>100%</b>    | <b>100%</b>    | <b>100%</b>    | <b>100%</b>    | <b>100%</b>    | <b>100%</b>    |

Source: SFSO

Seventy-eight per cent of property investment is still made through traditional investment channels. As table Tableau 10 shows, pension funds had rights over, and management responsibilities for, a building stock valued at SFr52bn in 2004. However, there was also an increase in the use of indirect investment methods during the study period, accompanied by a sharp rise in the amounts invested; this market has grown from a 5% share in 1992 to 22% in 2004. (from SFr2.4bn in 1992 to SFr15bn in 2004). Moreover, this rise was quite strong between 2002 and 2004.

Hence there are two channels with differing operational and spatial processes for property management and investment activities. We describe these two channels in the next part.

#### **Channel A: direct management, based on in-house skills and characterised by proximity**

This first channel can be termed direct or traditional, as it applies to funds with a policy of in-house property investment management where investments are made directly. Funds thus hold the property rights to, and have operational responsibility for, their property investments.

#### **Decentralised skills**

Special skills are required for direct property management and indeed for property purchases and construction. These are both technical (architectural, building standards, urban planning, law etc.) and financial (property valuation, tax etc.). In this case, one or more people inside the pension fund are concerned with managing its property estate. The use of in-house staff and skills in the areas mentioned above depends closely on the size of the fund and the importance of its property portfolio.

While real property can account, on average, for 15% of a fund's wealth, the sums remain relatively modest for the small and medium-sized funds (Tableau 10). Property can be a fairly narrow part of their portfolios, ranging from a few properties to maybe ten or even fifteen (but rarely much more than this). Only the large funds have a critical mass which allows them to have a proper in-house investment policy covering dozens or even hundreds of buildings,

thereby enabling them to use a team having all the necessary skills. While pension funds can sometimes act as project managers in property developments,<sup>88</sup> they usually buy property that has already been built. Generally, unlike other institutional investors like property funds - and property investment companies<sup>89</sup> in particular - pension funds' investment strategies are characterised by a *buy and hold*-type behaviour. Once properties are bought or built, they remain in the funds' ownership for a long period, and a policy of property disposals is rare (Altaprima and Ernst & Young, 2004: 18).

**Tableau 10 : Pension funds' property investments (1992–2004, SFR millions)**

|                                         | 1992          | 1994          | 1996          | 1998          | 2000          | 2002          | 2004          |
|-----------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <i>Direct Investments</i>               |               |               |               |               |               |               |               |
| Switzerland                             | 41'627        | 47'486        | 49'685        | 50'647        | 51'623        | 53'960        | 52'558        |
| % of Funds invested in Property         | 95%           | 94%           | 92%           | 91%           | 86%           | 85%           | 78%           |
| <i>Indirect/ Collective Investments</i> |               |               |               |               |               |               |               |
| Switzerland                             | 2'411         | 2'941         | 4'393         | 5'292         | 8'446         | 9'566         | 15'038        |
| % of Funds invested in Property         | 5%            | 6%            | 8%            | 9%            | 14%           | 15%           | 22%           |
| <b>Funds invested in Property</b>       | <b>44'038</b> | <b>50'427</b> | <b>54'078</b> | <b>55'939</b> | <b>60'069</b> | <b>63'526</b> | <b>67'596</b> |
|                                         | <b>100%</b>   | <b>100%</b>   | <b>100%</b>   | <b>100%</b>   | <b>100%</b>   | <b>100%</b>   | <b>100%</b>   |

Source: SFSO

In order for the required occupancy rate to be achieved, it is important that no mistakes are made in the choice of building and location. Thus, a major part of a property deal is the analytical stage of assessing property purchases or construction projects. This relies on specialist geographical knowledge of property markets. As urban property markets become increasingly complex, and institutional investors (banks, insurance companies and pension funds) develop and evolve, pension funds commonly draw on specialist players who have emerged within the sector. Indeed, when funds require strategic (or specific) skills in areas like portfolio operations (brokers) building development projects (engineers, architects etc.), property trusts (certified accountants, financiers) etc., they call on external, centralised expertise which is often city-based and mainly in the country's major urban centres. Three-quarters of institutions make use of outside experts as part of their property investment policy, with the biggest institutions often being the greatest users (Altaprima and Ernst & Young, 2004: 44). This should come as no surprise given that they often manage large portfolios which are often subject to change. During the process of analysing and assessing the value of a building, the various specialists base their judgements on the basic issues surrounding any property investment. These can be set out in the following stylised manner:

- The building's specifics: the buildings own characteristics such as its age, the number and area of flats/rooms, building materials used, various installations (lift, garages, various amenities) etc.

<sup>88</sup> In 2003, institutional property investment (by property funds, insurance companies, investment foundations and pension funds) mainly involved purchases, with involvement in new buildings and projects being of secondary importance. Of the SFr7.6bn invested in property in 2003, around SFr6.9bn was directly invested (65% in purchases and 35% in new development projects). The remainder (around SFr1.3bn) was invested indirectly (Altaprima and Ernst & Young, 2004: 17).

<sup>89</sup> The aim of these institutions is to make capital gains from property transactions.

- The building's location: this includes the immediate environment of the building's location together with the local and regional environment. In the first case this refers to the locality's characteristics in terms of centrality (services and shops, leisure facilities, closeness to the city centre), socio-professional make-up, accessibility (roads, public transport) and quality of life (noise, pollution, recreational spaces etc). The second concerns the contexts of, and perspectives for, a city and region in terms of economic development (mainly for the commercial sector) and socio-demographic patterns (mainly for the residential sector).

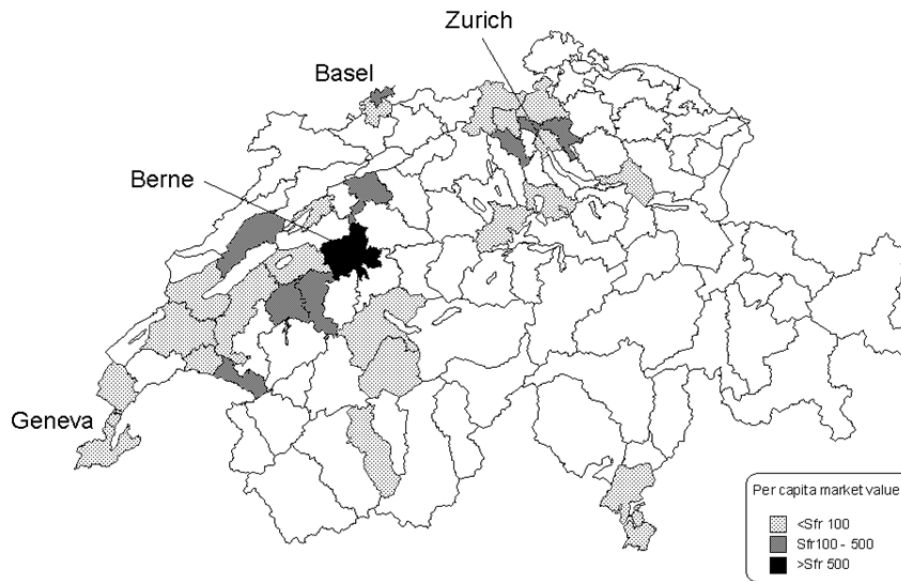
For purely property management-related activities, namely administrative responsibilities concerned with tenant relations in matters like renting and refurbishment, management can either be internal or external. In the first case, the funds can use their own in-house management for the buildings they own in various localities and regions. In the second case, they can pass over the management of all or part of their building stock to property management companies. Such contracting out is of little or no importance since it concerns skills which are not regarded as strategic, given that funds still remain the buildings' owners.

### **Investment spaces**

For many funds, property is a market centred around the notion of proximity. Consequently, Swiss pension funds' investments are primarily at the regional or cantonal level (administratively, a canton is broadly comparable to a US state). According to a Swissca survey (2004: 41), 60% of pension funds reported that their property investments were close to the employer. Only 13% said that their investments could be made in areas other than those where the employer was based and for independent third party users. A closer look at the spatial aspects of direct investments can be made by using recent data for five large funds, all with a property portfolio. Taken together, these funds own 822 buildings (primarily residential but with some commercial properties) with a total value of SFr5.99bn.

Three reasons can be put forward to explain why spatial proximity has been important. Historically, property investments were determined by businesses and their employees, with the general aim of funding employee accommodation. In a world where there was not yet a fully-developed finance industry, the very idea of investing in another region could hardly be justified. On the contrary, such behaviour could lead to the local economy being undermined. The property-proximity link can be seen, for example, in the activities of ASCOM, a large, Berne-based Swiss company involved in the digital communication and security systems industries. During its history it has taken over companies in the Fribourg, Neuchâtel, Solothurn and Vaud cantons, and this geographical make-up is still reflected in the properties owned by its pension fund (Carte 1).

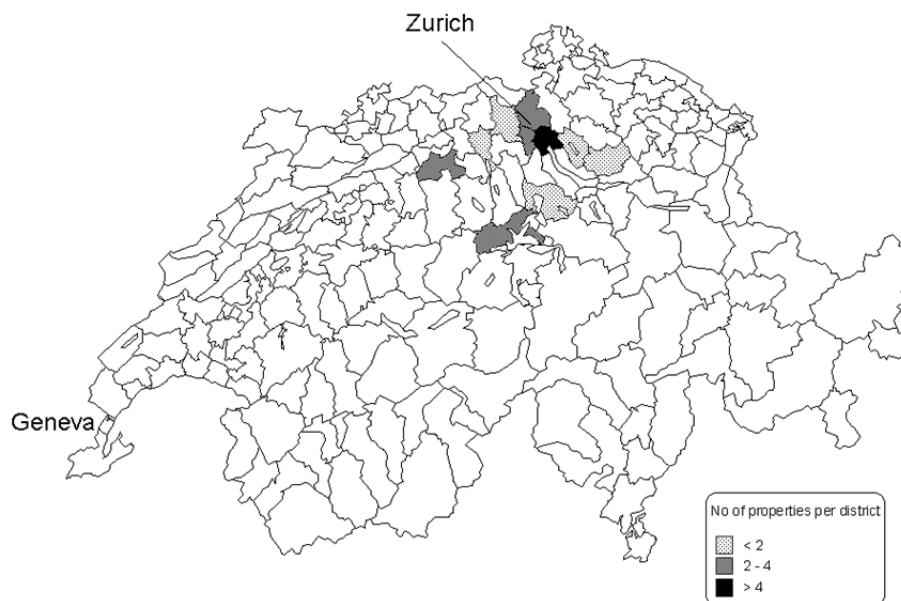
**Carte 1 : Properties owned by the ASCOM pension fund**



*Source: Ascom Pension Fund 2004 Annual Report*

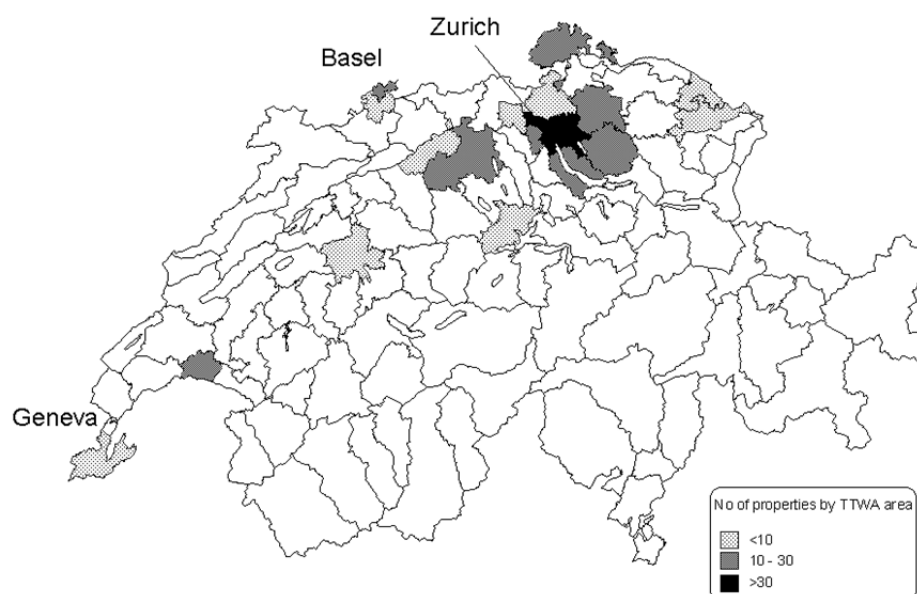
A second explanation, which emerged from interviews with fund managers, is the importance of knowledge of local property markets. Generally speaking, Swiss property markets remain highly compartmentalised. There is a lack of clarity concerning information on prices and property characteristics, and local factors continue to be a major influence on regulations. Most property within the portfolio thus continues to be located in the region of origin of the company and its pension fund; as is the case for the pension funds for Siemens Switzerland (Carte 2) and for Migros, Switzerland's leading distribution group (Carte 3).

**Carte 2: Properties owned by Siemens' pension fund**



Source: Siemens Pension Fund Website (june 2005)

**Carte 3 : Properties owned by Migros's pension fund**



*Source : Migros Pension Fund 2003 Annual Report*

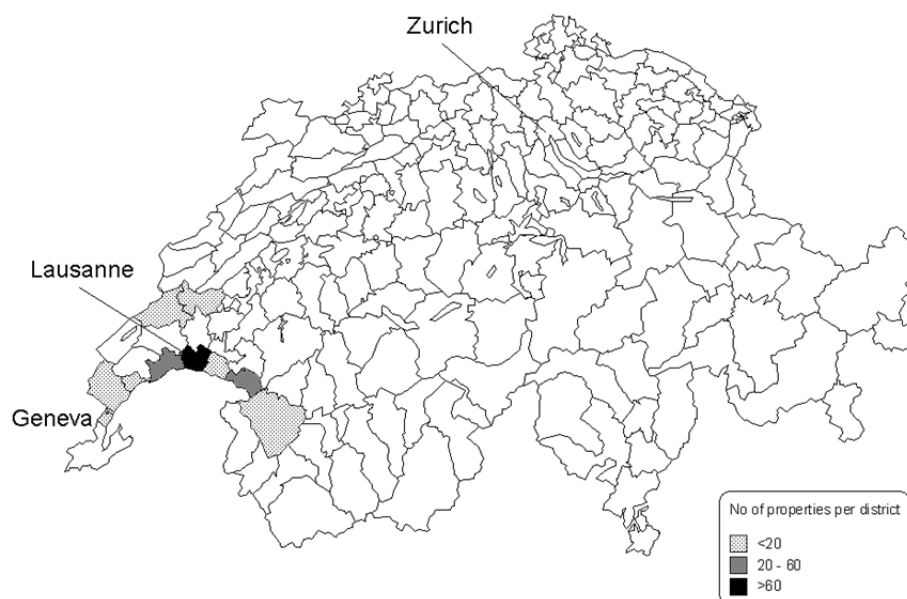
With regard to Migros' pension fund – whose property portfolio is as large as that of the country's biggest property fund and which owns shopping centres across the country – investments are closely linked to the areas where the group's main offices are based, namely in the Aargau, Zurich and Lausanne Travel-to-Work Areas (TTWAs). A third explanation stems from the fact that public sector pension funds are often large and that they generally directly manage their property activities. Public sector funds, by the fact that they are in principle subject to political control and because of the active role that employees play in fund management, pursue a proximity-based strategy. While the Neuchâtel canton pension fund's investments appear to be more evenly spread among the canton's various districts (Carte 4), those for the Vaud canton's pension fund are heavily concentrated around the Lake Geneva area, notably along a line running from Morges to Vevey/Montreux (Carte 5).

**Carte 4 : Properties owned by the Neuchâtel canton's pension fund**



*Source: Neuchâtel Canton Pension Fund 2003 Annual Report*

**Carte 5 : Properties owned by the Vaud canton's pension fund**



*Source : Vaud Canton Pension Fund 2003 Annual Report*

Underlying pension funds' direct investments is a proximity-based process whose scope varies, firstly, according to the importance of the property portfolio and, secondly, according to the fund's legal status:

- Pooled or combined public sector funds: the investments of small public sector funds (in other words municipal funds) are made at local or even at council level (such as the pension funds for the cities of Neuchâtel and Basel). The investments of the biggest public sector funds (i.e. the cantons' pension funds) are made at regional/cantonal level. The degree to which investments are evenly distributed can depend on the strength or weakness of the fund's dependence on the canton (independent funds or those dependent on the canton's organisations). As for the main national-level public sector fund (namely the Publica pension fund which had a property portfolio of SFr1.27bn at the end of 2004)<sup>90</sup> its investment practices should follow a nationwide pattern.
- Private sector pension funds: the investments of small and medium-sized private sector funds - independent, merged or company pension funds – are mainly made at local level (municipality or districts within a canton). Investments made by the large private sector funds with significant property portfolios (mainly funds tied to companies) can be made in several regions. The geographical pattern generally results from mergers and acquisitions that have been made during the course of the company's history.

#### **Channel B: financialised management – delegation and distance**

This second channel can be described as indirect or financialised. It attracts pension fund investments that are made through a collective property investment vehicle. As a result, management is devolved and investments are made indirectly through being pooled. This means that property rights and property management responsibilities are vested in the investment vehicle.

<sup>90</sup> Following a public sector reorganisation in 1998, the funds for public sector enterprises such as the postal service, CFF (the Swiss rail service) and Swisscom are governed by private law.

## Centralised skills networks

Funds can opt to pass on all their property management responsibilities and simply act as investors. Under Swiss law they can acquire shares in two types of collective institution. First, they can decide to invest via the market through having shares in property funds<sup>91</sup> and property companies. Secondly, there is the possibility of investing in what are known as investment foundations, which are reserved solely for pension funds and other recognised institutions<sup>92</sup>. The most important investment foundations are members of an umbrella group known as the CAFP<sup>93</sup>. They are not listed on the stock market and pension funds often acquire an interest through contributions in kind. All these institutions have the staff and technical skills that a property investment strategy needs (engineers, architects, property experts, brokers, lawyers etc.). Because of this, their investments are direct with an internal team being responsible for property purchases, sales and construction. Apart from a few funds (notably the *La Foncière* investment fund) all the institutions involved in indirect property investment are based in Zurich. This centralisation of property management implies that adequate knowledge of regional property markets is available. These institutions thus rely on a chain of property management personnel, either as affiliates or partners<sup>94</sup>, who have the local knowledge needed for identifying good opportunities for selling and buying properties and for site redevelopment.

Some institutions, especially those involved in making investments abroad, often rely on indirect investment procedures. This means that collective investors are no longer property owners but have an interest in – or acquire shares in – other institutions (quoted or unquoted property funds and property companies etc.).

In the light of disappointing stock market performances over the last few years, property is once again back in fashion as an asset. Consequently, in line with what would be expected from the processes behind diversification strategies, pension funds have made use of all indirect investment possibilities. However, they have mainly gone for property funds and investment foundations. Although the funds can be major shareholders in stock market-quoted property companies, it has been less common for them to acquire holdings in these companies (Robeco, 2002; Lusenti, 2003).

Collective investment vehicles' property portfolio structures are based on the key principle of modern portfolio theory, namely the strategy of risk diversification. Property markets can be segmented either geographically or by sector, with each segment having its own market cycle and specific risks. Consequently, the make-up of property portfolios is generally examined from a twofold perspective: how allocations are made and the geographical spread of properties. Investors, i.e. pension funds, can thus diversify their portfolios according to what

---

<sup>91</sup> Property funds are generally affiliated to banks.

<sup>92</sup> An investment foundation's investors are limited to so-called 2<sup>nd</sup> and 3<sup>rd</sup> pillar institutions: pension funds, vested pension institutions, bodies known as *institutions supplétives* (state-regulated bodies for employers who do not meet the requirements for having a registered pension fund), security funds, investment foundations, benefit funds, finance foundations and banking foundations which come under what is known as the third pillar A – see the *Office Fédéral des Assurances Sociales*/Federal Social Insurance Office (OFAS, 1999).

<sup>93</sup> There are nineteen major investment foundations in Switzerland which belong to the CAFP (*Conférence des Administrateurs de Fondations de Placement* or Investment Foundation Directors' Conference). Among the investment foundations are those affiliated to banks and insurance companies and those which run a direct property investment policy, plus independent foundations known as property foundations.

<sup>94</sup> As with pension funds, various institutions can have their own property management set-up in the areas where the properties are located for carrying out administrative and management tasks (renting, refurbishment, tenant relations etc.). Alternatively, they can rely on outside management or partners.

is on offer. Through the case examined here it will be seen how the risk diversification principle is put into action. The analysis covers the main players working within indirect investment channels, namely the four biggest property foundations (or property investment foundations), the three investment foundations having an internal direct property investment policy and the eight largest property funds. Data have been obtained covering their numbers, types of allocations made, the market values of properties and areas where the properties are located.<sup>95</sup> The channels being looked at involved 2004 Swiss-based properties valued at more than SFr 20.1bn.

### **Diversification by type of allocation**

Indirect investment foundations provide products or funds offering varying degrees of specialisation. The products offered by property funds and investment foundations are almost entirely centred on residential or commercial property (including offices and small shopping centres) or take the form of mixed funds, where the split between residential and commercial properties varies. As for the portfolios of stock market-quoted property companies, these are almost exclusively centred on commercial property and still closely match the portfolios first established by those who set up the companies.<sup>96</sup> Only UBS's mixed funds contain industrial property among the properties on its books. On the other hand, no fund offers portfolios containing large shopping centres or buildings serving the tourist sector (hotels, restaurants, ski lifts in alpine resorts etc.). In short, for the investor, portfolio diversification according to allocation is limited to two main segments, *residential* and *commercial*.

### **Geographical diversification**

In accordance with the property-type allocations linked to investment products, the various collective investment institutions engage in risk diversification through a geographical spread of property. What characterises the geography of diversification? Is it a broad process, spread more or less evenly across the whole country, or does it favour certain areas? From a quick overview, and even when investment values are weighted by their TTWA populations, it emerges that spatial diversification is limited solely to certain areas (*Carte 6*).<sup>97</sup>

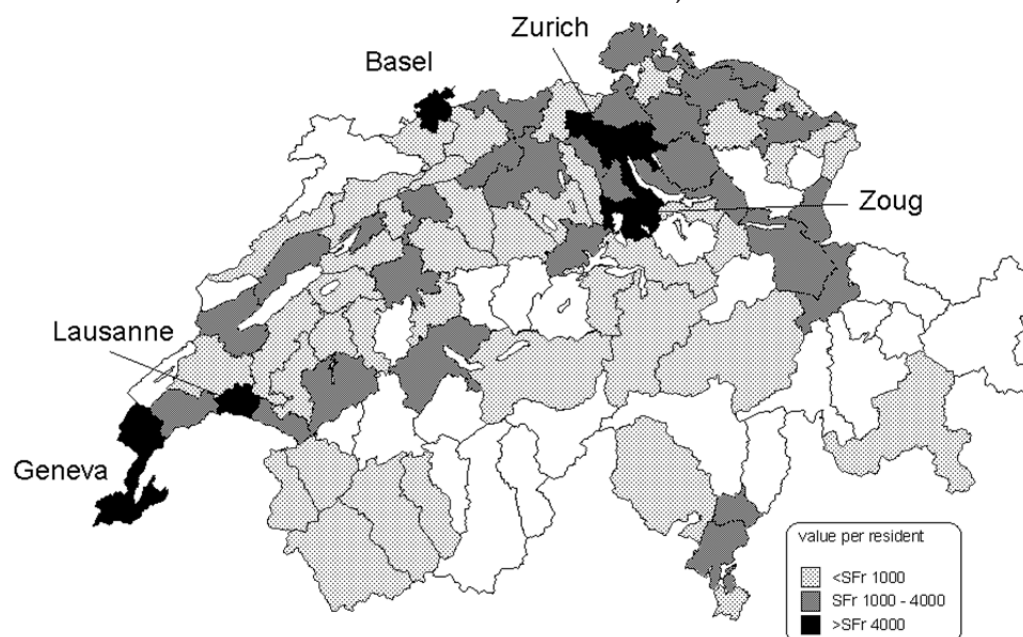
---

<sup>95</sup> Property companies have not been considered given that pension funds have made little use of these institutions.

<sup>96</sup> These companies arose as a result of a contracting-out process by industrial and/or commercial firms and banks and insurance companies; the aim being to get them listed on the stock market. For example, Allreal is a spin-off from Oerlikon Bührle, PSP Swiss Property a spin-off from Zurich Assurance and Swiss Prime Site a spin-off from Crédit Suisse.

<sup>97</sup> The map refers to all property (residential, mixed or commercial) owned via the two main indirect investment channels in which funds can hold an interest together with property owned by quoted and unquoted investment vehicles (the former being investment funds with 1250 properties worth SFr12.5bn and the latter being investment foundations with 388 properties worth SFr4.2bn) and property foundations (366 properties valued at SFr3.4bn).

**Carte 6 : 2004 analysis of property owned by the 15 biggest players using indirect investment channels (as of 2003/2004)**



Source: Annual Reports.

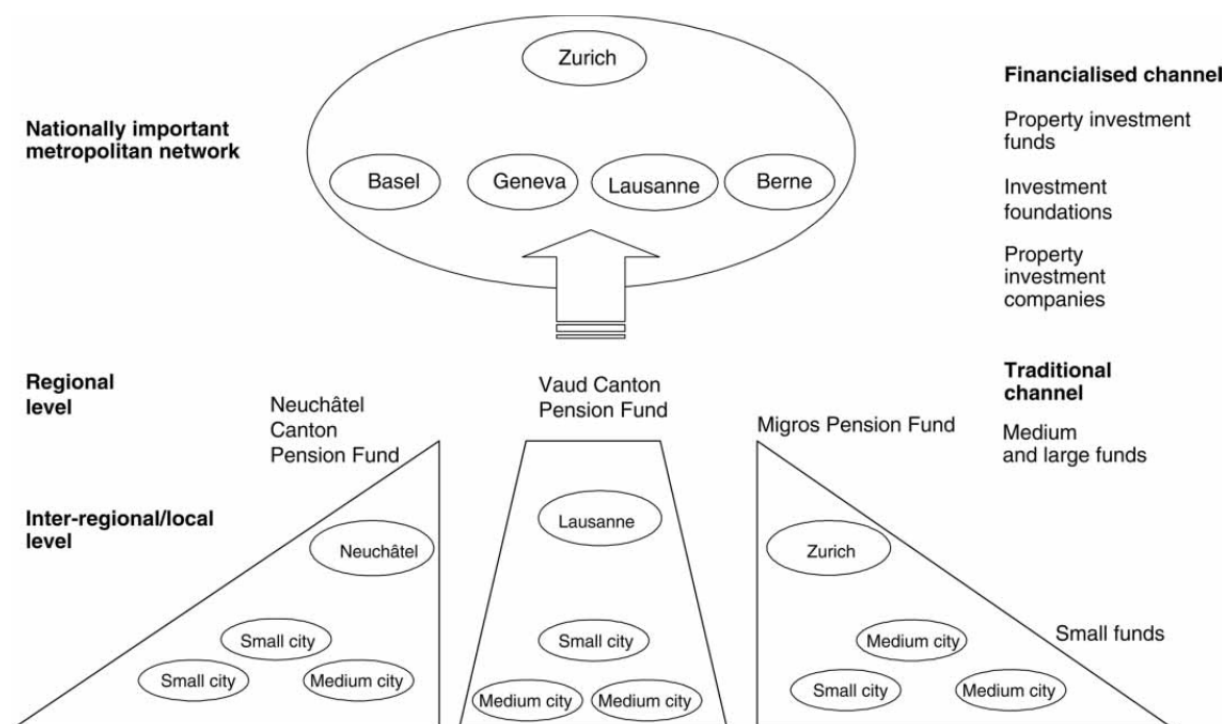
Investments are spread across a large number of Swiss TTWAs, but are primarily concentrated in the country's urban areas. All major urban areas located on the Swiss plateau and in the Italian-speaking Ticino canton have market values per head between SFr1000 and SFr4000. The pattern is even more pronounced when the main metropolitan areas of Basel, Geneva, Lausanne and Zurich (Berne falling in the intermediate range) are examined. The latter areas all have values exceeding SFr4000 per resident, with the biggest concentration being in areas around Zurich. As can be seen from looking at a line running from Geneva to Vevey/Montreux, the TTWAs along Lake Geneva can also be identified as areas with significant investment concentrations. Less urbanised areas – and peripheral areas even more so – are much less well represented. In short, the following geographical structures can be identified:

- The Lake Geneva metropolitan axis
- The Swiss Plateau axis: running from Yverdon to St Gall via Berne, Basel and Zurich and then extending beyond to Coire
- The Ticino metropolitan axis running from Bellinzona to Lugano.

Hence, regardless of the degree of specialisation for investment products (in terms of the split between residential and commercial properties) collective investment vehicles have a focused geographical vision centred on urban areas, particularly the larger urban areas. Thus there is primarily a focus on areas recognised as centres of activity and that they follow an urban-based hierarchy (Figure 10). Outside of these areas, investment is almost non-existent. By analogy with the stock market, we can talk of “blue chip” and “small/midcap” areas which are plugged into the investment network and “unquoted” areas similar to SMEs in areas characterised by industry and tourism (which these days experience problems in obtaining finance). It may be wondered why investments are made in these centres of activity when there is no evidence available on the comparative inter-regional profitability of property investments of a given duration. Investment “pockets” seem to depend on financial players’ actions and whims, which appear to play a central role in the way areas are selected. It is a

process in which urban areas seem very well placed, making it easy to justify and market financial products.

**Figure 10 : Spatial pattern of Swiss pension funds' property investments (1992–2005)**



Source: Own outline

#### 6.4 Limits to transferring a share-based model to property or to constructing comparability and liquidity

Can the indirect investment channel really transcend compartmentalised property markets so that investors can make investments independent of specific local circumstances, thus making property investment management liquid?

##### Restriction of liquidity in real property markets

Buying, selling or constructing property is by no means straightforward. Choosing a building requires specific technical and financial skills. Regardless of whether these activities are conducted in-house by the pension fund or passed over to a collective institution, it is important that the right choice is made so that the building can be fully let and can provide the required return. While the price at the time of a sale depends on economic conditions (supply and demand), the buildings themselves are heterogeneous on account of various characteristics associated with their nature and location. It is difficult to compare a property located in Geneva with one in Glaris, or even between properties in the same town or city; or indeed ones in the same locality. The property market has strong regional and local characteristics which give it a fragmented nature. It is, furthermore, a market based on mutual agreement, where research and feasibility study costs, along with transaction costs, are very high.

Within a framework where collective investment institutions act as both investors and proprietors, the anticipated return on a building arises from the rental income it generates. This means that the purchase and construction of property is seen within a long-term perspective, even though, by their nature, some property investment vehicles (property

companies or property funds) engage in property speculation within the commercial sector. Consequently, the various levels of property deals have to conform to current standards (building, development and planning, legislation in area like lease rights etc.). If standards in areas like taxation (transfer tax) are added to the picture, the result is that only very limited liquidity within the market is possible and that real returns cannot be moulded at will. Given the real difficulties surrounding property deals, collective institutions equally behave in the same *buy and hold* manner as pension funds acting as investors and managers (and for which they have been criticised). The financialisation of real property thus turns out to be not as easy to achieve as was anticipated. Furthermore, as discussed below, property-related financial markets are still under-developed in Switzerland.

### **Restrictions on financial markets' liquidity**

Funds have two options. First, they can choose to invest through financial markets, which because of their liquidity, are supposed to enable an active management strategy to be pursued (the *buy and manage* approach). Alternatively, they can take up their allotted shares in investment foundations. In the first instance, it remains the case that the Swiss market is still restricted<sup>98</sup>. In the second case, the main advantage of unquoted investment vehicles, namely their ability to avoid the irrationalities of the market (Crédit Suisse, 2003: 40), is cancelled out by their lack of liquidity. Indeed, entry and exit can be even more problematic given that there is no secondary market.<sup>99</sup> In this case the investor faces a whole set of drawbacks; those arising from financial markets and those linked to real property markets.

All of this could explain, in part, why only 22% of the pension funds' investing in the Swiss property market happens through an indirect, financialised channel and, thus, even if the part invested in this way grew from 5% to 22% in twelve years, especially from 15% in 2002 to 22% in 2004. Moreover, the Swiss property market seems saturated today. Some urban regions, especially in the French-speaking part of the country (Lausanne and Geneva above all) knew these last years an important housing shortage as well as an important inflation in housing prices. Thus considering that collective institutions mainly invest in already constructed housing and invest only a small part of their funds in the construction of new buildings, to make them responsible, in part, for the recent inflation in housing prices could constitute a reasonable hypothesis for a next research....

### **Restrictions linked to the territorial representation of financial players and the push to conformity**

The other advantage of the indirect channel, namely better risk management through portfolio diversification, as a way of getting round the lack of geographical diversification of pension funds' direct investments does not also stand up to empirical scrutiny (Figure 1). It was seen that certain areas and certain types of allocation were favoured when investments passed through financialised channels. Thus, whether one is banking on long-term returns through rents or short-term returns through realising capital gains, the picture painted by collective-type investment instruments is a territorially-targeted one which is focused on the country's main urban areas, and moreover, inside these few areas, on a few urban quarters. However,

---

<sup>98</sup> The stock market value of property securities only represented less than 1.5% of shares in the Swiss Performance Index (SFr1257bn at the end of 2000). The same proportion only accounts for around 1% of the total Swiss property market (Bender *et al.*, 2001).

<sup>99</sup> Firstly, the investor can sell their holdings by finding a buyer. It goes without saying that conditions of sale and the directly-negotiated market price depends on economic conditions. Secondly, shares held by the investor can be bought back by the investment foundation. This purchase is made at book value and the process is fairly long as it depends on giving several months' notice before the end of the current year. The delay can be even longer if the amounts being bought back are significant. Furthermore, there is a sales commission for the transaction (Crédit Suisse, 2003).

according to portfolio diversification theory, shouldn't there then be greater diversity in terms of areas and allocations? Investments made in peripheral regions or sectors like tourism can be wholly justified and be in line with the theory because non-systematic risk can be offset by the systematic risk linked to the entire portfolio. The investments of various collective investment vehicles are based on financial market criteria. So is it only the case that the country's urban areas, particularly the metropolitan areas of Basel, Berne, Geneva, Lausanne and Zurich, are the only ones able to meet the conditions of the criteria and to offer advantageous returns at a low risk? There is nothing to say that this is the case.

It should be nevertheless noted that going down the route of financial markets leads to a push in the direction of conformity in terms of the choice of financial products on offer from collective fund managers. Indeed, in situations of crisis, for example, a fund manager will not be challenged if their poor results are in line with those of other fund managers. By contrast, unsatisfactory short- and medium-term results, compared with other managers' markedly better results, can cost a manager their job. Consequently, when it comes to making investment decisions, a fund manager finds it difficult to go against the prevailing "consensus".

In short, it can be said that institutions within the indirect investment channel are acting in the same way as directly-investing pension funds. The only notable exception being that the relevant areas considered for investment are the country's main urban areas, or the ones close to financial players (as opposed to areas that are close to the pension funds).

## **6.5 Conclusion: the financialisation of the property sector**

In 2004, the traditional investment channel was still the most common form, characterised by funds acting as both investors and having direct responsibility for all property management issues. For political or historical reasons, but especially for reasons tied in with having specialist knowledge of property assets, property purchases, sales and construction were carried out at local or regional level. In every single instance (especially when deals turn out badly) the funds' in-house property portfolio managers make their cases before the funds' boards. This is followed by a specific examination of the special characteristics and circumstances of the properties along with their respective yields. In other words, it is a situation where "voice" is possible (Hirschman, 1986) and gives rise to a set-up where players involved at all levels within the fund can discuss matters. Furthermore, given the complex nature of property transactions (in areas like valuations, putting together financial packages, finding the required players, transaction taxes etc.), these discussions are necessarily lengthy. For the investor, specifically the fund manager, there is a *lock-in* effect.

The indirect, financialised investment channel differs fundamentally from the traditional norm represented by the proximity-based approach. Indeed, the process by which management is devolved is both operationally and spatially standardised. Management and property investment skills are centralised, mainly in Zurich. Moreover, from 2002-2003 the use of outside management appears to have increased. Indeed, many funds have, for example, ceased managing their own portfolios by taking shares in the three property funds managed by the Zurich-based Pensimo Management<sup>100</sup>. When pension funds acquire shares in various investment vehicles, the aim is to pass all property management responsibilities to an outside institution and thus to act simply as investors. In this framework, pension fund board

---

<sup>100</sup> For Pensimo's Turidomus Foundation (large shares) the pension funds of Nestlé, Swissair, and the Swiss postal service (La Poste) can be given as examples. For the Pensimo Foundation (medium shares) the pension funds for the Lucerne canton and the city of Zurich can be mentioned, while the pension funds of Grisons and Zoug cantons can be cited in the case of Imoka Foundation (small shares).

decisions on property investment are tantamount to using comparative indices for buying and selling shares.

At a theoretical level, the argument put forward was concerned with the relations between the financialisation of the economy and spatial organisation and development. Financialisation enables projects, players and spaces to be compared, but it makes the relationship between the holders of capital and the real investor distant and opaque. Financialisation centralises the management of the economy in a number of financial centres and favours the concentration of investment in major cities. Finally, it standardises management criteria and places them in a hierarchy. As a result, certain real economy criteria, such as the technical specificity of investments, their location and, more generally, their characteristics, are no longer considered as being relevant. The result is a *homogenisation* of the economic development process, which militates against innovation and decentralisation (Crevoisier, 1999); both of which are, by definition, underpinned by a notion of differentiation. Indeed, the finance industry develops through favouring the integration of space (the abolition of borders), standardising the way projects and areas are analysed and, lastly, through different areas (national and international) having identical legislation. By finance, we mean the institutions that allow investments to be disconnected from investors by making the two remote from each other in a way that means that the investor's choice is solely determined by risk and return in the financial sense of the terms. Finance is the whole set of conventions which makes it possible for financial capital (as opposed to real capital) to be mobile (or "liquid", as financiers would say) in the short-term and over long distances. The finance industry is to capital what the transport industry is to people and goods: it unifies markets, makes products comparable and, as a result, increases competition while enabling economies of scale and the centralisation or concentration of economic power to take place (Corpataux and Crevoisier, 2001).

The case study of the Swiss pension fund property sector shows that financialisation is not a phenomenon which affects the entire sector uniformly. It occurs at various rates and in different spaces. It also primarily attracts certain players (the smallest funds and more recently the biggest funds which are close to the financial community), it invests in particular types of property (large residential and potentially commercial properties) which are situated in the country's three or four biggest urban centres.

But there are also limits on how far financialisation can go because of the particularities of the Swiss property sector and the institutions working within it. In the property sector, high transaction costs (which cannot be put down to the tax system!) mean that owners are forced to keep their properties over a long period and to take a long-term view in estimating real returns. In a sector where rents only move slowly, and where costs are primarily financial, it is difficult to achieve rapid increases in income or cost reductions as a response to the wishes of financial markets. It is equally difficult to overcome the opaque nature of local markets, where players hold on to information and where highly specific local laws and regulations continue to remain.

Since 1985, when the second pillar of Switzerland's so-called three-pillar retirement provision system was established, the amount at the disposal of pension funds has grown significantly. Property investment has followed suit, but to a lesser degree. Today, property investment has become attractive again because of the fall in share values at the start of 2000. Not only are the returns on property no longer considered as being poor, but property is increasingly being associated with the virtues of diversification (again along the lines of portfolio theory) as there tends to be a low correlation between property investments and other classes of assets.

With regard to this last point, the watchword is caution. Indeed, we have seen the extent to which investments are highly concentrated geographically. In this sense, it may be feared that

pension funds are intensifying a property bubble, in the same way as they contributed to the rise in the stock market in the 1990s by investing considerable amounts in shares... and the property sector that would be affected by such a bubble is one with an extremely narrow range.



## 7 La durabilité d'un mégaprojet urbain financiarisé : le cas de Sihlcity à Zurich

---

La version française ci-dessous est celle parue dans les working papers de la Maison d'analyse des processus sociaux de l'Université de Neuchâtel (Suisse).

[https://doc.rero.ch/record/17454/files/Theurillat\\_Thierry\\_-  
\\_La\\_circulation\\_du\\_capital.\\_La\\_durabilit\\_d\\_un\\_objet\\_financiaris\\_20100311.pdf](https://doc.rero.ch/record/17454/files/Theurillat_Thierry_-_La_circulation_du_capital._La_durabilit_d_un_objet_financiaris_20100311.pdf)

Cet article est paru dans *International Journal of Urban and Regional Research*.

T. Theurillat et O. Crevoisier (2012), *The sustainability of a financialized urban megaproject : the case of Sihlcity in Zurich*, *International Journal of Urban and Regional Research*, 37 (6), 2052-2073.

<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-2427.2012.01140.x/abstract>

### Résumé

Aujourd'hui, la financiarisation et l'urbanisme durable sont deux composantes majeures de la production urbaine et de la transformation du paysage des villes occidentales. L'objectif de l'article est de *montrer comment l'intervention d'acteurs financiers influence la durabilité urbaine lors de la construction de mégaprojets* à partir de la construction d'un cadre conceptuel, analytique et interprétatif. Ce dernier vise, d'une part, à examiner en *situation* la manière dont la durabilité a été produite par les différents acteurs impliqués, et d'autre part à situer ces interactions dans leur contexte institutionnel, spatial et temporel. La durabilité est par conséquent entendue comme une *construction sociale ayant fait l'objet de négociations qui ont débouché sur un arrangement institutionnel* pour que le projet puisse se réaliser. Ce cadre a été construit à partir de travaux en géographie de la finance et en géographie urbaine sur « finance, ville et durabilité » et de l'étude de cas. Cette dernière porte sur la revitalisation d'une friche industrielle en un complexe commercial et de loisirs qui a été le plus grand de Suisse et a été acheté par des acteurs financiers.

**Mots clés :** investisseurs institutionnels, durabilité urbaine, mégaprojet urbain, approche territoriale

### 7.1 Introduction

Aujourd'hui, la financiarisation et l'urbanisme durable sont deux composantes majeures de la production urbaine et de la transformation du paysage des villes occidentales. D'une part, la propriété urbaine et plus spécifiquement celle d'importants projets urbains ou de mégaprojets, tels que par exemple les quartiers d'affaires, les aéroports, les stades de sport ou encore les infrastructures de réseaux urbains, fait de plus en plus intervenir des acteurs financiers. D'autre part, ces mégaprojets urbains ont des impacts considérables sur l'organisation des fonctions urbaines et la planification de la ville qui sont de plus en plus marquées par les préceptes du développement durable.

L'objectif de l'article est de *montrer comment l'intervention d'acteurs financiers influence la durabilité urbaine lors de la construction d'un mégaprojet*. Inscrit dans le cadre d'une approche institutionnaliste et territoriale de l'économie (Crevoisier, 2010 ; Colletis-Wahl et al., 2008), ce papier développe un cadre analytique permettant d'appréhender les relations entre finance et durabilité dans le cas de la production urbaine. Plus précisément, ce cadre vise, d'une part, à examiner en *situation* la manière dont la durabilité a été produite par les

différents acteurs impliqués, et d'autre part à situer ces interactions dans leur contexte institutionnel, spatial et temporel. En effet, au cours des différentes phases d'un projet, les acteurs ont construit des arrangements institutionnels, formels et informels (Hodgson, 2006), qui sont le reflet d'enjeux à la fois financiers et relatifs à la durabilité urbaine. La durabilité est par conséquent entendue comme une *construction sociale ayant fait l'objet de négociations qui ont débouché sur un arrangement institutionnel* pour que le projet puisse se réaliser.

L'article s'organise en trois parties. Dans la première, nous développons une approche territoriale de la financiarisation et des rapports qu'entretiennent les sphères réelle et financière de l'économie (Corpataux et al., 2009). La seconde partie présente le cadre conceptuel, analytique et interprétatif qui permet d'appréhender en situation les formes de la durabilité produites dans le cas de mégaprojets récemment développés en Suisse. Ce cadre a été construit à partir de travaux en géographie de la finance et en géographie urbaine sur « finance, ville et durabilité » et de l'étude de cas. Cette dernière est présentée extensivement dans la troisième partie. Elle porte sur la revitalisation d'une friche industrielle en un complexe commercial et de loisirs, qui a été le plus grand de Suisse et acheté par des acteurs financiers. Dans ce mégaprojet urbain, la problématique du trafic automobile a été l'enjeu majeur de durabilité. On montrera comment a été élaboré un compromis institutionnalisé à ce sujet.

## **7.2 Une approche territoriale de la production urbaine liant financiarisation et durabilité**

Cette partie vise à situer notre cadre analytique, permettant d'appréhender la production de la durabilité par la finance, au sein d'une approche institutionnaliste et territoriale des relations entre les sphères réelle et financière de l'économie (Corpataux et al., 2009). Celle-ci s'appuie sur des travaux d'économistes et de géographes ayant traité des liens entre marchés immobiliers et financiers. Dans un premier temps, les changements dans la production urbaine engendrés par l'instauration d'une logique financière sur la ville sont mis en évidence. Dans un deuxième temps, la financiarisation de la ville est abordée sous l'angle de la durabilité.

### **La financiarisation de la ville**

La ville et le construit urbain ont, de manière générale, joué un rôle important dans l'accumulation et l'extension spatiale du capital (Harvey, 1985 et 1982). Dans ce cadre, les investisseurs institutionnels tels que les sociétés immobilières, les banques ou encore les compagnies d'assurances ont été des acteurs traditionnels de l'investissement urbain (Fainstein, 2001).

L'origine contemporaine des liens entre marchés immobiliers et marchés financiers débute avec la création de marchés secondaires aux Etats-Unis (Weber, 2002). D'abord, dans les années soixante par la titrisation de prêts hypothécaires alloués aux classes moyennes et la création d'institutions quasi-publiques (Fannie Mae et Freddie Mac). Ensuite, au début des années quatre-vingt, par la titrisation de la propriété immobilière et l'apparition d'un nouveau type d'institutions financières, les Real Estate Investment Trusts (REIT). Au cours des années quatre-vingt dix, les REIT américains ont inspiré la création et le développement de REIT dans différents pays européens, en Australie et au Japon (Aveline-Dubach, 2008), entraînant parallèlement la modernisation ainsi que la création de nouveaux fonds immobiliers (Le Fur, 2006 ; Marty, 2005). La demande d'investissement dans la « pierre », notamment dans l'immobilier d'entreprise (de bureaux ou commercial), a ainsi connu une recrudescence de la part des institutions financières.

Depuis le début du millénaire, les liens entre marchés du construit urbain et marchés financiers se sont encore renforcés et la crise boursière de 2000-2001 sur les marchés des actions d'entreprises en a été l'un des facteurs essentiels. Une deuxième vague de financiarisation du construit urbain s'est ainsi déroulée conjointement avec la résurgence de mégaprojets urbains (Fainstein, 2009) qui sont potentiellement des produits financiers attractifs (Torrance, 2009 ; Hagerman et al., 2007). Certains investissements portent désormais sur des immeubles de grande taille, traditionnellement en mains publiques (aéroports, stades, bâtiments universitaires, hôpitaux, prisons, etc.), ou en mains privées (grands centres commerciaux, centres et tours d'affaires, complexes résidentiels, etc.). D'autres concernent également des infrastructures de réseaux (télécommunications, énergie, autoroutes, etc.).

Avec l'intervention croissante d'acteurs financiers dans la propriété urbaine, certains auteurs avancent que la financiarisation façonne désormais le paysage urbain qui est de plus en plus évalué selon des critères financiers (Brenner, 2009 ; Renard, 2008). Selon nous, la financiarisation de la ville se caractérise par deux principaux types de changements sur les marchés du construit urbain.

### **L'intermédiation financière et la transformation de la ville en actif financier**

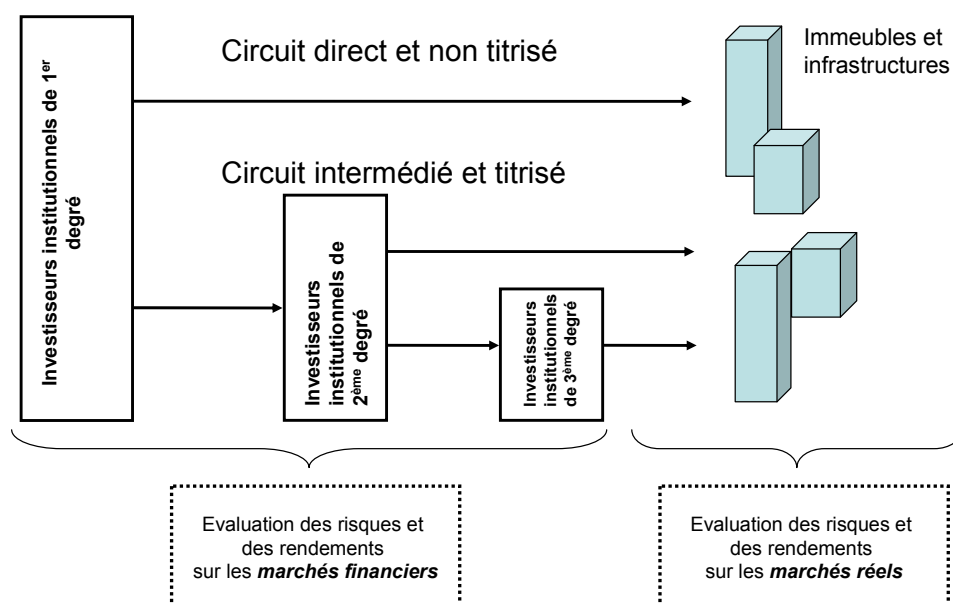
En premier lieu, la financiarisation de la ville signifie la transformation d'un actif réel en actif financier et le développement d'un circuit particulier d'investissement corrélé avec l'introduction d'une logique de portefeuilles sur les marchés financiers.

Le développement d'une logique financière dans le construit urbain a été rendue possible par le renforcement ces dernières années d'un circuit intermédié et titrisé, par opposition au circuit direct et non titrisé (Figure 11). Il regroupe les investisseurs institutionnels que nous appelons de 2ème degré, voire de 3ème degré, tels que les sociétés d'investissement immobilier ou REIT et les fonds d'investissement immobiliers ou d'infrastructures appartenant le plus souvent à des groupes bancaires qui se sont multipliés ces dernières années<sup>101</sup>.

---

<sup>101</sup> Les appellations sont diverses et varient selon les pays, mais on peut globalement distinguer entre société et fonds d'investissement.

Figure 11 : les catégories d'investisseurs institutionnels et les deux types de circuits d'investissement



Source : propre élaboration

En permettant à un investisseur, que nous appelons de 1<sup>er</sup> degré (par ex. un particulier ou un institutionnel tel qu'une caisse de pension ou une société d'assurances) de ne pas investir de manière directe sur les marchés réels du construit urbain et par conséquent de ne pas détenir des objets physiques, les investisseurs de 2<sup>ème</sup> degré ont la capacité de transformer un actif réel et immobile, comme un immeuble ou une infrastructure, en un actif financier négociables sur les marchés financiers, qu'ils soient organisés ou de gré à gré<sup>102</sup>. Il s'ensuit que, par la titrisation, la propriété urbaine devient liquide et mobile dans l'espace (Corpataux et Crevoisier, 2005a).

Le passage par le circuit intermédiaire et titrisé amène les institutionnels de 1<sup>er</sup> degré à se comporter selon une logique de gestion de portefeuilles sur les marchés financiers. En effet, sur ces derniers, le construit urbain représente une classe d'actif permettant de diversifier les placements. Dans le cadre d'un exercice d'ingénierie et d'allocation financières, les risques et les rendements financiers du construit peuvent être comparés entre eux (les risques et les rendements d'un fonds d'investissement avec ceux d'un autre fonds par ex.), mais surtout avec ceux d'autres classes d'actifs financiers, par secteurs (titres d'entreprises ; produits dérivés ; matières premières par ex.) et par territoires (pays anglo-américains, pays européens, pays émergents, etc.).

Ainsi, en permettant l'évaluation en continu des investissements sur les marchés financiers (Orléan, 1999), la financiarisation de l'économie, à travers la saisie de nouveaux secteurs et territoires, et par conséquent de la ville, peut être interprétée comme un processus de construction de la liquidité/mobilité du capital (Corpataux et al., 2009). De cette manière, les investisseurs, plus précisément les gérants de portefeuille, peuvent investir à distance au sein d'un « espace financiarisé » et selon une logique financière consistant à panacher les territoires et les secteurs.

Par conséquent, la logique de portefeuille sur les marchés financiers engendre deux types de conséquences. Premièrement, à travers de cette réallocation du capital, quasi-instantanée sur

<sup>102</sup> Le marché de gré à gré s'est considérablement développé ces dernières années. Ainsi, les fonds immobiliers non cotés (souvent avec un nombre restreint d'investisseurs ou en private equity) représentent désormais une part majoritaire dans l'investissement total en immobilier non résidentiel (Nappi-Choulet, 2009).

les marchés organisés, la liquidité/mobilité amplifie la séparation entre les fonctions d'entrepreneur économique et d'investisseur financier, et de ce fait, entre les sphères réelle et financière de l'économie. Deuxièmement, les institutions financières du circuit intermédié et titrisé sont soumises à la liquidité/mobilité. Il s'ensuit qu'elles doivent être attentives à leur valeur sur les marchés financiers et tenir compte des comportements, parfois mimétiques (Orléan, 1999), de leurs actionnaires et plus globalement des fluctuations systémiques sur les différents marchés financiers.

### **L'intermédiation financière et la modification de la filière de la production urbaine**

En deuxième lieu, le développement l'intermédiation financière renvoie à la manière dont la logique financière s'instaure sur les *marchés réels* du construit urbain. Deux types de changement dans les modalités de la production urbaine peuvent être mis en évidence.

#### ***La séparation des logiques économique et financière et le rôle nouveau des promoteurs***

Tout d'abord, la financiarisation a apporté des changements fonctionnels découlant de la disjonction de la propriété et de l'utilisation du construit urbain. Bien que cette séparation ne soit pas nouvelle<sup>103</sup>, Keogh (1994) a été l'un des premiers à développer un cadre analytique et à montrer, à l'intérieur des marchés immobiliers non résidentiels, l'émergence et l'interconnexion de trois différents types de sous-marchés : celui de l'investissement, de l'utilisation et du développement. De ce fait, le transfert de la propriété immobilière d'entreprise à des acteurs financiers conduit à une séparation entre les logiques économique et financière, et complexifie les relations entre d'une part les fonctions d'entrepreneur économique et locataire immobilier et d'autre part d'investisseur et propriétaire immobilier.

Il s'ensuit un rôle nouveau pour les promoteurs immobiliers et les agents intermédiaires, tels que par exemple les agences de conseils et/ou de courtage, sur les marchés du construit urbain puisque ceux-ci doivent s'adapter aux exigences de leur « nouvelle » clientèle financière. Ces professions jouent un rôle clé dans la réussite de la matérialisation des investissements (achats d'objets existants ou développement) puisqu'elles disposent des connaissances indispensables sur les marchés locaux, que ce soit dans l'immobilier d'entreprise ou les infrastructures urbaines (Torrance, 2009 ; Healey et al., 2002 ; Guy et Henneberry, 2002).

Dans le cas du développement de grands projets urbains, cette adaptation suppose l'acquisition de nouvelles compétences aussi bien techniques que dans le montage juridique et financier. Dans un mouvement de glissement de l'immobilier vers les infrastructures de réseaux urbains principalement pour des raisons de diversification des risques, Lorrain (2002) observe, depuis les années quatre-vingt dix, la constitution, dans différents pays, de groupes capables de concevoir, construire, commercialiser et gérer des produits plus grands et plus intégrés. En Espagne, par exemple, où l'immobilier et la construction ont été l'un des piliers de l'économie ces dernières années, de grands groupes de promotion-construction se sont développés et ont diversifié leurs activités et leurs produits (Pollard, 2007). A côté de la promotion et construction d'objets toujours plus variés (logements locatifs, résidences secondaires, complexes de tourisme, résidences pour étudiants ou personnes âgées, etc.), ils peuvent également s'occuper de leur gestion. Toutefois, malgré un certain nombre de travaux (Haila, 1997 ; Beauregard, 1994), la nature et l'ampleur des transformations structurelles de l'industrie des projets urbains induites par la financiarisation du construit urbain demeurent des questions ouvertes.

---

<sup>103</sup> Elle a été mentionnée dans la littérature contemporaine notamment depuis Massey et Catalano (1978).

## ***La hiérarchisation urbaine et l'internationalisation des marchés du construit urbain***

Ensuite, l'instauration de la logique financière sur les marchés réels du construit urbain produit un certain nombre d'effets spatiaux. On peut premièrement relever une hiérarchisation de l'espace puisque les investissements des institutions financières sont étroitement corrélés à la hiérarchie urbaine. En effet, ce sont avant tout les métropoles principales qui sont privilégiées que ce soit en Grande-Bretagne (Byrne et Lee, 2007 et 2006), en France et en Allemagne (Roberts et Henneberry, 2007) ou encore en Suisse (Theurillat et al., 2010). En outre, à l'intérieur des métropoles, les investissements sont ciblés sur certains quartiers. Par exemple, Crouzet (2003) parle de discrimination territoriale et Halbert (2004) de recompositions urbaines pour décrire l'instauration de dynamiques financières autonomes dans les cycles des marchés de l'immobilier d'entreprise, aboutissant à la création de pôles urbains qui renforcent la division fonctionnelle et spatiale au sein de l'espace métropolitain parisien.

Deuxièmement, le développement de l'intermédiation financière peut également être corrélée avec l'internationalisation des marchés du construit urbain, qui s'organisent et fonctionnent de plus en plus à une échelle globale (Aveline-Dubach, 2008 ; Torrance, 2009). Cette internationalisation peut venir encore amplifier la concentration des investissements dans les principales métropoles. En effet, Nappi-Choulet (2006) observe que depuis le début des années quatre-vingt dix, un nombre croissant d'investisseurs institutionnels étrangers, américains et allemands principalement, sont intervenus sur les marchés immobiliers de la région parisienne.

La plupart des grands fonds immobiliers étant situés dans les centres financiers, ceux-ci sont de fait les espaces de proximité des institutions financières ((Lizieri, 2009). Dès lors, on peut se poser la question de l'ampleur du drainage des capitaux vers les métropoles financières ces quinze dernières années, et par conséquent du rôle de cette accumulation financière dans la transformation et la modernisation de leur paysage ainsi que dans le renforcement de leur attractivité. Cela nous amène à poser l'hypothèse du renforcement du pouvoir de décision et d'arbitrage spatial des centres financiers (Leyshon et Thrift, 1997) dans le construit urbain.

## **Les impacts de la finance sur la ville et la question de la durabilité urbaine**

Quels sont les effets réels de la finance sur la ville ? Cette question a notamment été abordée sous l'angle des comportements des institutions financières sur les marchés du construit urbain (Nappi-Choulet, 2006 ; Adair et al., 2003 et 1999 ; McGreal et al., 2000 par ex.). Cependant, la question des impacts de la finance sous l'angle de la durabilité n'a été que très récemment un objet d'étude. Plus précisément, les relations entre « finance, ville et durabilité » ont été approchées essentiellement dans les pays anglo-américains. Aux Etats-Unis, différents travaux ont porté sur l'intégration de la durabilité dans le politiques d'investissements dans le construit urbain d'investisseurs institutionnels et plus spécifiquement de grandes caisses de pension publiques (Hebb 2005a et 2005b ; Hagerman, et al., 2005, 2006 et 2007). Ces dernières sont à l'origine du développement d'une intermédiation financière dans l'immobilier et de la prise en compte du développement durable au travers de la création de fonds durables immobiliers. Cependant, ces travaux n'abordent pas la manière dont le capital financier s'investit concrètement dans la ville.

En Grande-Bretagne, plusieurs recherches ont porté sur la manière d'intégrer la durabilité dans le cas d'opérations de revitalisation de friche industrielle ou urbaine. Dans le cadre de programmes nationaux, ces dernières sont à la fois marquées par l'intégration de la durabilité et l'intervention d'investisseurs institutionnels dans le financement des projets, notamment encouragée par le développement de partenariats publics-privés (PPP). Ces travaux reflètent deux démarches possibles pour approcher la durabilité de projets urbains.

Premièrement, un cadre de durabilité peut être construit à priori et appliqué ensuite à des études de cas. C'est, par exemple, l'approche adoptée par Williams et Dair (2007 et 2005). Deuxièmement, un cadre de durabilité peut résulter d'une étude de cas et être construit à postériori. C'est, par exemple, l'approche utilisée par Dixon (2007). Cependant, l'une et l'autre de ces approches repose sur une conception extérieure de la durabilité et non sur une définition par les acteurs eux-mêmes. Or, dans cette recherche, nous n'avons pas l'intention de confronter les pratiques à une norme de durabilité, mais de comprendre comment la durabilité est appropriée, thématisée, puis négociée par les acteurs en situation. C'est précisément ce qui nous amène à proposer un cadre à la fois conceptuel, analytique et interprétatif où la durabilité produite par la finance de marché est située dans le contexte institutionnel et territorial.

### **7.3 Un cadre conceptuel, analytique et interprétatif: la durabilité en tant que construit institutionnel et territorial**

L'approche des liens entre « finance, ville et durabilité » qui est proposée ici se veut *institutionnaliste et territoriale* (Crevoisier, 2010 ; Colletis-Wahl et al., 2008). Elle repose premièrement sur une démarche *en situation* visant à comprendre les processus de construction des projets urbains et à examiner la manière dont la durabilité a été produite par les différents acteurs impliqués. En considérant la durabilité comme le produit d'interactions sociales, cette approche en situation peut se justifier principalement par l'existence aujourd'hui d'un aménagement urbain impliquant de multiples acteurs et de nouvelles modalités de planification qualifiées par Healey (1997) de « collaborative planning ». Dès lors, la durabilité renvoie à la problématique de la gouvernance et soulève la question des convergences de vue entre acteurs (Evans et Jones, 2008) dans l'opérationnalisation de la durabilité dans des projets urbains particuliers.

Deuxièmement, la production sociale de la durabilité est également à situer institutionnellement et territorialement. Dans le cadre d'un urbanisme de plus en plus imprégné par les préceptes du développement durable (Emelianoff, 2002), nous nous inscrivons dans la littérature émergente en géographie urbaine de « l'actually existing sustainabilities » (Evans et Jones, 2008 ; Krueger et Gibbs, 2007 ; Krueger et Aegyman, 2005). Cette dernière est une approche à la fois critique et empirique de la gouvernance et des politiques urbaines en matière de durabilité dans différents contextes social, politique et économique. Dans ce cadre, While et al. (2004) postulent l'émergence de nouveaux arrangements institutionnels et politiques dans la gouvernance urbaine qu'ils qualifient de « sustainability fix ».

Nous proposons un cadre conceptuel, analytique et interprétatif permettant de comprendre les *formes de durabilité urbaine produites par la finance* dans le cas de *projets urbains multifonctionnels en Suisse*. Ces derniers sont des mégaprojets novateurs à l'échelle du pays, de plusieurs centaines de millions de francs suisses, qui se sont multipliés ces dix dernières années et qui sont devenus des placements de plus en plus proposés à des institutions financières. Ces mégaprojets réunissent différentes affectations, principalement commerciales et de loisirs (hôtel, wellness, cinéma, etc.) et peuvent combiner des affectations privées et publiques dans le cas de projets en PPP (par ex. les stades de football avec un centre commercial qui sont devenus une spécificité helvétique).

Le cadre développé pour appréhender les relations entre « finance, ville et durabilité » a été construit à la fois durant et après une étude portant sur trois mégaprojets urbains qui s'est déroulée au sein d'un programme national portant sur *l'environnement construit et la durabilité en Suisse* (PNR54). D'un point de vue méthodologique, ces études de cas ont été élaborées dans une vision exploratoire afin de comprendre la question formulée en amont de

l'articulation entre financiarisation et durabilité. Elles avaient donc pour objectif d'être des « occasions d'apprendre » (Stake, 2005), c'est-à-dire d'utiliser les résultats empiriques dans le but de développer une compréhension conceptuelle des formes de durabilité ainsi produites par la finance. C'est pourquoi elles sont centrées sur les enjeux de durabilité construits par les acteurs et situées dans leur contexte institutionnel et territorial.

Ce cadre conceptuel a donc une triple fonction méthodologique. Premièrement, il reprend les acquis de la littérature dans le domaine de la financiarisation de la ville et de la durabilité urbaine ; en deuxième lieu, il a permis de mener une analyse des études de cas en identifiant les principaux objets, relations et institutions pertinents ; en troisième lieu, il fournit un cadre interprétatif qui n'a pas de prétention à la généralité, mais à la compréhension contextualisée de l'articulation entre financiarisation, durabilité et production de la ville.

### **La production de mégaprojets : fonctions, durabilité, acteurs et institutions**

Premièrement, l'instauration d'une logique financière sur les mégaprojets urbains en Suisse et la dissociation de la logique économique qui en découle, implique de les considérer à la fois comme des projets *techniques, économiques et financiers* liés respectivement au développement, à l'exploitation, au financement et à la propriété.

Tout projet urbain se caractérise en premier lieu par ses propriétés techniques telles que, par exemple, les caractéristiques des bâtiments (dimensions, types de matériaux, équipements énergétiques, etc.) et les affectations (logement, bureau, commercial, services publics, etc.). Ces choix techniques correspondent également à des caractéristiques économiques et financières. Les choix de construction rendent possibles certaines économies, le type d'activité définit une certaine rentabilité, etc. Par ailleurs, les risques économiques et financiers sont également largement la conséquence de ces choix (travaux de dépollution, travaux de construction, recherche des investisseurs et des locataires, etc.).

Certains de ces choix peuvent être des *enjeux de durabilité*, c'est-à-dire qui illustrent des *tensions entre finance et durabilité*. Par exemple, la problématique du trafic (dimension du parking ou utilisation des transports publics, etc.) ou celle de l'énergie (construction en Haute qualité environnementale HQE) ou encore celle des espaces publics posent simultanément la question de la répartition des coûts et des bénéfices, ainsi que celle de la répartition des risques (par ex. : qui finance l'installation technique efficiente à long terme et quelles seront ses conséquences sur la rentabilité des locataires ?).

Deuxièmement, le contenu des enjeux territoriaux de durabilité dépendent des *acteurs en présence* et des *arrangements institutionnels qu'ils développent*. On peut distinguer entre *cinq principaux groupes d'acteurs*. Ces derniers sont des *acteurs institués* qui interviennent selon des **logiques d'action spécifiques (rationalités)**, c'est-à-dire selon leurs *rôles/fonctions*, leurs *intérêts* et pour lesquels le projet urbain a une signification particulière (Figure 12).

#### **Offre**

- La logique marchande des promoteurs immobiliers et les acteurs spécialisés : pour les mégaprojets réalisés en Suisse ces dernières années, les principales sociétés de développement du pays ont peu à peu acquis de nouvelles compétences et interviennent désormais dans la coordination des différentes professions spécialisées dans le *développement et la construction voire la gérance* (architectes/ingénieurs pour le design ; entreprises générales de construction ; sociétés d'expertise et de conseils immobiliers pour l'évaluation des rentabilités, économique et financière, du projet) (Theurillat, 2010). Par conséquent, en développant un projet urbain, les promoteurs répondent à des *demandes* spécifiques en matière *de financement et de propriété, d'exploitation ou d'utilisation*.

## Demande

- La logique financière des investisseurs institutionnels : le construit urbain est un *produit financier* dont la rentabilité et le risque sont calculés selon de nouvelles méthodes d'inspiration financière permettant d'estimer les revenus réguliers provenant des loyers (cash flows) ainsi que l'augmentation de la valeur dans le temps. Parallèlement, l'achat d'un objet urbain peut s'effectuer pour des raisons de spéculation et de plus-values anticipées. Par conséquent, la liquidité potentielle est ici un critère primordial. Pour les institutions financières appartenant au circuit intermédié et titrisé, les revenus sont in fine distribués aux actionnaires sous formes de dividendes ou de plus value liée aux rendements des marchés financiers. Pour les institutions financières appartenant au circuit direct, les revenus reviennent en définitive aux membres sous formes de prestations.
- La logique économique des exploitants commerciaux : le projet urbain étant *un espace de travail*, ces derniers agissent selon une rationalité économique, c'est-à-dire basée sur la réalisation de chiffres d'affaire en fournissant des biens ou des services aux consommateurs.
- La logique politico-administrative des acteurs publics : le projet urbain étant une *aménité urbaine*, les acteurs publics interviennent avec des rôles et intérêts multiples. La municipalité est tout d'abord une institution administrative spécialisée, de planification de l'espace urbain et de régulation du construit. Ensuite, la municipalité est également une institution politique composée d'élus qui ont des visions différentes du développement urbain. En effet, les projets urbains peuvent contribuer au développement économique et à l'attractivité urbaine à l'échelon régional, voire national. Simultanément, la qualité des projets est également un enjeu politique, et dans ce cadre, certains aspects de durabilité peuvent être valorisés politiquement (ex. réalisation d'un projet comme bien public, construction en Haute qualité environnementale HQE, etc.).

La logique civique des associations ou encore des habitants : le projet urbain est également une *aménité urbaine*. La législation suisse accorde en effet un droit de recours aux associations environnementales (Pro Natura Suisse, WWF Suisse, ATE Association transports et environnement, Ligue suisse du patrimoine national, FP-Fondation suisse pour la protection et l'aménagement du paysage, Greenpeace Suisse, etc.) ainsi qu'aux particuliers lors de la mise à l'enquête des projets (30 jours). La pratique en Suisse consiste à publier les projets planifiés dans le but de permettre au public d'exercer son droit de recours.

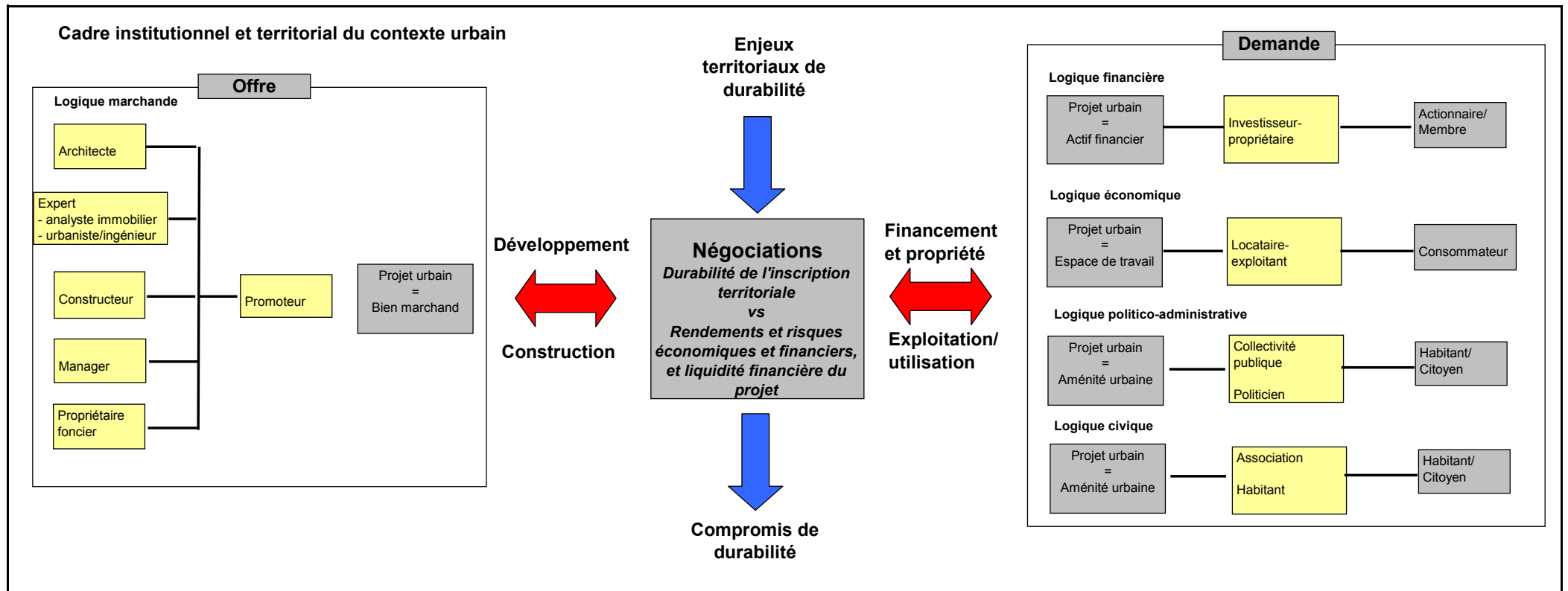
Les différentes logiques d'action mentionnées peuvent prendre des configurations différentes et se mêler selon les projets et les contextes urbains. D'une part, les acteurs privés peuvent constituer des consortia dès le départ, avec des partenariats relatifs au développement, à la construction, à l'exploitation, au financement et à la propriété des projets (Torrance, 2008). Parallèlement, le développement de projet urbain peut se réaliser à l'interne des institutions financières (Theurillat, 2010). D'autre part, la collectivité publique peut être également partenaire direct dans le cas de projets urbains en partenariat public-privé (PPP) dont les formes varient selon les contextes nationaux. Bien que très récent, la Suisse connaît également un mouvement visant à favoriser le développement de PPP dans le construit urbain au travers différentes réformes institutionnelles dont celle de la révision des marchés publics (Bolz, 2005).

Les différents groupes d'acteurs mentionnés interagissent à la fois *dans et sur les institutions* (Hodgson, 1998, 2006). Dans le cas des projets urbains, les institutions encadrantes sont les différentes normes légales et réglementaires nationales déclinées au niveau régional/local en matière d'urbanisme et de construction ainsi que de protection de

l'environnement (avec notamment les études d'impacts sur l'environnement obligatoires pour les grands projets générateurs de trafic). Celles-ci représentent le niveau de base des questions de durabilité sur lequel les acteurs vont interagir et négocier. Ces négociations débouchent en définitive sur des *arrangements institutionnels*, formels et informels.

Le cadre institutionnaliste et territorial proposé consiste justement à identifier *les acteurs qui ont été impliqués dans les négociations autour d'enjeux territoriaux de durabilité, que nous appelons les acteurs de la voice* (Hirschman, 1970) *durable et la manière dont ceux-ci ont été institutionnellement résolus (types des arrangements institutionnels) et ont débouché sur des compromis pour que le projet urbain puisse se réaliser* (Figure 12). Bien que restrictive, cette vision de la durabilité apparaît adéquate pour opérationnaliser « sur le terrain » et interpréter la manière dont la logique financière s'instaure sur le construit urbain. Elle permet en particulier de comprendre comment la durabilité, dont la définition ne fait de loin pas l'objet d'un consensus, est appropriée, thématifiée et négociée en situation.

Figure 12 : les formes de la durabilité produite par la finance selon les logiques d'action des principaux acteurs



## La production de mégaprojets : temporalité et territoire

Les types d'arrangements institutionnels entre les acteurs autour d'enjeux territoriaux doivent également être appréciés en fonction des spatialités et des temporalités (Jessop, 2001). Celles-ci peuvent être mises en évidence à partir du déroulement chronologique d'un projet et pour lequel nous proposons de distinguer quatre phases.

Premièrement, le *contexte territorial* dans lequel le projet s'amorce constitue la *phase de pré-projet*. La disponibilité des terrains, les droits de propriété sur le foncier (propriété publique ou privée), les cadres légaux et les politiques urbaines, l'éventail des solutions techniquement réalisables, la nature et l'ampleur des enjeux de durabilité ainsi que les acteurs privés et publics impliqués à différentes échelles sont quelques exemples des multiples dimensions qui caractérisent le territoire lorsqu'un projet urbain s'amorce. Cependant, ce qui est déterminant est bien la qualité des relations entre les différents acteurs, privés et publics, qui caractérise le contexte local. Cette première phase très exploratoire consiste à identifier et négocier conjointement les caractéristiques technico-économiques (affectations, rentabilité, coût, etc.), les acteurs participant et les accords qui les lient (accords concernant les coûts, les risques et les gains) et le territoire (localisation et modalités d'insertion dans le territoire, coordinations temporelles). De manière générale, le processus peut s'enclencher à partir de chacune de ces dimensions, que ce soit par l'action d'un promoteur suite à la disponibilité d'une parcelle dans un centre ville ou suite à la demande d'une collectivité publique (appel d'offres pour un projet en PPP).

Deuxièmement, la *phase de développement du projet*. Celle-ci va de la conception initiale à la finalisation du concept et à l'obtention du permis de construire délivré par la collectivité publique locale. La phase de développement du projet va consister à préciser chacune des nombreuses dimensions territoriales à travers des négociations intenses entre les acteurs impliqués. Dans ce cadre, la durabilité qui est négociée renvoie à de multiples expertises technique, juridique, économique et financière afin d'évaluer les risques, les gains et les coûts que les acteurs prennent dans un processus qui contient toujours une part d'incertitude. Ces négociations se terminent par un certain nombre d'arrangements institutionnels pour que le projet se réalise. Si ceux-ci sont au départ des accords de principe, des conventions, voire des accords informels basés sur la confiance, ils aboutissent à des arrangements plus formels et précis au fur et à mesure que les projets se concrétisent (permis de construire et contrats de propriété ou de bail). Dès lors, il s'agit d'examiner sur quels types d'arrangements institutionnels ont débouché les compromis autour d'enjeux de durabilité.

Troisièmement, la *phase de construction du projet* qui met en relation principalement le propriétaire et l'entreprise générale de construction qui intervient en tant que responsable de la qualité matérielle de l'infrastructure. Durant cette phase, surgiront divers problèmes qui n'avaient pas été précisés dans le permis de construire ou les contrats (d'entreprise générale, de bail, de mandat de démarchage des locataires, etc.). Ici également, les arrangements institutionnels autour de certains enjeux de durabilité peuvent être rediscutés et réorientés.

Quatrièmement, la *phase d'exploitation du projet*. C'est la phase de long terme par excellence qui permet aux propriétaires ainsi qu'aux exploitants de rentabiliser ou non leur investissement de départ. Par conséquent, la question est celle des modalités de leur implication à long terme ou leur loyauté (Hirschman, 1970). Du point de vue de la durabilité, c'est la phase durant laquelle un *bilan des impacts* sur le territoire peut être établi. En cas d'impacts négatifs, il est possible que les arrangements institutionnels de durabilité puissent être remis en cause et entraîner une nouvelle phase de négociations.

## 7.4 Le mégaprojet Sihlcity

Cette partie présente l'une des études de cas qui a été à l'origine de l'élaboration de l'approche territoriale des relations entre « finance, ville et durabilité » et du cadre conceptuel, analytique et interprétatif exposés précédemment. Elle a pour but à la fois d'illustrer cette articulation complexe entre financiarisation, durabilité et production urbaine, de montrer comment elle a pu être identifiée et analysée dans une situation concrète, et comment ce cas a pu être interprété.

Le mégaprojet Sihlcity à Zurich a été le premier grand projet de « Urban Entertainment Center » (UEC) de Suisse, c'est-à-dire de centre commercial et de loisirs comprenant près de 80 commerces, un centre de wellness, neuf salles de cinéma, une bibliothèque, une église, un hôtel et des restaurants ainsi que des bureaux et des appartements, qui a été acheté par des acteurs financiers pour un coût total de 600 millions CHF. Ce qui a été « une première », inauguré en 2007 au cœur de la plus grande agglomération de Suisse, a été développé par l'une des principales sociétés de promotion-construction du pays.

Du point de vue méthodologique, cette étude de ce projet urbain a été réalisée en 2008 sur la base de documents (permis de construire, étude d'impacts sur l'environnement, analyses de marché, etc.) et d'une dizaine d'entretiens approfondis, d'une durée minimale d'une heure, auprès de tous les acteurs impliqués (investisseur-propriétaire, promoteur et constructeur, principaux locataires, services urbains spécialisés, manager, architecte, association transport et environnement).

L'approche en situation des formes de la durabilité produite par la finance dans le cas du projet Sihlcity nous a permis d'identifier la *problématique de la diminution du trafic individuel* comme l'*enjeu central de durabilité*. Cet enjeu a débouché sur un compromis dénommé « Fahrtenmodell » qui a été institutionnalisé et qui a permis de réduire de moitié le trafic automobile. Ce modèle a également fait école pour d'autres projets à Zurich.

Le déroulement des négociations autour du trafic automobile est dans un premier temps décrit de manière chronologique en reprenant les quatre phases d'un projet urbain mises en évidence précédemment. Dans un deuxième temps, les logiques d'action des acteurs impliqués sont appréciées dans le cadre d'un compromis de durabilité « en voice contrainte » au sein d'un « circuit financiarisé local ».

### **Le trafic automobile comme enjeu territorial de durabilité du mégaprojet Sihlcity**

L'enjeu territorial de durabilité autour du trafic automobile doit tout d'abord être replacé dans le contexte d'un premier projet urbain développé par la société de développement ainsi que dans le contexte des politiques urbaines de la Ville de Zurich.

#### **Le contexte du projet : un contentieux vieux de vingt ans**

Au début des années quatre-vingt, la société de développement locale Karl Steiner, en tant que promoteur et constructeur, a développé un premier projet de complexe de bureaux (projet Utopark) sur une friche industrielle appartenant à l'entreprise Sihl&Eika avec laquelle une promesse d'achat du foncier avait été conclu (contrat d'exclusivité). Bien que la conformité de cet important projet (d'une surface plancher totale de 96'900 m<sup>2</sup>) n'ait pas été remise en cause, la Ville de Zurich a fait opposition. Un quartier de bureaux n'était pas souhaité à cet endroit. Après un conflit juridique porté jusqu'au niveau national (Tribunal Fédéral), le promoteur a obtenu le permis de construire en 1999. Cependant, la fenêtre d'opportunité économique s'était entretemps refermée puisque les locataires potentiels (sociétés

d'assurances et de banque) avaient dans l'intervalle loué ailleurs. Dès lors, le promoteur s'est vu contraint de développer un autre concept de mise en valeur du terrain.

Dans l'élaboration de son nouveau projet, la société de développement voulait éviter de répéter l'échec du projet Utopark. Celle-ci a décidé d'entamer un processus de négociation avec la Ville afin de clarifier les exigences pour qu'un nouveau projet puisse aboutir rapidement sur terrain à haut potentiel. Premièrement, le terrain était très bien situé : à moins de trois kilomètres à vol d'oiseau du centre-ville d'une agglomération de plus d'un million d'habitants sur un site situé en bordure de l'autoroute. Deuxièmement, outre l'avantage d'appartenir à un seul propriétaire, ce terrain d'une grande surface (41'991 m<sup>2</sup>) ne nécessitait aucune *modification du plan d'affectation* puisque le plan directeur communal prévoyait un pôle d'attraction à cet endroit (Ville de Zurich, 2005a).

Les négociations entre les deux protagonistes ont eu lieu dans un *nouveau contexte de développement et de management urbains*. En effet, depuis le milieu des années 1990, la Ville de Zurich a développé une politique de collaboration avec les privés en matière d'urbanisme (dite de collaborative planning, Eberhard et al., 2007). Cette nouvelle approche a concerné en premier lieu les nombreuses friches industrielles que compte la ville et s'inscrivait dans le cadre d'une politique de croissance démographique visant à favoriser l'installation ou le retour au centre-ville des habitants (Rérat et al., 2010).

La ré-urbanisation de la ville a également reposé sur l'un des principes de la stratégie de développement durable de la Ville de « construction de la ville sur la ville ». Ainsi, un nouveau modèle de planification et de zonage urbain est entré en vigueur en 2002 (Wehrli-Schindler, 2007). Ce dernier s'organise étroitement autour de la nouvelle stratégie de mobilité pour la métropole zurichoise alors en gestation au moment où le projet Sihlcity a été développé. En vue de réduire drastiquement le trafic au sein de l'agglomération zurichoise, les réflexions se situaient en amont de la production du trafic dans le but d'influer sur les modes de déplacement des personnes et de les inciter à utiliser les transports collectifs. Le développement de cette nouvelle stratégie de mobilité (2001-2005) a été possible en raison des énormes investissements réalisés dans l'amélioration des transports collectifs au sein de l'agglomération zurichoise, qui dispose actuellement du réseau le plus dense du pays.

Dans ce nouveau contexte de négociation, favorisé également par des changements, politique et administratif, à la tête du département des grands travaux (Hochbaudepartement), les représentants de la Ville de Zurich ont émis deux exigences envers Karl Steiner lors d'une première rencontre au printemps 1999. Premièrement, pour un projet de cette importance, le promoteur devait recourir à un architecte renommé. Deuxièmement, afin de contribuer à la mixité fonctionnelle, le projet de construction devait être « multifonctionnel », c'est-à-dire prévoir un mélange d'affectations des surfaces et non plus être un projet de type « monofonctionnel » comme l'avait été le projet « Utopark ».

#### **La phase de développement du projet : l'institutionnalisation de la question du trafic individuel et l'ancrage d'un investisseur financierisé local**

C'est durant la phase de développement du projet Sihlcity que les négociations relatives à la question du trafic individuel ont été les plus denses. Les négociations ont progressivement débouché sur un compromis institutionnalisé qui a été inscrit dans le permis de construction sous forme de « Fahrtenmodell ».

#### ***L'institutionnalisation du modèle de limitation du trafic automobile (Fahrtenmodell)***

Conformément à l'exigence de la Ville de Zurich, la société de développement a recouru à un bureau d'architecte local réputé au niveau international. Un « Masterplan » du projet a pu être

établi. Ce premier concept, intitulé « Sihlcity » et basé sur l'idée de « ville dans la ville », contenait les premiers éléments concernant l'enjeu autour du trafic automobile. Il prévoyait la construction en sous-sol d'un parking de 1321 places de parc, conformément à la base légale de la Ville de Zurich (Ville de Zurich, 1996). D'après cette législation, le nombre de places de parc dépend principalement de la nature des affectations. Ce « Masterplan » a été le point de départ de négociations entre la Ville de Zurich (via les services de la planification urbaine et des transports principalement) et la société de développement accompagnée du bureau d'architectes mandaté.

#### *Le premier permis de construire : premier Fahrtenmodell*

Dans un premier temps, la forme de durabilité de Sihlcity autour de la mise en place d'un premier Fahrtenmodell est le résultat d'un compromis entre la logique marchande de l'entreprise Karl Steiner et la logique politico-administrative de la Ville de Zurich.

En s'appuyant sur la nouvelle stratégie de mobilité, les représentants de la Ville ont amené le débat en matière de trafic individuel généré par Sihlcity. Le nouveau modèle de limitation des trajets motorisés (Fahrtenmodell), alors en gestation, a été proposé à la place du modèle légal traditionnel en révision. Ce nouveau modèle, appliqué pour la première fois avec le projet Sihlcity, impliquait l'utilisation des transports collectifs par la moitié de la clientèle, le redimensionnement du parking, soit 805 places au lieu des 1321 du modèle traditionnel ainsi que la limitation de l'utilisation du parking par un contrôle des flux de véhicules. En contrepartie, le nouveau modèle permettait une gestion du parking plus globale et flexible que le modèle légal.

Le promoteur, qui avait déjà perdu 19 ans dans le développement d'un projet dont il possédait le terrain, est entré en matière sur l'élaboration d'un Fahrtenmodell pour Sihlcity qui constituait un risque important pour le promoteur puisqu'il touchait au cœur économique du projet. Dès lors, tout au long des négociations avec la Ville, l'enjeu pour le promoteur a été de faire en sorte que la question du trafic ne renchérisse pas fortement les coûts du projet et surtout ne pénalise pas sa viabilité économique et sa rentabilité financière, c'est-à-dire les démarches de recherche des locataires et des investisseurs.

Les premières négociations bilatérales ont débuté avec une première étude d'un bureau spécialisé consistant à évaluer la desserte existante en transports publics et à mesurer le potentiel de clientèle en fonction des modes de déplacement. De cette évaluation découlait la question du financement dans le cas d'une amélioration de l'offre de la desserte de Sihlcity.

Les résultats de l'étude démontraient la viabilité économique du projet commercial de Sihlcity en fonction de la desserte alors existante. Une fréquentation de 20'000 visiteurs par jours était estimée : 60% de la clientèle se déplaçant en mobilité douce (>50% en transports collectifs, 10'700 personnes et le reste à pied ou à vélo, 1'300 personnes) et 40% en transport individuel.

Suite aux résultats de l'étude, les négociations se sont poursuivies durant plusieurs mois. Le promoteur a alors cherché à accélérer les travaux de prolongement d'une ligne de tramway et d'une ligne de bus qui figuraient dans le programme de planification des transports publics de la Ville.

Afin de clarifier ce qui allait figurer dans le permis de construire, une « table ronde » a eu lieu au début 2002. La Ville ne pouvant réaliser la connexion demandée dans la temporalité du promoteur, ce dernier a finalement pris en charge les coûts de fonctionnement du prolongement d'une ligne de bus (1 million) qui passe sous le complexe pour les deux premières années.

Suite à cette table ronde, le permis de construire a été obtenu quelques jours après, contenant les principes du Fahrtenmodell (Ville de Zurich, 2002). Celui-ci confirmait l'utilisation de la mobilité douce par le 60% de la clientèle et le nombre de 805 places de parc du parking, et précisait également la procédure à suivre en cas de dépassement des limites de flux des véhicules (fixées à 10'300 par jour et 1'300 par nuit).

Ainsi, dans le cadre de la mise en place du Fahrtenmodell, le promoteur a été prisonnier de l'excellente connexion du terrain aux réseaux de transports démontrée par l'étude mandatée. De son côté, la Ville de Zurich a saisi l'opportunité d'amener sa nouvelle stratégie de mobilité alors en gestation et de l'appliquer pour la première fois dans un projet de revitalisation urbaine.

### *Le deuxième permis de construire : institutionnalisation du Fahrtenmodell*

Dans un deuxième temps, le promoteur a été confronté à la logique civique de l'antenne locale de l'Association Transport et Environnement (ATE). En effet, malgré ces mesures et l'obtention du permis de construire, la question du trafic rebondit au printemps 2002 alors que le promoteur était en pleine démarche de négociations avec les futurs exploitants et investisseurs. Comme la législation cantonale l'y autorise, l'ATE a ainsi fait recours contre le permis de construire en raison du manque de précision de la procédure à suivre en cas de dépassement des limites de trajets.

Un jeu à trois acteurs s'est alors mis en place durant l'année 2002, la Ville de Zurich intervenant en tant que médiateurs entre l'ATE et la société de développement. Pour cette dernière, il s'agissait de régler rapidement le problème et de trouver une solution qui ne remette pas en cause le projet et les accords alors préétablis avec les locataires principaux et les investisseurs. Sur demande de la Ville, la convention entre l'ATE et le promoteur a été inscrit dans un deuxième permis de construire émis au début 2003 afin que le Fahrtenmodell définitif devienne public et pérenne. Ce deuxième permis clarifie notamment les méthodes de calcul du nombre de place de parc, les limites de trajets et les sanctions pécuniaires qui sont prises en cas de dépassement (Ville de Zurich, 2003).

### ***L'ancrage d'un investisseur financiarisé local***

Parallèlement aux négociations relatives à la question du trafic individuel, dont l'obtention du permis de construction dépendait fortement, la société de développement démarchait les exploitants principaux et les investisseurs potentiels. Dès lors, il s'agissait pour Karl Steiner de démontrer que la forme de la durabilité du projet liée au Fahrtenmodell, construite avec les logiques politico-administrative et civique de la Ville et de l'ATE, ne constituait pas une contrainte aux logiques économique et financière des exploitants et des investisseurs. En d'autres termes, il s'agissait de prouver que Sihlcity était facilement accessible par un potentiel de clientèle élevé. L'autre argument, plus spécifiquement destiné aux investisseurs, était l'aspect novateur des concepts de « ville dans la ville » avec un mélange d'affectations commerciales et de loisirs de cette ampleur, sensé répondre à une demande de la clientèle.

Les premières études de marché ont confirmé le potentiel économique du premier UEC du pays. Situé dans la partie sud de l'agglomération zurichoise sous-dotée en offre commerciale et de loisirs, Sihlcity avait un rayon d'attractivité comprenant le bassin de population et le pouvoir d'achat les plus élevés du pays. Elles soulignaient également l'attractivité des concepts originaux de UEC et de « ville dans la ville », alliant le passé au moderne du fait du maintien de trois bâtiments industriels.

Ensuite, à partir d'un concept global d'affectations commercial et de loisirs ainsi que de la restriction du trafic liée au « Fahrtenmodell », le but des autres études a été d'affiner les

affectations et d'optimiser les surfaces (types de commerces, hôtels, restaurants) et de calculer les chiffres d'affaires escomptés. Ces données ont été à la base de l'estimation des loyers exigibles ainsi que leur potentiel d'évolution dans le temps (Wuest&Partner, 2001 et 2002). Ces études ont ainsi été le point de départ pour le démarchage des locataires-exploitants et des investisseurs-propriétaires.

En ce qui concerne les locataires-exploitants, les premiers contacts ont été établis avec les deux principaux groupes commerciaux du pays (Migros et Coop). Ceux-ci sont considérés comme les « moteurs » autour desquels peuvent s'agglomérer d'autres chaînes commerciales.

Afin d'identifier les investisseurs potentiels en Suisse et à l'étranger, une analyse de marché a été réalisée par la même société spécialisée. Dès le départ, le promoteur avait estimé que Sihlcity était un trop gros projet pour la grande majorité des investisseurs institutionnels suisses. Dès lors, un appel d'offre a été lancé auprès de quatre investisseurs suisses et quinze investisseurs étrangers.

Finalement, le projet a été entièrement racheté en été 2003 par un investisseur local, le Crédit Suisse (CS), dont les fonds immobiliers sont parmi les principaux du pays. Le CS avait alors manifesté très vite son intérêt pour Sihlcity qui représentait de multiples avantages. Tout d'abord, à cette époque, on a assisté au développement rapide des fonds d'investissement immobiliers, souvent présentés après la crise boursière de 2001-2002 comme des alternatives plus solides (Theurillat et al., 2010). Les différents véhicules de placement immobilier du CS avaient par conséquent des liquidités à investir. Le concept de UEC était jugé rentable économiquement et financièrement<sup>104</sup>, et permettait de diversifier les placements des différents véhicules. Pour Sihlcity, le CS a mis sur pied une opération originale en créant une société de copropriété (Sihlcity SA) rassemblant cinq fonds de placement et une société immobilière affiliée (Swiss Prime Site), gérés par le Crédit Suisse Asset Management Real Estate (CSAM-RE). Ce premier « pooling » interne a ainsi permis d'absorber les 600 millions payés pour le projet et de diluer le risque.

A côté de cette opération de nature financière, le CS avait besoin de locaux pour ses propres bureaux. Possédant déjà plusieurs immeubles de bureaux vis-à-vis de Sihlcity, il connaissait donc parfaitement les problèmes du quartier et le contexte de politiques urbaines en termes de trafic. Finalement, ses connaissances locales ont permis au CS de se faire une meilleure idée du potentiel de Sihlcity en matière de commerce et de loisirs et d'acheter le projet alors que seule la moitié de la surface était louée par quatre locataires principaux.

### **La phase de construction: optimisation économique et maîtrise des coûts**

Dès la signature du contrat, le CS est devenu, en tant que propriétaire, l'acteur principal du projet. Durant la période de construction (2003-2007), il s'est retrouvé dans une double position : celle de promoteur occupée précédemment par la société de développement et celle de financier.

Ainsi, dans la logique marchande de démarchage d'exploitants-locataires pour le reste des surfaces commerciales, le CS a dû faire face aux exigences des locataires (localisation, volumes des surfaces et coût des aménagements internes qui sont toutefois à la charge des exploitants). Parallèlement, le propriétaire a cherché à optimiser la rentabilité économique de Sihlcity de deux manières. Premièrement, la réalisation du prolongement d'une ligne de tram a été négociée avec la Ville et les coûts d'exploitation pour les deux premières années

---

<sup>104</sup> Les loyers annuels sont de 46 millions CHF.

ont été pris en charge par le CS<sup>105</sup>. Deuxièmement, un nouveau plan d'aménagement des affectations a été élaboré en juillet 2003 dans le but d'augmenter la surface totale.

La construction proprement dite a été assurée par la société de développement Karl Steiner selon un contrat d'entreprise totale. Cela signifie que la construction devait se réaliser dans le cadre de l'enveloppe reçue par Karl Steiner pour le développement et la construction<sup>106</sup>. Le CS a également dû faire face à d'autres surcoûts au cours de la construction du projet (estimés à 15 millions). Afin d'en minimiser les montants et d'assurer la surveillance de l'entreprise totale, le CS a fait appel à une société spécialisée. Par conséquent, durant la phase de construction, l'enjeu pour le CS a été d'assurer la rentabilité de son important investissement en minimisant les dépenses supplémentaires.

### **La phase d'exploitation : management du Fahrtenmodell et perspectives de rentabilité**

La phase d'exploitation est la phase de long terme par excellence où il s'agit de gérer les logiques spécifiques des acteurs impliqués et où il est possible d'établir des bilans échelonnés dans le temps.

Depuis l'ouverture en mars 2007, la gestion du complexe est effectuée par une société spécialisée et affiliée au CS (Wincasa), qui s'est récemment orientée dans le management de complexes commerciaux et de loisirs pour le compte d'investisseurs institutionnels.

Sur le plan économique et financier, l'enjeu pour le CS consistait, dès le début de l'exploitation du complexe, à optimiser la viabilité économique du Fahrtenmodell, notamment à travers la maîtrise de la zone de chalandise. Pour ce faire, deux actions ont été menées. Premièrement, conformément à la convention avec l'ATE, un service de livraison à domicile a été rapidement mis en place, permettant ainsi d'étendre la zone de chalandise. Deuxièmement, une campagne de promotion de la mobilité douce a été financée en partenariat avec les transports publics zurichois. Jusqu'à présent, le Fahrtenmodell n'a pas porté préjudice à la rentabilité de Sihlcity. Ces dernières années, les chiffres d'affaires communiqués ont correspondu aux prévisions (341 millions pour 2009) alors estimées à 400 millions de CHF pour 2010<sup>107</sup>.

Sur le plan des rapports avec les logiques civique de l'ATE et politico-administrative de la Ville, le Fahrtenmodell ne représente également plus un enjeu de durabilité pour les propriétaires de Sihlcity étant donné que les limites maximales des trajets n'ont pas été dépassées.

### **Le Fahrtenmodell de Sihlcity : un compromis de durabilité en « voice contrainte » d'un circuit financiarisé local**

L'arrangement territorial « Fahrtenmodell » relatif à la forme de durabilité produite par la finance dans le projet de Sihlcity, peut être qualifié de *compromis en « voice contrainte »*. Il s'est caractérisé par la double contrainte d'insertion d'un projet urbain, à la fois dans un système financiarisé reposant sur l'exit et dans un système urbain répondant à des enjeux de durabilité liés, plus globalement au développement d'une cohérence entre urbanisme et mobilité, et plus particulièrement à l'inscription in situ des projets urbains. Les négociations

---

<sup>105</sup> Précisons que les coûts de réaménagement, suite aux travaux de construction de Sihlcity, de la station de train régional ont été pris en charge par l'Etat (Ville, Canton et Confédération), tout comme l'ont été les investissements massifs dans l'amélioration des réseaux de transport public dans la région zurichoise.

<sup>106</sup> Le prix du terrain était de 56 millions et les travaux de dépollution, à la charge du propriétaire foncier ont coûté 12 millions. Dès lors, en vendant le projet au Crédit Suisse au prix de 600 millions, Karl Steiner a reçu un montant de 532 millions pour le développement et la construction du projet.

<sup>107</sup> <http://www.sihlcity.ch/Ueberuns/Medienberichte.html>

de cette double insertion ont été facilitées par le fait qu'elles se sont déroulées au sein d'un *circuit financiarisé local*. En effet, Zurich est l'une des principales places financières mondiales, appartenant à la global city, et le sièges des principaux investisseurs immobiliers de Suisse dont le CS fait partie. Par conséquent, l'enjeu et le compromis actuel ont été le produit de quatre groupes d'acteurs locaux qui ont négocié selon leurs logiques d'action au cours des différentes phases du projet (Figure 13).

La phase de développement a été déterminante et a consisté en la *construction de la durabilité* sur des enjeux territoriaux, à savoir la gestion du trafic et la zone de chalandise. Inscrit dans une logique marchande, le promoteur est parvenu à articuler les différentes logiques d'action des acteurs impliqués à travers un *processus de négociations dissociés et séquentiels*.

D'un côté, le promoteur a été confronté aux logiques politico-administrative et civique de la Ville et de l'association ATE autour d'exigences de durabilité afin d'obtenir le permis de construire. En effet, le promoteur et la Ville de Zurich ont dû tout d'abord s'entendre pour surmonter un conflit qui avait duré près de 20 ans. Le promoteur a dû entrer en matière sur la question du trafic automobile amenée dans le débat par la Ville de Zurich, puis par l'ATE. De l'autre, le promoteur a été confronté aux logiques financière et économique des investisseurs et des exploitants afin de rentabiliser son investissement de départ. Ainsi, dans un deuxième temps, les impacts du Fahrtenmodell ont été traduits en termes économiques et financiers de manière à ce que le projet soit considéré comme rentable par les exploitants et investisseurs.

Dans ce contexte, le promoteur a dû faire face à la capacité de blocage de la Ville et à la capacité de défection des locataires et des investisseurs potentiels. Comme atout, elle pouvait s'appuyer sur son droit exclusif de valorisation d'un terrain extrêmement bien situé.

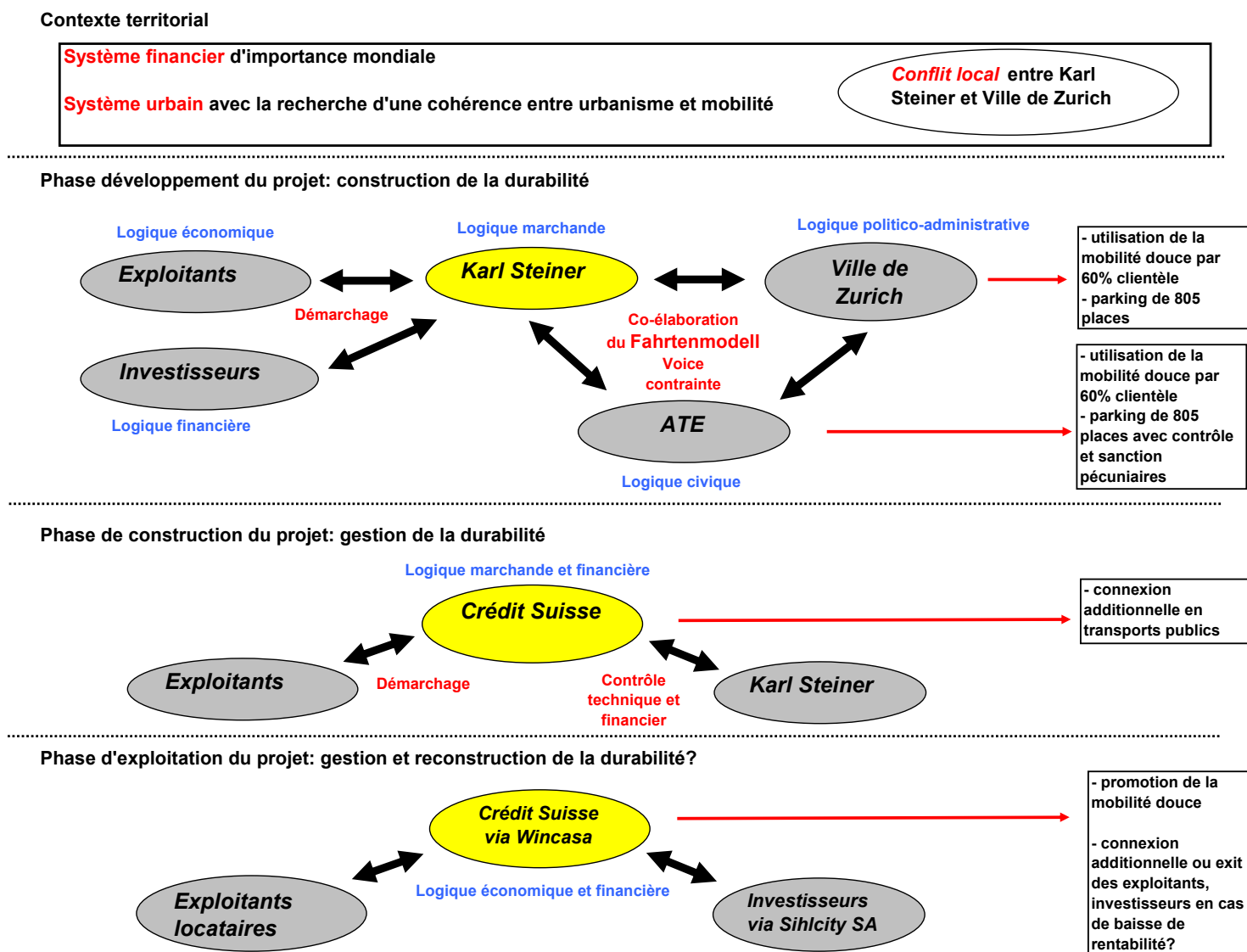
Dès l'achat du projet par le CS, ce dernier est devenu le principal acteur impliqué dans la *gestion de la durabilité* inscrite dans le Fahrtenmodell. En tant qu'acteur financier local, la connaissance du contexte territorial, avec la problématique du trafic, a contribué à faciliter la décision du CS. En effet, le CS pouvait ainsi mieux évaluer les risques du projet, d'une part de l'investissement dans un projet de UEC novateur pour le pays, et d'autre part du Fahrtenmodell sur la rentabilité économique.

En tant que propriétaire, le CS a été inscrit dans une triple logique. Premièrement, le CS a pris à son compte la logique marchande du promoteur en finalisant le démarchage des exploitants lors de la phase de construction. Deuxièmement, le CS par le biais de sa société de gérance (Wincasa) se trouve dans une logique économique. En vue de préserver la rentabilité économique, le CS a amélioré la desserte en transports publics, lors de la phase de construction, et s'est impliqué dans la promotion de la mobilité douce dès la mise en exploitation du complexe. Troisièmement, le CS se trouve dans une logique financière. En constituant la société anonyme Sihlcity, possédée par les six fonds en fonction des sommes investies dans l'opération, le CS est un intermédiaire financier qui a permis aux fonds de préserver leur possibilité d'exit en cas de retournement de conjoncture sur les marchés financiers.

Jusqu'à présent, la gestion de la « voice contrainte » en matière de limitation du trafic automobile ne pose pas problème et le projet Sihlcity s'avère être une réussite. Pour le CS, les rentabilités économique et financière n'étant pas remise en cause par le Fahrtenmodell, les investisseurs et les exploitants se trouvent dans une position de « loyalty ». Pour la Ville de Zurich, Sihlcity lui a permis de lier de manière cohérente urbanisme et mobilité et d'appliquer le Fahrtenmodell à d'autres projets de revitalisation urbaine sur la commune (Ville de Zurich, 2007). Le Fahrtenmodell est ainsi devenu un élément structurant en matière de durabilité.

Cependant, l'accord autour de la question du trafic automobile pourrait être remise en cause et entraîner de nouvelles négociations en cas, par exemple, de dépassements des limites de trajets dans l'utilisation du parking ou de baisse de la rentabilité économique. On peut également imaginer que le nouveau contexte territorial encadrant la construction re-négociée de la durabilité entraîne une remise en cause de la loyauté des investisseurs ou des exploitants.

Figure 13 : Le Fahrtenmodell de Sihlcity : compromis de durabilité en voice contrainte



Source : propre élaboration

## 7.5 Conclusion

Cet article a pour objectif de montrer comment des acteurs financiers prennent en compte la durabilité dans la production concrète de projets urbains. Il repose sur la construction d'un cadre analytique à partir des changements fonctionnels et spatiaux apportés par la finance et permettant d'approcher la production de la durabilité dans le cas de mégaprojets urbains à caractère commercial qui ont été réalisés en Suisse ces dernières années et achetés par des acteurs financiers.

La durabilité est ici approchée en situation et comprise comme une construction sociale et institutionnelle autour d'*enjeux* qui ont fait l'objet de négociations et qui ont débouché sur des arrangements institutionnels pour que le projet se réalise. Les arrangements entre les acteurs

impliqués dans la « voice de la durabilité » résultent également de négociations qui se sont déroulés dans le temps et qui ont porté sur des questions territoriales.

Cet article amène quelques réponses à deux niveaux concernant les formes de durabilité produite par la finance. Au niveau conceptuel, le cadre développé dans la première partie et appliqué dans la seconde permet de décrire et de comprendre les relations entre financiarisation et durabilité dans des contextes urbains qui a été peu approchée par la littérature en géographie urbaine. L'approche territoriale, avec en particulier une conception de la durabilité très pragmatique, en situation, permet de montrer comment des acteurs financiers, à l'interface des logiques sur les marchés réels et financiers, se comportent dans des projets particuliers et participent à la construction de la durabilité grâce à l'identification des relations institutionnelles tels qu'elles sont construites par les différents acteurs impliqués au fur et à mesure de l'avancement du projet.

Au niveau de l'étude de cas, différents enseignements peuvent être tirés, sans pour autant que l'on puisse en faire des généralités. Le cas du mégaprojet Sihlcity s'avère être une réussite de l'articulation entre financiarisation et durabilité au travers d'un compromis, appelé *Fahrtenmodell* et portant sur la diminution du trafic automobile, qui a été institutionnalisé et appliqué par la suite à d'autres projets urbains à Zurich. La connaissance du contexte territorial et des caractéristiques du projet a facilité l'achat de Sihlcity par le Crédit Suisse ainsi que la mise en place de ce compromis territorial de durabilité ayant impliqué quatre types d'acteurs locaux et qui s'est ainsi déroulé au sein d'un circuit financiarisé local.

Il apparaît que les relations entre les acteurs initiateurs de l'enjeu de durabilité autour de la question du trafic automobile, les acteurs économiques et finalement les investisseurs financiers forment un enchaînement de relations bilatérales, mais qu'il n'y a jamais de discussions, de débats ou de négociations multilatérales. Le « *Fahrtenmodell* » s'est construit progressivement, autour de l'acteur central qui a été le promoteur Karl Steiner durant la phase de développement du projet, et l'investisseur Crédit Suisse au cours de la phase de construction du projet, grâce à des cloisonnements entre acteurs et à des séquences temporelles distinctes.

Au départ, les négociations déterminantes concernant la construction de la durabilité sont menées entre la Ville de Zurich, l'entreprise Karl Steiner, puis avec l'Association Transport et Environnement. Ensuite seulement, ce sont les négociations entre Karl Steiner et Crédit Suisse qui ont pris le relais et dans lesquelles les mesures liées au *Fahrtenmodell* ont été traduites en termes économiques et financiers. Dans ce cadre, le Crédit Suisse a joué un rôle tout à fait particulier. Il a, premièrement, agit comme promoteur, en prenant le risque du projet à charge et en finalisant l'occupation des surfaces commerciales. Deuxièmement, le Crédit Suisse a agit comme entrepreneur économique en assurant la rentabilité économique de Sihlcity par l'amélioration de la desserte et en assurant la promotion de Sihlcity par la société de gérance affiliée. Troisièmement, le Crédit Suisse a agit comme acteur financier qui a mobilisé ses principaux fonds de placement.

Par conséquent, le cas de Sihlcity montre qu'il y a une claire dissociation temporelle entre les aspects qualitatifs, déterminant pour la durabilité et traités au départ par les acteurs publics, le promoteur et l'association de protection, et les éléments quantitatifs de rendement et de risque financiers, qui sont intervenus tout à la fin du processus, lorsque tout était qualitativement défini.

Inscrit dans une approche territoriale, le cadre analytique a été développé pour être appliqué à trois autres mégaprojets dans les contextes urbains en Suisse. Il peut toutefois être utile pour examiner la production de la durabilité par la finance dans d'autres contextes urbains, avec d'autres formes institutionnelles et culturelles encadrant les négociations. Les formes de

durabilité produites peuvent être en effet différentes selon les acteurs impliqués et les relations qu'ils construisent. Dans ce cadre, il conviendrait d'examiner le rôle joué par d'autres types d'acteurs financiers (fonds en private equity ou investissement direct par exemple) ou des acteurs financiers internationaux dans la production de la durabilité urbaine.

## 8 La ville négociée : entre financiarisation et durabilité

---

La version française ci-dessous est celle parue dans les working papers de la Maison d'analyse des processus sociaux de l'Université de Neuchâtel (Suisse).

[https://doc.rero.ch/record/17460/files/Theurillat\\_Thierry\\_-\\_La\\_circulation\\_du\\_capital.\\_La\\_ville\\_n\\_goci\\_e\\_20100312.pdf](https://doc.rero.ch/record/17460/files/Theurillat_Thierry_-_La_circulation_du_capital._La_ville_n_goci_e_20100312.pdf)

Cet article est paru dans *Géographie, Economie et Société*.

Theurillat T. (2011), La ville négociée : entre financiarisation et durabilité (The negotiated city : between financialization and sustainability), *Géographie, Economie et Société*, vol. 13 (3), pp. 225-254.

<http://ges.revuesonline.com/article.jsp?articleId=16965>

### Résumé

L'objectif de cet article est de développer un cadre conceptuel, analytique et interprétatif des relations entre « finance, ville et durabilité » peu abordées en géographie urbaine. Afin de répondre aux enjeux de la transformation des villes contemporaines marquées à la fois par l'intervention d'acteurs financiers et la question de la durabilité, le modèle de *ville négociée* est proposé. Nous développons la thèse de l'apparition d'un *rôle nouveau* pour les entreprises de développement-construction de grands projets urbains. Situés au centre du réseau des acteurs privés (investisseurs et locataires et/ou exploitants) du marché des projets urbains financiarisés, ces entreprises deviennent des *acteurs ancreurs*. Formant des coalitions avec les acteurs privés du marché et, selon les villes, avec les acteurs locaux publics et privés, ils sont au centre de *nouvelles formes de négociations* consistant à négocier d'un côté l'ancrage du capital dans un contexte local avec des investisseurs agissant à une échelle de plus en plus globale et de l'autre certains enjeux de durabilité avec la société locale. La construction de ce modèle résulte de la réunion de trois champs de littérature en géographie urbaine et d'une recherche empirique menée sur de grands projets commerciaux novateurs achetés par des acteurs financiers en Suisse.

**Mots clés : financiarisation, investisseurs institutionnels, ville durable, ville néolibérale, ville négociée, mobilité/liquidité et ancrage du capital, acteurs ancreurs.**

### 8.1 Introduction

Aujourd'hui, le construit urbain est une classe d'actif parmi d'autres (titres d'entreprises, obligations d'Etat, produits dérivés, etc.) permettant de diversifier le portefeuille d'investisseurs financiers. Or, l'impact de la financiarisation sur le paysage urbain a été peu abordé en géographie urbaine (Clark, 2006b), et d'autant moins sous l'angle du développement durable.

Inscrit dans une approche territoriale des relations entre les sphères réelle et financière de l'économie (Corpataux et al., 2009 ; Theurillat et al., 2008), cet article développe un cadre conceptuel, analytique et interprétatif des relations entre « finance, ville et durabilité ». La financiarisation est la modalité actuellement de plus en plus dominante de financement de l'économie et de la société. Elle est définie comme la *construction de la mobilité/liquidité du capital* (Corpataux et Crevoisier, 2005a). Dans le cadre de la production urbaine, la financiarisation induit une transformation de la filière, tant sur les plans fonctionnels que spatiaux, par l'instauration d'une logique d'investisseurs financiers sur les marchés du

construit urbain. Cependant, les investissements ne sont pas réalisés dans un vide social. Ils doivent être articulés au contexte local, qui est de plus en plus marqué par les questions de durabilité.

Afin de penser à la fois la mobilité et l'ancrage du capital dans la ville et d'aborder « la durabilité de la ville financiarisée », le modèle interprétatif de *ville négociée* est proposé pour d'autres recherches en géographie urbaine. Celui-ci a été développé à partir de la littérature en géographie de la finance et en géographie urbaine et d'une étude de cas sur trois grands projets immobiliers commerciaux novateurs achetés par des acteurs financiers en Suisse. Face à la mobilité croissante du capital, nous développons la thèse de l'apparition d'un *rôle nouveau* pour les entreprises de développement-construction de grands projets urbains. Situés au centre du réseau des acteurs privés (investisseurs et locataires et/ou exploitants) du marché des projets urbains, ces entreprises deviennent des *acteurs ancreurs*. Formant des coalitions avec les acteurs privés du marché et, selon les villes, avec les acteurs locaux publics et privés, ils sont au centre de *nouvelles formes de négociations* consistant à négocier d'un côté l'ancrage du capital dans un contexte local avec des investisseurs agissant à une échelle de plus en plus globale et de l'autre certains enjeux de durabilité avec la société locale.

L'article s'organise en trois parties. La première présente les approches et les théories mobilisées pour aborder la question de l'insertion du capital, rendu mobile par la financiarisation, dans le construit urbain et ainsi lier conceptuellement « finance, ville et durabilité ». La deuxième partie porte sur l'étude empirique d'objets immobiliers commerciaux financiarisés, qui a été appréhendée selon une démarche analytique en situation. Dans la troisième partie, le modèle interprétatif de ville négociée, élaboré à partir de la littérature et des éléments de l'étude de cas suisse, est présenté.

## **8.2 Finance, ville et durabilité**

Cette partie s'inscrit dans une approche territoriale (Crevoisier, 2010) et propose un nouveau regard sur les enjeux contemporains de la production urbaine découlant de l'emprise de la finance sur la ville et du développement durable. L'interprétation territoriale a été *conceptuellement* construite à partir de la réunion de trois champs de littérature en géographie urbaine.

Le premier champ que nous appelons « la financiarisation de la ville » est constitué de travaux récents traitant de l'accentuation de l'intervention d'investisseurs financiers dans le financement et l'achat d'objets immobiliers et d'infrastructures publiques au cours des quinze dernières années. Dans un marché désormais organisé à une échelle de plus en plus globale, on peut observer dans bon nombre de pays que les institutions financières investissent dans de grands projets urbains localisés dans les métropoles.

Le renforcement des liens entre finance et production de l'espace urbain questionne tout d'abord le rôle et les compétences des professionnels de l'immobilier et du construit urbain. Ensuite, cela pose la question de l'impact de la finance sur la nature des enjeux liés à l'urbanisme et à l'organisation des fonctions urbaines, notamment sous l'angle du développement durable (DD). Corollairement, cela soulève la question du cercle et de la capacité des acteurs urbains locaux, tels que la municipalité, les partis politiques, les organisations environnementales et plus largement la population à négocier auprès des financiers les conditions du financement et de la production du construit urbain. Or, malgré un certain nombre de travaux aux Etats-Unis montrant le rôle des grandes caisses de pension publiques dans le développement d'une intermédiation financière et d'une prise en compte du développement durable à travers la création de fonds durables immobiliers (Hebb 2005a et

2005b ; Hagerman, et al., 2006 et 2007), la manière dont le capital financier s'investit concrètement dans la ville demeure une question largement ouverte.

Afin de caractériser le contexte urbain contemporain en matière de politiques et de gouvernance urbaine, le champ de la « financiarisation de la ville » est relié à deux domaines disjoints de littérature en géographie urbaine qui ont une approche normative. Le premier, qui regroupe des travaux principalement d'auteurs régulationnistes ou marxistes anglo-américains, porte sur les effets du régime institutionnel néolibéral sur la ville. Malgré la variété des formes de néolibéralisme selon les pays et les villes, les géographes régulationnistes soutiennent que les politiques urbaines sont structurellement marquées par la priorité accordée à la croissance et au développement économiques. Le deuxième domaine porte sur la déclinaison au niveau local du DD et regroupe des auteurs pour lesquels le DD constitue un principe d'action visant à modifier l'existant et, à partir de critères et d'indicateurs de durabilité, à agir sur les politiques publiques.

Afin de rendre compte de la manière dont finance et durabilité peuvent se lier dans la production urbaine, cet article repose sur l'élaboration de trois modèles complémentaires de ville : **la ville financiarisée, la ville durable et la ville négociée**. Ces modèles servent à la fois **de cadres conceptuels, analytiques et interprétatifs** et reposent sur la démarche suivante. Dans un premier temps, reprenant les acquis de la littérature dans les trois champs de la géographie urbaine susmentionnés, les modèles de villes financiarisée et durable ont simultanément permis de mener et de rendre compte des résultats d'une étude de cas sur des objets financiarisés particuliers dans le contexte suisse (développée dans la deuxième partie). Ces deux modèles permettent ainsi de se représenter **la position des financiers vis-à-vis des autres parties prenantes à la gouvernance urbaine ainsi que les nouvelles formes de négociations** marqués à la fois par des enjeux liés au financement et à la durabilité de la production urbaine. Dans un deuxième temps, ces deux modèles ont servi à élaborer le modèle interprétatif de ville négociée (exposé dans la troisième partie) permettant, pour d'autres recherches, de comprendre de manière contextualisée les relations entre « finance, ville et durabilité ».

## **La ville financiarisée**

Le modèle de la *ville financiarisée* réunit deux des trois champs mentionnés en géographie urbaine. Il se base d'une part sur celui de la « financiarisation de la ville », que nous plaçons dans le cadre plus global de la financiarisation de l'économie et de la construction de la mobilité/liquidité du capital. D'autre part, il fait le lien avec les travaux, que l'on peut inscrire en économie politique urbaine, montrant que les politiques urbaines sont inscrites dans un contexte institutionnel néolibéral marqué par la concurrence interurbaine et la priorité accordée à la croissance et à la compétitivité économiques. La ville financiarisée rend ainsi compte de la « soumission de la ville à la finance » puisque, face à l'accentuation de la comparaison et hiérarchisation des espaces d'investissement permise par la finance de marché et dans le cadre de politiques urbaines néolibérales, les acteurs locaux n'auraient d'autres choix que d'offrir des conditions-cadres favorables à l'investissement privé dans le construit urbain, dont le renouvellement est vu comme un instrument important d'attractivité urbaine.

## **La financiarisation de la ville**

Si Harvey (1982 et 1985) a été l'un des premiers à mettre en évidence le rôle central du système bancaire dans la création de la mobilité et de l'urbanisation du capital, le concept de financiarisation est toutefois relativement récent dans la littérature sur l'immobilier ou la ville. L'origine contemporaine des liens entre marchés immobiliers et marchés financiers débute avec la création de marchés secondaires aux Etats-Unis (Weber, 2002). D'abord, dans les

années 60 par la titrisation de prêts hypothécaires alloués aux classes moyennes et la création d'institutions semi-publiques (Fannie Mae et Freddie Mac). Ensuite, au début des années 80, par la titrisation de la propriété immobilière et l'apparition d'un nouveau type d'institutions financières, les Real Estate Investment Trusts (REIT). Au cours des années 90, les REIT américains ont inspiré la création et le développement de REIT dans différents pays européens, en Australie et au Japon (Aveline-Dubach, 2008), entraînant parallèlement la modernisation ainsi que la création de nouveaux fonds immobiliers (Le Fur, 2006 ; Marty, 2005). La demande d'investissement dans la « pierre », notamment dans l'immobilier d'entreprise (de bureaux ou commercial), de la part des institutions financières a ainsi connu une croissance.

Les liens entre marchés du construit urbain et marchés financiers se sont encore renforcés suite à la crise boursière de 2000-2001 sur les marchés des actions d'entreprises. Parallèlement, et de manière liée, des mégaprojets urbains (Fainstein, 2009) se sont développés. Certains investissements financiers portent désormais sur des immeubles de grande taille (aéroports, stades, bâtiments universitaires, hôpitaux, prisons, etc.) et des infrastructures de réseaux (télécommunications, énergie, autoroutes, etc.) dont le financement et la propriété étaient traditionnellement assurés par la collectivité publique. D'autres concernent également de grands projets privés (grands centres commerciaux, complexes et tours d'affaires, etc.).

La création de véritables marchés financiarisés du construit urbain a été favorisée par des réformes institutionnelles dans différents pays européens depuis les années 90 (Nappi-Choulet, 2009 ; Dixon et Pottinger, 2006). Ces réformes renvoient d'une part à la privatisation de la propriété publique ou au développement de nouvelles formes de partenariat public-privé (PPP) dans le construit urbain. D'autre part, elles se réfèrent à l'externalisation de la propriété immobilière d'entreprises privées, via la création de sociétés immobilières (sur le modèle des REIT américains notamment permettant ainsi d'alléger leur bilan) ou la vente à des tiers.

Avec l'intervention croissante d'acteurs financiers dans la propriété urbaine, certains auteurs avancent que la financiarisation façonne désormais le paysage urbain qui est de plus en plus évalué selon des critères financiers (Clark et al., 2009 ; Renard, 2008). Selon nous, la financiarisation de la ville se caractérise par trois changements.

#### ***La séparation des fonctions de propriétaire-investisseur et locataire-exploitant et le rôle nouveau des promoteurs***

Tout d'abord, la financiarisation a apporté des *changements fonctionnels* découlant de la disjonction de la propriété et de l'utilisation du construit urbain. Bien que cette séparation ait été identifiée dans la littérature<sup>108</sup>, elle prend une forme nouvelle basée sur trois sous-marchés (Keogh, 1994): celui de l'investissement, de l'utilisation et du développement. De ce fait, le transfert de la propriété immobilière d'entreprise à des acteurs financiers conduit à une *séparation entre les logiques économique et financière*, et complexifie les relations entre d'une part les fonctions d'entrepreneur économique et locataire immobilier et d'autre part d'investisseur et propriétaire immobilier.

Il s'ensuit un *rôle nouveau* pour l'industrie du construit urbain ainsi que pour les agents immobiliers spécialisés (agences d'analyses, de conseils de courtage, etc.) puisque ceux-ci doivent s'adapter aux exigences de leur « nouvelle » clientèle financière. Cela signifie de nouvelles modalités d'évaluation financière, dite de « discounted cash flow »<sup>109</sup>, et une

---

<sup>108</sup> Elle a été mentionnée dans la littérature contemporaine notamment depuis Massey et Catalano (1978).

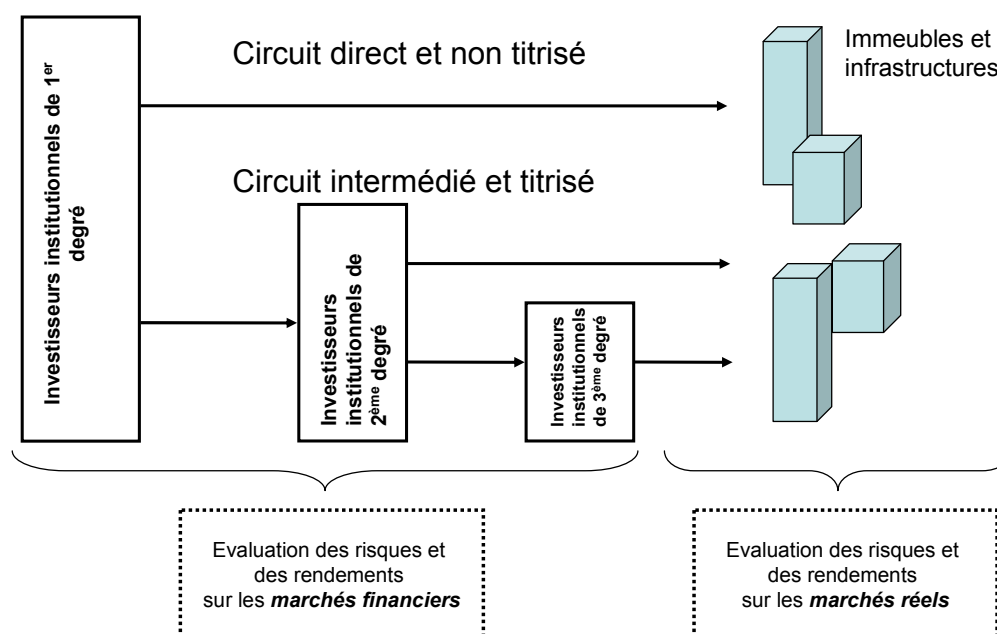
<sup>109</sup> Les méthodes de « discounted cash flow » (DCF) permettant de calculer la valeur de marché des objets immobiliers en fonction des revenus réguliers ainsi que les plus-values à la revente, sont de plus en plus

sélection des affectations immobilières <sup>110</sup>. Outre la question de l'adéquation des investissements au besoin économique, la nature et l'ampleur des transformations structurelles de l'industrie du construit urbain induites par la financiarisation reste un objet de recherche d'actualité. Malgré un certain nombre de travaux au cours des années 90 (Haila, 1997 ; Beauregard, 1994), il n'a été en effet que récemment et de manière indirecte abordé en géographie de la finance. Il s'avère que les professions de l'immobilier et du construit urbain jouent un rôle clé dans la réussite de la matérialisation des investissements (achats d'objets existants ou développement) d'institutions financières puisqu'elles disposent des connaissances indispensables sur les marchés locaux (Torrance, 2009; Wood, 2004).

### ***L'intermédiation financière et la transformation de la ville en actif financier***

En second lieu, la financiarisation de la ville signifie la transformation d'un actif réel en actif financier et le développement d'un circuit particulier d'investissement basée sur une logique de portefeuilles d'investissement typique des opérateurs financiers. Ceci a été rendu possible par le renforcement d'un *circuit intermédié et titrisé*, par opposition au *circuit direct et non titrisé* (Figure 14). Il regroupe les investisseurs institutionnels que nous appelons de 2<sup>ème</sup> degré, voire de 3<sup>ème</sup> degré, tels que les sociétés d'investissement immobilier (REIT) et les fonds d'investissement immobiliers ou d'infrastructures appartenant le plus souvent à des groupes bancaires qui se sont multipliés ces dernières années.

**Figure 14: les catégories d'investisseurs institutionnels et les deux types de circuits d'investissement**



Source : élaboration propre

En permettant à un investisseur, que nous appelons de 1<sup>er</sup> degré (par ex. un particulier ou un institutionnel tel qu'une caisse de pension ou une société d'assurances) de ne pas investir de manière directe sur les marchés réels du construit urbain et par conséquent de ne pas détenir

---

appliquées et remplacent les méthodes d'évaluation immobilière « classique » basées sur la valeur d'acquisition (méthode hédonique).

<sup>110</sup> Fainstein (2009) avancent que les objets immobiliers « intéressants » pour les investisseurs privés reposent sur des affectations qui sont essentiellement commerciales et de loisirs, de bureaux, d'hôtels voire combinées avec des logements de haut standing. La propriété de bâtiments et infrastructures répondant à des services publics sont des cas particuliers. Leur exploitation peut s'avérer intéressante puisqu'elle donne souvent lieu à des situations de monopoles (Lorrain, 2002). De ce fait, leur propriété (bail de propriété ou de location à long terme) peut donc être financièrement intéressante pour des investisseurs institutionnels.

des objets physiques, les investisseurs de 2<sup>ème</sup> degré ont la capacité de *transformer un actif réel et immobile*, comme un immeuble ou une infrastructure, *en un actif financier négociables sur les marchés financiers*, qu'ils soient organisés ou de gré à gré<sup>111</sup>. Il s'ensuit que, par la titrisation, la propriété urbaine devient *liquide et mobile dans l'espace* (Corpataux et Crevoisier, 2005a).

Le passage par le circuit intermédié et titrisé amène les institutionnels de 1<sup>er</sup> degré à se comporter selon une *logique de gestion de portefeuilles sur les marchés financiers*. Le construit urbain représente une classe d'actif permettant de diversifier les placements. Dans le cadre d'un exercice d'ingénierie et d'allocation financières, les risques et les rendements *financiers* du construit peuvent être comparés entre eux (les risques et les rendements d'un fonds d'investissement avec ceux d'un autre fonds par ex.), mais surtout avec ceux d'autres classes d'actifs financiers, par secteurs (titres d'entreprises ; produits dérivés ; matières premières par ex.) et par territoires (pays anglo-américains, pays émergents, etc.).

Ainsi, en permettant l'évaluation en continu des investissements sur les marchés financiers (Orléan, 1999), la financiarisation de l'économie, à travers la saisie de nouveaux secteurs et territoires, et par conséquent de la ville, peut être interprétée comme *un processus de construction de la liquidité/mobilité du capital* (Corpataux et al., 2009). De cette manière, les investisseurs, plus précisément les gérants de portefeuille, peuvent investir à distance au sein d'un « espace financiarisé » et selon une logique financière consistant à panacher les territoires et les secteurs.

La logique de portefeuille sur les marchés financiers a deux conséquences. Premièrement, en favorisant la réallocation du capital, quasi-instantanée sur les marchés organisés, la liquidité/mobilité amplifie la séparation entre les fonctions d'entrepreneur économique et d'investisseur financier, et de ce fait, entre les sphères réelle et financière de l'économie. Deuxièmement, les institutions financières du circuit intermédié et titrisé sont soumises à la liquidité/mobilité. Il s'ensuit qu'elles sont sensibles à leur valeur sur les marchés financiers et tiennent compte des comportements, parfois mimétiques (Orléan, 1999), de leurs actionnaires et plus globalement des fluctuations systémiques sur les différents marchés financiers.

### **La hiérarchisation urbaine et l'internationalisation des marchés du construit urbain**

Troisièmement, l'instauration d'une logique financière sur le construit urbain se traduit par des spatialités spécifiques. Tout d'abord, l'intermédiation financière engendre une hiérarchisation de l'espace sur les marchés nationaux puisque les investissements sont étroitement corrélés à la hiérarchie urbaine. En effet, ce sont avant tout les métropoles principales qui sont privilégiées que ce soit en Grande-Bretagne (Byrne et Lee, 2007 et 2006), en France et en Allemagne (Roberts et Henneberry, 2007). En outre, à l'intérieur des métropoles, les investissements sont ciblés sur certains quartiers. A ce titre, Halbert (2004) signale l'instauration de dynamiques financières autonomes dans les cycles des marchés de l'immobilier d'entreprise, aboutissant à la création de pôles urbains qui renforcent la division fonctionnelle et spatiale au sein de l'espace métropolitain parisien.

On peut également relever un changement d'échelle lié au développement de l'intermédiation financière puisque les marchés du construit urbain s'organisent et fonctionnent de plus en plus à une échelle globale, que ce soit dans l'immobilier d'entreprise (Aveline-Dubach, 2008) ou dans les infrastructures (Torrance, 2009). Cette internationalisation peut venir encore

---

<sup>111</sup> Le marché de gré à gré s'est considérablement développé ces dernières années. Ainsi, les fonds immobiliers non cotés (souvent avec un nombre restreint d'investisseurs ou en private equity) représentent désormais une part majoritaire dans l'investissement total en immobilier non résidentiel. La plupart de ces fonds sont montés et détenus par des fonds de pension, d'autres investisseurs institutionnels ou par des banques d'investissement (Nappi-Choulet, 2009).

amplifier la concentration des investissements dans les principales métropoles. A ce titre, Nappi-Choulet (2006) observe que depuis le début des années quatre-vingt dix, un nombre croissant d'investisseurs institutionnels, américains et allemands, sont intervenus sur les marchés immobiliers de la région parisienne.

### **La soumission de la ville au capital financier**

Le recours au capital financier dans le financement et la propriété urbaine peut s'inscrire dans la lignée des réformes institutionnelles qui accentuent la logique de marché et la concurrence interurbaine. A la suite de la thèse d'Harvey (1989) sur le passage du gouvernement urbain managérial à la gouvernance urbaine entrepreneuriale, la littérature sur « l'actually existing neoliberalism » (Brenner et Theodore, 2002) s'est attachée à décrire les modalités et les effets de la mise en place d'un régime institutionnel néolibéral. Celui-ci s'est développé et construit à partir des années 80 et renvoie à deux grandes phases (Peck et Tickell, 2002). La première est celle du démantèlement et de la dérégulation des cadres institutionnels de type fordiste existants (roll-back), qui s'est tout d'abord configurée aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne dans les années 70. La deuxième, de construction et de renforcement du néolibéralisme à partir des années 90 (roll-out), correspond également à son extension à l'ensemble des pays européens occidentaux, voire à d'autres pays du monde. En outre, beaucoup considèrent que néolibéralisation et globalisation sont deux processus institutionnels en cours qui sont étroitement reliés (Tickell et Peck, 2003). Pour Jessop (2001), la globalisation constitue la nouvelle forme néolibérale dominante de l'accumulation aujourd'hui organisée à l'échelle globale, remettant alors en cause les cadres institutionnels nationaux dans lesquels se sont développés les régimes d'accumulation de type fordiste.

Dans ce contexte institutionnel, de nouvelles politiques urbaines (Cox, 1993) sont apparues, marquées par la priorité donnée à la croissance économique. Depuis les années 90, la littérature empirique sur la ville entrepreneuriale s'est amplifiée (Hackworth, 2007 ; Brenner, 2004 ; Ward, 2003 ; Jessop et Sum, 2000 ; Hall et Hubbard, 1998). Ainsi, les débats sur les formes de la nouvelle gouvernance urbaine ont conjointement porté sur la transformation du rôle de l'Etat, dans le cadre de l'accentuation de la logique de marché et de l'intervention d'acteurs privés dans les politiques publiques, ainsi que sur la recomposition des échelles spatiales de la détermination et de la régulation des politiques publiques. Dans ce contexte, la transformation du paysage urbain à travers les grands projets urbains ont été l'un des instruments privilégiés des nouvelles politiques urbaines (Fainstein, 2009 ; Swyngedouw et al., 2002 ).

Toutefois, si les partisans de « la ville entrepreneuriale » en géographie urbaine insistent sur la variété des formes de néolibéralisme, dans les temps et selon les contextes institutionnels nationaux et urbains, avec parfois de fortes contestations (Leitner et al., 2006), il apparaît que les discours et les pratiques des politiques urbaines seraient *structurellement* toujours marqués par des stratégies de « glocalisation » puisque la priorité est donnée à l'amélioration de la compétitivité des métropoles nationales afin de se positionner dans la hiérarchie urbaine et l'économie globalisées (Peck et al., 2009). Dès lors, dans une optique néolibérale, la **production financiarisée** de l'espace urbain et la position des acteurs financiers dans la gouvernance urbaine peuvent se caractériser de la manière suivante (Tableau 11) :

Le **construit urbain** participe à l'offre urbaine comme support de reproduction du capital, essentiellement de deux manières reliées. Premièrement, la disposition d'infrastructures modernes et diversifiées devient une condition indispensable pour attirer des entreprises et des habitants. Deuxièmement, l'amélioration de l'attractivité urbaine permet en retour le développement et le renouvellement du construit urbain. La transformation du paysage urbain

est par conséquent un moyen de (re)créer la valeur urbaine et représente un outil de croissance et de développement économiques.

Le **territoire urbain** est considéré comme un support sur lequel les infrastructures vont générer des effets économiques positifs pour l'ensemble de la ville. Dans cette perspective, le rôle de la collectivité locale consiste à créer un « good business atmosphere » et à profiter des opportunités du marché en flexibilisant le foncier et en assurant les bases de la création de la rente foncière et immobilière pour les investisseurs privés (Weber, 2002). Cela peut se traduire, par exemple, en Europe occidentale par la mise en place d'instruments fiscaux, sur le modèle des Etats-Unis (Adair et al. 2003).

La transformation urbaine est souvent au cœur de l'émergence de nouvelles formes de **gouvernance urbaine**. Celle-ci se traduit par l'inclusion d'acteurs privés et par des collaborations public/privé pouvant déboucher sur des PPP (Lascoumes et Le Galès, 2004). Selon certains auteurs, la production urbaine de la ville néolibérale conduit à une privatisation de la gouvernance urbaine. Cela signifie, à des degrés divers, l'émergence de coalitions sociopolitiques particulières, représentatives de l'élite urbaine, et une redistribution du pouvoir et des responsabilités des gouvernements locaux au profit d'agences de partenariats (Béal et Rousseau, 2008 ; Brenner, 2004 ; Swyngedouw et al., 2002).

L'**enjeu central de la production de la ville financiarisée** peut être compris comme la **mise en place de conditions-cadres favorables à l'attraction d'acteurs privés et du capital financier**. Dans ce cadre, la *ville financiarisée* est perçue comme un espace atomisé, fonctionnant comme un aimant et représentant une opportunité d'investissement ciblée, à un moment donné et pour une durée déterminée. Les investisseurs étant par définition mobiles et extérieurs, l'attraction et l'insertion du capital dans la ville sont vus comme un mouvement vertical et descendant vers l'espace local. Il en découle que les acteurs financiers sont en position de force dans les négociations et la gouvernance urbaine. La *ville financiarisée* est soumise à une comparaison spatiale des opportunités d'investissement par les investisseurs et, par conséquent, à la menace de l'exit (Hirschman, 1986).

## **La ville durable**

Le modèle de *ville durable* se fonde principalement sur des auteurs, géographes et urbanistes, qui se sont préoccupés de la déclinaison du DD à l'échelle urbaine et qui prônent la mise en place de politiques urbaines durables. Cette autre conception des politiques et de la production urbaines est basée sur un principe d'action représentant une alternative aux tendances actuelles du processus contemporain de « métropolisation » (Veltz, 1996) qui se conjugue avec l'étalement et la fragmentation urbaine à la fois sociale, économique, fonctionnelle et politique (Bochet et Da Cunha, 2003).

Tout d'abord, la dimension territoriale du DD est mise en évidence. Celle-ci a été l'un des enjeux centraux des protagonistes de la ville durable de manière à faire reconnaître l'importance de la gouvernance urbaine. Ensuite, basés sur la littérature, les traits caractéristiques de la ville durable sont exposés de manière à la positionner vis-à-vis de la ville financiarisée. La ville durable se présente ainsi comme une négociation contrainte sur des enjeux locaux de durabilité dans laquelle les financiers se trouvent en position d'égalité vis-à-vis des autres parties prenantes.

## **La territorialisation de la durabilité**

Le lien entre ville et durabilité n'est apparu qu'au cours des années 90. Alors que la question du temps a été dès le début au cœur de la construction du développement durable avec les notions d'incertitude et d'irréversibilité visant à ne pas compromettre l'avenir des générations

à venir, la question spatiale n'est intervenue qu'à la suite de la Conférence de Rio en 1992. L'enjeu des géographes, dans le cadre de la problématique « global/local » et de la diffusion de l'Agenda21, a été double. Il s'agissait premièrement de montrer l'importance de l'articulation des échelles et deuxièmement d'insister sur le fait que la déclinaison locale de la durabilité n'était pas fractale (Zuindeau, 2000).

La territorialisation du DD a été essentielle puisqu'elle a permis au concept de se concrétiser et de s'inscrire dans une démarche particularisante (Crevoisier, 1999). L'approche territoriale de la durabilité, et de ce fait de la variété des situations, a placé la question de la gouvernance urbaine au centre de la dimension sociale de la durabilité (Theys, 2002). L'homme étant simultanément l'acteur et le véritable enjeu du changement, la gouvernance urbaine, et plus globalement les politiques urbaines, représentent le principal moyen de l'innovation institutionnelle et de l'institutionnalisation du DD (Theys, 2003).

Aux cours des années 90, les débats autour des liens entre étalement et aménagement urbains (Camagni et al., 2002 ; Newmann et Kenworth, 1999; Breheny, 1992 ) ont porté sur la « forme urbaine idéale ». La coordination entre aménagement du territoire et planification des transports a été considérée comme l'un des principaux leviers d'action dans la perspective de mieux maîtriser les flux liés à la séparation des fonctions (zonage) produisant diverses mobilités urbaines (travail, consommation, loisirs, etc.). Un certain consensus pragmatique semble s'être dégagé sur le fait que la (re)construction de la ville devait se réaliser dans le cadre d'une densité appropriée à partir des formes existantes, c'est-à-dire de villes polycentriques plus ou moins compactes (Böhme et Meyer, 2002 ; Sieverts, 1997).

Vers la fin des années 90, de nombreux travaux se sont orientés vers les opérations de revitalisation urbaine ainsi que sur la gouvernance urbaine. Cela a amené les chercheurs à réfléchir à la fois sur les normes et les processus (Mayer et al., 2005 ; Zuindeau, 2000) dans une perspective complémentaire. Tout d'abord, il s'agissait de définir la durabilité du construit urbain à partir de l'établissement de critères, puis de l'opérationnaliser en tenant compte des particularités institutionnelles et politiques du contexte local ainsi que de la multiplicité des acteurs et de leurs intérêts différenciés.

### **Les négociations contraintes du capital financier**

Pour ses partisans, le développement urbain durable est une démarche d'action visant à décliner la durabilité à l'échelle urbaine et à établir des critères ou des indicateurs afin de rendre opératoire le développement durable dans les politiques publiques ou dans des projets spécifiques. De cette manière, la **vision durable de la production urbaine** et la position des acteurs financiers dans la gouvernance urbaine peuvent se caractériser de la manière suivante (Tableau 11) :

Le **construit urbain** est un levier de changement vers la durabilité. La diminution des impacts environnementaux est principalement axée sur une maîtrise des flux de mobilité et de la consommation/émission de matière et d'énergie, inspirée de l'écologie industrielle (Erkman, 2004). La meilleure intégration des bâtiments dans le réseau de transport, leur mixité fonctionnelle ou les constructions labellisées « Haute qualité environnementale (HQE) » sont également considérés comme des moyens d'efficacité économique, permettant une diminution des coûts liés à l'étalement urbain et à la ségrégation spatiale des activités. Toutefois, selon Emelianoff (2007 et 2005), les modèles de la construction durable, tels que les éco-quartiers ou quartiers durables, qui ont été bâtis un peu partout en Europe occidentale, sont souvent des vitrines « écotecnologiques ». En effet, malgré les efforts remarquables pour brider la consommation énergétique des infrastructures ou pour encourager la participation citoyenne, les modes et les pratiques de consommations des habitants n'ont pas véritablement changé.

Selon Emelianoff (2002), l'urbanisme durable s'inspire du modèle culturaliste de reconstruction de la ville sur la ville qui est une alternative au modèle fonctionnaliste de séparation des fonctions urbaines (zonages). Le **territoire urbain** est considéré comme un espace intégré et historique dans le sens où sa transformation, au travers d'opérations de revitalisation urbaine, produit des effets qui vont influencer l'ensemble de la ville et de son organisation socio-économique. D'une part, par opposition au principe de la « table rase » de l'approche fonctionnaliste, les nouvelles constructions sont insérées dans le paysage urbain existant, dans le but de préserver le patrimoine et la continuité historique de la ville. D'autre part, la régénération urbaine consiste également à ne pas renforcer les polarisations socio-spatiales, c'est-à-dire à ne pas créer des espaces centraux « gentrifiés » et déconnectés du reste de la ville.

La **gouvernance urbaine** est vue de manière large interpellant chaque acteur à intervenir sur des enjeux liés à la transformation du milieu urbain. Cette nouvelle forme de démocratie, que certains appellent dialogique (Callon et al., 2001) ou cognitive (Theys, 2003), où experts et profanes partagent leurs connaissances, est fondée sur l'idée que le DD constitue un processus d'apprentissage social basé sur la participation, l'information et la concertation (Da Cunha, 2003). Les projets urbains sont par conséquent considérés comme des exercices dans lesquels le dépassement des intérêts particuliers et contradictoires serait possible par la prise de parole.

L'**enjeu central de la production de la ville durable** consiste à **diminuer les effets négatifs de la transformation du paysage urbain**. Celle-ci est pensée dans le cadre des multiples relations horizontales entre, d'une part, les différents acteurs de la communauté urbaine, et d'autre part, l'environnement naturel et construit. Des consensus sont à trouver dans un cadre urbain multidimensionnel où la collectivité locale tout comme les investisseurs privés sont des partenaires parmi d'autres acteurs. La mobilité du capital n'entre pas en ligne de compte et les investisseurs privés sont considérés comme « déjà territorialisés ». De cette manière, le territoire peut être interprété comme « fermé » et les investissements doivent être compatibles avec la limitation et la régulation des impacts environnementaux et sociaux de la transformation urbaine. Il en découle que les financiers se trouvent sur le même pied d'égalité que les autres parties prenantes à la gouvernance urbaine et sont contraints aux négociations et à la prise de parole (voice ; Hirschman, 1986) de la *ville durable*.

### **8.3 Ancrage du capital et durabilité : la production d'objets financiarisés en Suisse**

L'objectif de cette partie est de rendre compte de la manière dont l'insertion du capital dans la ville est négociée sous l'angle de la durabilité à partir d'une étude de cas réalisée dans le contexte institutionnel suisse. Celle-ci se focalise sur trois grands projets immobiliers multifonctionnels récemment construits et achetés par des acteurs financiers.

Ces projets financiarisés sont des objets urbains dont les affectations sont principalement commerciales et de loisirs (hôtel, wellness, cinéma, etc.) et qui peuvent être combinées avec des affectations publiques dans le cas de projets en PPP (par ex. les stades de football avec un centre commercial qui sont devenus une spécificité helvétique). Ces trois mégaprojets sont emblématiques des dix autres projets commerciaux *novateurs* qui ont été construits dans les villes suisses durant la décennie 2010 et qui se trouvent à l'interface de la « financiarisation et mobilité du capital » et de la « durabilité » de la ville. D'un côté, ils représentent un nouveau type de placement, de plusieurs centaines de millions de francs suisses, de plus en plus proposés à des investisseurs institutionnels. De l'autre, ces complexes multifonctionnels affectent l'organisation socioéconomique et spatiale de la ville et génèrent des impacts environnementaux et sociaux conséquents. De ce fait, ces mégaprojets constituent à la fois des enjeux en matière de gestion des risques financiers et des impacts sur le paysage urbain.

La méthodologie est tout d'abord décrite avant de présenter les résultats de l'étude de cas suisse.

### **Approche méthodologique**

La perspective empirique de cette deuxième partie se fonde sur une recherche, menée dans le cadre d'un programme national portant sur l'environnement construit et la durabilité en Suisse (PNR54). Le but a été d'examiner la manière dont les acteurs financiers investissent dans des projets concrets et corollairement la manière dont la durabilité peut être prise en compte.

Cette recherche a porté sur les trois plus grands projets immobiliers multifonctionnels récemment achetés par des acteurs financiers, qui ont servi de référence pour les autres mégaprojets développés durant la décennie 2010. Il s'agit du premier projet d'urban entertainment center (UEC) du pays, Sihlcity à Zurich (600 millions), et deux projets combinant un stade de football et un centre commercial, le Stade de Suisse à Berne (350 millions) et La Maladière à Neuchâtel (200 millions) ; ce dernier est également le 1<sup>er</sup> projet en PPP du pays.

Pour l'analyse des trois projets urbains, nous avons adopté une **approche territoriale située** (Crevoisier, 2010) consistant à concevoir la durabilité comme le produit d'interactions sociales se déroulant dans leur contexte institutionnel et spatio-temporel. La durabilité a été considérée comme un *objet de négociation* et les trajectoires des projets ont été situées dans leur contexte institutionnel et territorial. L'objectif a été d'examiner les arrangements entre acteurs à la base de l'ancrage du capital d'une part et de la production de la durabilité d'autre part.

L'ancrage a été apprécié à partir de deux questions de recherche. Premièrement, il s'agissait d'examiner si la durabilité a été un *enjeu structurant* pour le projet, c'est-à-dire si elle a été une condition de départ et de quelle manière elle a été négociée pour minimiser les risques et les coûts et ainsi garantir les rentabilités économique et financière du projet. Deuxièmement, il s'agissait de rendre compte du rôle des différents acteurs impliqués dans le montage technique, juridique et financier du projet, en étant plus particulièrement attentif à la distinction entre, d'une part, l'entrepreneur immobilier et d'autre part, l'investisseur qui devient propriétaire de l'objet urbain.

A côté de la récolte et de l'analyse de documents spécifiques aux projet (études d'impacts sur l'environnement, permis de construire, analyses de marché, conventions, etc.), huit à dix entretiens approfondis ont été réalisés auprès des acteurs impliqués dans chaque projet (investisseurs-propriétaires ; managers ; promoteurs et constructeurs ; responsables politiques et administratifs de l'urbanisme ; etc.). Appliquée d'abord à un premier cas, cette démarche a pu être répliquée dans les deux autres et une comparaison effectuée (Yin, 2003).

Au fil des entretiens, il est très vite apparu que nous étions en présence d'un réseau d'acteurs limité, renforçant l'hypothèse de la *création d'un marché de complexes commerciaux financiarisés en Suisse*. Aussi, la recherche a rapidement été orientée vers l'analyse de l'émergence d'un marché national à travers la triangulation suivante : récolte et analyse de documents relatifs au marché de la production urbaine (rapports de gestion d'institutions financières, législation fédérale en matière d'investissement, documents et ouvrages d'institutions spécialisées, etc.), d'une part ; organisation d'un « focus group », regroupant des acteurs publics (responsables de services urbains) et privés (représentants des quatre principaux groupes de développement-construction et des responsables des « real estate asset management » des deux principaux groupes de fonds de placement du pays), d'autre part. L'objectif de cet entretien de groupe a été de comprendre la configuration de la chaîne de production des complexes urbains en Suisse. Suite à cela, les dix autres mégaprojets

récemment construits et achetés par ou destinés à des institutions financières ont été identifiés. Des informations sur les projets ainsi que sur les acteurs impliqués ont été récoltées.

Notre recherche sur les mégaprojets urbains financiarisés, qui découle d'une première étude sur les investissements immobiliers des caisses de pension, des fonds immobiliers et sociétés immobilières en Suisse (Theurillat et al., 2010). Nous avons pu également bénéficier des résultats d'une autre recherche, menée dans le cadre du même PNR, sur les stratégies foncières et immobilières des grands propriétaires en Suisse<sup>112</sup>.

Identifiant les réseaux d'acteurs et mêlant les échelles (circuits d'investissement, projets et marché), l'étude de cas menée dans le contexte institutionnel suisse a un caractère exploratoire : elle a été une occasion d'apprendre (Stake, 2005) sur la manière dont se lient financiarisation et durabilité dans la production urbaine. L'approche méthodologique utilisée rend compte des *formes de durabilité produites par la finance dans le contexte suisse* et apporte un éclairage à la fois sur *les impacts de la finance sur les métiers du construit urbain et sur la gouvernance urbaine*.

### Résultats empiriques : la négociation au cœur de l'ancrage du capital financier

Le développement de projets urbains et ensuite leur vente à des tiers sont des tâches classiques des sociétés de développement-construction. Cependant, seules trois entreprises parmi les plus grandes du pays, dite totales, à savoir Losinger/Marazzi, appartenant au groupe Bouygues, Hauser Rutishauser Suter (HRS) et Karl Steiner sont capables d'assurer la plus grande part de la coordination de projets complexes aux différentes phases en cumulant plusieurs métiers : développeur et constructeur, voire gestionnaire.

Présentes dans la plupart des nouveaux mégaprojets commerciaux construits au cours de la décennie 2010, ces sociétés de développement-construction sont au centre de l'ancrage du capital dans la ville et sont devenues les **acteurs ancreurs privilégiés** de la production de mégaprojets financiarisés en Suisse. Ces derniers jouent un rôle déterminant, consistant non seulement à coordonner les différents acteurs spécialisés (architectes/ingénieurs ; constructeurs ; analystes des marchés immobiliers, juristes, etc.), mais surtout à *négocier l'articulation territoriale de logiques extérieures*, liées à la mobilité du capital, à des *logiques in situ*. Le rôle d'acteur ancreur des entreprises totales se déroule dans une phase particulière des projets, qui est la *phase de négociations* par excellence.

### L'articulation territoriale des négociations : la mise en relation d'acteurs mobiles et ancrés

Le rôle de l'acteur ancreur consiste à faire le lien entre deux groupes d'acteurs, ayant des *rôles et des intérêts différenciés, voire antagonistes* et agissant à des *niveaux territoriaux différents* (Figure 15).

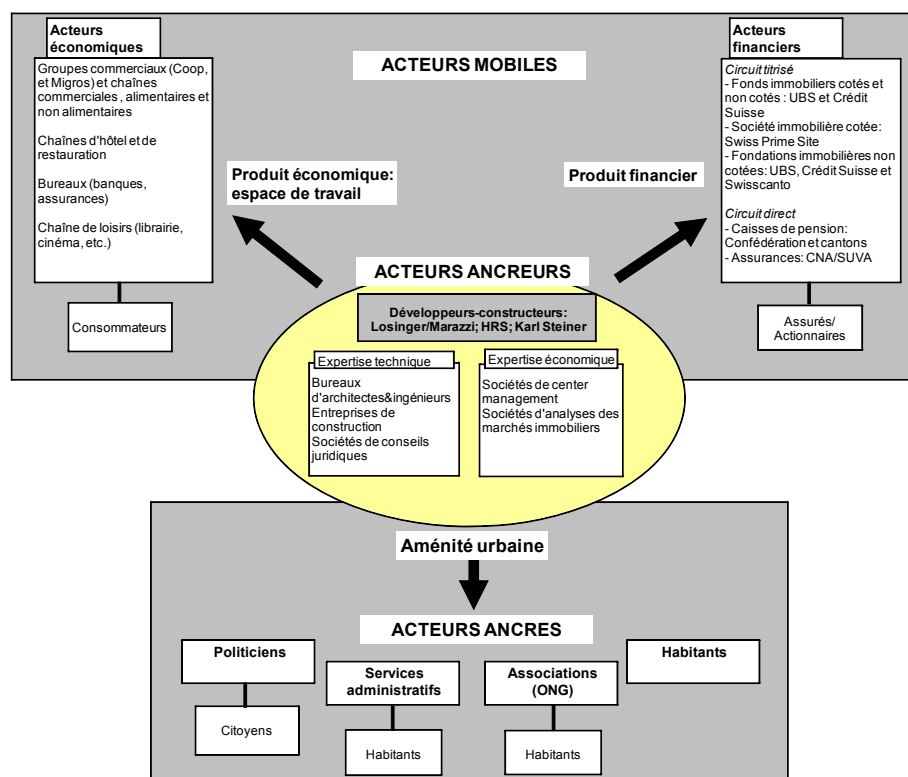
D'un côté, l'acteur ancreur doit négocier le projet urbain auprès d'acteurs privés, qui agissent à des échelles extra-locales et qui sont potentiellement mobiles. Ces négociations, auprès des investisseurs-propriétaires et des exploitants-locataires, portent sur les aspects économiques et financiers. De l'autre, l'acteur ancreur doit négocier la faisabilité technique et politique de l'inscription d'un objet sur le territoire urbain ainsi que les impacts de la transformation

---

<sup>112</sup> Le projet de recherche « Propriété foncière et aménagement durable du territoire. Les stratégies politiques et foncières des grands propriétaires fonciers collectifs en Suisse et leurs effets sur la durabilité des usages du sol », a été mené auprès des institutions suivantes : cantons et communes ; bourgeoisies ; chemins de fer fédéraux (CFF) ; armasuisse ; Pro Natura ; caisses de pensions, fonds de placement, sociétés immobilières et fondations de placement ; commerce de détail (Migros, Coop) ; banques et assurances.

urbaine en particulier sous l'angle du développement durable auprès des acteurs locaux ou ancrés, publics ou privés.

Figure 15: L'articulation territoriale et le cloisonnement des négociations



Source : élaboration propre

Les *négociations* portant sur les *aspects financiers* ont lieu avec les *investisseurs institutionnels et futurs propriétaires potentiels*. Le construit urbain est pour eux un actif financier procurant une rente fixe et régulière basée sur les loyers et reposant également sur une augmentation escomptée de la valeur foncière dans le temps. Parallèlement, l'achat d'un objet urbain peut s'effectuer pour des raisons de spéculation et de plus-values anticipées.

En Suisse, le marché des projets multifonctionnels demeure domestique et est relativement restreint puisque les institutions financières ayant les capacités d'investir sont peu nombreuses. Jusqu'à présent, ce sont en priorité les institutions appartenant au *circuit intermédiaire et titrisé*, qui sont devenues propriétaires des nouveaux mégaprojets urbains localisés dans les principales villes du pays et dans deux villes moyennes : le premier UEC (Sihlcity, Zurich), les deux premières tours multifonctionnelles du pays (Swiss Prime Tower, Zurich ; Messe Turm, Bâle) et les stades de sport combinés avec des centres commerciaux (Stade de Suisse et Postfinance Arena à Berne ; AFG Arena, St-Gall ; Sport Arena, Lucerne). On trouve les principaux fonds immobiliers, cotés ou non, des deux premières banques du pays, Crédit Suisse et UBS, la principale société immobilière cotée, Swiss Prime Site, affiliée au Crédit Suisse, ainsi que les fondations de placement, non cotées, de trois grandes banques (Swisscanto, organe des banques cantonales, UBS et Crédit Suisse)<sup>113</sup>. Secondairement, il

<sup>113</sup> Les fondations de placement constituent une spécificité suisse. Elles sont destinées aux investisseurs dits qualifiés qui gèrent des fonds de retraites, telles que principalement des caisses de pension (2<sup>ème</sup> pilier) ou des assurances (2<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> pilier) (Theurillat, 2010). Soumises à la même législation sur les assurances sociales que les caisses de pension, mais appartenant essentiellement à des institutions bancaires, elles constituent une forme particulière de fonds spécial (Special purpose vehicle) de type private equity.

s'agit des institutions qui appartiennent au *circuit direct et non titrisé*. Jusqu'à présent, ce sont en avant tout de grandes institutions de droit public, telles que la caisse nationale d'assurance (CNA/SUVA) et la caisse de pension de la Confédération (Publica), qui ont acquis certains complexes multifonctionnels<sup>114</sup> puisqu'une récente modification de la législation (2006) interdit aux assurances privées de participer au financement d'objets commerciaux multifonctionnels, notamment réalisés dans le cas de PPP<sup>115</sup>.

Les *négociations* portant sur les *aspects économiques* ont lieu avec les *exploitants et futurs locataires potentiels*. L'objet urbain est pour ces acteurs un espace de travail puisque les locaux sont des supports destinés à réaliser des chiffres d'affaires. Les exploitants-locataires des nouveaux projets immobiliers commerciaux développés en Suisse sont aujourd'hui presque toujours identiques. Il s'agit des deux grands distributeurs commerciaux du pays (Migros et Coop), avec des chaînes de l'habillement ou du sport (affiliés ou non au duopole), des chaînes hôtelières et de la restauration ou encore des grands distributeurs cinématographiques qui agissent à une échelle nationale, voire internationale.

Les *négociations liées à l'inscription territoriale des projets urbains et à ses impacts* se réalisent, prioritairement, auprès des *acteurs publics*. Dans un cadre institutionnel de compétences locales importantes en matière de planification spatiale, le rôle des acteurs publics est double. D'un côté, la municipalité intervient en tant qu'institution administrative, de planification de l'espace urbain et de régulation du construit avec l'intervention de différents services urbains spécialisés, et, parfois, en tant que partenaire direct dans le cas de projets de complexes commerciaux combinés avec des stades de sport en partenariats publics-privés (PPP). Cette solution se diffuse notamment dans les villes moyennes et est vue comme un moyen de financer une infrastructure publique par des investisseurs privés (La Maladière, Neuchâtel ; Sport Arena, Lucerne ; Arena Thoun ; Stades de Bienne). De l'autre, la municipalité est également une institution politique composée d'élus ayant des visions différentes du développement urbain.

L'inscription territoriale doit également être négociée auprès de la *société civile*. La législation en matière de protection de l'environnement ou d'aménagement du territoire garantit un droit de recours aux grandes organisations environnementales, qui ont des antennes locales dans presque toutes les villes (Pro Natura Suisse, WWF Suisse, ATE Association transports et environnement, Ligue suisse du patrimoine national, Greenpeace Suisse, etc.) ainsi qu'aux particuliers lors de la mise à l'enquête des projets (30 jours).

Avec la multiplication de ces mégaprojets commerciaux, les quatre entreprises totales se sont positionnées au centre d'un réseau restreint d'acteurs privés nationaux, comprenant les exploitants-locataires et les investisseurs-propriétaires, qui s'est peu à peu stabilisé et qui est

---

<sup>114</sup> La Publica, qui a une stratégie d'augmentation de son portefeuille immobilier direct et titrisé (pour passer de 5% à 15-20% du total des actifs sous gestion) détient avec la fondation de placement Swisscanto la propriété du premier mégaprojet en PPP du pays situé dans une ville moyenne (La Maladière, Neuchâtel). Quant à la SUVA, elle a acquis des parts de copropriété dans deux complexes multifonctionnels (Stade St-Jacques, Bâle; stade de Suisse, Berne).

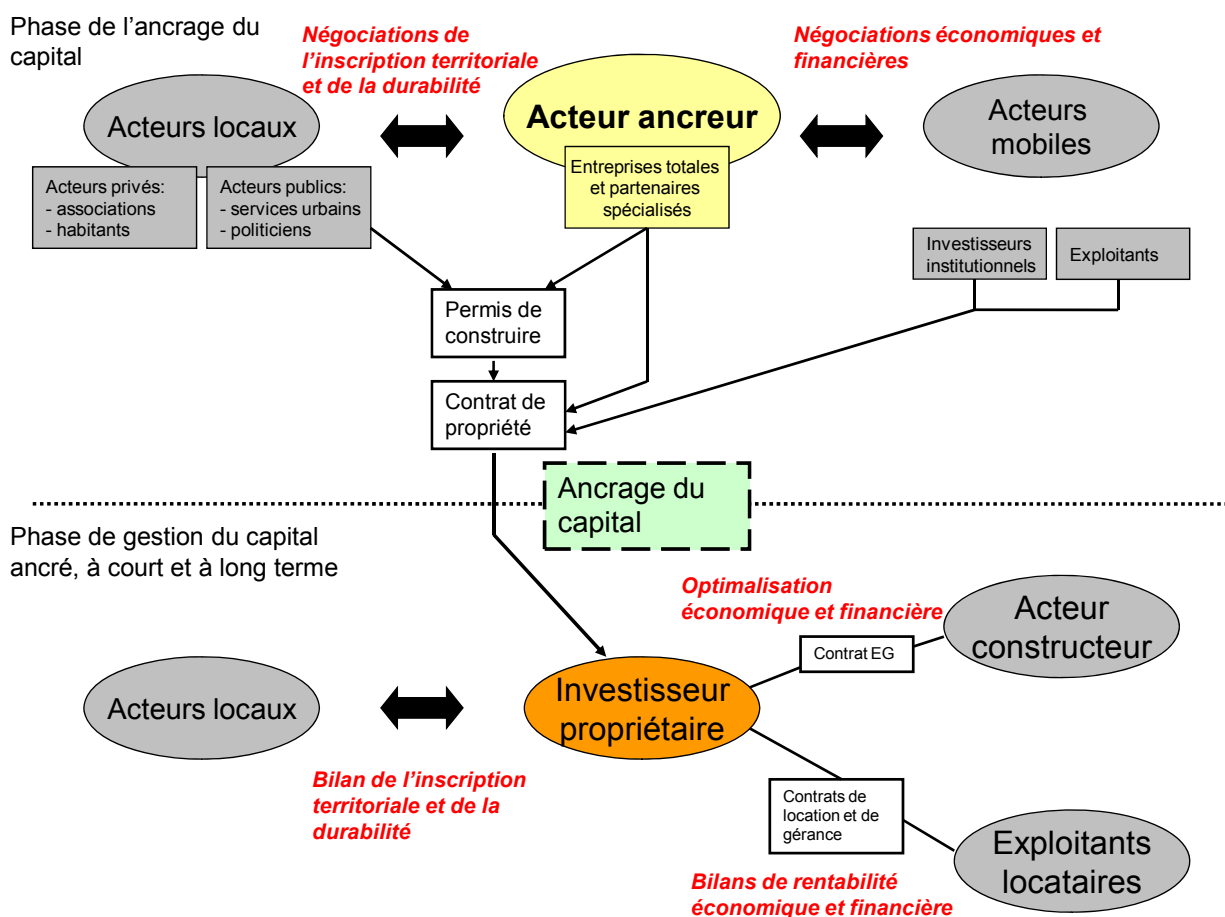
<sup>115</sup> Les institutions privées ayant investi dans des projets multifonctionnels ont dû vendre. L'assureur Axa-Winterthur a été concerné pour deux objets immobiliers. Le premier objet, le Stade de Suisse à Berne, alors en copropriété de deux grandes assurances (Suva et Axa-Winterthur) et d'un des principaux groupes commerciaux du pays (Coop), a été vendu entièrement à une société allemande (Karl Bartel GmbH). Puis en mai 2011, ce sont les deux principaux fonds immobiliers (UBS Property Fund Sima et Swissreal) et la fondation de placement de la banque UBS qui sont devenus les propriétaires du stade de Suisse. Le deuxième objet, lié au Stade St-Jacques à Bâle, Axa-Winterthur a vendu sa part de copropriété (en 2008) à la SUVA.

basé sur des convergences d'intérêts<sup>116</sup>. Ces entreprises s'appuient également sur les acteurs locaux, privés et publics, pour concrétiser les projets de construction. Ainsi, selon les contextes urbains, des **coalitions d'acteurs ancreurs**, c'est-à-dire d'acteurs qui ont un intérêt à ce que le projet se réalise à un endroit précis, se forment autour des entreprises totales. En accumulant les expériences, les caractéristiques des complexes urbains ont pu être consolidées tant sur les plans économique et financier que technique, politique et de la durabilité. De cette manière, l'ancrage du capital est défini comme un *processus de négociation autour d'enjeux liés à la fois au financement et à la durabilité qui prend différentes formes selon les contextes urbains*.

### Les deux phases de la production de grands objets financiarisés en Suisse

Le rôle de l'acteur ancreur, qui consiste à négocier l'ancrage du capital, intervient durant la première phase du projet, de manière cloisonnée et selon un processus séquentiel d'« allers et retours » entre les niveaux territoriaux. Une fois le capital ancré et matérialisé par le complexe multifonctionnel, l'investisseur-propriétaire devient l'acteur central auquel incombe la gestion à plus long terme. Ainsi, deux phases sont à distinguer dans la production d'objets financiarisés en Suisse (Figure 16).

Figure 16 : les négociations cloisonnées et séquentielles dans la durabilité de la ville financiarisée



Source : élaboration propre

<sup>116</sup> Pour ces grands projets, les entreprises de développement-construction sont également devenues des partenaires incontournables pour les grandes sociétés immobilières et fonds immobiliers du pays qui développent des projets pour leur propre compte et qui disposent de certaines compétences à l'interne.

### **La phase de l'ancrage du capital : négociations cloisonnées**

La première phase de développement des projets, qui peut durer plusieurs années voire décennies, est la phase de négociations liées à l'ancrage du capital, dans laquelle les caractéristiques de l'objet urbain, économiques et financières d'une part et techniques et durables d'autre part, sont simultanément comparées et définies.

Tout d'abord, les négociations portent sur *l'inscription territoriale des objets urbains et sur ses impacts avec un certain nombre d'enjeux de durabilité*. Se déroulant au niveau local et avec les acteurs locaux, l'enjeu des négociations pour l'acteur ancreur est double. D'une part, un certain nombre d'exigences techniques et de durabilité doivent être satisfaites afin d'obtenir le permis de construire délivré par la collectivité publique locale. D'autre part, les solutions de durabilité négociées ne doivent pas compromettre la viabilité économique ni pénaliser la rentabilité financière du projet en raison d'un renchérissement des coûts trop élevé.

La *multifonctionnalité* est la caractéristique-clé des complexes urbains, privés ou en PPP, développés par les trois grandes entreprises de développement-construction du pays, avec le concours de bureaux d'architectes. Celle-ci est présentée comme un argument phare de la densification urbaine. En effet, ces complexes sont situés en pleine ville ou à la lisière des villes, et non dans des zones périurbaines. Ils intègrent pleinement l'idée de la « reconstruction de la ville sur la ville », en particulier par la prise en compte du bâti existant lors de la revitalisation de friche urbaine qui devient souvent un symbole argumentaire du projet. De plus, le regroupement d'affectations est vu comme un enrichissement des sites en termes non seulement de densité quantitative, mais aussi d'organisation urbaine et de mixité des activités.

Si les entreprises de développement-construction sont tenues de respecter les diverses normes en matière de construction et d'aménagement, d'environnement, de qualité de l'air, etc., elles ont peu à peu développé des compétences techniques et de négociations autour du développement urbain durable, de manière à répondre à des demandes allant au-delà du cadre légal, prioritairement initiées par les acteurs locaux. Ces demandes résultent d'une part des discussions avec les responsables des services urbains spécialisés dont les pratiques sont de plus en plus influencées par le modèle de la ville compacte, réfléchi dans le sens d'un aménagement urbain intégré à l'organisation de la mobilité urbaine. D'autre part, ils résultent de la mobilisation de la société locale, en particulier de l'intervention d'organisations environnementales, et notamment de l'ATE qui s'avère incontournable dans tout (grand) projet de construction en Suisse.

Ces demandes, qui peuvent devenir de véritables enjeux économiques et financiers, se réfèrent principalement à la notion d'éco-efficacité puisque les complexes sont systématiquement pensés en termes de métabolisme urbain. Les mégaprojets commerciaux sont ainsi souvent l'occasion pour les villes d'appliquer les nouvelles politiques de mobilité ou de gestion énergétique et de construction qui se sont peu à peu diffusées au plan local à partir des années 2000. Axées sur l'utilisation importante des transports publics par des mesures visant à limiter le nombre de trajets individuels journaliers (concernant par conséquent la dimension et la tarification des parkings), les nouvelles mesures de mobilité douce semblent avoir été plus « faciles » à négocier dans les nouveaux projets urbains développés dans les villes de Berne (Stade de Suisse) et Zurich (Sihlcity). Cela peut s'expliquer par les énormes investissements réalisés dans les réseaux de transports collectifs.

Quant aux normes en matière d'énergie et de construction, le label Minergie<sup>117</sup> s'est peu à peu imposé pour toute nouvelle construction. D'autres mesures en termes d'aménagement de l'espace, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur (création de zones de verdure ou maintien d'espaces naturalisés) font également partie des discussions.

Avec la multiplication des projets, les enjeux négociés qui se réfèrent à la dimension environnementale du développement durable ont ainsi tendance à devenir « standards » et institutionnalisés, faisant partie des « packages » proposés par les entreprises de développement-construction. Toutefois, nous avons pu constater que les enjeux sociaux n'étaient pas vraiment thématiques. Dans le cadre de ces projets à caractère commercial, la dimension sociale de la durabilité a essentiellement fait l'objet de discours en termes de garantie d'un accès public (centre commercial et de loisirs comme espace de rencontre) ou, dans le cas de projet en PPP, d'un financement privé d'infrastructures publiques (stade de football) avec des retombées positives pour l'attractivité urbaine et les habitants en termes de services publics.

Parallèlement, les négociations portent sur *les aspects économiques et financiers avec les acteurs privés agissant à des échelles extra-locales*. Ces négociations sont directement liées aux diverses mesures techniques et de durabilité in situ discutées au niveau local. Pour l'acteur ancreur, le but est de parvenir à la vente du projet urbain afin de rentabiliser sa prise de risque initiale. Les négociations concernent en priorité la rentabilité et le risque économiques de ces projets urbains novateurs pour lesquels la multifonctionnalité est également un argument primordial.

Les nouveaux centres commerciaux, dont certains prennent la forme de l' « Urban Entertainment Center » avec des thématiques liées au wellness ou à l'eau (aquaparc), ou sont combinés à des stades de football – ce qui est devenu une spécialité helvétique depuis qu'il a fallu renouveler les stades vétustes – ont fait l'objet de multiples analyses en termes d'accessibilité et d'aire de marché. L'objectif des bureaux spécialisés qui les réalisent est bien de démontrer le potentiel de rentabilité économique d'un projet en fonction de la localisation et des choix d'affectations commerciales. La conception des nouveaux mégaprojets commerciaux s'adresse en priorité à la demande des deux principaux groupes de commerce de détail du pays qui se sont préoccupés, depuis le début de la décennie 2000, de renouveler leur offre commerciale, face notamment à la concurrence des groupes étrangers (Aldi et Lidl) (Csikos et Fauconnet, 2009). Basée sur le concept d'achats-loisirs, la multifonctionnalité apparaît comme un élément central du dispositif de démarchage mis en place par les entreprises de développement-construction envers le duopole commercial. La multifonctionnalité couplée avec la centralité et l'urbanité est peu à peu apparue comme un argument permettant aux entreprises de développement-construction de renouveler l'offre commerciale du duopole national tout en confortant leur rente vis-à-vis de leurs principaux concurrents étrangers en occupant les pôles urbains, notamment des grandes villes du pays.

La multifonctionnalité des nouveaux projets commerciaux répond également au renouvellement et à la diversification de la demande de placement immobilier des institutions financières depuis la crise de 2001-2002, et en particulier des grandes institutions du circuit intermédié et titrisé qui s'est fortement développé durant la décennie 90 (Theurillat et al., 2010). Pour ces projets à caractère commercial, la question déterminante est celle du taux suffisant d'occupation des surfaces et il est rare en Suisse que les institutionnels achètent à un taux de remplissage inférieur à 80%. Les deux principaux groupes de commerce de détail du pays autour desquels s'agglomèrent d'autres chaînes commerciales, affiliées ou non, sont par conséquent des partenaires incontournables afin de garantir le cœur de la rentabilité financière, complété par d'autres revenus locatifs (bureaux, hôtels, appartements par exemple). Les

---

<sup>117</sup> Minergie représente le label suisse en matière de construction en Haute Qualité Environnementale.

collectivités publiques en tant que futurs locataires peuvent également être des éléments stabilisateurs de rentabilité financière des projets réalisés en PPP.

Avec les futurs investisseurs-propriétaires et exploitants, les acteurs ancreurs jouent un rôle de traduction puisque les multiples aspects qualitatifs liés à la durabilité et aux impacts territoriaux locaux sont systématiquement comparés et estimés en termes de rentabilité économique. Or, certaines mesures de durabilité visant à réduire le trafic individuel et à encourager l'utilisation des transports publics ou de la mobilité douce ou encore à réduire le volume des surfaces commerciales (en raison de mesures de protection du patrimoine ou pour garantir un espace ouvert et public) touchent le cœur de la rentabilité économique, et par conséquent financière, du projet. Ces mesures sont donc âprement négociées et peuvent retarder l'avancement du projet. Dans ce cadre, les acteurs ancreurs fonctionnent comme relais entre les niveaux territoriaux et les différents protagonistes.

S'appuyant sur leur partenaires privés, exploitants en l'occurrence, et utilisant sur le plan local différents relais politiques, les entreprises de développement-construction ont peu à peu développé des stratégies de communication (soirées d'information, publicité dans la presse, conférences de presse, etc.) auprès des associations/antennes locales de protection de l'environnement et auprès de la société civile afin de diminuer les contraintes et de faire accepter le projet sans qu'il y ait d'opposition. Les bénéfices d'un projet urbain pour la ville/quartier sous les angles économiques (études d'impacts économiques : nombre d'emplois et recettes fiscales par exemple) et de la durabilité (construction en HQE, utilisation de transports publics, etc.) sont systématiquement valorisés. Dans le cas de projet en PPP, le débat politique peut être animé puisqu'en définitive c'est le législatif communal qui donne l'aval au projet. Lors du premier mégaprojet en PPP du pays – centre commercial et stade de football avec salles de sports et centre d'incendie – dans une ville moyenne (Neuchâtel), la collectivité publique (politiciens et administration) a joué le rôle de facilitateur administratif et politique dans les négociations. Le projet a été réalisé dans un laps de temps très court (5 ans) et la durabilité n'a pas été un enjeu touchant à la rente commerciale (solutions minimales en matière de diminution du trafic individuel : mise en place d'une ligne de bus et parking payant, abandon de la construction en HQE).

Finalement, les négociations *avec les investisseurs potentiels se concrétisent au fil de l'avancement des négociations, avec d'une part les acteurs locaux et d'autre part les exploitants*. Les investisseurs finaux acceptent de considérer comme des investissements les dépenses dont l'enjeu est l'efficacité à long terme d'un objet urbain : principalement les dépenses énergétiques et de connexion aux réseaux de transport, notamment publics, qui peu à peu deviennent des mesures de durabilité incontournables. Parallèlement, d'autres dépenses sont réalisées sous l'étiquette de la durabilité, mais ne touchent pas le cœur économique (pose de capteurs photovoltaïques ou de toits naturalisés). Ces mesures ont avant tout une fonction symbolique et permettent de justifier du caractère durable du projet, face à l'opinion publique principalement. Ces dépenses peuvent être considérées comme des coûts d'obtention du permis de construire.

La délivrance du permis de construire par la collectivité publique permet généralement de solder aussi les négociations entre acteurs ancreurs et investisseurs, la propriété du projet passant alors à ces derniers. Ce contrat comprend aussi bien la propriété foncière et immobilière (voire sa location), l'exploitation (baux de location déjà conclus) que la réalisation de la construction. La rentabilité du projet étant en définitive fixée avec des investisseurs qui achètent le projet « clé en mains », c'est le prix du terrain, appartenant à la collectivité publique ou à un privé (particuliers, entreprises), ou de sa location, qui va être ajusté ex-post et qui va permettre de sceller les négociations.

Jusqu'à présent, dix des treize mégaprojets commerciaux développés durant la décennie ont été acquis par des institutions financières, appartenant principalement au circuit titrisé. Malgré l'obtention du permis de construire et une exploitation commerciale garantie, la recherche d'investisseurs est toujours en cours pour deux projets (projet en PPP du stade de Thoune combiné à un centre commercial avec Migros et autres chaînes ; projet privé de UEC « Ebisquare » dans la région lucernoise avec Coop et autres chaînes). Le troisième projet, en PPP « stades de Bienne », connaît également des difficultés dans le démarchage tant des exploitants que des investisseurs.

### ***La phase de gestion du capital ancré***

La signature du contrat de propriété marque la fin du rôle de l'acteur ancreur. Si ce dernier peut rester impliqué dans le projet, à travers la construction ou la gestion, l'investisseur en tant que propriétaire de l'objet urbain est le responsable principal de la gestion du capital ancré. La gestion à court terme, tout d'abord lors de la construction, puis à plus long terme, lors de l'exploitation des complexes multifonctionnels, donne également lieu à un certain nombre de négociations.

*La gestion de la construction des complexes*, qui se réalise en général très rapidement (2-4 ans), met en relation le nouveau propriétaire et l'acteur constructeur. Ce dernier, conformément au contrat d'entreprise générale passé avec l'investisseur-propriétaire, est responsable de la qualité technique de l'objet en construction. Dans ce cadre, l'acteur constructeur cherchera à optimiser ses coûts, par rapport au prix global résultant du développement et de la construction du projet. Quant au propriétaire, il pourra chercher à optimiser l'utilisation des surfaces et des volumes. C'est également à ce stade que s'effectue le démarchage des locataires si toutes les surfaces n'ont pas été louées. Par conséquent, lors de la construction des complexes, divers enjeux imprévus ou non précisés dans le permis de construire ou les contrats (d'entreprise générale, de bail, de mandat de démarchage, etc.) et dont certains concernent la durabilité (par exemple, la qualité et le coût du matériel dans le cas d'une construction en HQE) peuvent surgir et entraîner des négociations entre les parties.

*La gestion de l'exploitation des complexes*, qui s'inscrit dans le long terme, lie d'une part le propriétaire et les exploitants-locataires qui vont pouvoir mesurer la rentabilité ou non de leur investissement de départ. D'autre part, elle met en relation le propriétaire et les acteurs locaux, notamment les acteurs publics. Les effets territoriaux de l'inscription des complexes urbains, notamment sous l'angle de la durabilité, pourront alors être appréciés.

Tout d'abord, l'ancrage territorial négocié des acteurs privés porte sur des temporalités différentes. Pour les investisseurs-propriétaires institutionnels, les objets urbains sont des actifs financiers, qu'il s'agit de gérer selon une logique financière, « à distance » et par l'intermédiaire de sociétés de gérance. Leur ancrage à long terme dépend des niveaux escomptés de rentabilité financière, elle-même dépendante de la politique stratégique d'investissement ainsi que des opportunités de plus-values en cas de revente. La durée de l'ancrage des exploitants-locataires est contenue dans les baux, entre 5 et 20 ans en principe. Bien que ces contrats soient renouvelables, l'ancrage dépend de la réalisation des chiffres d'affaires alors escomptés. Bien que correspondant à des produits financiers récents, les acquisitions de ces mégaprojets urbains par des acteurs financiers suisses sont réalisées sur le long terme (20-30 ans) puisqu'à une exception, celle du Stade de Suisse, la propriété de ces derniers n'a pas changé.

Ensuite, les collectivités locales sont bien évidemment ancrées à long terme et affectées par la gestion des impacts de la transformation du paysage urbain. Des problèmes et des coûts

imprévus pour les collectivités publiques peuvent alors surgir, liés par exemple, à l'augmentation du trafic dans la ville ou aux nuisances sonores engendrées par le complexe urbain. Dans le cas du premier projet en PPP du pays (Neuchâtel), il est apparu que les coûts de la location de l'infrastructure dans le budget de fonctionnement et les frais de sécurité liés aux matchs de championnat ont été sous-évalués.

En résumé, les acteurs ancreurs se trouvent dans une position paradoxale. Ils sont confrontés à une prise de parole contrainte en matière de durabilité urbaine et de menace de défection de la part des acteurs financiers potentiellement mobiles. Avec l'accumulation d'expériences et de connaissances, ces acteurs sont parvenus à trouver des solutions de plus en plus standardisées afin de prendre en compte certains aspects de durabilité de contextes locaux. Ils ont également réussi à ancrer des acteurs financiers selon un processus séquentiel et cloisonné, permettant à ces derniers de ne pas s'impliquer directement dans les négociations locales. Parallèlement, en multipliant leurs compétences tant dans l'expertise économique, financière, juridique et technique que dans les modalités de négociation et de partenariat, ces acteurs sont désormais au centre d'un réseau comprenant les principaux acteurs privés – investisseurs-propriétaires et exploitants-locataires – des plus importants complexes urbains en Suisse.

On peut également observer que la production de ces mégaprojets a débouché sur un mouvement de modification du droit afin de faciliter l'ancrage du capital financier dans la ville. D'une part, une association « PPP Suisse » a été constituée avec pour objectif principal de réviser le droit fédéral sur les marchés publics dans le sens d'un renforcement de la coopération avec le secteur privé (Bolz, 2005). D'autre part, la récente modification de la Loi sur les placements collectifs (LPCC) facilite le « pooling » et l'investissement dans les grands projets de construction (UBS, 2008).

Si la production de mégaprojets financiarisés aboutit à une configuration d'acteurs privés particulière en Suisse, elle questionne également le rôle et les compétences des acteurs locaux, notamment des services urbains spécialisés. Ces derniers peuvent souffrir sur ce marché d'une certaine asymétrie dans les capacités de conception et de gestion des projets face aux acteurs privés d'importance nationale, voire internationale. On peut émettre l'hypothèse que dans les villes de taille moyenne ou petite, qui sont plus facilement écartées de l'espace d'investissement d'acteurs financiers appartenant au circuit titrisé (Theurillat et al., 2010), les conditions négociées de l'ancrage peuvent être minimales avec une priorité allant plus facilement au développement économique et à l'attractivité urbaine, dans le sens de la « ville financiarisée ».

#### 8.4 La ville négociée : l'ancrage du capital financier

Les observations réalisées dans le cas suisse et la réunion de trois champs de littérature en géographie urbaine nous amène à proposer un *cadre interprétatif* à la fois de la mobilité et de l'ancrage du capital dans la ville et de la durabilité urbaine pour d'autres travaux en géographie urbaine. En insistant sur l'importance des négociations à la base de l'ancrage du capital, nous proposons le modèle de **ville négociée** pour d'autres recherches en géographie urbaine.

Sur le plan méthodologique, le modèle de ville négociée résulte d'une *approche en situation* des impacts de la finance sur les métiers de l'immobilier et du construit urbain ainsi que sur les politiques et la gouvernance urbaine sous l'angle de la durabilité. Ces impacts ont été, dans un premier temps, conceptuellement approchés par l'élaboration, à partir de la littérature, de deux modèles permettant de penser la position des acteurs financiers dans les négociations relatives à leurs investissements immobiliers. A travers le concept d'**ancrage**, l'approche en situation vise à examiner le **processus de négociations** portant *simultanément* sur le capital

*financier et la durabilité urbaine.* Ces négociations sont à situer dans leur contexte, les acteurs interagissant à la fois dans et sur les institutions (Hogdson, 2007). Dans le cas de la production urbaine, les institutions encadrantes sont les différentes normes légales et réglementaires de politiques publiques, nationales et régionales/locales, en matière par exemple d'urbanisme et de construction, de protection de l'environnement ou encore d'équité sociale. Celles-ci représentent le niveau de base des enjeux de durabilité sur lequel les acteurs vont interagir et négocier. Ces négociations débouchent sur des arrangements institutionnels, formels et informels, indispensables à la réalisation de projets.

Le modèle de ville négociée mobilise un deuxième concept clé, celui d'**acteurs ancreurs**. Celui-ci se réfère aux *coalitions qui ont un intérêt à ce qu'un projet de construction se réalise*. Les acteurs spécialisés de la production urbaine (architectes/ingénieurs pour le design ; sociétés d'expertise et de conseils immobiliers ; etc.) jouent ici un rôle primordial et en particulier les entreprises de développement-construction. Bien que tout un champ de la littérature ait analysé le rôle des acteurs spécialisés dans la production urbaine et en particulier celui des développeurs (Healey et al., 2002 ; Guy et Henneberry, 2002 ; Lorrain, 1992 par ex.), celui-ci n'a pas été mis en relation avec le processus de financiarisation du construit urbain ni avec la question de la durabilité urbaine. Selon nous, l'époque contemporaine assigne à cette industrie un *rôle nouveau consistant à négocier l'ancrage du capital dans la ville sous contrainte de durabilité*. Cette industrie développe des projets en premier lieu pour des acteurs financiers et donne lieu, selon les objets urbains à financiariser (bâtiments et infrastructures), à des configurations particulières entre acteurs privés. Ces derniers ont un intérêt à la réalisation des projets urbains : d'exploitation économique ou simplement d'utilisation, résidentielle (logements par ex.), professionnelle (bureaux par ex.). Afin que les projets urbains puissent se concrétiser, les acteurs économiques privés doivent également s'appuyer ou négocier avec les acteurs urbains locaux, publics (municipalités, partis politiques ou agences nationales de développement urbain) et privés (ONG, société civile). La réalisation de projets urbains répond également à des besoins collectifs, en matière d'offre commerciale, résidentielle ou de services publics. Par conséquent, *l'ancrage négocié du capital financier dans la ville produit différentes formes de durabilité* selon les acteurs impliqués et les contextes institutionnels variables d'un pays à l'autre et d'une ville à l'autre.

Découlant de la réunion de trois champs de littérature en géographie urbaine, le modèle de la ville négociée prolonge les réflexions à la fois conceptuelles et analytiques de deux autres champs en géographie. Premièrement, il s'inscrit dans la littérature émergente en géographie urbaine de « l'actually existing sustainabilities » (Krueger et Aegyman, 2005). Cette dernière est une approche à la fois critique et empirique de la gouvernance et des politiques urbaines en matière de durabilité dans différents contextes sociaux, politiques et économiques. Nuançant à la fois l'approche normative de la durabilité et la force structurelle du néolibéralisme sur les villes, cette littérature veut analyser les « nouveaux espaces de la gouvernance urbaine » de manière à examiner et à rendre compte des transformations institutionnelles en cours (Jonas et While, 2007).

Deuxièmement, ce modèle s'inscrit dans le champ « des géographies de la financiarisation » (Engelen et al., 2010) visant à situer la variété des formes institutionnelles de financiarisation aux différentes échelles spatiales. Dans ce cadre, la financiarisation de la ville prend des formes variées selon les pays. La mise sur le marché d'objets urbains « financiarisables » via la privatisation/externalisation de l'immobilier d'entreprise et l'internationalisation des marchés immobiliers renvoie à toutes une série de réformes institutionnelles (Theurillat et al., 2010). Les situations nationales sont par conséquent différenciées selon l'ampleur des réformes institutionnelles favorables à l'investissement privé et selon le degré d'ouverture des marchés immobiliers domestiques aux investissements étrangers. La financiarisation de la ville prend également des formes différenciées selon les contextes institutionnels urbains.

D'une ville à l'autre, les politiques urbaines peuvent être marquées par des priorités variables entre d'une part le développement et la croissance économique – et donc par la mise en place de conditions-cadres favorables à l'investissement dans le construit urbain, dans le sens de la ville financiarisée, et d'autre part la mise en place d'actions permettant la réalisation du développement durable, dans le sens de la ville durable.

Alors que le construit urbain devient un secteur économique majeur dans beaucoup de pays, la question du financement, public ou privé, se pose avec d'autant plus d'acuité. A travers le modèle de ville négociée, la variété des formes de durabilité produites par la finance est à observer de manière contextualisée selon les trois dimensions suivantes (Tableau 1) :

Etant simultanément un instrument de développement économique et de réalisation de la durabilité, **le construit urbain** est évalué à la fois sous l'angle de critères économiques et financiers et de critères de durabilité. La question de recherche consiste à examiner les objets du construit urbain (type d'objets immobiliers et d'infrastructures de réseau) qui sont financiarisés et la manière dont la durabilité est matérialisée et traduite en termes économiques et financiers (coûts, risques et rendements) pour permettre l'ancrage du capital financier.

L'ancrage du capital financier sur un **territoire urbain** repose sur la maîtrise spatiale et temporelle des projets et des acteurs. Cela consiste d'une part à articuler les logiques spatiales des acteurs financiers, organisées de plus en plus à une échelle internationale et centrées en priorité sur les quartiers centraux des grandes métropoles, à des logiques in situ. D'autre part, cette articulation consiste également à faire converger des temporalités différentes en matière d'exploitation, d'utilisation et d'investissement d'une part et d'urbanisme et de fonctionnement urbain (mobilité ; énergie ; etc.).

Au cœur d'une **gouvernance urbaine** à inscrire dans le contexte institutionnel national en matière de politiques urbaines et de compétences décisionnelles, plus ou moins décentralisées, le rôle des acteurs ancreurs consiste à mettre en relation les différents acteurs impliqués dans un projet urbain.

Dans les négociations relatives à l'ancrage du capital financier dans la ville, le rôle des professions immobilières et du construit urbain s'avère essentiel puisqu'elles ont pour fonction de transmettre les informations localisées à leur « nouvelle » clientèle financière. Dès lors, quels sont les protagonistes des négociations, de quelle manière celles-ci se sont déroulées et ont abouti (ou non) et dans quelle mesure assiste-t-on à la formation de coalitions d'acteurs ancreurs aux échelles urbaines, nationales voire internationales autour de la production d'objets financiarisés ? Il s'agit en effet de comprendre comment des logiques antagonistes en matière de financement, de propriété, d'exploitation économique et/ou d'utilisation privée ou publique se sont articulées autour de la production d'objets financiarisés dans différentes villes et pays. Cette articulation se traduit par une gouvernance publique-privée mêlant à la fois les logiques verticale du capital et horizontale des débats locaux sur des enjeux de durabilité. Les acteurs privés, financiers et économiques (exploitants), fonctionnent en effet sur des dynamiques d'investissement plus globales selon une approche homogénéisante (Crevoisier, 1999) de comparaison spatiale. Ces négociations reposent sur un rapport de loyauté (Hirschman, 1986), à savoir un compromis entre des acteurs mobiles pouvant jouer l'exit, mais acceptant de prendre la parole (voice) sur des enjeux locaux.



**Tableau 11 : les caractéristiques de la ville *négociée* et des villes *financiarisée* et *durable***

|                                    | <b>Ville financiarisée</b>                                  | <b>Ville négociée</b>                           | <b>Ville durable</b>                                                          |
|------------------------------------|-------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Enjeu de départ</b>             | Assurer l'attractivité du capital                           | Assurer la durabilité de la ville financiarisée | Diminuer les effets négatifs de la transformation du paysage urbain           |
| <b>Construit urbain</b>            |                                                             |                                                 |                                                                               |
| Statut du construit                | Support de reproduction du capital                          | Projet entrepreneurial                          | Levier de changement                                                          |
| Critères d'analyse                 | Critères de rendements et risques économiques et financiers | Critères financiers et critères de durabilité   | Critères multiples de maîtrise des flux urbains (mobilité et matière&énergie) |
| <b>Gouvernance urbaine</b>         |                                                             |                                                 |                                                                               |
| Acteurs types                      | Investisseurs                                               | Ancreurs                                        | Communauté urbaine                                                            |
| Type de relations                  | Verticales externes                                         | Horizontales internes et verticales externes    | horizontales internes                                                         |
| Principe supérieur de coordination | Opportunisme                                                | Pragmatisme                                     | Equité sociale                                                                |
| Base de coordination               | Menace de défection (exit)                                  | Loyalty                                         | Prise de parole (voice)                                                       |
| Instrument de coordination         | Contrat                                                     | Négociation                                     | Participation démocratique                                                    |
| <b>Territoire urbain</b>           |                                                             |                                                 |                                                                               |
| Espace                             | Espace atomisé et aimant                                    | Espace multiscalaire                            | Espace intégré et fermé                                                       |
| Temps                              | Temps court et réversible                                   | Temporalité plurielle et convergente            | Projection sur la base du passé                                               |
| <b>Type d'ancrage du capital</b>   | <b>Allocation du capital entre les villes</b>               | <b>Ancrage du capital dans la ville</b>         | <b>Capital ancré dans la ville</b>                                            |

Source : élaboration propre

## 8.5 Conclusion

En proposant d'analyser la financiarisation et la durabilité au cœur des enjeux de la production urbaine, cet article pose une question fondamentale. Comment ces deux phénomènes, à priori largement antagonistes s'articulent-ils concrètement ?

Bien que l'impact de la finance attire peu à peu l'attention des chercheurs, la plupart des travaux sur la production urbaine se concentrent le plus souvent sur les questions soit de durabilité, soit de néolibéralisation. Dans le but de développer un cadre conceptuel, analytique et interprétatif des changements apportés par la finance dans les négociations autour de la production et de la durabilité urbaines, deux modèles ont été identifiés dans un premier temps à partir de la littérature en géographie urbaine. D'un côté, le modèle de *ville financiarisée*, mettant les financiers en position de force dans les négociations où le construit urbain est un actif financier, et de l'autre, celui de *ville durable* dans lequel le construit urbain est un instrument de durabilité qui doit être négocié entre toutes les parties prenantes.

L'étude empirique de la production urbaine en Suisse est une manière de rendre compte des nouvelles formes de négociations découlant à la fois de la financiarisation et de la durabilité. Le cas suisse a montré que les projets urbains financiarisés développés durant les années 2000 par les trois principales entreprises de développement-construction du pays ont pris la forme de mégaprojets commerciaux multifonctionnels et a donné lieu à des configurations particulières entre les principaux groupes de commerces de détail du pays et les principaux investisseurs institutionnels du pays. D'autre part, au centre de l'ancrage, les entreprises de développement-construction ont également trouvé des solutions auprès des acteurs locaux, privés (avec en particulier le rôle des ONG environnementales) et publics, concernant les impacts territoriaux sous l'angle de la durabilité. Négociées de manière cloisonnées et séquencées avec d'un côté les acteurs financiers et de l'autre les acteurs urbains, les formes de durabilité produites par la finance dans le contexte institutionnel suisse et dans le cas de mégaprojets commerciaux renvoient principalement à des compromis entre « économie et environnement » autour de questions liées à la mobilité urbaine et à la construction en HQE.

A partir de ces réflexions théoriques et empiriques, le modèle de la ville négociée a été élaboré. Celui-ci propose un cadre d'analyse et d'interprétation pour de futurs travaux en géographie urbaine en mettant en avant de nouvelles articulations entre le construit, la gouvernance et le territoire urbain. L'ancrage du capital financier dans la ville soulève non seulement la question de l'évaluation financière du construit urbain, mais également celles de la nature des fonctions urbaines ainsi que des modalités de négociations entre les acteurs impliqués dans la gouvernance urbaine.

Deux tendances actuelles semblent légitimer l'hypothèse d'un renforcement du développement des marchés du construit urbain financiarisés et de l'urbanisation du capital. Premièrement, la demande d'investisseurs institutionnels va encore se renforcer, tant à l'intérieur de pays (Hagerman et al., 2006 et 2007 pour le cas du marché américain) qu'au niveau international (Inderst, 2009) et se diriger en priorité vers les métropoles qui ont d'énormes besoins en infrastructures. Deuxièmement, cette demande va concerner aussi bien les circuits direct qu'indirect, notamment avec des structures ad hoc telles que les fonds de fonds ou les fonds en private equity (Torrance, 2008). Dans cette perspective, les modalités de négociations à la base de l'ancrage du capital financier dans des contextes urbains différents vont être à la fois un objet d'intérêt scientifique et un enjeu très concret auquel de plus en plus de villes seront confrontées.



## **BIBLIOGRAPHIE**

---



- Aalbers M.B. (2008), The financialization of home and the mortgage market crisis, *Competition & Change*, 12 (2), 148–66.
- Aalbers M.B. (2009a), Geographies of the financial crisis, *Area*, 41, 34–42.
- Aalbers M.B. (2009b), The sociology and geography of mortgage markets: reflections on the financial crisis, *The International Journal of Urban and Regional Research*, 33, 281–290.
- Adair A., Berry J., McGreal S. et al. (1999), Evaluation of Investor Behaviour in Urban Regeneration, *Urban Studies*, vol. 36 (12), 2031-2045.
- Adair A., Berry J. and McGreal S (2003), Financing Property's Contribution to Regeneration, *Urban Studies*, vol. 40, nos 5-6, 1065-1080.
- Aglietta M. (1998), Le capitalisme de demain, *Notes de la Fondation Saint-Simon*, 101.
- (2001), *Macroéconomie financière*, Tome 1, Paris : La Découverte (remis à jour : 2004)
- (2005), *Macroéconomie financière*, Tome 2, Paris : La Découverte.
- (2008), New trends in Corporate Governance: the prominent role of the long run investor, *Competition and change*, 12 (2), 203-222.
- (2009), *Croissance et financement de long terme*, papier présenté à la Conférence LEFI, décembre, Lyon.
- Aglietta M. et Reberlioux A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Paris: Albin Michel.
- Albert M. (1991), *Capitalisme contre capitalisme*, Paris : Seuil.
- Altaprima Management und Ernst&Young (2004), *Immo-survey 2004. Das Anlageverhalten schweizerischer institutioneller Immobilieninvestoren*, Zürich.
- Amable B. (2005), *Les cinq capitalismes*, Paris : Seuil.
- Anadon M. (2006), La recherche dite « qualitative » : de la dynamique de son évolution aux acquis indéniables et aux questionnements présents, *Recherches qualitatives*, vol. 26 (1), 5-31.
- Anadon M. et Guillemette F. (2007), la recherche qualitative est-elle nécessairement inductive ?, *Recherches qualitatives*, hors-série, 26-37.
- Angeon V. et Crevoisier O. (2009), L'économie territoriale : un programme de recherche institutionnaliste. Quelles implications pour la compréhension des mécanismes de développement territorial ?, *Communication au XLVIème colloque de l'ASRDLF*.
- Artus P. et Pastré O. (2009), *Sorties de crise. Ce qu'on ne nous dit pas, ce qui nous attend*, Paris : Perin.
- ASB (1999), *Le secteur bancaire suisse: Evolution, structure et position internationale*, Bâle
- Asheim B. T. (1996), Industrial districts as "learning regions": a condition for prosperity, *European Planning Studies*, Vol. 4 (4), 379-400.
- Asheim B.T. and Cooke P. (1999), Local learning and interactive innovation networks in a global economy. In: Malecki, E., Oinas, P. (Eds.), *Making Connections: Technological Learning and Regional Economic Change*, Aldershot :Ashgate, 145–178.
- Ascher F. (1995), *Métapolis ou l'avenir des villes*, Paris : Ed. Odile Jacob.
- Auvray A., Costantino R. et Hervé F. (2008), *La filière d'investissement en immobilier d'entreprise et ses impacts sur le territoire en Ile-de-France*, Laboratoire Techniques, Territoires et Sociétés, Ecole Nationale des Ponts et Chaussée, Paris.

- Aveline-Dubach N. (2008), *Immobilier - L'Asie, la bulle et la mondialisation*, Paris : CNRS Editions.
- Aydalot P. (1986), *Milieus innovateurs en Europe*, Paris : GREMI.
- Banque Pictet & Cie. (1999, 2005), *Indice LPP*, Geneva.
- Bathelt H., Malmberg A. and Maskell P. (2004), Clusters and Knowledge: Local buzz, global pipelines and the process of knowledge creation, *Progress in Human Geography*, vol. 28 (1), 31-56.
- Batsch L. (2002). *Le capitalisme financier*. Paris: La Découverte et Syros.
- Bazzoli L. (1999), *L'économie politique de John R. Commons: essai sur l'institutionnalisme en sciences sociales*, Paris : L'Harmattan.
- Béal V. et Rousseau M. (2008), Néolibéraliser la ville fordiste, *Métropoles*, no 4, 160-202.
- Beauregard R. (1994), Capital switching and the built environment: United States 1970-89, *Environment and Planning A*, 26, 715-732.
- Berle A. and Means G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Commerce Clearing House.
- Beccatini G. (1990), The marshallian Industrial District as a Socio-economic Notion. In: Pyke F, Becattini G and Sengenberger W (eds), *Industrial Districts and Inter-firms Cooperation in Italy*. Genève: International Labour Organisation, 37-51.
- Bender A., Hoesli M. et Gaud P. (2001), Fonds de placement immobiliers et sociétés anonymes d'investissement immobilier, *L'expert-comptable suisse*, 239-246.
- Benko G. et Lipietz A. (1992), *Les régions qui gagnent*. Paris : PUF.
- Billaudot B. (2001), *Régulation et croissance: Une macroéconomie historique et institutionnelle*. Paris: L'Harmattan.
- Birch K. and Mykhnenko V. (2009), Varieties of neoliberalism? Restructuring in large industrially dependent regions across Western and Eastern Europe, *Journal of Economic Geography*, 9, 355-380.
- Blanchet A. et Gotman A. (1992), *L'enquête et ses méthodes : l'entretien*. Paris : Nathan.
- Bochet B. et Cunha Da A. (2003), Métropolisation, forme urbaine et développement durable, in Da Cunha A. et Ruegg J. (Eds), *Développement durable et aménagement du territoire*, Lausanne : PPUR, 23-41.
- Böhlme C. et Meyer U. (2002), Plaidoyer pour la densification des villes, *La revue durable*, no 2, 29-32.
- Boidin B. et Zuindeau B. (2006), Socio-économie de l'environnement et du développement durable : états des lieux et perspectives, *Mondes en développement*, vol. 34, no 135, 7-37.
- Boltanski L. et Chiapello E. (1999), *Le nouvel esprit du capitalisme*, Paris: Gallimard.
- Boltanski L. et Thévenot L. (1991), *De la Justification, les économies de la grandeur*, Paris: Gallimard.
- Bolz U. (2005), *Public Private Partnership in der Schweiz : Grundlagenstudie – Ergebnis Einer Gemeinsamen Initiative von Wirtschaft und Verwaltung*, Zürich: Schulthess Editions.
- Boncoeur J. et Thouément H. (2005), *Histoire des idées économiques : de Walras aux contemporains*, Paris : Armand Colin.
- Bontems P. et Rotillon G. (2007), *L'économie de l'environnement*, Paris : La Découverte.

- Bourassa S. C, Scognamiglio D. and Hoesli M. (2010), Housing finance, prices, and tenure in Switzerland, *Journal of Real Estate Literature*, vol 18 (2), 261-282.
- Bourassa S.C. and Hoesli M. (2010), Why Do the Swiss rent?, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, vol. 40, 286-309.
- Bouba-Olga O. (2005), Gouvernance d'entreprise : élargir la problématique, *Revue économique et sociale*, 69-77.
- Boubel A. et Pansard F. (2004), *Les investisseurs institutionnels*, Paris: La Découverte.
- Bourguinat H. (2000), La finance mondiale, équilibre et turbulence, in Cabin P. (coordonné par), *L'économie repensée*, Auxerre: Sciences Humaines Editions.
- Bourguinat H. et Briys E. (2009). *L'arrogance de la finance*. Paris : La Découverte.
- Boutaud A (2005), *Le Développement Durable : penser le changement ou changer le pansement*, Thèse de l'Ecole nationale des Mines supérieures et de l'Université Jean Monnet à St-Etienne.
- Boyer R. (1986), *La théorie de la régulation: une analyse*. Paris: La Découverte.
- (2000), Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis, *Economy and Society*, 29(1), 111-145.
- (2001), The regulation approach as a theory of capitalism : a new derivation, in : Labrousse A., Weisz J.-D., *Institutional Economics in France and Germany : German Ordoliberalism versus French Regulation School*, Berlin: Springer Verlag, 49-92.
- (2003), Les institutions dans la théorie de la régulation, *CEPREMAP-ENS, EHESS*, no 8.
- (2004), *Une théorie du capitalisme est-elle possible ?*, Paris : Odile Jacob.
- Braudel F. (1985), *La dynamique du capitalisme*, Paris: Flammarion.
- Breheny M. J. (1992), *Sustainable Development and Urban Form*, London: Spon.
- Brenner N. (2003), Glocalization as a state spatial strategy : urban entrepreneurialism and the new politics of uneven development in Western Europe, in Peck J. et Yeung H. (eds), *Remaking the global economy : Economic-geographical perspectives*, London: Sage, 197-215.
- (2004), *New states spaces. Urban governance and the rescaling of statehood*, Oxford: Oxford University Press.
- Brenner N. and Theodore N. (2002), Cities and the Geographies of « Actually Existing Neoliberalism », *Antipode*, 34, 349-379.
- Brenner N., Peck J. and Theodore N. (2005), *Neoliberal urbanism: cities and the rule of markets*. Paper (available at: <http://www.geography.wisc.edu/faculty/peck/index.htm>).
- Bridge G. (2008), Environmental economic geography: a sympathetic critique, *Geoforum*, 39, 76-91.
- Brodhag C. (2003), Genèse du concept de développement durable: dimensions éthiques, théoriques et pratiques", in Da Cunha A. et Ruegg J. (Eds.), *Développement durable et aménagement du territoire*, Lausanne.
- Bulkeley H. (2005), Reconfiguring environmental governance: Towards a politics of scales and networks, *Political Geography*, 24, 875-902.
- Byrne P. and Lee S. (2006), Geographical Concentration in the Institutional Market for Office Property in England and Wales, *Working Papers in Real Estate & Planning*, Department of Real Estate & Planning, University of Reading, Reading.

- (2007), Spatial Concentration in Institutional Investment in the UK : Some Comparisons Between the Retail and Office Sectors, *Working Papers in Real Estate & Planning*, Department of Real Estate & Planning, University of Reading, Reading.
- Callon M. (1998a), Actor-network Theory, the Market Test, in Law J. And Hassard J. (Eds), *Actor Network Theory and after*, Oxford: Blackwell Publishers/The Sociological Review, 181-195.
- (1998b), Introduction: the embeddedness of economic markets in economics, in Callon M. (Eds), *The laws of the markets*, Oxford: Blackwell, 1-57.
- (2007), What Does it Mean to Say that Economics is Performative?, in Mackenzie D., Muniesa, F. and Siu, L. (Eds), *Do Economists Make Markets? On the Performativity of Economics*, Princeton: Princeton University Press.
- Callon M., Lascoumes P. et Barthe Y. (2001), *Agir dans un monde incertain*, Paris : Seuil.
- Camagni R. (1991), *Innovation networks: spatial perspectives*, London : Belhaven Press.
- Camagni R., Gibelli M-C. and Rigamonti P. (2002), Urban Mobility and Urban Form: the Social and Environmental Costs of Different Patterns of Urban Expansion, *Ecological Economics*, No 40, 217-229.
- Capelle-Blancard G. et Giamporcano-Saunière S. (2003), L'investissement socialement responsable, in Ferrandon B. et Montel O., *Le financement de l'économie*, Cahiers français, no 331, 70-76.
- Capelle-Blancard G. et Tadjedinne Y. (2009), The location of financial activities : the impact of new technologies and the financial crisis, *Working paper*, Economix Paris X.
- Castree N. (2007), Neoliberal environments: a framework for analysis, *Manchester Papers in Political Economy*, no 4.
- Chabanas N. (2002), Les entreprises françaises des groupes vues à travers les enquêtes. "Liaisons financières de 1980 à 1999, *INSEE*, Division "Synthèse des Statistiques d'Entreprises," E2002-04.
- Chavance B. (2007), L'expérience postsocialiste et le résistible apprentissage de la science économique, *Revue du Mauss*, no 30, 49-62.
- Chesnais F. (2001), La théorie du régime d'accumulation financiarisé: contenu, portée et interrogations, *Forum de la régulation*, Paris.
- Clark G. L. (1998), Stylized facts and close dialogue: methodology in economic geography, *Annals of the Association of American Geographers*, 88, 73-87.
- (2000), *Pension Fund Capitalism*, Oxford: Oxford University Press.
- (2003), *European Pensions & Global Finance*, Oxford: Oxford University Press.
- (2005b), Beyond close dialogue: economic geography as if it matters, *OUCE Working Papers*, University of Oxford.
- (2006a), Money flows like mercury: the geography of global finance, in Bagchi-Sen and Lawton-Smith H. (Eds.), *Economic geography: past, present and future*, London: Routledge.
- (2006b), Setting the agenda: the geography of global finance. In S. Bagchi-Sen and H. Lawton-Smith (eds), *Economic Geography: Past, Present and Future*, London: Routledge, 83-93.
- (2007), Governing finance: reconciling functional imperatives with stakeholder representation in financial institutions. *OUCE Working Papers*, Oxford University.
- Clark G. L. and Evans J. (1998), The Private Provision of Urban Infrastructure: Financial Intermediation through Long-term Contracts, *Urban Studies*, vol. 35 (2), 301-319.

- Clark G. L., Dixon A.D. and Monk A. H. B. (2009), *Managing Financial Risks: From Global to Local*, Oxford: Oxford University Press.
- Clark G. L. and Hebb T. (2004), Corporate Engagement: The fifth stage of capitalism, *Relations industrielles /Industrial Relations*, 59 (1), 142-171.
- Clark G.L. and Wojcik D. (2007), *The Geography of Finance: Corporate Governance in the Global Marketplace*, Oxford: Oxford University Press.
- Clearfield A. (2004), La passivité des investisseurs institutionnels dans la gouvernance des entreprises, *Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde 2003-2004*, 373-383.
- Clévenot M. (2008), Les difficultés à nommer le nouveau régime de croissance, *Revue de la Régulation*, no 3/4.
- Coase R. (1937), The Nature of the Firm, *Economica*, 4 (16), 386-405.
- Coe N., Hess M., Yeung H., Dicken P. & Henderson J. (2004), Globalizing" regional development: a global production networks perspective, *Transactions of the Institute of British Geographers*, 29(4), 468-484.
- Coe N, Dicken P and Hess M (2008), Global production networks: realizing the potential, *Journal of Economic Geography*, 8, 271-295.
- Coenen-Hunter J. (2003), Le type idéal comme instrument de la recherche sociologique, *Revue de sociologie française*, 44 (3), 531-547.
- Colletis G., Auvray T., Lavigne S., Montalban M., Morin F. Raduriau G. (2007), La financiarisation des stratégies : transferts de risque, liquidité, propriété et contrôle, *Cahiers du GRES*, no 9.
- Colletis-Wahl K., Corpataux J., Crevoisier O., Kébir L. and Peyrache-Gadeau V. (2008), The territorial economy: a general approach in order to understand and deal with globalisation, in: Aranguren M-J., Iturrioz C. and Wilson J. R. (Eds.), *Networks, Governance and Economic Development: Bridging Disciplinary Frontiers*, Cheltenham: Edward Elgar, 21-29.
- Commons J. (1931), Institutional Economics, *American Economic Review*, December, 648-657.
- (1934), *Institutional Economics. Its Place in Political Economy*, New York : The MacMillan Company, réédition 1990, Transaction Publishers, vol.1& 2.
- Coriat B. (2008), L'installation de la finance en France, *Revue de la Régulation*, no 3/4.
- Corpataux J. (2003), *La monnaie comme facteur de divergence territoriale, une approche par les systèmes de production territoriaux*, Thèse de doctorat, Faculté de Droit et des Sciences Economiques, Neuchâtel : Université de Neuchâtel.
- Corpataux, J. et Crevoisier, O. (2001), Place financière ou économie de production? Les mécanismes de la dualisation économique et spatiale de la Suisse (1975-2000), *Géographie, Economie, Société*, vol. 3, n° 1, 3-30.
- (2005a), Increased Capital Mobility/Liquidity and its Repercussions at Regional Level: some Lessons from the Experiences of Switzerland and UK, *European and Urban Regional Studies*, Vol. 4 (12), 315-334.
- (2005b), Has the Financial Economy Increased Regional Disparities in Switzerland over the Last Three Decades ?, in Felsenstein D. and Portnov B. (Eds), *Regional Disparities in Small Countries*, Berlin: Springer Verlag.
- (2007), Economic theories and spatial transformations: clarifying the space-time premises and outcomes of economic theories, *Journal of Economic Geography*, 285-309.

- Version française: (2007), Théories économiques et transformations spatiales : expliciter les postulats spatio-temporels des théories économiques et la nature de leurs résultats, *Working papers du GRET*.
- Corpataux J., Crevoisier O. and Theurillat T. (2009), The Expansion of the Finance Industry and its Impact on The Economy : a Territorial Approach Based on Swiss Pension Funds, *Economic Geography*, 85 (3), 313-334.
- Costa P., Crevoisier O., Kebir L. and Peyrache Gadeau V. (2009), *Towards a new territorial approach to economic development? Enhancing the Milieu concept*, Document de travail, Workshop Gremi, octobre, Grenoble.
- Courlet C. et Pecqueur B. (1992), Les système industriel localisés en France: un nouveau modèle de développement, in Benko G. et Lipietz A (Eds), *Les régions qui gagnent*, Paris : PUF, 81-102.
- Cox K. R. (1993), The Local and the Global in the New Urban Politics: a Critical View, *Environment and Planning D: Society and Space*, 11 (4), 433-448.
- Crevoisier, O. (1997), Financing Regional Endogenous Development: the Role of Proximity Capital in the Age of Globalization, *European Planning Studies*, 5(3), 407-415.
- (1999), Two Ways to Look at Learning Regions at the Context of Globalization : the Homogenizing and Particularizing Approaches, *Geojournal*, 49, 353-361.
- (2001), Les NTIC, le développement économique et l'espace : quelques enseignements à partir du cas du secteur financier, in Vodoz L. (Eds), *NTIC et les territoires*, Lausanne : Presses polytechniques romandes, 197-210.
- (2004), The innovative milieu approach : Towards a territorialised understanding of the economy , *Economic geography*, 80(4), 367-379.
- (2010), La pertinence de l'approche territoriale, *Revue d'économie régionale et urbaine*, no 5, 5-21.
- Crevoisier O. and Jeannerat H. (2009), Territorial Knowledge Dynamics: From the Proximity Paradigm to Multi-location Milieus, *European Planning Studies*, vol. 17 (8), 1223-1241.
- Crevoisier O. and Quiquerez F. (2005), Inter-regional corporate ownership and regional autonomy: The case of Switzerland. *Annals of Regional Science*, 39, 663–689.
- Crevoisier O. et Theurillat T. (2011), Les territoires de l'industrie financière : quelles suites à la crise de 2008-2009 ?, *Revue d'économie industrielle*, no 134, 133-158.
- Crédit Suisse (2003), *Le marché suisse de l'immobilier 2003: faits et tendances*, Zurich.
- (2005), *Le marché suisse de l'immobilier 2005*, Zurich.
- Crouch C. (2005), Models of Capitalism, *New Political Economy*, 10(4), 439-456.
- Crouzet E. (2003), Le marché de bureaux et les territoires métropolitains: vers un renforcement de la discrimination territoriale, *L'espace géographique*, no 2, 141-154.
- Croz et Lafourcade (2009), *La nouvelle économie géographique*, Paris : La Découverte.
- Creswell J. (2007), *Qualitative inquiry and reseach design : choosing among five approaches*, 2<sup>nd</sup> Edition, Thousand Oaks : Sage.
- Csikos P. (2008), Les strategies foncières des grands propriétaires collectives: les cas des sociétés immobilières, fonds de placement immobilier et fondations de placement, *working paper de l'IDHEAP*, Lausanne.

- Da Cunha A. (2003), Développement durable: éthique du changement, concept intégrateur, principe d'action", in Da Cunha A. et Ruegg J. (éds.), *Développement durable et aménagement du territoire*, Lausanne.
- Davezies L. (2008), *La République et ses territoires. La circulation invisible des richesses*, Paris : Le Seuil.
- Davezies L. (2009), L'économie locale « résidentielle », *Géographie Économie Société*, vol. 11, 47-53.
- David L. (2010), La financiarisation de marchés immobiliers à Mexico : le résultat de collaborations et de résistances entre acteurs territoriaux, *papier de colloque l'ASRDLF*, Aoste.
- David L. and Halbert L. (2010), Constructing World-Class Cities: hubs of globalization and high finance, in Jacquet P., Pauchari R. K., Tubiana L., *Regards sur la terre 2010: villes. Changer de trajectoires*, Paris: Presse de sciences po.
- David T., Mach A. and Schnyder G. (2004), Swiss corporate governance in a changing world: Challenges and reactions, in Nollert M., Scholtz H. & Ziltener P. (Eds), *Die Gesellschaft der Wirtschaft*, Münster: Sammelband Wirtschaftssoziologie.
- De Goede M. (2001), Discourses of scientific finance and the failure of long-term capital management, *New Political Economy* 6, 149–170.
- Demaria C. (2004), *Finance et développement durable*, Paris : Broché.
- Dembinski P.-H. (2008), *Finance servante ou finance trompeuse? Rapport de l'observatoire de la finance*. Paris.
- Département fédéral des finances (2004), *Rapport explicatif comprenant le projet de loi de la commission d'experts. Révision totale de la Loi sur les Fonds de placement du 18 mars 1994*, Berne.
- (2006), *Place financière suisse et politique en la matière*, Berne, Switzerland.
- Dicken P. (2001), Firms in territories: a relational perspective, *Economic Geography*, 77, 345-363.
- Dicken P.; Kelly, P. F.; Olds, K. and Yeung, H. W.-C. (2001), Chains and networks, territories and scales: Towards an analytical framework for the global economy, *Global Networks*, 1, 89–112
- Dixon T. J. and Pottinger G. (2006), Lessons From Real Estate Partnerships in the UK : Drivers, Barriers and Critical Success Factors, *Property Management*, Vol. 24, No 5, 479-495.
- Dow S. C. (1999), The Stages of Banking Development and the Spatial Evolution of Financial Systems, in Martin R. (Ed.), *Money and the Space Economy*, New York: John Wiley & Sons.
- Dow S. C. and Rodriguez-Fuentes C. J. (1997), Regional Finance: A Survey, *Regional Studies*, 31 (9), 903-920.
- Dubocage E. et Rivaud-Danset D. (2006), *Le capital-risque*, Paris: La Découverte.
- Dupuy C. et Lavigne S. (2008), Investment behaviors of the key actors in capitalism : when geography matters, *Cahiers du GRES*, no 4.
- Eberhard F., Lüscher R., Eisinger A. und Reuther I. (2007), *Zürich baut: Konzeptioneller Städtebau*, Zürich: Birkhäuser.
- Economiesuisse (2002), *Code suisse de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise*, Zurich: Swiss Business Federation.

- Evans J. and Jones P. (2008), Rethinking sustainable urban regeneration: ambiguity, creativity, and the shared territory, *Environment and Planning A*, vol. 40, 1416-1434.
- Engelen E. (2003), *The Fairy Tale of Pension Fund Engagement*, Comments on Clark & Hebb "Understanding Pension Fund Corporate Engagement in a Global Arena" available at: <http://www.fmg.uva.nl/amidst/object.cfm?objectID=45DF0517-EE71-4F5E-823E803B3AA8B6C8>
- (2006), Resocializing capital: putting pension savings in the service of "financial pluralism"? , *Politics & Society*, 34, 187–218.
- (2007), Amsterdamed? The uncertain future of a financial center, *Environment and Planning A*, 39, 1306–1324.
- Engelen E. and Grote M. H. (2009), Stock exchange virtualisation and the decline of second-tier financial centres : the cases of Amsterdam and Frankfurt, *Journal of Economic Geography*, 9, 679–696.
- Engelen E., Konings M. and Fernandez R. (2010), Geographies of Financialization in Disarray: The Dutch Case in Comparative Perspective, *Economic Geography*, 86 (1), 53-73.
- Emelianoff C. (2002), La notion de ville durable dans le contexte européen : quelques éléments de cadrage, *Enjeux et politiques de l'environnement, Cahiers français*, no 306, 28-35.
- (2005), L'urbanisme durable en Europe, à quel prix ?, in Maréchal J-P. et Quenault B. (Eds), *Le développement durable : une perspective pour le 21<sup>ème</sup> siècle*, Rennes : PUR, 203-216.
- (2007), Les quartiers durables en Europe, un tournant urbanistique?, *Urbia*, no 4, 11-30.
- Erkman S. (2004), *Vers une écologie industrielle*, 2<sup>ème</sup> édition, Paris : Charles Léopold Mayer.
- Erturk I. and Solari S. (2007), Banks as Continuous Reinvention, *New Political Economy*, 12 (3), 369-388.
- Eurosif (2008), *European SRI Study 2008*, Paris: Eurosif.
- Evans J. and Jones P. (2008), Rethinking sustainable urban regeneration: ambiguity, creativity, in the shared territory, *Environment and Planning A*, vol. 40, 1416-1434.
- Fainstein S. (2001), *City Builders: Property, Politics and Planning in London and New York: 1980-2000*, 2<sup>nd</sup> Edition, Kansas: Universtiy Press of Kansas.
- (2009), Mega-projects in New-York, London and Amsterdam, *International Journal of Urban and Regional Research*, 768-785.
- Faulconbridge J., Engelen E., Hoyler M. and Beaverstock J. (2007), Analysing the changing landscape of European financial centres: the role of financial products and the case of Amsterdam. *Growth and Change*, 38, 285–309.
- Flick U. (1992), Triangulation revisited : strategy of validation or alternative, *Journal for theory of social behaviour*, 22 (2), 175-197.
- Freeman C. and Louça F. (2002), *As Time Goes by*, Oxford : Oxford University Press.
- French S. and Leyshon A. (2004), The new, new financial system? Towards a conceptualization of financial intermediation, *Review of International Political Economy*, 11 (2), 263-288.
- French S., Leyshon A. Wainwright T. (2011) Financializing space, spacing financialization. *Progress in Human Geography*.

- Froud J., Haslam C., Johal S. and Williams K. (2000), Financialisation and Shareholder Value: Consultancy Moves, Management Promises. *Economy and Society*, 29(1), 80-120.
- Froud J., Johal S., Leaver, A. and Williams K. (2006), *Financialization and Strategy: Narrative and numbers*, London: Routledge.
- Froud J. and Williams K. (2007), Private equity and the culture of value extraction, *New Political Economy*, vol. 12 (3), 405-420.
- Fuchs M. and Scharmanski A. (2009), Counteracting path dependencies : rational investment decisions in the globalising commercial property market, *Environment and Planning A*, vol. 41, 2724-2740.
- Gertler M. S. (2010), Rules of the Game: The Place of Institutions in Regional Economic Change, *Regional Studies*, 44 (1), 1-15.
- Gibbs D. (2006), Prospects for an environmental economic geography: linking ecological modernization and regulationist approaches, *Economic Geography*, 82 (2), 193-216.
- Giddens A. (1984), *The constitution of society: outline of the theory of structuration*. Cambridge : Polity Press.
- Gillan S.L. and Starks L.T. (2003), Corporate Governance, Corporate Ownership and the Role of Institutional Investors: a Global Perspective, *Journal of Applied Finance*, 13, 4-22.
- Giraud P.-N. (2001), *Le commerce des commerces: petit traité sur la finance moderne*, Paris: Seuil.
- Gislain J.-J. (2004), Futurité et toposité: sitologie des perspectives de l'action, *Géographie Économie Société*, Vol.6, 203-219.
- Given L. M. (2008), *The Sage Encyclopedia of qualitative research methods*, vol. 2, London: Sage publications.
- Glyn A. (2006), *Capitalism unleashed*, Oxford: Oxford University Press.
- Grabher G. (1993), *The embedded firm: On the socioeconomics of industrial networks*, London: Routledge.
- Grabher G, Ibert O and Flohr S (2008), The Neglected King: The Customer in the New Knowledge Ecology of Innovation, *Economic Geography*, 84, 253-280.
- Graham S. and Marvin S. (2001), *Splintering Urbanism: Networked Infrastructures, Technological Mobilities, and the Urban Condition*. New York: Routledge.
- Granovetter M. (1985), Economie action and social structure: The problem of embeddedness, *American Journal of Sociology*, 91 (3), 481-510.
- Grossetti M. (2008), Réseaux sociaux et ressource de médiation dans l'activité économique, *Sciences de la société*, 73, 83-103.
- Golding T. (2003), *The City: Inside the Great Expectations Machine*, 2nd ed., London: FT/Prentice-Hall.
- Guex P. et Pasquier-Dorthe J. (1996), Ajustements structurels et innovations de la place financière suisse dans un environnement international en mutation, *Working Paper No. 271*, Université de Fribourg.
- Gumuchian H., Grasset E., Lajarge R. et Roux E. (2003), *les acteurs, ces oubliés du territoire*, Paris : Anthropos.
- Guy S. and Henneberry J. (2002), *Development and Developers: Perspectives on Property*, Oxford: Blackwell publishing.

- Guy S., Henneberry J. and Rowley S. (2002), Development Cultures and Urban Regeneration, *Urban Studies*, vol. 39 (7), 1181-1196.
- Hackethal A., Schmidt R.H. and Tyrell M. (2005), Banks and German Corporate Governance: on the way to a capital market-based system?, *Corporate Governance: An international Review*, 13 (3), 397-407.
- (2006), The transformation of the German financial system, *Revue d'Economie Politique*, 116 (4), 431-456.
- Hackworth J. (2007), *The Neoliberal City. Governance, Ideology and Development in American Urbanism*, Ithaca: Cornell University Press.
- Hagermann L., Clark G. L. and Hebb T. (2005), Pension Funds and Urban Revitalization, New York Case Study: Competitive returns and a revitalized New York, *Working Papers in Employment, Work and Finance*, WPG 05-13, School of Geography, Oxford.
- (2006), Massachusetts Pension Reserves Investment Management Board: urban investing through a transparent selection process, *Working Papers in Employment, Work and Finance*, WPG 06-16, School of Geography, Oxford.
- (2007), Investment Intermediaries in Economic Development: Linking public pension funds to urban revitalization, *Working Papers in Employment, Work and Finance*, WPG 07-09, School of Geography, Oxford.
- Haila A. (1997), The neglected builder of global cities, in Kalltorp I. et al. (Eds.), *Cities in transformation, transformation in cities*, Aldershot: Ashgate.
- Halbert L. (2004), The intrametropolitan decentralization of Business Services in the Paris region: Patterns, Interpretation, Consequences, *Economic Geography*, 80 (4), 381-405.
- Halbert L. et Diziain L. (2006), Débordement et immobilier d'entreprise, in Berger, M., Diziain, R., Halbert, L. Rousset-Deschamps M. et Thiard P., *Effets de débordement, polarisation économique et stratégies d'acteurs en Ile-de-France et dans le Bassin parisien*, rapport final pour le PUCA.
- Hall T. and Hubbard P. (1998), *The Entrepreneurial City: Geographies of Politics, Regime and Representation*, Chichester: John Wiley and Sons.
- Hall P. A. and Soskice D. (2001), An Introduction to Varieties of Capitalism, In: Hall, P.A., Soskice D. (Eds.): *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford Univ. Press, 1-68.
- Hanin F. (2005). Fonds de pension du secteur public et modèles de développement au Canada: une étude comparative de la Caisse de dépôt et de placement du Québec et du Canadian Pension Plan Investment Board, *Cahiers du Crises*, no 506, Université du Québec Montréal.
- Harmes A. (1998), Institutional investors and the reproduction of neoliberalism, *Review of International Political Economy*, 5 (1), 92-121
- Harvey D. (1978), The urban process under capitalism: a framework for analysis, *International Journal of Urban and Regional Research*, vol. 2 (1-4), 101-131.
- (1982), *The Limits to Capital*, London: Verso
- (1985), *The Urbanization of Capital*, Oxford: Basil Blackwell.
- (1989), From Managerialism to Entrepreneurialism: the Transformation of Urban Governance in Late Capitalism, *Geographiska Annaler*, 71, 3-17.
- (2003), *The new imperialism*, Oxford: Oxford University Press.

- (2005), *A brief history of neoliberalism*, Oxford: Oxford University Press.
- (2006), *Spaces of global capitalism: towards a theory of uneven geographical development*, New York: Verso.
- Healey P. (1999), Institutional analysis, communicative planning and shaping places, *Journal of Planning and Environment Research*, 19, 111–122.
- Healey P., Davoudi S. and O'toole M. (2002), Property-led Urban Regeneration: an Assessment, in: Healy et al. (Eds.), *Rebuilding the City: Property-led Urban Regeneration*, London: E. and F. N. Spon, 277-89.
- Hebb T. (2005a), Public Pension Funds and Urban Revitalization, California Case Study A: Private Equity CalPERS' California Initiative, *Working Papers in Employment, Work and Finance*, School of Geography, Oxford.
- (2005b), Public Pension Funds and Urban Revitalization, California Case Study B: Real Estate CalPERS' California Urban Real Estate Initiative, *Working Papers in Employment, Work and Finance*, School of Geography, Oxford.
- Hebb T. and Wojcik D. (2004), Global Standards and Emerging Markets: the institutional investment value chain and CalPERS investment strategy, *Working Papers in Employment, Work and Finance*, School of Geography, Oxford.
- Henderson J., Dicken P., Hess M., Coe N. and Yeung H. W.-C. (2002), Global production networks and the analysis of economic development, *Review of International Political Economy*, 9, 4436–4464.
- Hess M. and Yeung H. W.-C. (2006), Whither global production networks in economic geography? Past, present and future, *Environment and Planning A*, 38, 1193–1204.
- Hirschman A. (1970), *Exit, Voice and Loyalty : Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Cambridge : Harvard University Press.
- (1986), Défection (exit) et prise de parole (voice): l'état du débat, in Hirschman A. (Eds.), *Vers une économie politique élargie*, Paris : Ed. de Minuits, 57-87.
- Hodgson G. (1998), The approach of institutional economics, *Journal of Economic Literature*, vol. XXXVI, mars.
- (2006), What are institutions? *Journal of Economic Issues*, vol. 40 (1), mars.
- (2007), Institutions and Individuals : Interaction and Evolution, *Organization Studies*, 28 (1), 95-116.
- Hoesli M. (2003), Pourquoi les institutionnels investissent si peu en immobilier?, *Réflexions immobilières*, 14-19.
- Hofstetter K. (2002), *Le gouvernement d'entreprise en Suisse*, Rapport final du groupe d'experts, Zurich : Economiesuisse.
- Hudson R. (2004), Conceptualizing economies and their geographies: spaces, flows and circuits, *Progress in Human Geography*, 28, 447–471.
- Hugon P. (1990), La finance non-institutionnelle: Expression de la crise du développement ou de nouvelles formes de développement, In *La tontine: pratique informelle d'épargne et de crédit dans les pays en voie de développement*, ed. M. Lelart, 309–21. Paris: Editions AUPELF-UREF.
- Inderst G. (2009), Pension Fund Investment in Infrastructure, *OCDE Working Paper on Insurance and Private Pensions*, no 32, OCDE Publishing.

- Jeannerat H. and Kébir L. (2010), Economic systems of knowledge and regions: a typology based on the analysis of producer-consumer relations, *paper presented at the Druid Conference*.
- Jeannerat H. and Crevoisier O. (2011) Non-technological innovation and multi-local territorial knowledge dynamics in the Swiss watch industry, *International Journal of Innovation and Regional Development*, 3, 26-44.
- Jeffers E. et Plihon D. (2002). Politiques et modes de gestion des fonds d'investissement, in Plihon D. et Ponssard D. (Eds), *La montée en puissance des fonds d'investissement, Quels enjeux pour les entreprises ?*, Notes et études documentaires n° 5146, Paris : La Documentation Française.
- Jensen M. and Meckling W. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jessop B. (1997), The entrepreneurial city: re-imaging localities, redesigning economic governance or restructuring capital, in Jewson N. and MacGregor S. (Eds), *Transforming cities: contested governance and new spatial divisions*, Routledge, London, 28-41.
- (2000), The crisis of the national spatio-temporal fix and the tendential ecological dominance of globalizing capitalism, *International Journal of Urban and Regional Research*, 24 (2), 323-360.
- (2001), Institutional re(turns) and the strategic-relational approach, *Environment and Planning A*, 33 (7), 1213-1235.
- Jessop B. and Sum N. L. (2000), An Entrepreneurial City in Action : Hong Kong's Emerging Strategies in and for (Inter)urban Competition, *Urban Studies*, 37 (12), 2287-3313.
- Jessop B., Brenner N. and Martin J. (2008), Theorising sociospatial relations, *Environment and Planning D*, Vol. 26, 389-401.
- Jonas A. and While A. (2007), Greening the Entrepreneurial City? Looking for Spaces of Sustainability Politics in the Competitive City, In: Krueger R. and Gibbs D. (Eds), *The Sustainable Development Paradox: Urban Political Economy in the United States and Europe*, New York: Guilford, 123-159.
- Keogh G. (1994), Use and Investment Markets in British Real Estate, *Journal of Property valuation&investment*, 12 (4), 58-72.
- Keogh G. and D'Arcy E. (1999), Property Market Efficiency: An Institutional Economics Perspective, *Urban Studies*, 36 (13), 2401-2414.
- Klagge B. and Martin R. (2005), Decentralized versus centralized financial systems: Is there a case for local capital markets? *Journal of Economic Geography*, 5, 387-421.
- Koleva P., Rodet-Kroichvili N et Vercueil J. (2006), Le cahier des charges théorique : une analyse économique évolutionnaire des institutions, in Koleva P., Rodet-Kroichvili N et Vercueil J., *Nouvelles Europes. Trajectoires et enjeux économiques*, Belfort : Presses de l'UTBM (Sciences Humaines et Technologie).
- Krueger R. and Agyeman J. (2005), Sustainability Schizophrenia or « Actually Existing Sustainabilities ? » toward a Broader Understanding of the Politics and Promises of Local Sustainability in the US, *Geoforum*, 36, 410-417.
- Krueger R. and Gibbs D. (2007), *The sustainable paradox: urban political economy in the United States and Europe*, Paris: Broché.
- (2008), Third Wave Sustainability ? smart growth and regional development in the USA, *Regional Studies*, vol. 49 (2), 1263-1274.

- Krugman P. (1991a), Increasing Returns and Economic Geography, *Journal of Political Economy*, vol. 99, 483-499.
- (1991b), *Geography and trade*, London: MIT Press/Leuven.
- Lagendijk A (2006), Learning from conceptual flow in regional studies: Framing present debates, unbracketing past debates, *Regional Studies*, 40, 385-399.
- Langley P. (2006), Securitising Suburbia : the transformation of Anglo-American mortgage finance, *Competition & Change*, 10, 283-299.
- Lascoumes P. et Le Gales P. (Ed.) (2004), *Gouverner par les instruments*, Paris : Presses de Sciences Po.
- Latour B. (2006), *Petites leçons de sociologie des sciences*, Paris : La Découverte.
- Lazonick et O'Sullivan M. (2000). The Innovative Enterprise and Corporate Governance. *Cambridge Journal of Economics*, 24(4), 393-416.
- Lendentu F, Pasquier-Dorthe J. and Boemle M. (2003), *Enquêtes sur l'exercice du pouvoir aux assemblées générales des sociétés cotées à la Bourse suisse*, Université de Fribourg, Fribourg.
- Le Fur E. (2006), Panorama des fonds immobiliers dans le monde, *Revue management et avenir*, vol. 2, no 8, 87-116.
- Leitner H., Peck J. and Sheppard E. (2006), *Contesting Neoliberalism: the Urban Frontiers*, New York: Guilford Press.
- Le Moigne J-L. (1999), *Les épistémologies constructivistes*, Paris: Presses Universitaires de France.
- Leyshon A. and Thrift N. (1997), *Money/Space: Geographies of Monetary Transformation*, London: Routledge.
- (2007), The capitalization of almost everything, *Theory, Culture & Society*, Vol. 24 (7-8), 97-115.
- Lévy J. (2007), *Préface: Le Monde apprivoisé*, in O. Dollfuss, *La mondialisation*, 3<sup>e</sup> édition, Paris: Presses de Sciences Po.
- Lipietz A. (1977), *Le capital et son espace*, Paris: Maspéro.
- Lizieri C. (2009), *The towers of capital: office markets and international financial services*, Chichester: Wiley-Blackwell.
- Lordon F. (2000), *Fonds de pension, piège à con*, Paris: Raison d'agir.
- (2001), Finance internationale: les illusions de la transparence, *Critique internationale* 10, 6-11.
- (2008), *Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises*, Paris : Raisons d'agir.
- Lorrain D. (1992), Le modèle ensemblier en France, in Campagnac E., *Les grands groupes de la construction : de nouveaux acteurs urbains ?*, Paris : L'Harmattan, 71-82.
- (2002), Capitalismes urbains: la montée des firmes d'infrastructures, *Entreprises et Histoire*, no 30, 5-31.
- (2008), L'industrie de la finance et les infrastructures (1): les fonds privés d'investissements, *Flux*, vol. 1, no 71, 78-91.
- Lusenti, G. (2003), *Placements des investisseurs institutionnels suisses 2002-2003*, Nyon.
- Maillat D. (1995), Territorial dynamic, innovative milieus and regional policy", *Entrepreneurship & Regional Development*, Vol. 7 (2), 157-165

- Malmberg A and Power D (2005), On the role of global demand in local innovation processes, In: Fuchs G & Shapira P (Eds), *Rethinking Regional Innovation And Change: Path Dependency Of Regional Breakthrough?* New York: Springer, 273-290.
- Markowitz H. (1959), *Portfolio Selection : Efficient Diversification of Investments*, London: J. Wiley.
- Martin R. (2002), *Financialization of daily life*, Philadelphia: Temple University Press.
- Martin R. L. (1999), The new “geographical turn” in economics: Some critical reflections. *Cambridge Journal of Economics*, 23, 65–91.
- (2000) Institutional approaches in economic geography, in Sheppard E. and Barnes T. J. (Eds), *A Companion to Economic Geography*, Oxford : Blackwell, 77–94.
- (2003), *Putting the Economy in its Place: On Economics and Geography*, Paper presented at the Cambridge Journal of Economics Conference Economics for the Future: Celebrating 100 Years of Cambridge Economics.
- Martin M. and Minns R. (1995), Undermining the financial basis of regions: The spatial structure and implications of the UK pension fund system, *Regional Studies*, 29, 125–144.
- Martin R., Berndt C., Klagge B. and Sunley P. (2005), Spatial proximity effects and regional equity gaps in the venture capital market: Evidence from Germany and the UK, *Environment and Planning A* 37:1207–1231.
- Marty G. (2005), La dynamique des fonds immobiliers en Europe, *Lettre de l'Observatoire de l'Epargne Européenne*, juin, 12, 13-17.
- Massey D. and Catalano A. (1978), *Capital and Land: Landownership by Capital in Great Britain*, London: E. Arnold.
- Mayer I, Van Bueren E., Bots P, Van Der Voort H. (2005), Collaborative Decisionmaking for Sustainable Urban Renewal Projects: a Simulation-Gaming Approach, *Environment and Planning B*, vol. 23, 403-423.
- McDowell L. (1991), Valid games ? A response to Erica Schoenberger, *The professional Geographer*, 44, 212-215.
- McGreal S., Adair A. Berry J. (2000), Accessing private sector finance regeneration: investor and non-investor perspectives, *Journal of Property Research*, vol. 17, no 2, 109-131.
- McSweeney B. (2001), Narratives and numbers: From acontextual to contextualized financial analysis, *Accounting Forum* 25, 246–263
- Meyer C. et Teitler E. (2004), Les Swiss GAAP RPC trouvent leur voie, *La prévoyance professionnelle*, 10-18.
- Mynski H. P. (1992), The financial instability hypothesis, *the Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, no 74, May.
- Montagne S. (2006), *Les fonds de pension. Entre protection sociale et spéculation*, Paris : Odile Jacob.
- Morin F. (1998), *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Paris: Les Editions de Bercy.
- (2000), A Transformation in the French Model of Shareholding and Management, *Economy and Society*, vol. 29, n° 1, 36-53.
- (2006), *Le nouveau mur de l'argent: essai sur la finance globalisée*, Paris: Broché.
- Morin F. et Rigamonti E. (2002), Evolution et structure de l'actionnariat en France, *Revue française de Gestion*, 28(141), 155-181.

- Mouchot C. (2003), *Méthodologie économique*, Paris : Seuil.
- Moulaert F. and Sekia F. (2003), Territorial innovation models, *Regional Studies*, 3, 289–302.
- Moureau N. and Rivaud-Danset D. (2004), *L'incertitude dans les théories économiques*, Paris : La Découverte.
- Muniesa F. et Callon M. (2008), La performativité des sciences économiques, *papier de recherche du CSI*, no 10, Ecole des mines de Paris.
- Murdoch J. (1997), Towards a geography of heterogeneous associations, *Progress in Human Geography*, 21, 321-337
- Nappi-Choulet I. (2002), *Corporate Property Outsourcing in Europe: Present Trends and New Approach for Real Estate Economics*, paper presented at IPD European Property Strategies Conference, Wiesbaden, 16-17 May.
- (2006), The Role and Behaviour of Commercial Property Investor and Developers in French Urban Regeneration: The Experience of the Paris Region, *Urban Studies*, vol. 43 (9), 1511-1535.
- (2009), *Les mutations de l'immobilier : de la finance au développement durable*, Paris : Autrement.
- Nelson R. R. and Winter S. G. (1982), *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge: Harvard University Press.
- Newman O. and Kenworth J. (1999), *Sustainability and Cities: overcoming Automobile Dependence*, Washington: Island Press.
- Nguyen-Duy V. et Luckerhoff J. (2007), Constructivisme/positivisme : où en sommes-nous avec cette opposition?, *Recherches Qualitatives*, Hors-Série, no 5, 4-17.
- North D. C. (1991), Institutions, *Journal of Economic Perspectives*, *American Economic Association*, vol. 5(1), 97-112.
- O'Brien R. (1992), *Global financial integration: The end of geography*, London: Royal Institute for International Affairs.
- Oesch D. (2000), *L'intégration des critères sociaux et écologiques dans la politique d'investissement des caisses de pension en Suisse*, Mandat réalisé pour le Réseau pour la responsabilité sociale dans l'économie (NSW/RSE), Université de Genève, Genève.
- OFAS (1999), Exigences posées aux fondations de placement soumises à la surveillance de l'OFAS, *Bulletin de la prévoyance professionnelle*, vol. 46.
- (2000), Révision de l'OPP2: modification des dispositions relatives aux placements de la fortune de l'institution de prévoyance, *Bulletin de la prévoyance professionnelle*, vol. 50.
- (2001a), *Position dominante des institutions de prévoyance sur le marché des actions*, Berne.
- (2001b), Modification de l'art. 49a OPP2, *Bulletin de la prévoyance professionnelle*, vol. 59.
- OFS (2000), *Statistique suisse des caisses de pensions*, Neuchâtel.
- (2002), *Statistique suisse des caisses de pensions*, Neuchâtel.
- (2003a), *Statistique suisse des caisses de pensions*, Neuchâtel.
- (2003b), *La prévoyance professionnelle en Suisse: aperçu des principaux résultats de la statistique des caisses de pensions, 1994-2002*, Neuchâtel.

- (2004a), *Statistique suisse des caisses de pensions*, Neuchâtel.
- (2004b), *La prévoyance professionnelle en Suisse: aperçu des principaux résultats de la statistique des caisses de pensions, 1996-2002*, Neuchâtel.
- (2006), *Statistique suisse des caisses de pensions*, Neuchâtel.
- Orléan A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris: Odile Jacob.
- (2000), L'individu, le marché et l'opinion: réflexions sur le capitalisme financier, *Esprit*, 269, 51-75.
- (2008), Les marchés financiers sont-ils rationnels ?, in Askenazy P. et Cohen D. (Eds.), *Douze questions de politique économique*, Paris : Éditions de la Rue d'Ulm, 63-85.
- (2009), *De l'euphorie à la panique: penser la crise financière*, Paris : Editions de la rue d'Ulm, Collection du CEPREMAP.
- O'Sullivan M. (2003), The Political Economy of Comparative Corporate Governance, *Review of International Political Economy*, 10 (1), 23-72.
- Paillard S. et Amable B. (2000), Intégration européenne et systèmes financiers : y a-t-il convergence vers le modèle anglo-saxon ?, *Miméo CEPREMAP*.
- Parker D. (2010), *REIT investment decision making : a multi steps process?*, Article presented at the 16th Pacific Rim Real Estate Society Conference Wellington 24th – 27th January 2010.
- [http://www.prres.net/papers/Parker\\_REIT\\_Investment\\_Decision\\_Making\\_Multi\\_step\\_process.pdf](http://www.prres.net/papers/Parker_REIT_Investment_Decision_Making_Multi_step_process.pdf)
- Peck J. and Tickell A. (2002), Neoliberalizing Space, *Antipode*, 34 (3), 380-404.
- (2007) Conceptualizing neoliberalism, thinking Thatcherism', in H. Leitner, J. Peck and E. Sheppard (eds), *Contesting neoliberalism*, New York: Guilford, 26-50.
- Peck J., Theodore N. and Brenner N. (2009a), Postneoliberalism and its Malcontents, *Antipode*, Vol. 41 (1), 94-116.
- (2009b), Neoliberal Urbanism: Models, Moments, Mutations, *Sais Review*, Vol. XXIX, 1, 49-66.
- Peck J. and Theodore N. (2007), Variegated capitalism, *Progress in Human Geography*, 31(6), 731-772.
- Pedergrana M. et Schacht C. (2004), Le financement des PME par le crédit dans un paysage à forte concentration bancaire, *La vie économique*, 1, 16-22.
- Perez C. (2002), *Technological Revolutions and Financial Capital*, Edward Elgar Publishing.
- Peyrelavade J. (2005), *Le capitalisme total*. Paris : Seuil.
- Pike A. (2006), Shareholder value versus the regions: The closure of the Vaux Brewery in Sunderland, *Journal of Economic Geography*, 6, 201-222.
- Pike A. and Pollard J. (2010), Economic Geographies of Financialization, *Economic Geography*, 86(1), 29-51.
- Pinson G. (2010), La gouvernance des villes françaises : du schéma centre-périphérie aux régimes urbains, *Métropoles* (en ligne), 7.
- Plihon D. (2004), *Le nouveau capitalisme*, Paris: La Découverte.
- Polèse M. et Shearmur R. (2009), *Economie urbaine et régionale : introduction à la géographie économique*, Paris : Economica.

- Pollard J. (2003), Small firm finance and economic geography, *Journal of Economic Geography*, 3, 429–452.
- Pollard J. (2007), Les grands promoteurs immobiliers espagnols, *Flux*, no 70, 74-87.
- Puhr C. (2003), Comment assurer un financement à long terme des PME ?, *L'Agefi, Guide des PME*, 26-30.
- Raco M. (2005), Sustainable development, roll-out neoliberalism and sustainable communities, *Antipodes*, 324-347.
- Rainelli-Le Montagner H. 2003, *Nature et fonctions de la théorie financière*, Paris: PUF.
- Ratti R., Bramanti A. and Gordon R. (Eds) (1997) *The Dynamics of Innovative Regions : the GREMI Approach*, Aldershot U.K. : Ashgate.
- Renard V. (2008), La ville saisie par la finance, *Le Débat*, no 148, 106-117.
- Rérat P., Söderström O., Piguët E. and Besson R. (2010), From urban wastelands to new-build gentrification: the case of Swiss cities, *Population, Space and Place*, 16 (5), 429-442.
- Roberts C. and Henneberry J. (2007), Exploring Office Investment Decision-making in Different European Contexts, *Journal of Property Investment & Finance*, 25 (3), 289-305.
- Robeco (1998), *Placements des caisses de pension 1997*, Genève.
- (2000), *Placements des caisses de pension 1998-2000*, Genève.
- (2002), *Placements des caisses de pension 2000-2002*, Genève.
- Rousseau S. et Zuindeau B. (2007), Théorie de la régulation et développement durable, *Revue de la régulation*, no 1. <http://regulation.revues.org/>
- Rumpalay Y. (2003), *Régulation publique et environnement : questions écologiques, réponses économiques*, Paris : L'Harmattan.
- Rutland T. (2010), The financialization of urban development, *Geography Compass*, 4/8, 1167–1178.
- Sachs I. (1998), *L'écodéveloppement*, Paris : Syros.
- Saïdane D. (2005), La convergence vers le Market Based System : une vue de l'esprit ?, *Revue d'économie financière*, 81, 61-82.
- Salo J. (2002), The Emergence of Non-Financial Rating Agencies for the Promotion of Global Standards: An Assessment and Empirical Analysis of Two Proprietary Databases, *Working Paper School of Geography & the Environment*, Oxford.
- Sapir J. (2000), *Les trous noirs de la science économique: Essai sur l'impossibilité de penser le temps et l'argent*. Paris: Albin Michel.
- Sassen S. (1991), *The global city*, Princeton: Princeton University Press.
- Sauvage G. (1999), *Les marchés financiers*, Paris: Seuil.
- Saxenian A. (1994), *Regional Advantage: Culture and Competition in Silicon Valley and Route 128*, Cambridge : Harvard University Press.
- Scheller M. and Urry J. (2006), The new mobilities paradigm, *Environment and Planning A*, Vol. 38, 207-226.
- Schoenberger E. (1991), The corporate interview as an evidentiary strategy in economic geography, *The professional Geographer*, 43, 180-189.

- Schnyder G., Lüpold M., Mach A. and David T. (2005). *The rise and decline of the Swiss company network during the 20th century*, Lausanne: Université de Lausanne, Département de science politique.
- Sébastien L. et Brodhag C. (2004), A la recherche de la dimension sociale du Développement Durable, *Développement Durable et Territoires* (en ligne), dossier 3 : les dimensions humaines et sociales du Développement Durable.
- Sieverts T. (1997), *Zwischenstadt: zwischen Ort und Welt, Raum und Zeit, Stadt und Land*, Braunschweig und Wiesbaden: Vieweg Verlag.
- Stake R. (2005), Qualitative case studies, in Denzin N. and Lincoln Y. (Eds), *The Sage Handbook of qualitative research*, 3<sup>rd</sup> edition, London, Sage publication, 443-465.
- Sunley P. (2008), Relational economic geography: A partial understanding or a new paradigm? *Economic Geography*, 84 (1), 1-26.
- Swissca (2003), *Les institutions de prévoyance suisses. Prestations, financement, défis actuels*, Zurich.
- (2004), *Les caisses de pension suisses 2004. Prestations, financement, défis actuels*, Zurich.
- Swisscanto (2005), *Les fonds immobiliers, un outil de diversification efficace*, Zurich.
- Swisslife and Ernst&Young (2003), *Immo-survey 2003. Das Anlageverhalten schweizerischer institutioneller Immobilieninvestoren*, Zurich.
- SWX (Swiss Stock Exchange) (2005) Data accessed from: [http://www.swx.com/index\\_en.html](http://www.swx.com/index_en.html).
- Swyngedouw E. (1997), Neither Global nor Local: Glocalization and the Politics of Scale, in K. Cox (Eds), *Spaces of Globalization: Reasserting the Power of the Local*, New-York: Guilford, 137-166.
- Swyngedouw E., Moulaert F. and Rodriguez A. (2002), Neoliberal Urbanization in Europe: Large-Scale Urban Development Projects and the New Urban Policy, *Antipode*, 34 (3), 547-582.
- Tadjeddine, Y. (2009), Une adresse à Mayfair ou Vendôme : la rationalité spatiale des hedge funds, *Working paper*, Economix Paris X.
- Talandier N. (2008), Une autre géographie du développement rural : une approche par les revenus, *Géo-carrefour*, Vol. 83, No 4.
- Théret B. (2000), Institutions et institutionnalismes : vers une convergence intra et interdisciplinaire des conceptions de l'institution, *Recherches et Régulation Working Papers*. [www.theorie-regulation.org](http://www.theorie-regulation.org).
- Theurillat T. (2010), *La financiarisation de l'immobilier et la durabilité : le cas des investissements immobiliers des caisses de pension suisses*, Saarbrücken : éditions universitaires européennes.
- Theurillat T., Corpataux J and Crevoisier O. (2006a), *L'impact des caisses de pension dans les circuits de financement et de contrôle de l'économie Suisse*. Research project FNSRS no. 101412-104102/1, Neuchâtel, Switzerland
- (2006b), Property sector financialisation: The case of Swiss pension funds (1994–2005). Working Papers in Employment, Work and Finance, WPG 06-15, School of Geography and the Environment, University of Oxford, Oxford, U.K.

- (2008), The Impact of Institutional Investors on Corporate Governance: a View of Swiss Pension Funds in a Changing Financial Environment, *Competition and Change*, 12 (4), 307-327.
- (2010). Property sector financialisation: the Case of Swiss Pension Funds (1992-2005), *European and Planning Studies*, 189-212.
- Theys J. (2002), L'approche territoriale du développement durable, condition d'une prise en compte de sa dimension sociale, *Développement durable et territoires*, Dossier 1 : approches territoriales du développement durable.
- (2003), La Gouvernance, entre innovation et impuissance, *Développement durable et territoires*, dossier 2 : gouvernance local et développement durable.
- Tickell A. (2000). Finance and localities. In G. L. Clark, M. Feldmann, M. Gertler (Eds), *The Oxford Handbook of Economic Geography*, Oxford: Oxford University Press, 230-247.
- Tickell A. and Peck A. (1995), Social regulation after fordism, *Economy and Society*, 24 (3), 357-386.
- (2003), Making Global Rules: Globalization or Neoliberalization? In Peck J. and Yeung H. (eds), *Remaking the global economy*, London: Sage, 163-181.
- Torrance M. I. (2008), Forging Glocal Governance? Urban Infrastructures as Networked Financial Products, *International Journal of Urban and Regional Research*, vol. 32 (1), 1-21.
- (2009), The Rise of a Global Infrastructure Market through Relation Investing, *Economic Geography*, 85 (1), 75-97.
- UBS (2008), *Immo-Update*, mai, Bâle.
- Van Bueren E. and E. Heuvelhof (2005), Improving governance arrangements in support of sustainable cities, *Environment and Planning B*, vol. 32, 47-66.
- Van Bueren E. and J. de Jong (2007), Establishing sustainability: policy successes and failures, *Building Research & Information*, 35 (5), 543-556.
- Veltz P. (1996), *Mondialisation, villes et territoires: l'économie d'archipels*, Paris : PUF.
- Ville de Zurich (1996), *Verordnung über Fahrzeugabstellplätze (Parkplatzverordnung) vom 11. Dezember 1996*, Stadt Zurich.
- (2002), *Entscheid vom 22 Januar 2002*, Bausektion der Stadt Zurich.
- (2003), *Entscheid vom 21 Januar 2003*, Bausektion der Stadt Zurich.
- (2005), *Bauordnung der Stadt Zurich*, Nutzungsplanung du Bau- und Zonen Ordnung, BZO, Stadt Zurich.
- (2007), *Leitfaden Fahrtenmodell : eine Planungshilfe*, Tiefbauamt und Umwelt-und Gesundheitsschutzes der Stadt Zurich.
- <http://www.bzo.stadt-zuerich.ch/zueriplan/bzo.aspx>
- Wainwright T. (2009), Laying the foundations for a crisis: mapping the historico-geographical construction of RMBS securitization in the UK, *International Journal of Urban and Regional Research*, 33 (2), 372-88.
- Ward K. (2003), Entrepreneurial Urbanism, State Restructuring and Civilizing "New" East Manchester, *Area*, vol. 35, no 2, 116-127.
- Weber R. (2002), Extracting Value from the City: Neoliberalism and Urban Redevelopment, *Antipode*, 34 (3), 519-40.

- (2010), Selling City Futures: The Financialization of Urban Redevelopment Policy, *Economic Geography*, 86 (3), 251-274.
- Wehrli-Schindler B. (2007), Zürich: mit neuen Methoden zu einer differenzierten Innenentwicklung, in: Bernd Scholl, *Stadtgespräche*, Institut für Raum- und Landschaftsentwicklung, ETH, Zurich, 55-67.
- Wernli S. (2004), *Schweizer Pensionskassen und Corporate Governance*, Zurich: Schulthess.
- While A., Jonas A. and Gibbs D. (2004), The environment and the entrepreneurial city: searching for the “urban sustainability fix” in Manchester and Leeds, *International Journal of Urban and Regional Research*, vol. 28 (3), 549-569.
- White H. C. (1981), Where Do Markets Come From? *The American Journal of Sociology*, 87, 517-547.
- Williamson O. E. (1975), *Markets and hierarchies, analysis and antitrust implications: A study in the economics of internal organization*, New York: Free Press.
- (1985), *The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting*, New York: Free Press et London: Macmillan.
- Williams K. (2000), From shareholder value to present day capitalism, *Economy and Society*, 29, 1-12.
- Williams K. and Dair C. (2007), A framework for assessing the sustainability of brownfield development, *Journal of Environmental Planning and Management*, vol. 50 (1), 23-40.
- Windolf P. und Nollert M. (2001), Institutionen, Interessen, Netzwerke : Unternehmensverflechtung im internationalen Vergleich, *Politische Vierteljahresschrift*, 42, 51-78.
- Wolcott, H. F. (2001), *Writing up qualitative research*, 2<sup>nd</sup> Edition, Thousand Oaks : Sage.
- Wojcik D. (2002), The Länder are the Building Blocks of the German Capital Market, *Regional Studies*, 36 (8): 877-895.
- (2003), Change in the German model of corporate governance: evidence from blockholdings 1997-2001, *Environment and Planning A*, 35 (8), 1431-1458.
- (2007a), Convergence in corporate governance: empirical evidence from Europe and the challenges for Economic Geography, *Journal of Economic Geography*, 6 (2), 639-660.
- (2007b), Geography and the Future of Stock Exchanges: Between Real and Virtual Space, *Growth & change*, vol. 38 (2), 200-223.
- (2009), The role of proximity in secondary markets, in Clark G., Dixon A. D. and Monk A.H.B. (Eds), *Managing financial risks: from global to local*, Oxford: Oxford University Press.
- Wood A. (2004), The Scalar Transformation of The U.S. Commercial Property-Development Industry: a Cautionary Note on the Limits of Globalization, *Economic Geography*, 80 (2), 119-140.
- Wuest&Partner (2001), *Standort-, Markt-und Konkurrenzanalyse für des Projekt « Sihlcity »*, document interne.
- (2002), *Update 2002 : Marktwertschätzung für das Projekt « Sihlcity »*, document interne.
- (2007), *Immo-monitoring : Analysen&Prognosen Fokus Geschäftsflächenmarkt*, no 3, Zürich.

- (2008), Investitionsverhalten indirekter Anlagegefässe, in *Immo-monitoring*, no 1, Zürich.
- Yeung H. W. C. (2005), Rethinking relational economic geography, *Transactions of the Institute of British Geographers*, 30, 37–51
- Yin R. K. (2003), *Case study research : design and method*, 3rd Edition, Thousand Oaks : Sage.
- Zuindeau B. (2000), *Développement durable et territoire*, Villeneuve d'Ascq : Presses Universitaires du Septentrion.
- (2005), Equité territoriale: quelles lectures par les théories du développement durable?, *Reflets et Perspectives*, XLIV.
- Zeller C. (2008a), The power of finance and uneven development, *Espace – Working Paper Series*, Geographisches Institut der Universität Bern, 3.
- (2008b), Uneven financial flows in the global economy, *Espace- Working Paper Series*, Geographisches Institut der Universität Bern, 4.



## **ANNEXES**

---



## Annexe 1

Afin de comprendre le processus de recherche en amont, cette annexe revient sur les objectifs, questions et hypothèses de départ pour chacune des deux études de cas menées entre 2004 et 2009.

### **Recherche sur les caisses de pension suisses : objectif, questions et hypothèses principales**

Cette étude, réalisée entre septembre 2004 et mars 2006, a consisté à *comprendre le rôle joué par les caisses de pension dans le financement et le contrôle des activités économiques en Suisse*. Ce questionnement centré sur les caisses de pension était tout à fait pertinent. En effet, à l'instar d'autres pays (anglo-saxons majoritairement : Australie, Canada, Etats-Unis, Grande-Bretagne, etc. et avec les Pays-Bas sur le continent européen), la Suisse a mis en place un système de retraite par capitalisation, obligatoire depuis 1985, et les fonds ainsi récoltés par les caisses de pension suisses ont représenté des montants très importants, dépassant le PIB helvétique à partir de 1998 (avec respectivement 493 Mrds en 2000 ou encore en 2006). De ce fait, les caisses de pension sont potentiellement d'importants acteurs financiers qui façonnent les circuits financiers et qui influencent le développement des activités économiques.

Cette étude constituait une « première » en Suisse puisque, parmi les quelques travaux réalisés sur les caisses de pension, l'accent a été mis sur le rôle premier des caisses, à savoir le financement des retraites.

Deux questions de recherche ont été émises afin de comprendre l'évolution et l'utilisation des fonds de pension des années 90 à 2004 :

*Premièrement, quel est le rôle joué par les caisses de pension suisses dans la transformation du système et des circuits financiers ainsi que dans les types et l'orientation des placements dans les activités économiques ?*

La démarche a consisté à *reconstituer la filière d'investissement* sous l'angle des différents *acteurs et fonctions* ainsi que sous l'angle *spatial et temporel* afin d'identifier les types et l'évolution des investissements des caisses de pension et d'en comprendre les modalités décisionnelles et de gestion. Cette démarche s'appuyait sur deux travaux fondateurs en géographie de la finance ayant tous deux portés sur les investissements des caisses de pension. Tout d'abord, ceux de Martin et Minns (1995) centrés sur une analyse spatiale de la filière d'investissement des fonds de pension anglais, de la récolte aux investissements finaux, en termes d'entreprises (grandes et petites) et de secteurs d'activité ainsi que de régions (national et international), en passant par les lieux de gestion. Ensuite, ceux de Clark (2000 et 2003), sur les fonds de pension américains, anglais et australiens, qui replaçaient les spatialités de la filière dans le cadre des logiques fonctionnelles des caisses de pension. Ces travaux montraient ainsi que les décisions en matière de gestion et de placements des fonds dépendaient des caractéristiques structurelles et des politiques de placement des caisses de pension. Selon les types de placements retenus, la gestion des fonds peut s'effectuer selon des modalités diverses (gestion interne ou déléguée, gestion intensive ou extensive dans le cas d'une gestion déléguée par ex.).

Les hypothèses de départ principales consistaient à avancer que les caisses de pension avaient été des acteurs déterminant du développement de l'industrie financière. En investissant une part croissante des fonds récoltés sur les marchés financiers, la gestion des fonds de pension profitait aux principales institutions bancaires du pays, qui s'étaient spécialisées dans la

gestion institutionnelle, et les investissements aux principales grandes entreprises cotées sur les marchés financiers. Par conséquent, les caisses de pension étaient des acteurs financiers très particuliers en Suisse puisqu'ils dépendaient fortement de l'industrie financière en place et localisée à Zurich et à Genève. De plus, les fonds de pension drainés de toutes les régions profitaient avant tout aux grandes entreprises cotées en Bourse et localisées dans les régions centres du pays. Ces fonds pouvaient être utilisés par les grandes entreprises pour asseoir leur stratégie de croissance externe en Suisse et surtout à l'étranger.

*Deuxièmement, quel est le rôle des caisses de pension suisses dans la gouvernance et dans les stratégies d'entreprise ?*

Pour cette question, nous nous sommes appuyés sur un certain nombre de travaux relatifs aux modifications structurelles dans le contrôle et la gouvernance d'entreprise suite à l'intervention d'investisseurs institutionnels dans le capital d'entreprises. Si d'importants changements étaient relevés en France (Morin, 1998 ; Morin et Rigamonti, 2002), les capitalismes allemand (Wojcik, 2002) et suisse (David et al., 2002) semblaient beaucoup moins touchés par des réformes de type néolibérales visant à favoriser la création de valeur pour les actionnaires (shareholder value) et par le rôle joué par les investisseurs institutionnels dans les politiques et les stratégies d'entreprises.

Plus spécifiquement, les modalités de contrôle exercées par les caisses de pension suisses étaient appréhendées par la filière d'investissement. En fonction de la configuration de cette dernière, il s'agissait d'examiner si les caisses pouvaient effectivement jouer un rôle important en tant qu'actionnaires.

Dans l'hypothèse principale, la passivité des caisses de pension était avancée. En effet, malgré l'apparition de nouvelles normes de gestion d'entreprise en Suisse, les caisses de pension n'avaient pas remis en question la configuration de l'actionnariat d'entreprise. Les parts prise au capital des entreprises cotées demeuraient faibles. De plus, par le biais des votes par procuration, les institutions financières s'occupant de la gestion des fonds de pension gardaient un contrôle important sur les entreprises cotées.

## **Recherche sur les grands projets immobiliers en Suisse : objectif, questions et hypothèses principales**

L'objectif de cette recherche, réalisée de mars 2007 à décembre 2009, a été de *comprendre comment et dans quelle mesure la durabilité est influencée par l'intervention d'acteurs privés et financiers dans la propriété et le financement d'infrastructures urbaines*. Cette deuxième recherche a été un prolongement et un approfondissement de la première recherche sur les investissements des caisses de pension et plus particulièrement des investissements immobiliers (processus de financiarisation sectoriel).

D'une part, cette recherche partait du constat que l'immobilier et plus généralement le construit urbain était devenu un placement recherché pour les acteurs financiers, notamment depuis les crises boursières de 2001-2002. Cette intervention était encore accentuée par la tendance des pouvoirs publics à recourir davantage aux sources de financement privées pour construire des infrastructures qui traditionnellement incombaient au secteur public (aéroports, stades de sport, bâtiments universitaires, etc.). D'autre part, elle reposait sur l'identification de logiques d'investissement différenciées parmi les acteurs financiers ou investisseurs institutionnels. En effet, nous avons pu constater deux types de logiques correspondant à deux circuits d'investissement. Premièrement, les investisseurs plaçant pour leur propre compte dans le construit (circuit direct), tels que les caisses de pension ou les assurances. Deuxièmement, les investisseurs plaçant pour le compte de tiers (circuit indirect et titrisé),

tels que les fonds et sociétés d'investissement cotés et les fondations de placement immobilier (qui est une spécificité suisse plus ou moins équivalente aux fonds en private equity et destinés uniquement aux caisses de pension).

Même si l'emprise de la finance de marché est à relativiser dans notre pays, il n'en demeure pas moins que l'on a assisté ces dernières années à des modifications structurelles et spatiales des circuits de financement de l'environnement construit. Par conséquent, la financiarisation du construit urbain, ici compris comme l'intervention d'acteurs financiers dans le financement et la propriété, représente un enjeu important dans le cadre d'un aménagement durable de l'espace urbain. En outre, cette étude constituait une « première » puisque le processus de financiarisation du construit, en tant qu'objet d'étude très récent en géographie de la finance, n'a pas été analysé sous l'angle de la durabilité dans le cas de projets urbains.

Deux questions de recherche ont été émises afin de comprendre les *processus d'investissement dans les infrastructures urbaines*.

Premièrement, *quelles sont les modalités de financement et de production des infrastructures urbaines*. La démarche a consisté à reconstituer la *chaîne de production de différents projets d'infrastructures urbaines*. Il s'agissait de comprendre les mécanismes de coordination entre les différents acteurs impliqués dans la production des infrastructures, en étant particulièrement attentif à la distribution des différentes fonctions (question de la division du travail) – notamment celle d'investisseurs et d'entrepreneurs – ainsi qu'aux moments de leur intervention dans les projets, aux types d'affectations de l'infrastructure (affectations commerciales et publiques) et à la distribution des risques, coûts et bénéfices.

Deuxièmement, *quel est l'impact des modalités d'investissement et de production sur le développement durable ?*

Il s'agissait d'examiner dans quelle mesure et de quelle manière des critères de durabilité étaient pris en compte dans le cadre de projets d'infrastructures urbaines. Les hypothèses principales insistaient sur le rôle joué par les investisseurs et établissaient une différenciation dans les mécanismes de coordination et dans la prise en compte de la durabilité en fonction de leur profil. Ceux-ci correspondaient aux deux circuits et logiques d'investissement identifiés avec le projet de recherche sur les placements immobiliers des caisses de pension. On partait du principe que les investissements sur les marchés immobiliers réels des institutions financières cotées en Bourse, tels que les fonds immobiliers ou les sociétés immobilières, étaient essentiellement guidés par une logique de court terme et de rendements sur les marchés financiers. Ces institutions pouvaient entrer en matière sur la durabilité environnementale, pour des raisons essentiellement de communication, mais que la durabilité sociale était systématiquement mise de côté. A contrario, les investissements des acteurs financiers non cotés dépendaient uniquement de la rentabilité réelle et que, de ce fait, la durabilité pouvait mieux être appréciée de manière globale, sous l'angle des trois dimensions (économique, sociale et environnementale) et à plus long terme.



## Annexe 2

L'annexe 2 donne, dans un premier temps, une vue des caractéristiques actuelles (2010) de la financiarisation et du marché du construit urbain en Suisse. La deuxième partie présente les éléments clés des *deux mégaprojets multifonctionnels* que j'ai analysés lors de la deuxième recherche. Les deux projets analysés sont emblématiques des mégaprojets urbains développés ces dernières années en Suisse (2000-2008) puisqu'ils ont servi de référence pour le développement de projets en partenariats publics-privés (La Maladière) et de « urban entertainment centers (UEC) » (Sihlcity).

### **La financiarisation et les caractéristiques du marché du construit urbain en Suisse**

La Suisse a connu ces dernières années une transformation de la filière de la production urbaine. Premièrement, les circuits d'investissement immobilier se sont reconfigurés et un circuit intermédié et financiarisé s'est développé/renouvelé. Deuxièmement, la financiarisation de l'immobilier et le développement de nouveaux et importants projets immobiliers (complexes multifonctionnels) ces cinq dernières années s'inscrivent dans un contexte de marché particulier.

### **La recomposition et la financiarisation des circuits d'investissement immobilier**

L'institutionnalisation en 1985 du système de retraite par capitalisation a joué un rôle important dans la recomposition et la financiarisation des circuits d'investissement immobilier en Suisse. En comparaison de leurs homologues américaines et anglaises, voire canadiennes ou hollandaises, les caisses de pension ont eu pour habitude de 1985, et auparavant, à aujourd'hui encore d'investir une part importante de leur fortune sous gestion dans l'immobilier, soit environ le 15% du portefeuille (Theurillat, 2010). Cela peut entre autres s'expliquer par le taux de location élevé en Suisse (Hoesli, 2001). De ce fait, les caisses de pension suisses peuvent être considérés comme des acteurs traditionnels de l'immobilier, à l'instar des assurances ou des banques (ces dernières investissent toutefois via leurs fonds de placement : Theurillat, 2010).

Cependant, cette stabilité d'investissement dans l'immobilier cache de profondes mutations dans les circuits, les types et les lieux d'investissement utilisés. A côté d'un circuit « traditionnel et direct » dans lequel les caisses de pension ont pour habitude d'acheter des immeubles, essentiellement de résidentiel collectif, et dans la région de leur localisation, celles-ci sont à l'origine du développement du circuit « intermédié et financiarisé ». Cette alimentation en capitaux, mais aussi en nature<sup>118</sup>, a contribué au renouveau des fonds immobiliers alors existants en Suisse (dont le premier date de 1963) et à l'apparition et à la multiplication des nouveaux « special purpose vehicles », telles que les fonds immobiliers et les sociétés immobilières cotés en Bourse à partir de la deuxième moitié des années 90 (Theurillat, 2010). Le développement de sociétés immobilières illustre ce phénomène puisque la plupart d'entre elles ont été fondées au début des années 2000. Ces dernières sont souvent l'émanation d'anciens groupes industriels (Feldschlössen, Warteck, Oerlikon, etc.) ou de construction (Züblin par ex.), de même que de banques ou d'assurances (Zurich financial services, Crédit Suisse, Helvetia Patria, etc. (Csikos, 2008).

Afin de financiariser l'immobilier et inciter les investisseurs, notamment les caisses de pension, à prendre des parts dans les différents institutions spécialisées (investisseurs

---

<sup>118</sup> La prise de participation des caisses dans les fonds immobiliers ou les fondations de placement peut se faire par apport en nature, soit par la vente de portefeuilles immobiliers, ce qui représente une spécificité suisse (Theurillat, 2010).

institutionnels de 2<sup>ème</sup> degré), toute une série de mesures ont été prises ces dernières années (Theurillat et al., 2010). Ces mesures visent à assurer une plus grande comparabilité des immeubles et une plus grande liquidité du marché financier de l'immobilier (mise en place d'indices ; révision de la loi fédérale sur les fonds de placement par ex.). Relevons plus spécifiquement la modification des normes de comptabilité pour les caisses de pension, qui pousse ces dernières à évaluer annuellement les immeubles à la valeur de marché. Il s'ensuit qu'il devient plus facile aux caisses de pension de détenir des parts dans des institutions cotées en Bourse que de procéder à l'évaluation réelle de leur portefeuille immobilier. De manière générale, la professionnalisation de la gestion immobilière et le développement de la logique financière sur les marchés réels du construit urbain s'est traduite par la diffusion de nouvelles méthodes financières d'évaluation immobilière (DCF) (Bender et al., 2008). Celles-ci ont été introduites par les grands fonds et grandes sociétés immobilières pour s'étendre s'étendent à l'ensemble du milieu des investisseurs institutionnels (Lusenti, 2004).

### **Le contexte du marché financiarisé du construit urbain**

En Suisse, le marché financiarisé du construit urbain s'avère encore limité. On peut évoquer deux grandes limites à la restriction de l'offre d'investissement. Premièrement, la Suisse n'a pas connu de privatisation des grandes infrastructures publiques (de réseaux de transports - rails, routes – ou d'énergie : électricité, eau) et le développement de partenariat public-privé dans le construit (PPP) est relativement récent (Bolz, 2005). Deuxièmement, le processus d'externalisation des portefeuilles immobiliers d'entreprises concerne avant tout certains grands groupes bancaires ou de l'assurance et certains groupes industriels. Beaucoup de groupes industriels ont toutefois procédé à des externalisations partielles au sein de leur propre société immobilière (Sulzer Immobilien AG, Swatch Group Immobilien AG par ex.) (Csikos, 2008). Notons également que les grandes entreprises publiques nationales (La Poste, Swisscom par ex.) demeurent toujours en mains publiques, et que certaines ont des portefeuilles immobiliers importants (chemin de fers fédéraux par ex.). En dernier lieu, il convient de mentionner que le marché suisse du construit urbain est encore peu internationalisé malgré l'augmentation récente d'investisseurs étrangers sur des objets urbains importants (Wuest&Partner, 2008).

Les complexes multifonctionnels commerciaux, privés (urban entertainment centers, quartiers d'affaires/tours) et publics-privés (stades de football combinés à des centres commerciaux), qui se sont multipliés ces dix dernières années constituent de nouveaux produits d'investissement. Ces derniers, dont les coûts se montent à plusieurs centaines de millions de francs, s'adressent plus particulièrement à trois types d'investisseurs nationaux qui ont les capacités financières pour de tels placements. On trouve potentiellement des investisseurs de 2<sup>ème</sup> degré et cotés en Bourse : les fonds d'investissement immobilier des trois principales banques (UBS, Crédit Suisse et Swisscanto) et les deux sociétés immobilières principales (Swiss Prime Site et Property Swiss Prime) ainsi que les investisseurs de 1<sup>er</sup> degré : les grandes caisses de pension (celle de la Confédération et celles de grands cantons tels que Bâle, Zurich ou Berne) et de grandes fondations de placement<sup>119</sup> (qui sont des regroupement de caisses de pension et dont les principales appartiennent aux trois grandes banques du pays). Ces dernières sont soumises à la législation sur les assurances sociales (loi sur la prévoyance professionnelle) qui limite l'endettement tandis que les investisseurs cotés de 2<sup>ème</sup> degré sont soumises à des législations financières (à la loi sur les placements collectifs et au règlement

---

<sup>119</sup> Les fondations de placement constituent une spécificité suisse. Elles sont destinées aux investisseurs dits qualifiés qui gèrent des fonds de retraites, telles que principalement des caisses de pension (2<sup>ème</sup> pilier) ou des assurances (2<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> pilier) (Theurillat, 2010). Soumises à la même législation sur les assurances sociales que les caisses de pension, mais appartenant essentiellement à des institutions bancaires, elles constituent une *forme particulière de fonds spécial* (Special purpose vehicle) de type private equity appartenant au circuit intermédiaire et titrisé.

de la Bourse suisse) qui leur permet de s'endetter. Notons qu'il n'y a pas de fonds d'infrastructures suisses, ni de fonds étrangers qui investissent directement en Suisse, quand bien même le Fonds Macquarie est coté à la Bourse suisse.

### Les caractéristiques principales des mégaprojets de Sihlcity et de La Maladière



Situé dans la métropole financière de Zurich, le projet « Sihlcity » a été le premier « urban entertainment center » (UEC) du pays. Il a été acquis pour un coût estimé à 600 millions de CHF, par un pool formé par des institutions financières gérées par Crédit Suisse Asset Management Real Estate (CSAM-RE). Elles sont toutes parmi les principaux véhicules de placement immobilier du pays : 4 fonds immobiliers (2 cotés ; 2 non

cotés et spécifiquement pour investisseurs institutionnels), la fondation de placement CS (non cotée et uniquement destinée à des caisses de pension) et la société immobilière Swiss Prime Site cotée en Bourse.

#### Les caractéristiques du complexe commercial et de loisirs Sihlcity à Zurich

|                                   | Sihlcity, Zurich                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-----------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Caractéristiques du projet</b> | <p>Concept de Urban Entertainment Center (UEC) "Sihlcity", centre commercial combiné avec hôtels, cinémas et activités de loisirs ainsi que bureaux. Parking de 805 places avec concept de Fahrtenmodell</p> <p><b>Surface totale:</b> 97'000m<sup>2</sup></p> <p><b>Coût total du projet:</b> CHF 600 millions</p>                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Acteurs du projet</b>          | <p><b>Propriétaire du terrain:</b><br/>Sihlcity AG via CSAM (anc. fabrique Sihlpapier)</p> <p><b>Promoteur du projet:</b><br/>Karl Steiner</p> <p><b>Architecte du projet:</b><br/>Hotz AG, Zurich</p> <p><b>Constructeur du projet:</b><br/>Karl Steiner</p> <p><b>Investisseur/propriétaire:</b><br/>Crédit Suisse Asset Management: SPS (24.2%) et fonds du Crédit Suisse</p> <p><b>Principaux locataires:</b><br/>Coop, C&amp;A, Ochsner, Hôtel Sheraton, etc.</p> <p><b>Gérant:</b><br/>Sihlcity AG &amp; Wincasa (dont l'actionnaire principal est CS)</p> |
| <b>Localisation</b>               | Projet urbain dans le quartier Sihl situé au sud de la ville de Zurich, à proximité de l'autoroute                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Etat de réalisation</b>        | <p>1er projet en 1980. Permis de construire octroyé en 2003.</p> <p>Ouverture du complexe en mars 2007</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |

Source : propre élaboration, état en juin 2011



Le second projet, La Maladière, est situé dans une agglomération moyenne (Neuchâtel, 80'000 habitants), et a été considéré comme le premier projet modèle en PPP du pays. A la fois centre commercial et bâtiment public (stade de football avec salles de sport et service d'incendie et de secours), il a été acheté, pour la somme de 200 millions de CHF, par deux institutions non cotées : la plus grande caisse de pension publique du pays (Publica) et par l'une des grandes fondations de

placement du pays appartenant aux banques cantonales (Swisscanto) dont les actionnaires sont uniquement des caisses de pension.

#### Les caractéristiques du complexe commercial et public de La Maladière à Neuchâtel

| La Maladière, Neuchâtel           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-----------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Caractéristiques du projet</b> | <p>Projet en <b>PPP</b> de complexes multifonctionnels avec installations sportives (football, salles de gym) et caserne des pompiers et centre commercial. Parking de 930 places.</p> <p><b>Surface totale:</b> 28'000 m<sup>2</sup> (surface commerciale)</p> <p><b>Coût total du projet:</b> 200 CHF millions</p>                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Acteurs du projet</b>          | <p><b>Propriétaire du terrain:</b><br/>Publica et Swisscanto (anc. Ville de Neuchâtel)</p> <p><b>Promoteur du projet:</b><br/>Coop et HRS</p> <p><b>Architecte du projet:</b><br/>Geninasca Delefortrie, Neuchâtel</p> <p><b>Constructeur du projet:</b><br/>Hauser Rutishauser Suter (HRS), St-Gall</p> <p><b>Investisseur/propriétaire:</b><br/>Publica et Swisscanto et Ville de Neuchâtel (stade)</p> <p><b>Principaux locataires:</b><br/>Coop (locataire principal) et Ville de Neuchâtel</p> <p><b>Gérant:</b><br/>Coop et Proxamax</p> |
| <b>Localisation</b>               | Projet urbain dans le quartier de La Maladière à l'est de Neuchâtel, à proximité de l'autoroute                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>Etat de réalisation</b>        | Début du projet en 2002. Permis de construire octroyé en février 2004. Ouverture du complexe en octobre 2007                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |

Source : propre élaboration, état en juin 2011

## Annexe 3

L'annexe 3 donne une vue d'ensemble des caractéristiques clés du troisième projet qui a fait l'objet d'une analyse ponctuelle (par une tierce personne) lors de la deuxième recherche ainsi que des dix autres mégaprojets récemment construits ou en construction (Stades de Bienne) et appartenant principalement à des acteurs financiers.

### Les caractéristiques du complexe du Stade de Suisse à Berne

|                                   | <b>Stade de Suisse, Berne</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Caractéristiques du projet</b> | <p>Concept de stade de football et de centre commercial, avec restaurant, bureaux, appartements et école publique. Parking de 700 places. Droit de superficie accordée aux promoteurs par la Bourgeoisie de la Ville de Berne</p> <p><b>Surface totale:</b> 14'000 m<sup>2</sup> (commerces)</p> <p><b>Coût total du projet:</b> CHF 350 millions</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Acteurs du projet</b>          | <p><b>Propriétaire du terrain:</b><br/>Bourgeoisie de la Ville de Berne</p> <p><b>Promoteur du projet:</b><br/>Marazzi, appartenant au groupe Losinger (Bouygues)</p> <p><b>Architecte du projet:</b><br/>Luscher Architecte, Lausanne;Schwaar &amp; Partner, Berne; Rebmann, Bienne</p> <p><b>Constructeur du projet:</b><br/>Marazzi, appartenant au groupe Losinger (Bouygues)</p> <p><b>Investisseur/propriétaire:</b><br/>Copropriété initiale: Coop, SUVA et Axa-Winterthur<br/>Copropriété dès mai 2011: UBS: fonds immobiliers Sima (2/3 parts de copropriété); fonds immobiliers Swissreal et Fondation UBS (1/3 parts de copropriété)</p> <p><b>Principaux locataires:</b><br/>Coop, Zara, C&amp;A, Athleticum, Interdiscount</p> |
| <b>Localisation</b>               | Projet urbain dans le quartier de l'Allmend à Berne, à proximité de l'autoroute                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Etat de réalisation</b>        | Début du projet en 1997 . Permis de construire octroyé en 2001. Ouverture du complexe en été 2005.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |

### Les caractéristiques des 10 autres complexes immobiliers multifonctionnels

|                                   | <b>Ebisquare, Ebikon (Lucerne)</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | <b>Swiss Prime Tower, Zurich</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | <b>Messe Turm, Bâle</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-----------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Caractéristiques du projet</b> | <p>Concept de Urban Entertainment Center (UEC), centre commercial combiné avec des hôtels et activités de loisirs (aquacenter). Parking avec concept de Fahrtenmodell (limitation des trajets)</p> <p><b>Surface totale:</b> 70'000 m<sup>2</sup></p> <p><b>Coût estimé du projet:</b> CHF 500 millions</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                  | <p>Concept de tour (prime tower) de 126 m et de deux bâtiments (Cibus et Diagonal), complexe multifonctionnel avec des bureaux, restaurants, lounge, ateliers, surfaces de vente et locaux de manifestations</p> <p><b>Surface totale:</b> 47'350 m<sup>2</sup></p> <p><b>Coût total du projet:</b> CHF 435 millions</p>                                                                                                                                                                                   | <p>Concept de tour multifonctionnelle: bureaux, hôtel (Ramada, 4 étoiles), restaurant et centre de conférence</p> <p><b>Surface totale:</b> 24'600 m<sup>2</sup></p> <p><b>Coût total du projet:</b> CHF 166.5 millions</p>                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Acteurs du projet</b>          | <p><b>Propriétaire du terrain:</b><br/>Entreprise Schindler AG, Ebikon</p> <p><b>Promoteur du projet:</b><br/>Nuesch Development AG, St-Gall et Lucerne</p> <p><b>Architecte du projet:</b><br/>Burckhardt &amp; Partner AG, Bâle et Holzer Kobler AG, Zurich</p> <p><b>Constructeur du projet:</b><br/>n.d.</p> <p><b>Investisseur/propriétaire:</b><br/>Société générale immobilière, France, initialement / actuellement en recherche de nouveaux investisseurs</p> <p><b>Principaux locataires:</b><br/>Coop, Ochsner, Kurzentrum Rheinfelden (50% des surfaces actuellement louées)</p> | <p><b>Propriétaire du terrain:</b><br/>Swiss Prime Site (SPS), Olten</p> <p><b>Promoteur du projet:</b><br/>Swiss Prime Site, Olten</p> <p><b>Architecte du projet:</b><br/>Gigon et Guyer AG, Zurich</p> <p><b>Constructeur du projet:</b><br/>Lösinger et Karl Steiner, Zurich (tour) et Hauser Rutishauser Suter (HRS), Berne (bâtiments)</p> <p><b>Investisseur/propriétaire:</b><br/>Swiss Prime Site, Olten</p> <p><b>Principaux locataires:</b><br/>Homburger AG et Ernst &amp; Young (bureaux)</p> | <p><b>Propriétaire du terrain:</b><br/>Swiss Prime Site (SPS), Olten</p> <p><b>Promoteur du projet:</b><br/>Swiss Prime Site, Olten</p> <p><b>Architecte du projet:</b><br/>Morger &amp; Degelo et Marques</p> <p><b>Constructeur du projet:</b><br/>Batigroup AG, actuellement Implenia, Bâle</p> <p><b>Investisseur/propriétaire:</b><br/>Swiss Prime Site, Olten</p> <p><b>Principaux locataires:</b><br/>Ramada Plaza (hôtel), Messe Schweiz AG</p> <p><b>Gérant:</b><br/>Wincasa</p> |
| <b>Localisation</b>               | Projet urbain sur terrain situé au nord-est d'Ebikon, Ville banlieue de Lucerne, à proximité de l'autoroute                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | Projet urbain dans le quartier Zurich-West, sur le site de l'ancienne fabrique Maag                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | Projet urbain sur la Messeplatz, Bâle                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Etat de réalisation</b>        | Début du projet en 2003. Permis de construire obtenu en 2007. Date d'ouverture prévue pour 2011                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | Début du projet en 2003. En construction, fin des travaux estimée au printemps 2011                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | Début du projet en 1994 et ouverture du complexe en octobre 2003                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |

|                                   | <b>Postfinance Arena, Berne</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | <b>Raurica Nova/Aqua basilea, Pratteln, BL</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | <b>Stade de Thoune (Arena Thun), Thoune</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-----------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Caractéristiques du projet</b> | Rénovation de la patinoire pour accueillir les mondiaux de Hockey en 2009. Ajouts de surfaces commerciales de vente et services (Poste). Parking de 1140 places.<br><br><b>Surface totale:</b> 7500 m2 (commerces uniquement)<br><b>Coût total du projet:</b> CHF 100 millions                                                                                                                                                                  | Concept de parc aquatique d'attraction multifonctionnel avec des commerces et restaurants, une tour de bureaux et un hôtel. Parking de 700 places.<br><br><b>Surface totale:</b> n. d.<br><b>Coût total du projet:</b> CHF 230 millions                                                                                                                                                                                                                                              | Concept de stade de football et de centre commercial<br><br><b>Surface totale:</b> 20'000 m2 (commerces et services)<br><b>Coût total du projet:</b> CHF 170 millions                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Acteurs du projet</b>          | <b>Propriétaire du terrain:</b><br>n. d.<br><b>Promoteur du projet:</b><br>Swiss Prime Site (SPS), Olten<br><b>Architecte du projet:</b><br>Schwaar & Partner AG, Berne<br><b>Constructeur du projet:</b><br>Hauser Rutishauser Suter (HRS), Berne<br><b>Investisseur/propriétaire:</b><br>Swiss Prime Site, Olten<br><b>Principaux locataires:</b><br>La Poste (sponsor du SC Berne)<br><b>Gérant:</b><br>Bern Arena Stadion, BEA Bern Expo AG | <b>Propriétaire du terrain:</b><br>Crédit Suisse (anc. fabrique Henkel)<br><b>Promoteur du projet:</b><br>Marazzi, appartenant au groupe Losinger (Bouygues)<br><b>Architecte du projet:</b><br>Dahinden, Zurich<br><b>Constructeur du projet:</b><br>Marazzi, appartenant au groupe Losinger (Bouygues)<br><b>Investisseur/propriétaire:</b><br>Credit Suisse Real Estate Switzerland (119 mios) et Fund Property Plus (111 mios)<br><b>Principaux locataires:</b><br>Mariott Hotel | <b>Propriétaire du terrain:</b><br>Ville de Thoune<br><b>Promoteur du projet:</b><br>Hauser Rutishauser Suter (HRS), Berne<br><b>Architecte du projet:</b><br>Itten & Brechbühl AG, Berne (lié à Arco RE)<br><b>Constructeur du projet:</b><br>Hauser Rutishauser Suter (HRS), Berne<br><b>Investisseur/propriétaire:</b><br>Arco Real Estate Development SA, La Tour-de-Peilz<br>En charge actuellement de trouver des investisseurs<br><b>Principaux locataires:</b><br>Migros et chaînes affiliées (OBI), H&M, Tally Weijl et Ochsner Sport |
| <b>Localisation</b>               | Projet urbain dans le quartier de l'Allmend à Berne, à proximité de l'autoroute                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Projet urbain au cœur de la ville de Pratteln sur le site Henkel, à proximité de l'autoroute                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | Projet urbain situé en périphérie sud de la ville de Thoune, à proximité de l'autoroute                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Etat de réalisation</b>        | Vente de Bern Arena Stadion (appartenant à la Ville de Berne) à SPS. Travaux de rénovation qui se termineront au printemps 2009                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Construction qui a débuté en novembre 2007 et complexe inauguré au début 2010                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | Permis de construire octroyé en février 2008. Ouverture de la partie commerciale en automne 2010 et du stade en juillet 2011                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |

|                                   | <b>Sport Arena, Lucerne</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | <b>Stades de Bienne, Bienne</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | <b>Stade AFG ARENA, St-Gall</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-----------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Caractéristiques du projet</b> | Projet en PPP de complexe multifonctionnel comprenant un stade de football, installations sportives (halles et place de tennis), une piscine, un centre de fitness, du logement et des bureaux<br><br><b>Surface totale:</b> n.d.<br><b>Coût estimé du projet:</b> CHF 300 millions                                                                                                                                                                                                                                   | Projet en PPP de complexes multifonctionnels avec installations sportives (football, hockey, curling) et place publique avec commerces spécialisés. Parking de 700 places. Le financement du projet provient d'un droit de superficie accordé par la Ville de Bienne et de divers ventes foncières (terrains Rolex et stade du Gurzelen).<br><b>Surface totale:</b> 47'350 m2<br><b>Coût total du projet:</b> CHF 80 millions                                                                                  | Concept de stade de football et de centre commercial. Parking de 1'100 places.<br><br><b>Surface totale:</b> 30'000 m2 (commerces)<br><b>Coût total du projet:</b> CHF 350 millions                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Acteurs du projet</b>          | <b>Propriétaire du terrain:</b><br>Ville de Lucerne<br><b>Promoteur du projet:</b><br>Ville de Lucerne<br>Halter AG, Zürich / Eberli Partner, Samen<br><b>Architecte du projet:</b><br>Marques et Iwan Bühler, Lucerne<br><b>Constructeur du projet:</b><br>Halter AG Zürich / Eberli Partner Samen<br><b>Investisseur/propriétaire:</b><br>Fonds immobiliers du Crédit Suisse (179.5 millions)<br>Ville, canton de Lucerne et FC Lucerne (resp. 103.7, 7 et 9.8 millions)<br><b>Principaux locataires:</b><br>Migros | <b>Propriétaire du terrain:</b><br>Ville de Bienne<br><b>Promoteur du projet:</b><br>Hauser Rutishauser Suter (HRS), St-Gall<br><b>Architecte du projet:</b><br>GLS Architectes, Bienne et Geninasca Delefortrie, Neuchâtel<br><b>Constructeur du projet:</b><br>HRS<br><b>Investisseur/propriétaire:</b><br>Financement de départ par HRS et par Arco Real Estate Development SA, La Tour-de-Peilz<br>Démarchage de locataires et d'investisseurs finaux à réaliser<br><b>Principaux locataires:</b><br>n. d. | <b>Propriétaire du terrain:</b><br>n. d.<br><b>Promoteur du projet:</b><br>Jelmoli Holding AG, Ikea Immobilien AG, Stadion AG<br><b>Architecte du projet:</b><br>Consortium: Clerici, St-Gall; Joye&associés, Genève; Bayer Partner AG, St-Gall<br><b>Constructeur du projet:</b><br>Hauser Rutishauser Suter (HRS), St-Gall<br><b>Investisseur/propriétaire:</b><br>Swiss Prime Site, Jelmoli Holding AG et Ikea Immobilien AG (commercial, 270 mios), Arbonia-Forster Holding AG (stade, 70 mios)<br><b>Principaux locataires:</b><br>IKEA, Jelmoli, Zara, C&A, H&M, Fust, etc. |
| <b>Localisation</b>               | Projet urbain sur l'ancien stade de l'Allmend de Lucerne, dans le quartier sud de la ville qui sera connecté avec une nouvelle liaison ferroviaire                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Projet urbain dans le quartier "Champs de Boujean" au nord-ouest de la ville, proximité de l'autoroute.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | Projet urbain à l'ouest de la ville de St-Gall, à proximité de la bretelle d'autoroute A1                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Etat de réalisation</b>        | Début du projet en octobre 2006 (appel d'offre). Permis de construire obtenu en novembre 2008 et travaux de construction dès janvier 2009. Fin du projet projetée en 2012 (stade en 2011).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | Permis octroyé en automne 2008. Début des travaux prévu en 2011-2012                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | Début du projet en 1999. Ouverture du centre commercial en mars 2008 et du stade en juillet 2008                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |

| <b>Stade du Parc St-Jacques, Bâle</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|---------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Caractéristiques du projet</b>     | <p>L'enceinte multifonctionnelle comprend un centre commercial (33 commerces et entreprises de services), une résidence pour personnes âgées et un parking couvert (720 places de parc), ainsi que le stade lui-même.</p> <p><b>Surface totale:</b> n.d.</p> <p><b>Coût total du projet:</b> CHF230 millions (partie commerciale) et 35 millions (stade)</p>                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Acteurs du projet</b>              | <p><b>Propriétaire du terrain:</b><br/>n.d.</p> <p><b>Promoteur du projet:</b><br/>Marazzi, appartenant au groupe Losinger (Bouygues)</p> <p><b>Architecte du projet:</b><br/>Herzog&amp;de Meuron, Bâle</p> <p><b>Constructeur du projet:</b><br/>Marazzi, appartenant au groupe Losinger (Bouygues)</p> <p><b>Investisseur/propriétaire:</b><br/>Copropriété initiale: Axa-Winterthur, Caisse de pension de Bâle-Ville et SUVA<br/>Propriété de la SUVA (dès avril 2008)</p> <p><b>Principaux locataires:</b><br/>Société du stade St-Jacques (stade); divers commerces et restaurants</p> |
| <b>Localisation</b>                   | Projet urbain au sud-est de la ville, à proximité de l'autoroute.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Etat de réalisation</b>            | Permis de construire octroyé en 1998 et inauguration du complexe en novembre 2001.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |

Source : élaboration propre – état en juin 2011