
Section IV. La « prise en compte » du développement durable

L'observation des organisations et des stratégies des investisseurs financiers en immobilier d'entreprise révèle des évolutions dans le sens d'une attention renforcée à des enjeux de développement durable. La recherche s'attache désormais à comprendre comment les décisions d'investissement les « prennent en compte », au sens propre comme figuré, c'est-à-dire à la fois comment elles leurs accordent de l'importance, mais aussi littéralement comment elles font entrer le développement durable dans les comptes. La mesure et le calcul constituent en effet des activités centrales pour l'appréhension du réel et la définition de l'action chez des investisseurs pour qui la performance environnementale ou financière est matérialisée dans des éléments chiffrés (Entretiens A013, A057). Quelles sont les changements dans les pratiques d'investissement traditionnellement sous la responsabilité opérationnelle des *managers* d'actifs (*Asset, Investment, ou Fund managers*) ?

Pour cela, nous portons notre attention sur les outils que mobilisent ces derniers. Il s'agit à la fois d'observer l'évolution des nouveaux dispositifs de mesure et de calcul mis en place pour accompagner ces *managers* d'actifs dans la compréhension des différentes dimensions retenues pour répondre aux enjeux de développement durable. Mais, toujours en restant au plus près des instruments qu'ils utilisent, l'on cherche à observer comment les modèles utilisés par ces *managers* d'actifs sont soit transformés, soit remployés pour prendre en compte de tels enjeux, et avec quels effets potentiels sur les décisions d'investissement.

La section documente tout d'abord les adaptations destinées à permettre la mesure de la performance environnementale, ou plus généralement, des enjeux attribués au développement durable. Quels sont les outils mis en œuvre ? Quelles informations apportent-ils ? Comment ces dernières sont-elles mobilisées pour définir des plans d'actions visant à l'amélioration de la performance « durable » du patrimoine ? Cette lecture, qui s'éloigne des déclarations portant sur les stratégies pour se rapprocher au plus près des pratiques et des outils, permet de questionner alors ce qui est effectivement *compté* comme relevant du développement durable : à travers les indicateurs retenus, on aperçoit les dimensions principales

implicitement reconnues, ainsi que les échelles sur lesquelles, au-delà des discours généraux et des positions de principe donc, l'essentiel de l'attention des gestionnaires d'actifs est portée. Cette section s'intéresse ensuite à la manière dont le travail de mesure est saisi dans les outils qui informent la décision d'investissement. Des outils qui à la fois 'équipent' les acteurs pour prendre une décision mais aussi qui, ce faisant, contribuent à orienter la décision, puisque le tri et la modélisation des informations préalables à la prise de décision représentent déjà une réduction des choix possibles. Nous nous attacherons alors à comprendre comment les managers d'actifs se saisissent d'un « développement durable » perçu comme un élément allogène. Quelles sont les traductions opérées pour traduire de manière opératoire le « développement durable » dans les modélisations, c'est-à-dire, bien souvent, d'en convertir certaines dimensions en unités monétaires qui donnent lieu à l'estimation de « Capex verts » (les Capex sont les dépenses pour travaux dans le jargon) ? Pour avancer sur cet élément, qui est à la fois le cœur de la recherche et un point aveugle de la littérature, il convient d'apporter une attention particulière aux *business plans* (BPs), documents qui visent à offrir un panorama synthétique des immeubles susceptibles d'être acquis ou figurant au patrimoine, ainsi qu'aux outils de modélisation financière qui alimentent les *business plans* en scénarios d'investissement. Dans quelle mesure les enjeux du développement durable sont-ils intégrés dans les outils d'analyse de risque des actifs ? Les algorithmes de calcul des flux financiers sont-ils modifiés pour laisser une place aux critères extra-financiers ? Les hypothèses financières des modélisations font-elles l'objet d'une adaptation ?

1. « La première chose à faire... c'est de commencer par compter »

Aiguillonnés par le Grenelle de l'Environnement notamment, les gestionnaires d'actifs s'essaient à des expérimentations ou adoptent des plans d'action d'ensemble afin de prendre en compte ce qu'ils retiennent des priorités pour un développement durable. Ce faisant, ils redécouvrent « des enjeux matériels » pour reprendre le terme d'une grande foncière cotée (Unibail-Romdaco, *Rapport développement durable*, 2012, p. 64). Cette redécouverte de l'épaisseur matérielle du patrimoine immobilier conditionne la réalisation des stratégies « ISR » (Investissement Socialement Responsable) ou DD à la capacité des gestionnaires d'actif à résoudre un ensemble de problèmes sociotechniques pour lesquels ils ne sont pas préparés, tant la logique de financiarisation et l'abondance de capitaux aura pu les

déconnecter de la consistance technique des immeubles. Le premier de ces problèmes est un enjeu de connaissance :

« Les propriétaires doivent se réapproprier la connaissance de leurs immeubles. Exit la financiarisation à outrance. »

J.-C. Antoine, directeur de l'immobilier du groupe PERIAL,
Entretien pour pierrepapier.fr, 27 février 2013.

a) Mesurer : des premières expérimentations à la formalisation de programmes d'action « à 360° »

Le point de départ repose sur la capacité des gestionnaires d'actifs à réaliser ce qu'ils nomment la « cartographie » des flux associés au fonctionnement de leur patrimoine. Par conséquent, comme l'expliquait la Présidente de BNP Paribas REIM lors d'une conférence au MIPIM en 2012, « la première chose à faire, c'est essayer de compter [...], dans un premier temps il faut regarder comment faire pour compter » (Conférence D015). Ceci se double d'un second défi : il est nécessaire de mettre en place des systèmes d'information qui permettent d'organiser les données collectées, les classer, bref, tenir à jour des bases de données qui sont encore considérées comme un challenge par certains professionnels de l'industrie. Ainsi que l'expliquait le Directeur de projet Immobilier Durable de la Caisse des Dépôts lors d'une conférence au MIPIM 2012, à Cannes :

« En l'état l'enjeu est de collecter des données qui sont rares. Vous avez des données partout, mais elles sont rares parce qu'elles ne font pas l'objet d'une collecte et d'une exploitation correctes. Cet éparpillement induit des coûts afin de centraliser cette donnée. Pour notre propre portefeuille, le coût d'un investissement unique pour créer cette capacité de collecte centralisée s'élevait à 400 000 euros, pour une valeur de portefeuille totale de 5 millions d'euro. L'idée fondamentale est que ce coût est ponctuel, nous n'aurons pas à le supporter une fois de plus une fois que nous avons créée l'infrastructure pour gérer le flux de données ; nous profiterons en revanche d'une plus grande transparence et connaissance de notre portefeuille. L'enjeu pour nous c'était non seulement d'avoir une information centralisée, mais fiable [...] Ce flux de données doit être organisé tout au long du cycle de vie d'un immeuble [...] Il doit incarner l'idée du bâtiment, être logé quelque part, et accessible par tous les acteurs de la chaîne immobilière tout au long du cycle ».

Directeur de projet Immobilier Durable, Caisse des Dépôts,
Conférence Mipim 2012, D007. Notre traduction

Notons au passage que la nécessité de développer des méthodologies visant à mesurer, analyser et interpréter les valeurs collectées ne constitue pas *a priori* une difficulté cognitive indépassable. Un travail d'acculturation est certes nécessaire pour familiariser des gestionnaires d'actifs avec une dimension technique du bâtiment qu'ils connaissaient peu (notamment pour ce qui concerne l'énergie), même si une partie d'entre eux est issue d'écoles d'ingénieur spécialisées dans l'ingénierie civile et le bâtiment (École des Ponts, École Spéciale des Travaux Publics du Bâtiment et de l'Industrie, etc.). Par ailleurs, leur grande familiarité avec la culture du chiffre et, surtout, les enjeux de mesure de la performance constitue une passerelle. Le terme de « performance » est d'ailleurs illustratif de la porosité entre ces deux champs puisqu'il est employé aussi bien pour qualifier la rentabilité financière d'un actif que l'efficacité énergétique ou environnementale d'un bien immobilier. De telle sorte que certains entretiens en font un enjeu assez simple : « un immeuble c'est juste quatre murs, des équipements techniques, un flux de personne. Il faut savoir analyser cette performance énergétique » (Investment Manager, Société de gestion, Entretien A054).

Cet extrait d'entretien pointe une attention accordée à la matérialité même du bien (« quatre murs », « des équipements »). Les éléments techniques retrouvent un relief perdu semble-t-il suite à une vague de financiarisation qui aurait eu tendance à faire oublier ce qui était devenu un « sous-jacent » immobilier :

« On a quand même vu ces dernières années une prépondérance des éléments financiers sur les éléments techniques. Maintenant, notamment avec le Grenelle, l'aspect immeuble proprement dit reprend du poids contre les contraintes financières qui l'emportaient. »

Conseil en développement, Société de conseil, A039

Ce retour d'une matérialité négligée, s'il bénéficie du terrain commun de la mesure et du chiffre, se heurte cependant à des résistances. Tout d'abord, il apparaît à l'analyse des méthodologies mises en place par les gestionnaires d'actifs combien les approches portant sur l'ensemble du parc immobilier se confrontent aux spécificités difficilement réductibles de chacun des immeubles. Alors que l'ambition est de se doter d'outils qui permettront une analyse d'ensemble du patrimoine, le caractère idiosyncrasique de l'immobilier ne cesse de se rappeler aux gestionnaires. C'est certainement ce qui explique le recours à des approches typologiques qui s'efforcent justement de constituer une solution intermédiaire offrant à la fois des éléments d'appréciation pour l'ensemble du patrimoine tout en prenant en compte une partie des spécificités de certains biens. C'est ainsi que l'analyse environnementale du patrimoine de La Française AM, réalisée en partenariat avec l'Ademe, a reposé sur une typologie en 9 classes afin de tenir compte du type d'usage (bureaux, commerce, logistique) et de générations de construction (haussmannien, 1960-70, années 1980, années 1990, années 2000, neuf). Les stratégies d'action qui en découlent se font donc à partir de 9 *greenbooks* qui eux même n'empêcheront pas la nécessité de réaliser des analyses plus approfondies, au cas par cas, dans l'éventualité par exemple de réaliser des travaux de rénovation sur certains bâtiments.

Deuxième frein, la mesure nécessite un travail de collecte qui doit être instrumenté. Or, le déploiement d'équipements de comptage dans les immeubles est difficilement réalisable rapidement. Il existe donc une inertie à la mise en place d'un système d'observation directe des consommations. Enfin, pour palier ces difficultés, il est nécessaire de mobiliser les clients locataires ainsi que les gestionnaires des immeubles pour avoir accès aux factures indiquant les consommations réelles. Ceci nécessite un travail pratiquement de porte-à-porte, qui s'appuie sur la persuasion, à défaut du droit, du moins tant que l'annexe environnementale au bail n'était pas en vigueur.

« Pour du tertiaire, il faut collationner toutes les factures des immeubles. EDF ne peut pas communiquer ces informations. Il faut aller chercher les factures de tous les locataires et ça n'est pas gagné d'avance. Nous avons missionné un seul diagnostiqueur qui va voir un à un chacun de nos

locataires pour renseigner les consommations des immeubles, sur l'énergie et l'eau. Il visite les locaux et repère les équipements privés consommateurs d'énergie installés par le locataire, pas toujours avec notre accord. Ça permet d'avoir une cartographie assez précise. Pour les immeubles que l'on occupe nous-même c'est facile. Pour les copropriétés, c'est beaucoup plus dur. »

Directeur Développement Durable, Assurance, Entretien A029

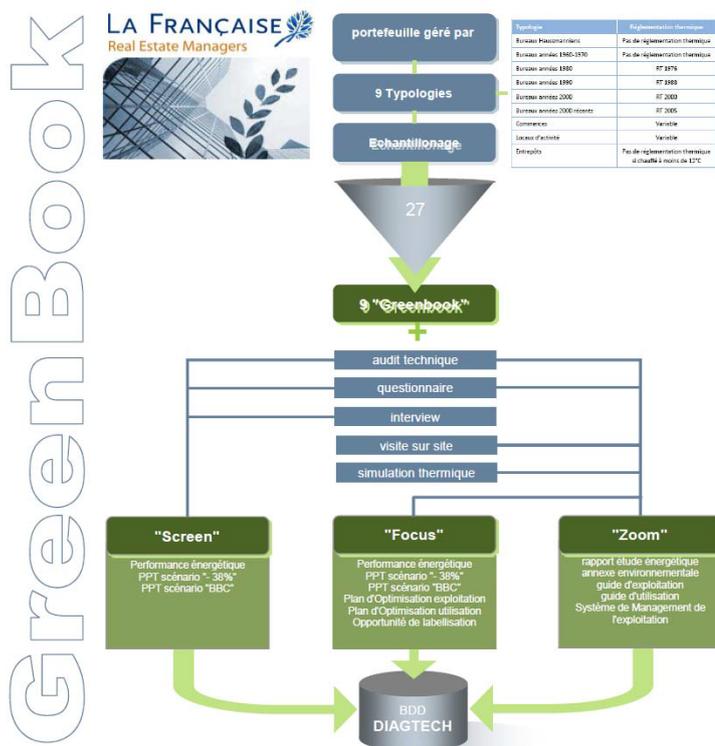
Malgré ces freins, nous observons la construction de systèmes d'information visant à qualifier les flux consommés et produits par les immeubles du patrimoine. Ceci s'est traduit par des expérimentations relativement fragmentées au début. L'enjeu consistait à tester des dispositifs, si possible à coûts contenus, visant à améliorer la connaissance des immeubles détenus. C'est ainsi que l'assureur Generali affirme avoir mené des audits énergétiques à partir des consommations réelles dès les années 2005 à 2007. De même pour la foncière Gecina qui aurait initié la mesure des consommations énergétiques de 367 de ses actifs dès l'exercice 2006-07 et entrepris un travail équivalent en 2008 pour la consommation d'eau dans ses immeubles. Ces premières initiatives se multiplient depuis. Selon l'étude annuelle de Novethic sur les fonds immobiliers⁵⁴, deux tiers des sociétés de gestion ayant répondu au questionnaire en 2012 affirment avoir désormais mis en place des outils de mesure de la performance énergétique de leur patrimoine. Cette proportion irait en s'accroissant rapidement puisque, selon la même source, le taux aurait gagné 14 points entre 2011 et 2012.

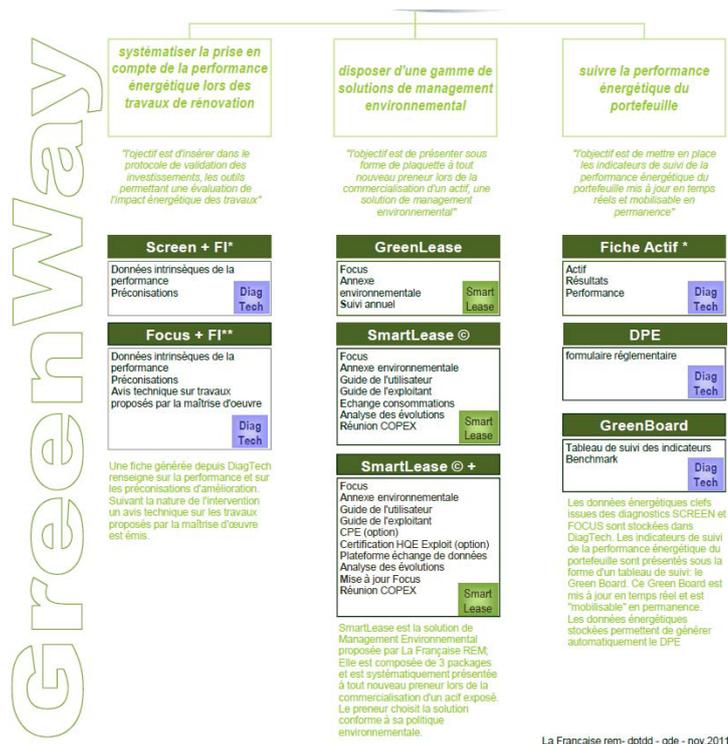
Cette généralisation de l'effort d'observation s'accompagne d'une tentative de *formalisation* des dispositifs de mesure et de suivi, au moins chez un certain nombre de gestionnaires d'actifs. Après les expérimentations initiales succèderaient ainsi une phase de construction de process complets. La formalisation à l'œuvre combinerait les diagnostics initiaux avec la construction d'outils d'observation en continu du patrimoine et la définition de programmes d'action visant à l'amélioration de la performance du parc. C'est ainsi par exemple que l'on pourra interpréter l'initiative Greenbook/Greenway de La Française AM qui, après un travail de mesure initial réalisé en 2009 et 2010, propose un déploiement d'un ensemble de solutions à compter de 2011. Ce dernier programme porte aussi bien sur les stratégies de travaux que sur la relation avec les locataires à qui plusieurs types de package « environnementaux » sont

⁵⁴ Novethic, en partenariat avec l'Aspim (Association Française des Sociétés de Placement Immobilier) réalisent une enquête par questionnaire auprès de gestionnaires d'actifs en immobilier portant en particulier sur les enjeux énergétiques. Pour 2012, 28 des questionnaires (contre 22 en 2011) ont été retournés parmi la cinquantaine de sociétés de gestion sollicitées. Ces dernières représenteraient environ 85% des SCPI et OPCI en valeur.

proposés (*GreenLease, SmartLease, SmartLease+*), ou sur la mise en place d'un outil de suivi de la performance des immeubles en continu. C'est en ce sens que l'on peut employer le terme de plans d'action à « 360° » car visant à couvrir toutes les dimensions ouvertes à l'action. Il est intéressant d'insister, à ce titre, sur l'imbrication croissante que le travail de formalisation s'efforce de réaliser entre, d'un côté, l'effort de mesure des consommations et, de l'autre, sa transformation en un plan d'actions d'ensemble.

Figure 32 : Un exemple de formalisation croissante de la performance environnementale





Source : La Française AM, nov. 2011

Quels sont les éléments constitutifs de ce travail de formalisation ? Tout d'abord, il s'appuie sur la consolidation de dispositifs d'audits environnementaux qui sont notamment réalisés en interne (*Audit Environnemental Immobilier* d'Amundi ou encore *Environmental Analysis Systems* de Zublin Immobilien France) mais sont bien souvent conçus avec des sociétés tierces (à l'image de Sintéo ou de Bureau Veritas par exemple). Cependant, ces initiatives propres à chaque gestionnaire d'actifs se heurtent à la difficulté de resituer l'état d'un patrimoine face à l'ensemble du marché. Ce qui a pu expliquer pourquoi certains grands investisseurs ont cherché à se doter d'un outil de mesure commun, à l'image de *Green Rating* que nous avons déjà évoqué, ou en alimentant l'indicateur IPD. L'un de nos interlocuteurs impliqué dans le développement de *Green Rating* s'en explique ainsi :

« On a besoin au niveau mondial de pouvoir comparer les immeubles entre eux au niveau environnemental. Le seul outil que nous ayons pour cela c'est le Green Rating, qui n'est pas trop cher, et qui a été mis en place par Bureau Veritas. L'outil est maintenant déployé par d'autres prestataires que Veritas, cela se développe en Europe. [...] Il y a AXA qui est président du *board*, AEW, GE Real Estate, ING, tous les groupes qui ont un patrimoine réparti sur plusieurs pays y ont intérêt. [...] Le Green Rating offre une

méthodologie unique selon un référentiel commun à l'échelle européenne.
Vous pouvez ainsi comparer les immeubles entre eux. »

Directeur Développement Durable, Assureur, Entretien A029

b) *Indicateurs et outils de représentation*

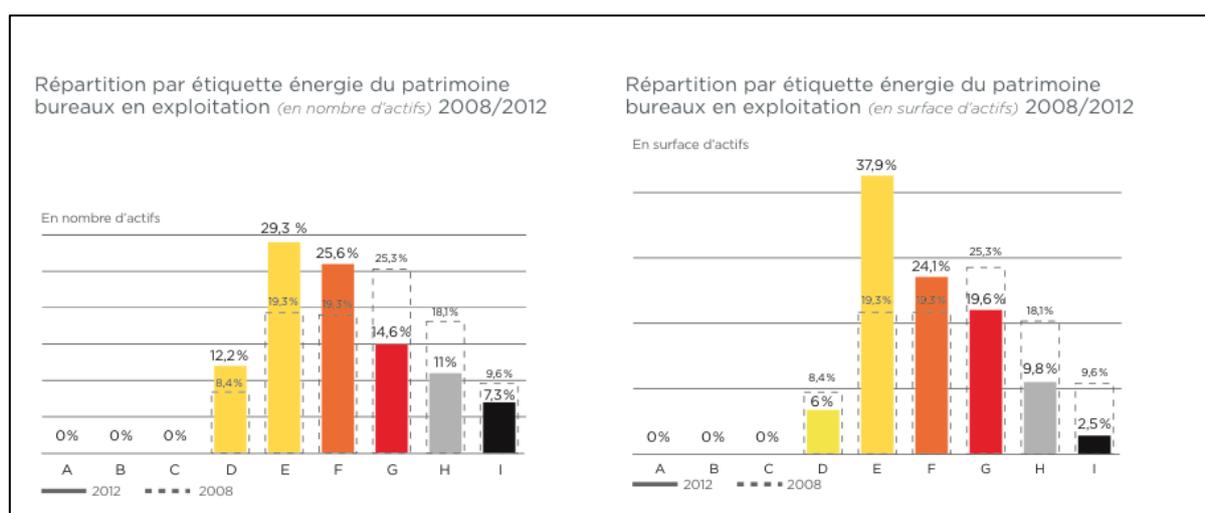
Concrètement, les gestionnaires engagés dans une telle démarche de mesure s'appuie sur une variété d'outils à leur disposition. Selon l'enquête Novethic, le Diagnostic de Performance Énergétique (DPE) est l'outil le plus fortement diffusé. Pour nos interlocuteurs, ce dernier a l'intérêt de porter sur les consommations réelles, de pouvoir être réalisé de manière relativement rapide et d'être peu onéreux :

« C'est le seul moyen d'avoir une cartographie des consommations immeubles rapide et pas trop chère. Pour 2000 euros, vous avez une DPE. Nous cherchons à la faire sur tous les immeubles, aujourd'hui à 50 %, et sérieusement. Pour du tertiaire, il faut collationner toutes les factures des immeubles. »

Directeur Développement Durable, Assureur, A029

Le déploiement de cet outil de mesure permet d'offrir une vision d'ensemble de la consommation énergétique et des émissions de CO₂ du parc comme l'illustre l'exemple de « cartographie » proposée ci-dessous.

Figure 33 : Exemple de cartographie d'un patrimoine à partir du DPE. Le cas de Gécina



Source : Gecina, Rapport RSE, 2012, p. 62

Pour autant, nombre de gestionnaires développent une approche reposant sur d'autres outils d'audit internes ou mutualisés qui visent à établir une liste d'indicateurs élargie afin de mesurer la performance environnementale d'un patrimoine. L'audit environnemental de Gecina proposait 16 indicateurs en 2010 qui portent sur les consommations et les émissions du bâtiment (énergie, eau, CO₂, déchets), sur d'autres caractéristiques réglementaires (labels et certifications vertes, accessibilité aux personnes à mobilité réduite, sécurité des lieux). S'ajoutent à ces critères des indicateurs plus généraux comme la politique d'achats ou les actions de mobilisation du personnel de la société. Un entretien avec un directeur Développement Durable d'une société foncière cotée révèle qu'il s'appuie sur une vingtaine d'indicateurs couvrant des domaines très voisins.

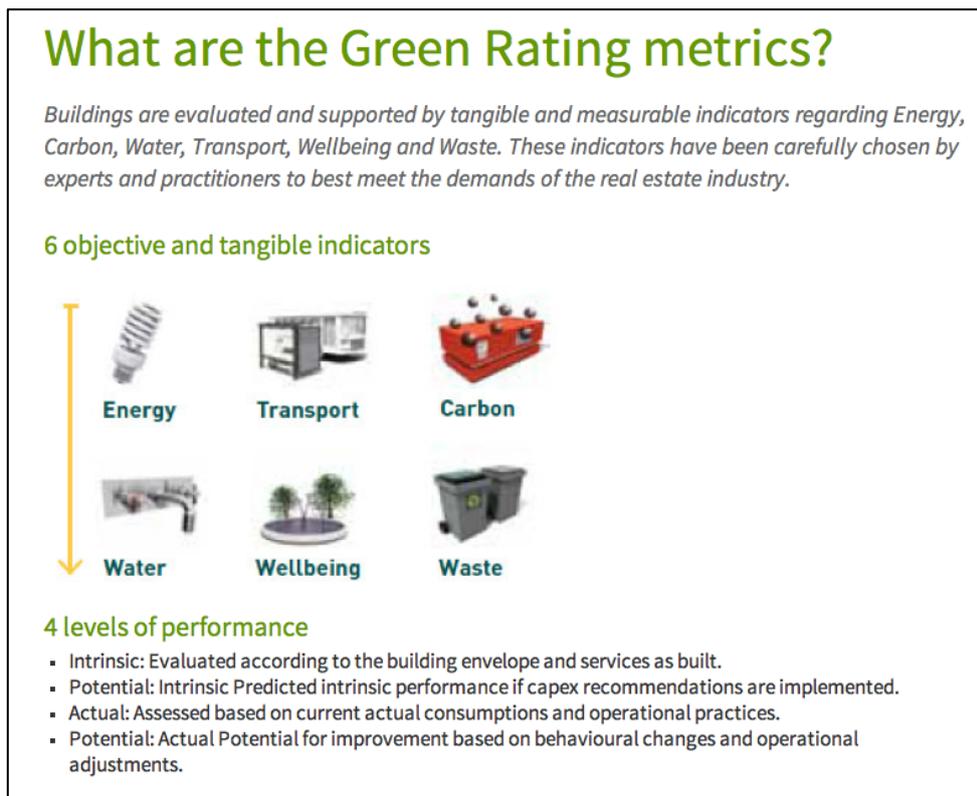
« Une des premières actions que j'ai faites, c'est de lancer une cartographie énergétique du parc, début 2009-fin 2010. [...] Ça, ça a été un moyen de caractériser les leviers, mais aussi de noter les immeubles selon une vingtaine d'indicateurs, encore une fois pas seulement énergétique, en France on est très énergie, au UK ils sont très carbonés, et nous, le souhait c'était de mettre l'eau, l'accessibilité pour personnes handicapées, la pollution des sols, ce qui est un problème rare chez nous, mais au moins que ça existe quelque part, la mise aux normes des ascenseurs, les autorisations d'ICPE [*Installations Classées pour la Protection de l'Environnement*], etc. »

Directeur Développement Durable, Foncière cotée, A065

Le *Green Rating*⁵⁵, qui est utilisé par des groupes comme AXA REIM, Allianz RE, AEW Europe, General Electric RE, CBRE Global Investors, etc., se limite à une analyse plus restreinte de la performance environnementale. Six indicateurs sont retenus : consommation énergétique et émissions carbone comme le DPE, mais aussi consommation d'eau, déchets, santé et bien-être des usagers, et, enfin, accès aux transports. L'intérêt revendiqué par les gestionnaires d'actifs qui le promeuvent est multiple : d'un coût limité (5 000 à 8 000 € par immeuble) et plus exhaustif que le DPE, il permettrait une connaissance plus précise des performances de l'immeuble (consommations observées et performance intrinsèque du bâtiment grâce à une modélisation thermique dynamique), tout en proposant des pistes d'action sur un horizon court (limité à 7 ans) et en permettant une comparaison normalisée à l'échelle européenne (Directeur Développement Durable, assurance, A029),

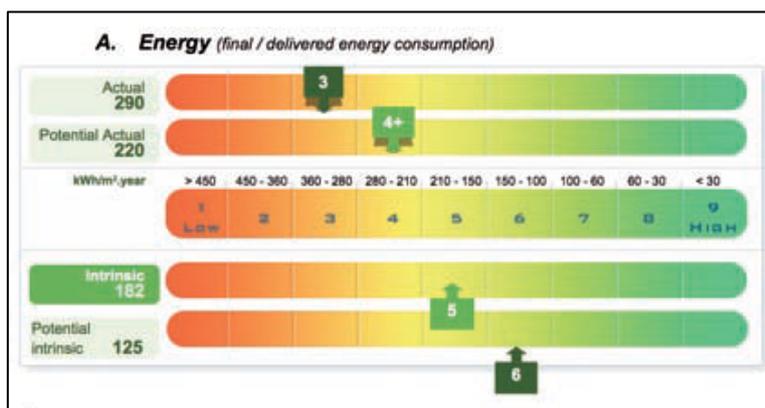
⁵⁵ Le *Green Rating* n'est pas *stricto sensu* l'équivalent d'un DPE dans la mesure où il ne se contente pas de mesure, mais cherche à confronter ces informations pour produire des comparaisons selon la méthode du benchmark. Voir <http://www.green-rating.com/>

Figure 34 : Les 6 indicateurs retenus par Green Rating



Source : Site [Green Rating Alliance](#)

Figure 35 : Les quatre niveaux de performance énergétique mesurés par Green Rating : actuel, actuel potentiel, intrinsèque, intrinsèque potentiel



Source : [Green rating](#), p. 3

L'exemple du *Green rating* témoigne de la multiplication des outils de visualisation qui accompagne l'activité de mesure : tableaux, schémas, graphiques, diagrammes, échelles peuplent par exemple les documents de communication externe. Ces derniers servent à

matérialiser, dans une forme seconde, les flux invisibles qui traversent les immeubles. De là, leur utilisation à double titre. Tout d'abord, ils aident à tenir un discours sur le sérieux de l'engagement du gestionnaire des actifs quant à l'enjeu du développement durable. La multiplication des indicateurs, des illustrations, et des notations sert à rendre visible l'intensité d'une réflexion qui, par ailleurs, ne craindrait pas d'aller rechercher la certification d'auditeurs extérieurs⁵⁶. Ensuite, ces outils sont mobilisés pour aider à la mise en œuvre d'une stratégie avec un plan d'actions décliné à plusieurs horizons temporels et dans de multiples directions. Le travail de mesure est ainsi justifié non pas seulement en raison de son efficacité en matière de communication extérieure, mais aussi parce qu'il permet d'informer l'action, en proposant des pistes d'amélioration et en les chiffrant.

Le recours aux méthodes de *scoring* fournit une illustration à ce dernier point. La notation des différentes dimensions de la performance environnementale (ou de la contribution RSE de manière plus générale lorsque cela inclut des éléments dits « sociaux », « sociétaux » ou « de gouvernance ») peut être utilisée pour positionner un immeuble par rapport à un univers d'observation donné : le reste du patrimoine, les actifs d'autres investisseurs dans une logique de *benchmark*). Cette notation peut aussi servir comme un outil aidant à atteindre des objectifs à un terme donné. Il s'agit alors de constater des diminutions mesurées en pourcentage ou, selon les choix réalisés, en classes de performance gagnées.

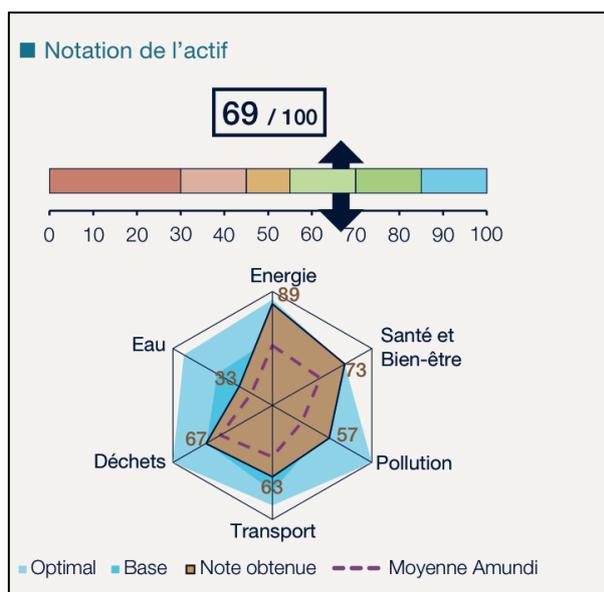
La stratégie ISR d'Amundi appliquée à l'immobilier constitue un exemple abouti en la matière⁵⁷. On peut y observer la formalisation d'une démarche partant de la mesure de performance à la définition d'un plan d'action à 360°. Cette stratégie repose tout d'abord sur un travail de mesure présenté comme systématique pour chacun des actifs détenus. L'observation combine un DPE ainsi qu'une « cartographie environnementale » portant sur « six piliers » relativement proches de ceux proposés par le *Green Rating*. Cette « cartographie » résulterait de la collecte de 200 informations sous forme de questionnaire. Elle peut prendre la forme d'un diagramme en étoile dont chacune des branches renvoient aux six dimensions retenues par la société de gestion (voir figure ci-dessous). Elle peut aussi être synthétisée dans une note finale sur 100 points, qui est obtenue à travers une pondération

⁵⁶ Ces derniers interviennent sur la construction de l'outil d'évaluation de la performance environnementale à l'image du Bureau Veritas pour Green Rating. Mais ils sont aussi mobilisés pour valider la pertinence de la méthodologie d'ensemble retenue en matière de stratégie de développement durable à l'image de ce que fait Ernst & Young pour Amundi.

⁵⁷ La stratégie ISR d'Amundi est analysée aussi dans Boisnier, 2013.

des scores de chacun des différents piliers⁵⁸. Cette valeur est elle-même transformée dans une échelle de notation allant de A à G.

Figure 36 : Les six piliers de la performance environnementale et notation de l'actif, selon Amundi



Source : [Amundi AM](#), Novembre 2012, p. 2

Dans l'exemple d'Amundi, le scoring est réalisé à plusieurs niveaux : celui de l'actif comme nous venons de le documenter, mais aussi celui du fonds et de la société de gestion dans son ensemble afin de répondre aux attentes de l'investisseur socialement responsable. Pour ce qui concerne le fonds, les notes obtenues par chacun des actifs sont pondérées par la valeur vénale des biens, ce qui revient à réintroduire une appréciation financière qui ne figurait pas jusqu'à présent. Ceci vise à déterminer la contribution propre de chacun des actifs dans la note d'ensemble du fonds et permet ainsi d'accompagner la définition des actions prioritaires à mener pour faire évoluer la performance environnementale globale du fonds pondéré de la valeur des actifs. Par hypothèse, ceci doit pouvoir se traduire par une attention prioritaire portée aux actifs à la valeur vénale la plus élevée : ce sont en effet ces derniers qui ont l'impact le plus fort sur la note globale d'un fonds⁵⁹. En filant ce raisonnement, on peut

⁵⁸ Il n'a malheureusement pas été possible de prendre connaissance de la pondération retenue par Amundi.

⁵⁹ Toujours par hypothèse, il est plausible que ces actifs les plus onéreux soient donc ceux qui, lorsqu'ils permettent

imaginer qu'un *fund manager* a alors intérêt à soigner tout particulièrement ses très grands actifs ou ceux qui sont situés dans les marchés les plus onéreux, ce qui, dans un cas, comme dans l'autre, pourrait certainement pointer en direction du cœur des métropoles, et en particulier de l'agglomération parisienne. Cette dernière combine en effet les quartiers d'affaires de Paris qui sont les plus chers de France, et les espaces de première couronne où se localisent les très grands ensembles tertiaires (à l'image des tours de la Défense, mais pas seulement). L'on comprend comment l'algorithme retenu pour réaliser la notation de ce fonds peut avoir des conséquences sur la géographie du « verdissement », point que nous développerons dans la section suivante du rapport.

Notons enfin qu'une note est portée à la société de gestion dans son ensemble au titre des attentes de la stratégie RSE. Cette dernière porte sur le bilan environnemental, social et de gouvernance (ESG). D'après la documentation à laquelle nous avons pu avoir accès, ceci couvre : la politique environnementale des prestataires (gestionnaires, promoteurs), les pratiques et le rôle social des actifs immobiliers et des locataires occupants⁶⁰, et, enfin, les règles de gouvernance de la société de gestion et des fonds (droits de vote, évitement des conflits d'intérêt, etc.).

A l'issue de ce travail de mesure, Amundi considère un fonds comme ISR s'il vérifie les conditions suivantes : que chacun des actifs et des prestataires mobilisés aient une note égale ou supérieure au niveau D (règle d'exclusion sur les catégories E, F, G) et que la moyenne des actifs d'un portefeuille soit égale ou supérieure à la catégorie C.

Cette démarche, qui s'inscrit dans un projet plus global s'appuyant notamment sur une charte ISR et le recours à la validation méthodologique d'un cabinet d'audit, sert ainsi à la fois comme support de communication externe auprès des investisseurs potentiels, et comme outil d'aide à la décision pour les *managers*.

⁶⁰ Nous n'avons malheureusement pas pu obtenir plus d'informations sur les critères retenus pour évaluer cet aspect. Cependant, c'est un élément que l'on conservera à l'esprit lorsque l'on s'intéressera au rôle des gestionnaires d'actifs dans la localisation et l'accès à l'immobilier d'entreprise (voir section 6). Que cela soit objectivé dans des critères explicites ou bien relevant de règles plus tacites, il n'est pas impossible qu'à travers le choix des locataires, ces derniers aient un rôle important dans l'accès au foncier pour les entreprises préférant la location à l'achat.

c) L'échelle urbaine, impensée de la mesure

Au-delà de la formalisation, de l'objectivation et d'aide à la décision qu'il permet, que nous apprend l'observation du travail de mesure réalisé par les gestionnaires d'actifs ? Tout d'abord, il apparaît que le périmètre retenu par ces derniers pour penser l'action relative au développement durable est largement dépendant du contexte réglementaire. Les indicateurs sont sous influence manifeste des attentes du législateur. L'effet Grenelle est puissant mais il n'est pas le seul : aux critères en matière environnementale (sur l'eau, l'énergie, les déchets, les GES ou en lien avec la réglementation thermique en vigueur) répondent d'autres injonctions sur le respect des règles de sécurité, d'accessibilité, etc.

Deuxièmement, si les stratégies énoncées dans les documents de communication externe sont généralement fortement multidimensionnelles, et proposent une lecture relativement accueillante du terme de développement durable pour couvrir des enjeux environnementaux et sociaux, les entretiens que nous avons menés révèlent une interprétation du périmètre du « développement durable » principalement comme une question d'*efficacité énergétique*. Il convient de confronter cette posture au choix du gouvernement d'orienter le Grenelle de l'Environnement selon cet angle. Rares sont les interlocuteurs qui ont démontré une interprétation spontanée du terme « développement durable » plus large. Dans ces cas, il peut s'agir d'investisseurs qui ont par ailleurs un métier de promotion et peuvent s'intéresser à des enjeux d'adaptabilité des bâtiments, d'insertion urbaine parfois, ou encore de biodiversité (Entretiens A032, A020). En revanche les aspects « sociaux » que l'on prête communément au développement durable en tant que l'un de ses trois piliers sont nettement moins convoqués. Lorsqu'ils le sont, c'est bien souvent dans une lecture centrée autour de l'utilisateur de l'immeuble et se rapportant alors avant tout à des enjeux sanitaires et de confort au travail des salariés. Ceci reflète alors finalement plus les attentes que l'on pourrait prêter aux entreprises locataires qu'à celle d'un législateur qui pourrait avoir une acception des enjeux sociaux du développement durable allant au-delà de la qualité de l'air dans les espaces de travail. L'absence d'exigences de la part de l'État, au-delà des attentes du Code du travail relative aux caractéristiques des locaux d'activités économiques, laisse une forte marge d'appréciation au gestionnaires d'actifs sur ce qui constituerait le pilier « social » que la communication RSE ou ISR impose cependant de documenter. Ne pouvant légitimement laisser page blanche, nos entretiens indiquent que le choix retenu est plutôt de s'en tenir à un emploi des critères déjà utilisés auparavant, à savoir le respect des règles sanitaires et la recherche d'un niveau de confort des salariés, au motif que cela contentera à la fois la

réglementation immobilière en vigueur et pourra être susceptible de séduire les entreprises locataires :

« Les locataires vont se diriger vers de meilleurs immeubles s'ils ont le choix. Et des charges plus faibles, c'est intéressant. On parle beaucoup d'énergie, mais il n'y a pas que ça : il faut regarder l'environnement, le confort, la qualité de l'air. C'est intéressant pour l'entreprise, ce sont des leviers pour communiquer en interne et en externe. L'immobilier peut être au service d'une politique d'entreprise, d'une politique sociale, contribuer à attirer ou fidéliser des collaborateurs. C'était déjà la vocation de l'immobilier même avant le développement durable : avoir des services mutualisés sur place, une cantine, une salle de sport, etc. »

Responsable Développement Durable,
Gestionnaire pour compte de tiers, Entretien A048

Troisième enseignement tiré de l'analyse des critères retenus pour mesurer la performance en matière de « développement durable » : il apparaît une polarisation des enjeux sur deux échelles / objets. La première porte sur la *société d'investissement* elle-même, la seconde sur *l'immeuble*. L'importance accordée à l'entreprise qui détient les actifs (foncière cotée, sociétés de gestion, compagnie d'assurance, etc.) s'explique par la montée en puissance des stratégies RSE dans certains groupes ayant de forts impératifs de communication externe. C'est ainsi que pour des foncières cotées notamment, mais aussi pour certains groupes bancaires ou des compagnies d'assurance, des indicateurs reflétant des objectifs généraux de RSE de *l'entreprise* sont mesurés. Nous l'avons ainsi vu à travers l'exemple d'Amundi. Il s'agit d'indicateurs portant sur le bilan environnemental de *l'activité* de la société, sur sa politique des achats ou encore sur sa responsabilité vis-à-vis de ses employés (droit à la formation, respect de la parité, place des personnes souffrant d'un handicap, etc.).

La seconde échelle, qui prédomine dans le travail de mesure, porte lui sur des caractéristiques de *l'immeuble*. Qu'il s'agisse du bilan environnemental de ce dernier ou d'enjeux qualifiés de sociaux (sécurité, santé, accessibilité, bien-être des usagers), l'analyse commence et se termine bien souvent à la porte d'entrée de l'immeuble. En dehors de l'accessibilité en transports en commun, qui fait l'objet d'une mesure de plus en plus fréquente (du moins pour les patrimoines situés dans le marché francilien), l'effort reste ainsi confiné aux limites de la propriété du bien. Les rares interlocuteurs ayant indiqué mener des réflexions pour la prise en

compte d'autres échelles, notamment celle du quartier (Entretien A064)⁶¹, ont par ailleurs du mal à se départir d'une focale principale sur l'immeuble lui-même.

Prenons l'exemple de ce *fund manager* qui développe un véhicule ayant pour vocation à dépasser l'approche à l'immeuble pour penser le développement durable au-delà des certifications de performance énergétique :

« dans le marché, il y a des immeubles *green* et pas durables : un immeuble à énergie positive mais situé à Marne-la-Vallée, reposant sur de la voiture, n'est pas durable. Un autre immeuble, moins efficace énergétiquement, mais situé dans de la mixité urbaine, avec des transports en commun [est plus durable] ».

Fund manager, Banque, Entretien A040

Or, un bref examen de la grille des critères d'investissement mise en place pour « apprécier le caractère durable d'un projet » par ce fonds invite à nuancer la distinction établie par l'interlocuteur tant les éléments relatifs aux caractéristiques techniques du seul immeuble semblent continuer d'être prépondérants (voir tableau ci-dessous).

⁶¹ L'interlocuteur s'est référé aux travaux de l'atelier international ISO sur les quartiers d'affaires durables, initiative à laquelle participe l'AFNOR : « La commission de normalisation AFNOR « Aménagement Durable - Quartiers d'affaires », a tenu sa réunion inaugurale le 13 avril 2011. La présidence est assurée par l'Institut d'Aménagement et d'Urbanisme de la Région Ile-de-France (IAU IdF), bureau d'études et de prospective aidant à préparer la prise de décision publique sur, entre autres thématiques, l'aménagement et l'urbanisme. Les travaux se baseront notamment sur les cinq finalités du développement durable à l'échelle d'un territoire telles que définies par le Ministère en charge du Développement durable, à savoir : la lutte contre le changement climatique et la protection de l'atmosphère, la protection de la biodiversité, des milieux et des ressources, la cohésion entre les territoires et les générations et la volonté de favoriser l'épanouissement de tous les êtres humains ainsi que les modes de production et de consommation responsables. » Voir la suite sur <http://www.afnor.org/metiers/normalisation/panorama-normalisation/participez-aux-travaux-de-la-nouvelle-commission-de-normalisation-afnor-sur-l-amenagement-durable-des-quartiers-d-affaires>, consulté le 07/05/2013.

Tableau 14 : Les huit critères d'analyse d'un immeuble lors d'un processus d'acquisition pour un fonds « développement durable »

N°	Critères	Échelle	
		Immeuble	Autre
1	Performance financière	X	
2	Caractéristiques techniques durables (certifications, labels)	X	
3	Aménagement et services	X	
4	Équipements techniques et électriques	X	
5	Surfaces intérieures : agencement et flexibilité	X	
6	Principes constructifs : architecture, etc.	X	
7	Environnement urbain ¹ : présence d'autres bureaux, commerces et restauration		X
8	Localisation et moyens de transport		X

Source : Les auteurs, d'après entretien.

¹ Deux points ont été mis en avant lors de l'entretien pour qualifier les qualités de l'environnement urbain : la présence d'autres immeubles de bureau, et celle de commerce et d'espaces de restauration pour les salariés.

Au total, nos entretiens révèlent que la mesure de critères relevant d'enjeux de développement durable peine à dépasser la limite de la propriété et reste relativement indifférente à l'inscription de l'immeuble dans un environnement urbain, qu'il soit immédiat ou élargi, par exemple à l'échelle du quartier ou de l'agglomération, sauf peut-être lorsqu'il s'agit du confort des salariés. Ainsi le fait que l'immeuble contribue à la densification ou à l'étalement urbain, qu'il s'inscrive dans un espace fonctionnellement ou socialement mixte ou pas, qu'il encourage des pratiques de mutualisation des usages avec les autres acteurs alentour (entreprises, société civile, etc.) ou de fermeture, bref, tous ces éléments qui font l'objet de débats académiques et politiques sur ce que pourrait être une « ville durable » sont autant de points aveugles dans le travail d'audit entrepris par les gestionnaires d'actifs. Pour autant que les adaptations opérées par ces derniers pour répondre à la montée des enjeux de développement durable constituent une fenêtre d'observation pertinente, il apparaît alors que

l'échelle urbaine est bien la grande absente du travail de formalisation en cours. Ce résultat est d'une grande importance car, faute d'outil de mesure, les décisions d'investissement adoptées par les *managers* se trouvent largement *informées*, c'est-à-dire cantonnées, à une réflexion portant sur le seul immeuble.

2. Le développement durable : un casse-tête pour les *managers* d'actifs

La mise en œuvre des plans d'action issus du travail d'audit environnemental est principalement réalisée par les *managers* qui conçoivent les fonds, investissent les capitaux collectés, et gèrent le patrimoine au quotidien. Qu'ils soient encouragés par la mobilisation de leur Direction Générale, à travers par exemple les incitations émanant du Comité de Développement Durable, ou bien par les alarmes qui circulent dans le milieu de l'investissement (confrères, sociétés de conseil), ces *managers* se trouvent confrontés à la nécessité de « prendre en compte », de manière littérale, la montée des enjeux de développement durable. Dans cette sous-section, la recherche porte son attention à ce qui change dans le quotidien des professionnels de l'investissement avec la montée des enjeux de développement durable. En particulier, elle interroge comment les outils et données de la modélisation financière préalable à la prise de décision en matière d'investissement sont affectés.

a) Business as usual ou renouvellement du métier ?

Nos entretiens montrent tout d'abord que, sans transformer de fond en comble le déroulement quotidien du travail, de nouvelles pratiques apparaissent tant pour ce qui concerne le travail d'acquisition que de gestion au long cours des biens.

Pour ce qui concerne les dossiers d'achat d'un nouvel immeuble, la problématique du développement durable occasionne un alourdissement des procédures et une complexification des tâches. Plusieurs sociétés de gestion ont par exemple mises en place des grilles de pré-acquisition visant à porter une appréciation spécifique à la dimension environnementale durant la phase de *sourcing*⁶². Ces critères viennent ainsi compléter la batterie de

⁶² Sourcing : dans ce cas, activité consistant à rechercher des opportunités d'investissement.

caractéristiques déjà analysées⁶³. PERIAL annonçait en 2009 un partenariat avec Bureau Veritas qui lui permet de bénéficier d'un tel outil désormais mobilisé par les *managers* aux commandes :

« Pour sélectionner ces acquisitions, PERIAL a développé avec BUREAU VERITAS une grille d'acquisition dont l'objectif est de pouvoir définir la performance environnementale de chaque actif. Concrètement, pour chaque bien, cette grille permet le calcul de la performance actuelle de l'immeuble, sa capacité à générer des économies d'énergies et le coût des travaux impliqués afin d'atteindre ces objectifs.

Plusieurs thèmes sont analysés en fonction du type de biens, à travers trois grands items : l'énergie, l'eau et le transport. Toutes les acquisitions de PFO₂ sont analysées à travers cette grille. »

PERIAL, PFO₂, [Communiqué en ligne](#)

L'étape de la *due diligence*, qui constitue un temps où les investisseurs potentiels engagent les recherches visant à qualifier avec précision les risques attachés à un actif qu'ils convoitent, s'étoffe d'un volet environnemental qui est de plus en plus important.

« [...] l'acheteur fait sa *due diligence*, il va aller auditer techniquement l'immeuble : Est-ce que ça se verdit façon HQE ? Sous quels délais ? À quel coût ? [...] Ça fait des *data rooms* assez complexes parfois. »

Conseil en investissement, A030

Ceci est d'ailleurs l'objet d'une attention particulière par les équipes gestionnaires des actifs mais aussi par les investisseurs qui font appel à leurs services :

⁶³ Dans la plupart des cas, même les sociétés qui communiquent le plus ouvertement restent relativement peu disserte sur les critères effectivement retenus. Par ailleurs, elles ne fournissent généralement pas d'informations non plus sur la pondération des différentes caractéristiques observées. En dépit des exigences de transparence revendiquée ou imposée par le cadre réglementaire, il reste impossible sans enquête approfondie (notamment par entretiens) de connaître le poids accordé aux indicateurs environnementaux : la satisfaction de certaines conditions est-elle un prérequis ou est-ce le résultat d'un arbitrage d'emblée multicritère qui permettrait par exemple de compenser une moindre performance environnementale par d'autres éléments (sécurité d'un bail à long terme ou d'une localisation prime par exemple). On est contraint de constater la grande opacité qui règne sur ces aspects. Au point qu'il est difficile de savoir si les critères annoncés sont effectivement respectés lors des décisions d'investissement, sans recours à une analyse quasi-ethnographique.

« [...] la *due diligence* comporte un volet environnemental et technique. On fait produire par des prestataires un audit énergétique, un audit environnemental (*Green Rating*), qui est intégré dans une note de synthèse avec des préconisations d'amélioration. C'est avalisé par le Directeur Investissement et le Comité d'Investissement. Et c'est ensuite transmis à l'investisseur. C'est intégré.

En 2011, on a constaté que les investisseurs ont monté en gamme sur des points spécifiques, dont ils ne se souciaient pas forcément avant : l'énergie, la pollution. Ces points reviennent dans les discussions. La pollution, c'est classique, mais les problématiques énergétiques, non. Et les investisseurs ont aussi alimenté leur connaissance sur le sujet, ce qui ne se faisait pas avant. C'est surtout les institutionnels qui ont une plus grande sensibilité, nos plus gros clients mais aussi les plus structurés, et qui ont obligation de rendre compte à travers leurs Rapports Annuels et leur Rapports Développement Durable. Ils ont développé une sensibilité par rapport à l'immobilier, qui reste une activité parmi d'autres, mais qui est maintenant identifiée comme une source importante d'émission de gaz à effet de serre. »

Responsable Développement Durable, Société de gestion, A048

Ce n'est pas que le travail à l'acquisition qui évolue. Les *asset managers* en charge de la gestion des actifs figurant au patrimoine sont eux aussi amenés à s'intéresser à des aspects d'apparence nouvelle ou qu'ils reconnaissent avoir eu peu l'habitude de regarder jusque-là. La connaissance des techniques de construction, des systèmes de pilotage énergétique, des certifications et des labels, voici autant d'éléments techniques qu'ils (re)découvrent et qui nécessitent une montée en compétence :

« [...] on est obligés, pratiquement condamnés à savoir ce qu'est un label, avoir un spécialiste développement durable à portée de main, on est condamnés surtout par le Grenelle, il faut qu'on sache ce qu'est une annexe environnementale et qu'on la construise. »

Asset manager, société de gestion, A058

Cette évolution du travail au quotidien ne porte cependant pas que sur des éléments d'ingénierie technique liés au bâtiment car le travail de l'*asset manager* concerne aussi la relation avec les locataires ou les *facility managers* qui s'occupent de la gestion technique des immeubles :

[interrogé sur le travail de ses *Assets Managers*, un directeur explique]
C'est un assembleur avec beaucoup de talent : il faut qu'il puisse modéliser des hypothèses financières, orchestrer une équipe de travaux, il doit avoir un talent commercial pour négocier la relation avec son locataire, qu'il mette au point de la documentation juridique. Ils s'appuient donc sur beaucoup de fonctions support dans l'entreprise ou ailleurs, avec beaucoup de prestataires, pour assurer le maintien des immeubles, etc, etc. »

Directeur de l'Asset management, foncière cotée, A017

Pour cette raison, plusieurs entretiens soulignent comment la montée des injonctions au développement durable nécessite des compétences relationnelles renforcées. La mise en place de l'annexe environnementale au bail à l'issue de la loi Grenelle 2, et des objectifs partagés d'amélioration de la performance environnementale entre propriétaire et locataire, se traduit par exemple par des échanges plus fréquents, notamment avec la tenue de « réunions développement durable » (Directeur Développement Durable, Foncière cotée, Entretien A065).

Dans ce contexte, si le travail quotidien n'est pas bouleversé par les enjeux attribués au développement durable, l'activité connaîtrait des formes de renouvellement qui constituerait un défi en terme de formation selon certains de nos interlocuteurs :

[à propos des effets de la prise en compte des enjeux du développement durable...] c'est dans les têtes de tout le monde, ça fait bouger les choses. Mais, dans mon métier il va falloir que je me forme, je suis pratiquement condamné ou amené à. Pour moi, c'est pratique : ça m'intéresse. Et puis j'ai une formation d'ingénieur, donc ça va me permettre de valoriser ce que j'ai fait avant. Mais, c'est clair, au niveau de tous les corps de métier, ça va faire énormément de boulot. [...] Moi, en tant qu'*asset manager*, ça me demande une compétence développement durable qu'il va falloir que je développe. »

Asset manager, société de gestion, A058

b) Où est le développement durable dans les modèles financiers ?

Au-delà de l'évolution du métier au quotidien, la recherche s'est penchée sur la manière dont les outils de modélisation financière pouvaient être affectés par la prise en compte des enjeux de développement durable. Notre attention a notamment été portée sur les *business plans* (BP). Ces derniers sont des documents de synthèse présentant l'immeuble et son environnement, ainsi que des scénarios d'action dont l'issue dépend de la variation des paramètres financiers qui interviennent notamment dans le calcul « *discounted cash flow* »,

l'une des méthodes d'évaluation des revenus de l'actif usitées⁶⁴ (vacance, loyer pratiqué, taux d'actualisation, etc.). Comme le résume le directeur d'une équipe d'asset management, un *business plan* (ou dossier d'investissement) consiste en une « combinaison de variables de marché » (Entretien A026). Ce *business plan* fait l'objet d'un examen et d'une discussion au sein d'un Comité d'investissement, où peuvent siéger le Fund Manager (et/ou directeur de l'Investissement/Acquisition et/ou Direction Générale en cas d'absence de fonds), l'Investment Manager qui présente le dossier, éventuellement un Asset Manager, et, parfois, le responsable du Développement Durable.

Premier résultat : les *managers* que nous avons rencontré, et qui ont recours à des outils d'évaluation très similaires, ne sont pas en mesure de « localiser » le développement durable dans les modèles qu'ils utilisent. Ils parviennent à fournir sans difficulté une évaluation de différents types de risque associés à ce dernier, ils savent calculer des indicateurs de rentabilité de leur patrimoine, mais la « prise en compte », au sens littéral du terme, ne se fait au mieux que par la mobilisation de variables financières préexistantes estimées en euros et qui sont sensées être influencées par les caractéristiques plus ou moins « durables » d'un bien. Expliquons ce raisonnement à travers l'analyse des outils.

Les *asset managers* peuvent être amenés à renseigner dans les outils à leur disposition des variables qui leur paraissent faire explicitement référence au développement durable. Par exemple, le fait pour un bien d'être ou non certifié, ou encore la nature des travaux de rénovation nécessaires à une mise en conformité environnementale. Ces informations figurent ainsi dans les *business plans* aux côtés d'autres informations : - données techniques ou portant sur les fonctionnalités de l'immeuble (date de construction, caractéristiques du bâtiment, services et aménités internes au bâtiment, etc.) ; - données de marché (locatif et investissement), - données financières (coût des capitaux propres, coût de la dette). Elles entrent donc dans les variables qui aident à mesurer la qualité de l'immeuble d'un point de vue de l'investisseur, et à en définir le niveau de risque associé.

C'est ainsi qu'un *asset manager*, à qui nous avons demandé de commenter pas à pas l'une des méthodes de valorisation d'un actif qu'il utilise, met en exergue ce qui se passe d'un point de vue du risque. Il s'agissait ici de comprendre les informations que notre interlocuteur

⁶⁴ Cette méthode d'évaluation n'est pas la seule utilisée par les investisseurs. Ils ont aussi fréquemment au taux de capitalisation. Sur ces notions voir notamment Hoesli 2000; Nappi-Choulet 2010.

renseigne pour définir le taux d'actualisation⁶⁵ et qui, d'après ce dernier, est notamment basé sur une évaluation des risques de l'actif⁶⁶. L'observation *in situ* de la matrice des risques (voir tableau ci-dessous) offre un exemple d'introduction du développement durable dans les pratiques des *Asset Managers* (Entretien A058).

⁶⁵ « Le taux d'actualisation devrait correspondre à la rentabilité exigée par les investisseurs pour ce type de placement, c'est-à-dire en considérant le risque de celui-ci ainsi que les alternatives de placement. Par analogie avec les placements en actions, on considère souvent que la rentabilité exigée devrait au moins être égale au coût des financements, ce qui conduit à déterminer la moyenne pondérée du financement par emprunt et du coût du financement par capitaux propres. » (Hoesli 2000, 65–66).

⁶⁶ « [L]a pratique utilise fréquemment des grilles permettant la mesure de la qualité (et ce faisant du risque) du bien. Selon la note attribuée à chaque critère, on obtient des points de base de prime de risque qui sont additionnés pour obtenir la prime de risque. Par exemple, on peut prévoir une grille avec quatre niveaux d'appréciation pour chaque critère : 'Très bon', 'Bon', 'Moyen', et 'Mauvais'. Au fur et à mesure que l'on se déplace vers l'appréciation 'Mauvais', la prime de risque augmente, par exemple de 25 points de base par niveau » (Hoesli 2000, 68).

Tableau 15 : Exemple de matrice des risques utilisée par un asset manager

Catégorie de risque	Éléments relatifs à la catégorie	Pondération
Risque de l'actif	âge, localisation, visibilité, accessibilité, compétitivité par rapport aux immeubles voisins ; architecture, fournitures, aménités ; adaptabilité/flexibilité des plateaux, parking, qualité de construction, conformité au zonage réglementaire (urbanisme) ; note globale, position dans le marché ; matrice environnementale (présence de sols pollués, d'amiante, de produits toxiques, etc.)	0,3
Risque de marché	population, taux de vacance ; marché, marché local, offre ;	0,2
Risque d'exécution	qualité signature, loyers, rotation des baux, vacance ; nécessité de redéveloppement, repositionnement, réhabilitation (y compris environnementale) ; nécessité d'une expertise opérationnelle ; liquidité, disponibilité du capital ; zone plus ou moins établie (présence d'autres investisseurs) ; bail ferme	0,5
TOTAL	(0,3 x risque de l'actif) + (0,2 x risque de marché) + (0,5 x risque d'exécution) = 1 ≥ note ≥ 5, avec 1 = médiocre (poor) et 5 = excellent	

Sources : auteurs. D'après observation. (Traduction des auteurs).

Explication : chaque entrée (« âge », « localisation », etc.) fait l'objet d'une notation de 1 à 5. Chacune des trois catégories fait l'objet d'une pondération. La somme des trois catégories de risque pondérées donne un résultat allant de 1 à 5.

Les informations qui se rapportent au développement durable en termes d'efficacité énergétique n'interviennent explicitement selon l'*asset manager* qu'au titre d'une éventuelle réhabilitation (« réhabilitation (y compris environnementale) », voire dans d'autres éléments d'appréciation du risque comme la « qualité de construction ». Sans avoir connaissance de l'importance attribué par cet investisseur à l'impact d'une « réhabilitation environnementale » dans sa catégorie des risques (mesurée par une note de 1 à 5), les informations sensées évoquer directement des enjeux du développement durable sont d'ampleur relativement limitée.

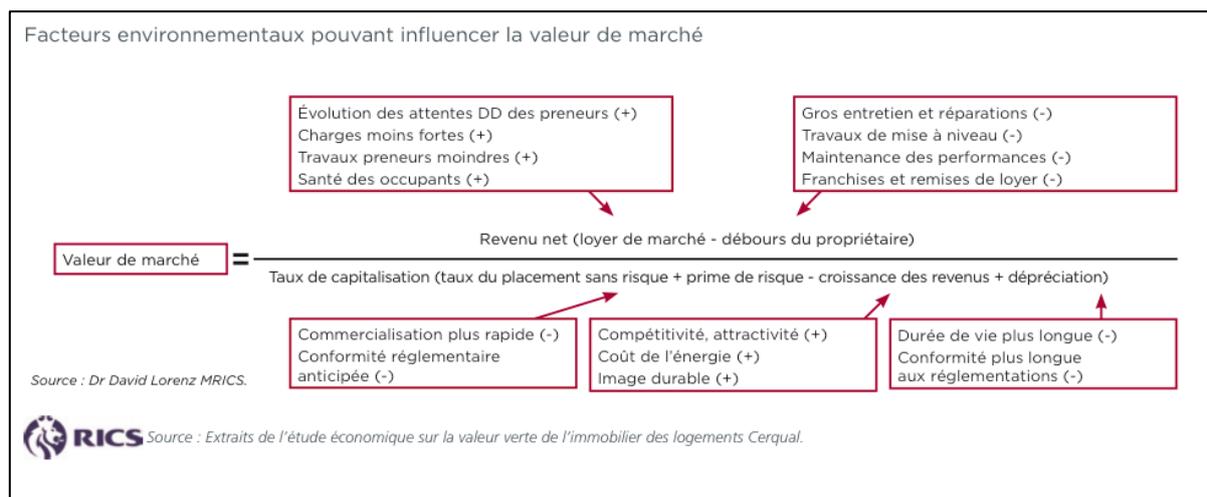
« Si vous voulez l'impact sur la valeur il n'est pas dessiné du tout aujourd'hui. Il n'y a pas un coefficient ou un ratio qui permettrait de dire 10, 20, 50 points de base selon certains cas. Je ne sais pas si on y arrivera. Je suis dans les groupes de travail sur la valeur verte, la question est régulièrement posée par les experts qui évaluent, j'en discute avec eux au

sein de la RICS, mais on a ni les uns ni les autres abouti à quelque chose qui soit une ligne... Je dirais que c'est un peu, enfin ça me paraît compliqué de le formaliser complètement. Si vous voulez, c'est plusieurs éléments qui vont être impactés : le niveau des charges via le fait qu'on a des charges plus basses sur les énergies et l'eau, peut-être des coûts de *property management* un peu plus élevés, un loyer un peu supérieur tout simplement parce que le site est plus valorisant, plus attractif, ce qui va concerner le *cash flow* c'est qu'il soit vide moins longtemps. »

Directeur Développement Durable, Foncière cotée, A065

Cet extrait souligne combien la prise en compte du développement durable n'altère pas fondamentalement les outils des investisseurs, dans la mesure où l'introduction de nouvelles informations reste limitée et ne transforme pas de manière importante la pondération des facteurs de risque. Cependant, ceci ne signifie pas non plus que le « développement durable » ne soit pas pris en compte, mais de manière plus indirecte, à travers son impact sur les variables financières de valorisation des actifs : taux de vacance, valeur locative, valeur résiduelle à la revente, etc. La nouveauté face au développement durable ne se joue donc pas dans l'intégration de nouvelles données extra-financières en tant que telles, mais dans la traduction de l'*impact* escompté de ces dernières sur les principales composantes d'un bilan financier, et, *in fine*, sur la rentabilité. Il y a donc un travail de *saisie* de caractéristiques extra-financières à l'immeuble, objectivées parfois dans des indicateurs qualitatifs ou quantitatifs (par exemple : présence de label ou non, consommation énergétique observée, travaux à prévoir, etc.), et de *traduction* en valeurs financières à mesure que les investisseurs (re-)interprètent, tant individuellement que collectivement, l'impact sur les données dites « de marché ». En témoigne les interrogations des gestionnaires d'actifs sur la relation entre les facteurs environnementaux et la valeur de marché telle qu'elle est appréhendée à travers les modèles financiers (cf. figures ci-dessous).

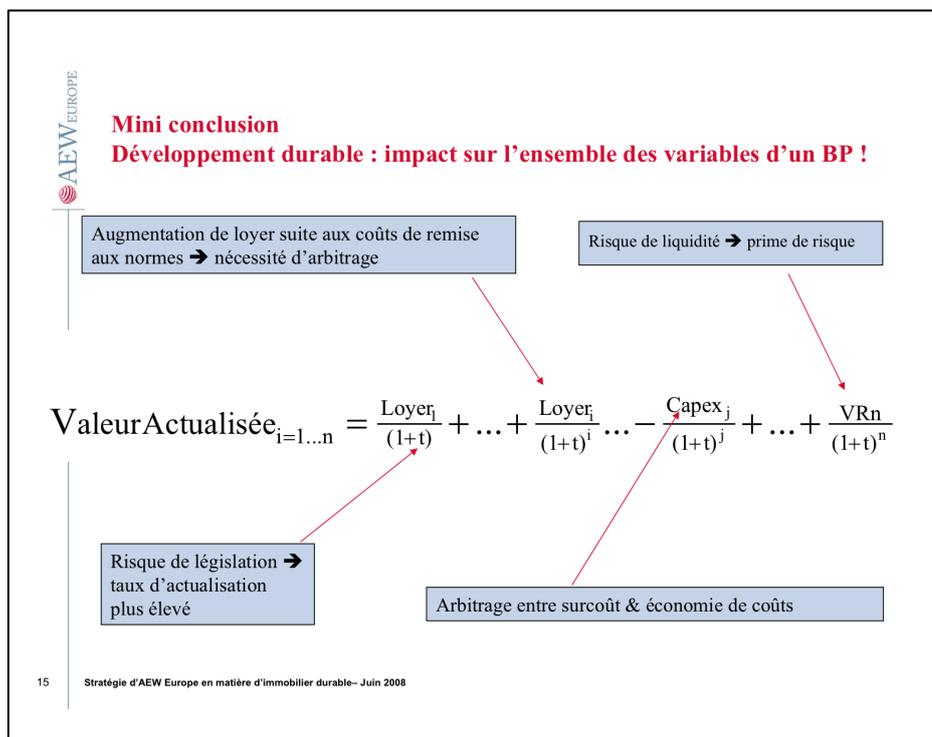
Figure 37 : Environnement et valeur de marché : la vision de Gécina



Source : Gecina, Rapport RSE 2012, p. 26

On comprend en conséquence que, malgré la multiplication des dispositifs d'observation de la performance environnementale, et qui servent à déterminer un plan d'action d'ensemble, les *managers* que nous avons rencontrés s'emparent, en pratique, du développement durable à partir des outils de calcul préexistants, pour ainsi dire sans modifications des algorithmes. La « prise en compte » des enjeux du développement durable est réalisée en observant comment chacun des flux financiers qui servent à calculer, par exemple, la Valeur Actuelle Nette d'un bien (VAN) peut potentiellement être affecté par le facteur « développement durable » (cf. figure ci-dessous pour un exemple). On comprend alors que s'il est impossible à nos interlocuteurs de « localiser » le développement durable dans leurs modèles financiers, s'ils ne parviennent pas à l'y faire apparaître, c'est parce qu'ils le *diffusent*, comme l'ensemble des autres caractéristiques d'un actif, dans les différentes composantes de l'équation générale des flux financiers associés à un investissement. Prenons l'exemple des revenus locatifs que nous avons discutés à plusieurs reprises avec nos interlocuteurs.

Figure 38 : Interprétation de l'impact du développement durable sur les variables d'un business plan



Source : Donnet and Mokrane 2008, pour AEW Europe SGP.

Pour les asset managers travaillant dans le cadre de l'équation déterminant la Valeur Actuelle Nette (cf.figure ci-dessus), les revenus locatifs dépendent du loyer de marché (LM) et du taux de vacance (tv), tel que :

$$\text{Loyer}_i = \text{LM}_i * (1 - \text{tv}_i)$$

L'appréciation des deux facteurs du produit permettant le calcul du loyer peut être influencée par le niveau de performance énergétique du bien considéré. Ainsi, les entretiens indiquent que les certifications (HQE, BREEAM, LEED) peuvent conduire à faire l'hypothèse que la durée de la vacance locative (tv) s'en trouvera réduite, en raison d'une attractivité commerciale accrue par rapport au reste du parc. Un *asset manager* gérant un portefeuille de quinze immeubles dans la filiale française d'un investisseur américain interrogé sur l'impact du développement durable sur ses outils de travail, insiste pour sa part sur la plus grande stabilité du loyer de marché que cela apporterait :

« Ma seule variable qui peut bouger c'est le loyer, et ça c'est le marché qui va me dire si le marché est prêt à payer un plus cher si c'est du HQE. [L'interlocuteur est relancé sur d'autres paramètres qui seraient

susceptibles de changer, comme le taux de vacance] Bah en fait, moi je joue là dessus. Je me dis « attendez j'ai quand même maîtrisé mes charges, j'ai un immeuble HQE de dernière génération, j'estime que par rapport au marché il est bien situé, je veux un loyer de tant ».

(Entretien A058)

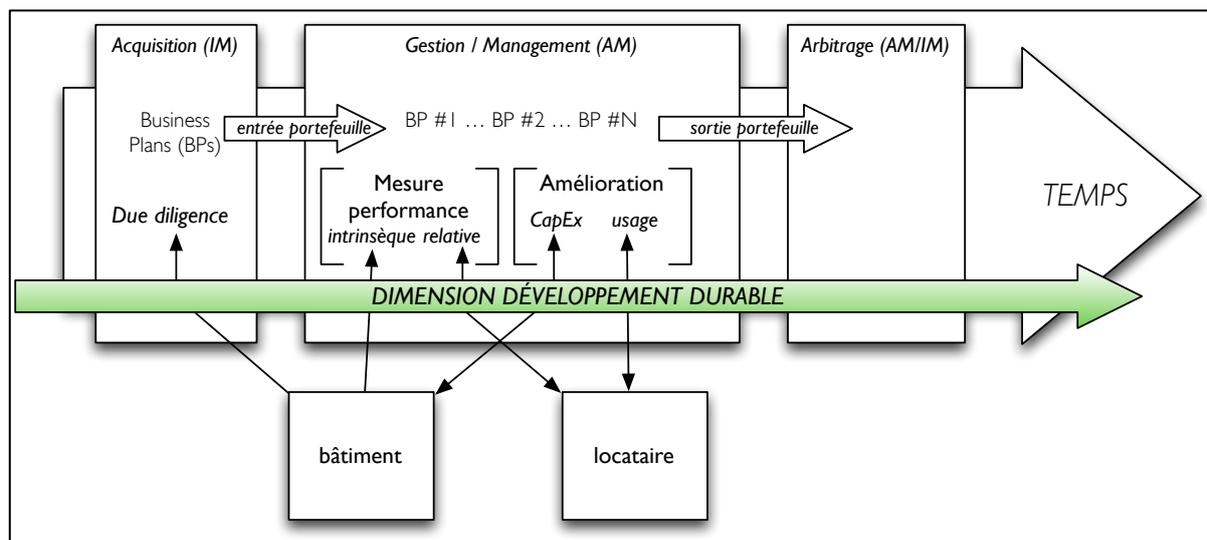
Sans discuter de la validité des spéculations sur l'évolution de ces valeurs de marché, nous retenons, au final, que les *asset managers* s'emparent des enjeux de développement durable sans remise en cause des algorithmes usités mais plutôt en injectant les valeurs extra-financières véhiculées au titre du développement durable dans un jeu d'hypothèses financières qui conditionnent la prise de décision. Cette aptitude des *asset managers* à « faire entrer » le développement durable dans les outils de modélisation financière ne va cependant pas sans tension.

c) Tensions sur le financement du tournant environnemental

Le croisement des entretiens entre les responsables du développement durable et les managers en charge des plans d'investissement permet de souligner les tensions suscitées autour de la prise en compte des enjeux du développement durable. Deux observations en ressortent.

Tout d'abord, on observe bien une attention de plus en plus systématique portée aux coûts du « verdissement » de la part des *asset managers*. C'est ainsi qu'aux différentes étapes de la vie de l'immeuble, les *asset managers* sont mis en situation pour analyser les marges de manœuvre qui s'offrent à eux afin de prendre en compte les enjeux de développement durable (cf. figure ci-dessous).

Figure 39 : La prise en compte des enjeux de développement durable sur le cycle de l'investissement immobilier



Source : auteurs. D'après entretiens

Ceci est facilité par la mise en place des outils d'audit environnemental que nous avons décrits plus haut. Ces outils vont généralement au-delà du seul diagnostic de performance et proposent un bilan chiffré des « CapEx verts » en fonction de l'amélioration visée. Un directeur Technique et du Développement Durable a par exemple mis en place, avec l'appui de sa Direction Générale, un système de fiches de « travaux verts » dédiées à chaque immeuble (Entretien A046). Ces fiches sont réalisées avec l'appui de Bureaux d'Études Techniques, qui mènent des audits énergétiques sur les consommations réelles, débouchant sur une comparaison de la performance actuelle avec deux référentiels : RT existante au moment de la construction de l'immeuble ; et à défaut de RT au moment de la construction de l'immeuble, comparaison avec la RT 2005 en fonction de l'anticipation de ce que le législateur pourrait demander. Sur cette base, les fiches indiquent les éléments suivants : classification du bâtiment par rapport à la RT ; améliorations pour parvenir à un niveau RT 2005 ; chiffrage du coût en € par m². La mise en œuvre de cet outil d'aide à la décision n'est pas non plus systématique et apparaît soumise aux aléas de la conjoncture. Cependant, c'est un outil qui est conçu pour assister les *asset managers* dans le déploiement de leur stratégie d'investissement :

« Cela a failli être repoussé mais le Président a insisté. Je vais le soumettre, et on va travailler au cas par cas. Ils vont aussi regarder les retours sur l'investissement parce que c'est précisé sur la fiche. Et lors des

renégociations avec le locataire on pourra proposer ça au lieu d'une franchise, proposer des travaux au lieu d'une franchise lors de la re-signature. Ça devient un bon outil. Ça n'a pas été fait sur l'ensemble des immeubles mais les plus significatifs. »

Directeur Développement durable, Assureur, Entretien A046

Le même souhait est explicitement revendiqué à plusieurs reprises dans nos entretiens puisque les mesures de la performance environnementale des immeubles sont systématiquement conçues pour aider au travail des *managers* dans leur politique d'arbitrage et de Capex :

« [au sujet de l'audit environnemental] C'est un outil qui a été développé pour les asset managers pour qu'ils puissent noter les immeubles, et en faire un outil à la fois pour la politique travaux et aussi pour la politique d'investissement ou d'arbitrage. »

Directeur Développement Durable, Foncière cotée, A065

Un autre très grand gestionnaire d'actif pour compte de tiers explique aussi :

« C'est le début d'une vraie politique de management d'un patrimoine environnemental à travers nos milliers d'actifs de tertiaire, hôtels, logistique, résidentiel, clinique. Notre objectif c'est que dans les documents essentiels qui guident l'*asset manager* ou le fonds, il y ait aussi l'empreinte génétique environnementale de l'actif. De la même manière que l'on indique la situation sur la maturité locative, il faut qu'ils aient accès aux travaux à prévoir mais aussi aux Capex pour s'adapter aux nouvelles réglementations et se mettre au niveau du marché. Pour cela, nous avons mis en place trois outils : la [Nom du dispositif de mesure maison], outil interne léger où l'on fait remonter des niveaux de consommation d'énergie, d'eau, de gestion de déchets ; un outil s'appuyant sur le Green Rating ; et enfin, les diagnostics de performance énergétique dont la qualité varie d'un pays à l'autre. »

Directeur Développement Durable [référence de l'entretien non fournie ici pour garantir l'anonymat]

Concrètement, il y aurait une diffusion progressive de l'idée que le « verdissement » doit être considéré de manière plus systématique par les *asset managers*, et en particulier lors d'événements propices à l'engagement des investissements, par exemple dans le cas de la renégociation d'un bail ou du départ d'un locataire.

[...] alors ce qu'on a mis en place : sur la rénovation on étudie systématiquement la faisabilité de certification ; sur le reste, si un AM ne voit pas l'opportunité, on ne le fera pas, mais s'il voit que l'actif décroche, il peut penser au développement durable et venir me voir. Mais je n'aurai pas connaissance de tout, on gère 1000 actifs ! On a défini qu'on construisait seulement certifié, que sur l'acquisition on fait de l'audit *Green Rating*, sur l'existant on propose la même chose, on a rédigé une Charte. Mais c'est à eux aussi de nous solliciter, et de leur côté ils sont challengés par leur Direction d'équipe et leurs clients. Et lorsqu'ils font leur *reporting* périodique, ils ont un paragraphe DD où ils s'assignent des objectifs à respecter. Dans ces rapports, il y a une partie cadrée par le DD, une par le Dir AM, une par l'investisseur, mais l'AM peut encore passer par les mailles. Mais ça fait partie de leurs objectifs individuels. »

Responsable Développement Durable, société de gestion, A048

Le caractère systématique de la prise en compte de cet enjeu se traduirait selon plusieurs directeurs Développement Durable par la mise en place de scénarios à plusieurs niveaux d'exigence. Cet *Investment Manager* d'un investisseur du secteur des assurances détaille ainsi :

« Typiquement, le truc classique c'est l'audit des travaux à l'instant t : le système de climatisation, l'état de la façade, etc. L'ensemble des éléments dans lesquels investir à l'instant t donc. Et maintenant, en plus, on fait un audit sur comment obtenir un label environnemental. Demain, on signe pour un immeuble dans le 7ème arrondissement construit en 1994, donc il fait son âge, on sait déjà qu'il y a un certain nombre d'éléments structurels sur lesquels travailler, par exemple changer l'éclairage, ce qu'on intègre dans le *business plan*, et, en sus, on a fait réaliser l'audit environnemental. On fait un calcul RT 2005 afin de savoir concrètement les travaux à effectuer dans l'immeuble pour l'améliorer. On intègre tous ces éléments grâce à un BET qui a collaboré avec l'architecte auteur du bâtiment. Il en ressort ces chiffres et une orientation très concrète, notamment avec des comparaisons économiques entre les différents scénarios. Tout ça conclut sur un chiffrage, estimé à 2 ans et 5 ans. On sait combien on va dépenser à la sortie du prochain locataire. Nous, côté Acquisitions, on est très financiers, on a besoin des chiffres. On intègre ce coût dans l'investissement. »

Investment Manager, Assureur, Entretien A056

Un autre investisseur souligne le recours à trois niveaux d'exigence différents pour étayer les *business plans*. Les « différentes variantes » mentionnées sont synthétisées dans le tableau ci-dessous. En premier lieu, le scénario le moins coûteux en termes d'investissement de capital

(CapEx) correspond à des travaux sommaires : « peinture-moquette, reprises de faux plafond, et remise sur le marché » (Entretien A046), dont le résultat ne suffit généralement pas à atteindre les normes de consommation définies par la RT. Ensuite, le scénario intermédiaire vise à améliorer l'efficacité énergétique afin de satisfaire aux standards de marché, tout en raisonnant sur une temporalité d'investissement inchangée. Bien que celle-ci varie d'un investisseur (ou d'un fonds) à un autre, le chiffre de 7 ans ressort régulièrement comme un horizon de temps acceptable pour amortir le coût d'investissement⁶⁷. Enfin, le troisième scénario, de loin le plus coûteux, implique des travaux lourds de rénovation, par exemple une intervention sur l'enveloppe du bâtiment à des fins d'isolation. En conséquence, il nécessite généralement l'immobilisation du bâtiment, ce qui suppose une vacance complète qui peut être difficile à réaliser dans les immeubles multi-locataires, où les baux sont par ailleurs généralement de durée variable. Ce scénario prend acte de la dépréciation du capital associé à l'obsolescence induite par l'évolution des standards de marchés. Il essaye de contrer cette dépréciation par un réinvestissement qui contribuerait à maintenir la valeur du capital.

Tableau 16 : Typologie des scénarios d'investissement

Type de scénario	Montant de CapEx	Stratégie
Peinture et moquette	200 eur. / m2	Business as usual
Amélioration de l'efficacité énergétique	500 eur. / m2	Anticipation mesurée pour limiter la dépréciation du capital avec horizon d'investissement inchangé (env. 7 ans)
Rénovation lourde	1000+ eur. / m2	Contrebalancer la dépréciation du capital et le risque de sortie du marché en raison de l'obsolescence compte tenu des nouveaux standards de marché

Source : auteurs. D'après entretiens.

Pour autant, le caractère de nouveauté d'une telle démarche est tout sauf évident pour les *asset managers* qui, indépendamment des considérations de durabilité, sont habitués à tester des hypothèses multiples dès lors que l'immeuble est vieillissant et offre les conditions d'une intervention.

⁶⁷ C'est aussi celui proposé par les organisations représentatives lors des échanges sur le document de préfiguration du décret portant sur l'obligation de travaux d'amélioration.

« On peut arriver avec deux ou trois scénarios sur un actif ou bien un seul sur un autre actif. Normalement, il faudrait faire des hypothèses hautes, basses et moyennes, mais, souvent, ça ne sert pas à grand-chose. Des fois on sait que ça ne va pas se passer comme cela. Autant présenter la bonne hypothèse d'emblée. Si vous avez un actif à rénover, alors oui, on peut faire un *upside case, low case*... on fait : beaucoup, peu, ou pas de travaux, il y a plusieurs solutions. Soit on met beaucoup d'argent pour retransformer l'actif ou pas. Sur des actifs avec un seul plateau, déjà loué et où le plateau est rénové : ça ne sert à rien de multiplier les hypothèses [...]»

Asset manager, foncière cotée, A022

Le second enseignement apporté par les entretiens est que les équipes de l'investissement restent largement autonomes en matière de décision, ce qui leur laisse la possibilité de s'affranchir des considérations de « verdissement ». Si « on ne peut plus faire abstraction du développement durable [...] il ne faut pas pour autant en faire l'*alpha* et l'*omega* de l'immobilier » reconnaît un Responsable du Développement Durable :

« C'est difficile car de toute façon la décision est financière. Je suis là pour aider à instruire les dossiers, obliger les AM et les Property Managers à intégrer les objectifs de développement durable dans leur *business plan* et dans leur plan de travaux. Donc ils étudient différentes variantes : la peinture-moquette, « j'en fais beaucoup plus », et puis, la variante certification. Trois possibilités qui concluent à des délais de travaux et d'immobilisation de l'immeuble différents, à des coûts différents, ce sont les scénarios qui sont présentés en comité d'investissement. C'est ce dernier qui statue. La décision ne peut pas être que développement durable. Pour l'instant, je suis écouté sur le fait que l'on intègre systématiquement cette solution dans les différents choix proposés. »

Directeur Développement Durable, Assureur, A029

En face, les *asset managers* ont leurs propres raisons économiques à faire valoir: « c'est l'asset manager qui fait le choix entre le degré de rénovation, c'est là que la raison... [l'interlocuteur ne termine pas son propos] » (Entretien A046). Un autre entretien précise :

« Alors, les asset managers, leur unique objectif est de créer de la valeur. Certains voient dans le développement durable une contrainte, une source de coûts supplémentaires, et d'autres y voient une opportunité : ça tient vraiment à la personnalité des gens. Certains savent que la création de valeur passe par la performance environnementale : réduction de charges, fidélisation plus aisée du locataire. »

(Responsable Développement Durable,
Gestionnaire pour compte de tiers, Entretien A048)

L'enjeu relève alors d'un arbitrage économique qui se traduit *in fine* par une décision entre des valeurs traduites à travers des indicateurs de rentabilité financière :

« [L'interlocuteur est interrogé sur le poids du développement durable dans les fonds d'investissement] Mon département va être sollicité pour identifier des opportunités, j'ai milité en interne pour un fonds vert mais il y a des résistances, notamment [...] L'argument de la rentabilité est un argument fort. Après ça va dépendre, on manque d'éléments chiffrés, d'études, ça va davantage dépendre des convictions personnelles. Mais l'argument massue c'est la rentabilité, c'est ce qu'on nous demande.»

Responsable Développement Durable, Gestionnaire pour compte de tiers, A048

« Et c'est là où ça coince, car un montant de travaux important même sur 10 ans n'est plus rentable pour l'asset manager. L'AM, il lève les bras au ciel en disant : « Mon immeuble n'est plus rentable ! ». Il est d'autant moins rentable qu'il faut libérer l'immeuble pour les travaux. Même si derrière l'on espère un accroissement de loyer, il n'est pas certain que cet accroissement rembourse à la fois le délai de vacance pour faire les travaux et le coût des travaux. Enfin, on arrivera toujours à rembourser sur un temps plus long. Ce qui embête les asset managers : il n'aime pas trop ça parce que ça diminue sa rentabilité. »

Directeur Développement Durable, Assureur, A029

In fine, la mise en œuvre des « CapEx verts » tient à la capacité à démontrer un retour sur l'investissement. Elle dépend de décisions dans lesquelles l'aspect « durable » n'est qu'un élément parmi d'autres, et dont l'issue n'est pas entre les mains du responsable chargé de ces questions.

Au regard de la difficulté à démontrer une « survaleur verte » qui permettrait de rentabiliser les investissements les plus lourds à un horizon de temps considéré comme raisonnable, les *asset managers* sont alors confrontés à un véritable casse-tête car il leur faut essayer de tenir une équation financière délicate à équilibrer. D'un côté, ils peuvent chercher à « remettre au

pot » : l'engagement de « Capex verts » pourrait à aider à préserver la valeur du capital investi dans les actifs. De l'autre, ces investissements grèvent la rentabilité immédiate de biens qui, pour leur majorité, parviennent encore à conserver une valeur locative de marché. Des décisions précipitées ne manqueraient pas d'impacter négativement la rentabilité de l'investissement, au moins à court terme. Acter trop rapidement d'une dépréciation de valeur par exemple, c'est accepter de dégrader de manière précoce le bilan financier, ce qui n'est l'objectif poursuivi ni par l'*asset manager*, dont la part de rémunération variable dépend de la performance annuelle de son portefeuille (Entretien A058), ni des actionnaires (investisseurs, souscripteurs) qui, bien que cherchant à constituer une rentabilité à long terme pour un certain nombre d'entre eux, restent sensibles aux variations à court terme de la valeur de leurs placements et de sa rentabilité. L'on se trouve alors ici face à un casse-tête pour les *asset managers* qui pilotent leur stratégie dans des eaux à la fois incertaines (flou législatif) et guère favorables (crise économique). En l'état, les *asset managers* et les critères financiers semblent emporter « raison » dans la contradiction (Entretien A046) :

« [en parlant des business plans et des scénarios de « verdissement »] Au final, tout ce mémo se réduit à une feuille Excel de rendements, et on fait des scénarios. Toute la décision pour un projet de développement, le degré de vert va dépendre de nos hypothèses. Si on pense que le vert...au final c'est quand même très financier comme approche. »

Investment manager, société de gestion d'une banque, A057

Au total, la section aura montré deux tendances à l'œuvre parmi les investisseurs immobiliers. D'un côté, la montée des enjeux de développement durable encourage à formaliser une réponse qui repose sur la construction d'outils de collecte de données permettant ensuite d'élaborer des plans d'action. Les outils de collecte porte sur divers critères sensés correspondre à des enjeux de durabilité. La recherche montre l'évitement des enjeux de développement urbain durable en raison d'une polarisation du périmètre du développement durable à l'échelle des sociétés gestionnaire d'actifs d'un côté (en raison de la RSE) et, surtout, de l'immeuble.

Dans le même temps que l'on constate cette formalisation, l'analyse souligne la remarquable stabilité des outils de modélisation financière qui contribuent à la décision d'investissement. Rares sont les informations nouvelles apportées. De telle sorte que la saisie et la traduction

des enjeux du développement durable sont réalisées de la même manière que n'importe quel autre caractéristique des immeubles analysés : à travers les variables portant sur les flux financiers et qui permettent de calculer la rentabilité des investissements. Dans ce contexte, malgré l'énergie consacrée à la mesure de la performance environnementale du patrimoine, les décisions d'investissement ne semblent guère être remaniées en profondeur : certes, les asset managers sont encouragés à évaluer systématiquement des scénarios de réinvestissement incluant un « verdissement » poussé. Cependant, c'est manifestement « la raison » des asset managers qui continuent de peser fortement dans les comités d'investissement, non sans révéler des tensions entre le maintien de la rentabilité à court terme et l'engagement de Capex visant à réduire la dépréciation du capital à moyen terme. Ces tensions ne sauraient être sous-estimées. La prochaine section s'emploie à analyser comment elles peuvent contribuer à des effets de sélectivité spatiale de l'offre d'immobilier d'entreprise « vert », en particulier en fonction des caractéristiques des marchés locaux.

Section V. Vers des géographies différenciées de l'investissement « vert » ?

Le champ des possibles pour améliorer la performance environnementale d'un immeuble pris individuellement ou bien d'un portefeuille dans son entier est, somme toute, relativement limité. Sans qu'il s'agisse d'examiner l'ensemble des actions engagées, notre questionnement incite à analyser comment les solutions effectivement privilégiées peuvent s'accompagner d'effets de différenciation spatiale, et avec quelles conséquences sur la production d'un parc immobilier plus économe d'un point de vue énergétique. Il s'agit ainsi de comprendre si ces différentes options en matière de verdissement sont réalisées de manière homogène entre les territoires ou si elles font le lieu d'arbitrages spatialement différenciés par les gestionnaires d'actifs immobiliers. Le cas échéant, il convient d'interroger les facteurs qui expliqueraient ces différenciations. Dans le contexte de la tension sur la rentabilité évoquée à l'issue de la section précédente, l'analyse de nos entretiens permet de faire l'hypothèse que le déploiement des solutions à travers les différents territoires peut dépendre de variables de marché reflétant une logique centre-périphérie. Selon cette hypothèse, les solutions les moins onéreuses pourraient être déployées de la manière la moins discriminée spatialement ; les plus coûteuses seraient quant à elles réservées aux marchés dans lesquels investisseurs et utilisateurs ont des marges de manœuvre financières plus fortes. Cette relation centre-périphérie joue à différentes échelles (nationale, intra-urbaine) mais ne doit pas pour autant être comprise uniquement dans une acception spatiale. Sont centraux non pas forcément les marchés localisés dans le centre d'une agglomération mais ceux qui sont considérés comme tels par les acteurs du marché. Ce peut donc être le cas aussi de localisations géographiquement plus périphériques, en particulier le long de rocares de grandes agglomérations en province par exemple.

Pour analyser ces effets de différenciation spatiale, nous mobilisons deux types de données. Les premières sont de nature quantitative et ont pour ambition d'essayer de cartographier le patrimoine « vert » détenu par des gestionnaires d'actifs immobiliers. Pour cela,

il est impératif non seulement de géolocaliser de tels immeubles mais aussi de parvenir à en qualifier le type de propriétaires (puisque notre analyse ne porte que sur des investisseurs immobiliers professionnels). Les bases de données fournies en ligne par les principaux certificateurs que sont Certivéa (HQE Construction, HQE rénovation, et HQE Exploitation), BREEAM et LEED ne permettent pas de le faire de manière systématique. Premièrement, les certifications sont attribuées à une date donnée : les informations s'y rapportant ne permettent pas de suivre les changements de propriétaires du bien. Deuxièmement, les certifications sont généralement demandées par les promoteurs ou les propriétaires, sans qu'il soit aisé de tracer systématiquement la nature de ces derniers et la finalité de la construction. Lorsqu'un promoteur sollicite une certification, le fait-il pour une entreprise qui souhaite acquérir, par exemple, son nouveau siège social, ou bien est-ce au profit d'un investisseur ? Si l'on sait lorsqu'une foncière cotée comme Unibail-Rodamco obtient une certification BREEAM pour l'un de ses centres commerciaux, car elle le demande en son nom propre, la mention du nom des SCI constituées *ad hoc* pour un projet, ou bien du nom du seul développeur, ne permet pas de qualifier le propriétaire final, ce qui est malheureusement avéré pour un trop grand nombre de cas. Il serait en effet nécessaire d'entreprendre un long travail de collecte d'informations complémentaires pour essayer de qualifier les investisseurs finaux de chacun des immeubles non résidentiels ayant obtenu une certification⁶⁸.

La base de données IPD constitue un point d'observation satisfaisant pour mener des recherches exploratoires. Les gestionnaires d'actifs sont encouragés à mentionner si le bâtiment déclaré dispose d'une ou plusieurs des trois certifications. Il est vrai que le nombre d'immeubles certifiés est peu élevé en proportion du reste de la base de données. Sur les 7000 actifs enregistrés en 2011, près de 150 sont effectivement recensés comme « certifiés », dont 108 immeubles de bureau. Cette dernière valeur est à rapprocher du nombre de bureau HQE à la même période. Par extrapolation des données actuelles, où la part des bureaux est de 55%⁶⁹ en 2013, et sachant que la certification HQE représente environ 9/10^{ème} des immeubles certifiés, nous estimons que

⁶⁸ Pour mémoire, en mai 2013, il y avait en France métropolitaine un peu plus de 1000 immeubles certifiés en HQE construction non résidentiel, 141 en HQE Exploitation, 133 certifiés BREEAM et un nombre restreint de certifications LEED. (Source : calcul des auteurs, à partir des données fournies en ligne par les certificateurs).

⁶⁹ Les bâtiments à usage administratif, scolaire, de santé et assimilés comptent pour un tiers, les autres locaux non-résidentiel pour 15% (commerce, logistique, hôtellerie). (Source : Base de données Certivéa, HQE, mai 2013, calcul des auteurs).

l'échantillon IPD couvre un quart des immeubles de bureau certifiés à cette période. Au sein de cet ensemble, il conviendrait d'isoler les immeubles de bureau détenus par des gestionnaires d'actifs immobiliers afin d'évaluer le taux de couverture réel de l'univers que nous cherchons à analyser. Ce qui n'est pas réalisable au regard des données disponibles, nous l'avons vu. Au total, en retirant les immeubles qui sont construits par des entreprises qui en resteront propriétaires, et dont le nombre n'est pas négligeable dans la base de données Certivéa, le taux de couverture de la base de données IPD devrait être, selon nos estimations, autour d'un tiers des « immeubles verts » détenus par des gestionnaires d'actifs en 2011. Cette valeur nous paraît atteindre un niveau satisfaisant pour permettre une analyse exploratoire.

Le second type de données mobilisées est constitué par les extraits d'entretien réalisés auprès des gestionnaires d'actifs immobiliers et des prestataires de service travaillant à leur service (en particulier, les sociétés de conseil). Les entretiens conduits pour la présente recherche se sont efforcés d'aborder systématiquement la question des logiques spatiales associées à la problématique de l'amélioration de la performance environnementale du parc. La discussion a ainsi porté sur les immeubles dits « verts », c'est-à-dire ayant reçu une certification et/ou répondant à des standards énergétiques avancés (BBC avant l'adoption de la RT2012), ainsi que sur l'amélioration de la performance énergétique du parc détenu. L'objectif de ces entretiens était à la fois de définir les stratégies et les solutions mises en œuvre par les gestionnaires d'actifs immobiliers, comme analysé dans la section précédente, mais aussi d'expliquer, le cas échéant, les différenciations spatiales observées.

Les entretiens n'ont pas uniquement porté sur des investisseurs spécialisés dans les bureaux. Cependant, la base de données IPD, pour ce qui concerne les informations sur les certifications « vertes », n'étant exploitables que pour le segment des bureaux, nous avons choisi de restreindre la présentation des résultats ici à ce seul type de produit. Ceci ne nous empêche cependant pas de souligner, le cas échéant, des particularités mises en lumière à travers les entretiens pour ce qui concerneraient d'autres types de biens immobiliers (commerce, logistique, hôtellerie).

1. La géographie sélective du « verdissement » la base de données IPD

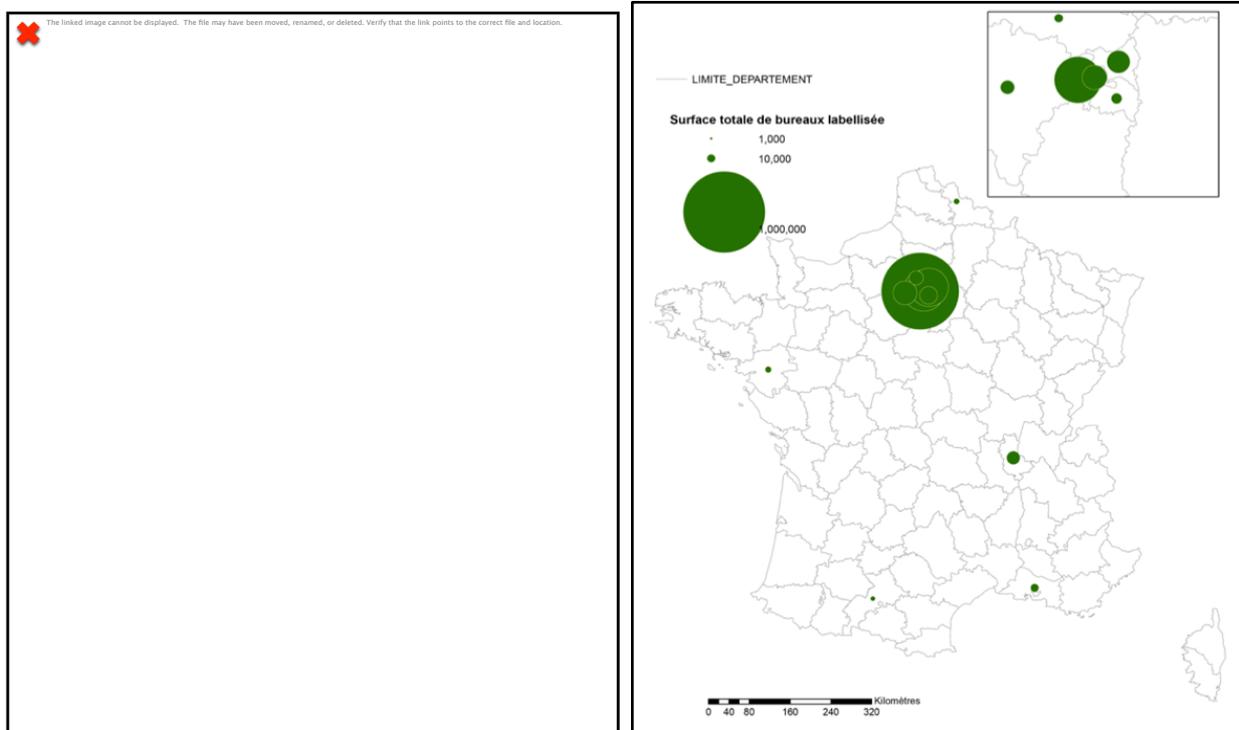
Quelle est la géographie des 108 immeubles de bureau ayant reçu au moins une certification « verte » en 2011 figurant dans la base de données IPD ? Existe-t-il des formes de différenciation entre les territoires de France métropolitaine et au sein des espaces urbains ? La localisation de l'immobilier rénové et celle du neuf diffère-t-elle en matière de bureaux « verts » ? Quelles sont les caractéristiques des communes dans lesquelles la part de ce type d'immeubles détenus par les investisseurs est la plus importante ?

a) *Le vert, affaire de métropoles*

Si la région métropolitaine de Paris a, de manière générale, un poids important dans le patrimoine des gestionnaires d'actifs recensés dans la base de données, la situation est sans commune mesure pour les immeubles certifiés. Alors que 75% des surfaces de bureau détenues étaient localisées dans les départements franciliens en 2011, les immeubles certifiés s'y concentraient à plus de 95%. En dehors de Lyon, et, plus marginalement dans la base de données IPD, de Toulouse, Marseille, Nantes et Lille, les immeubles « verts » détenus par des gestionnaires d'actifs immobiliers sont localisés dans la région capitale. Cette dernière y affiche une sur-spécialisation unique en France⁷⁰. Ainsi, si le département du Rhône représente 5% des surfaces de bureau détenues par les investisseurs de la base de données IPD en 2011, les surfaces certifiées ne totalisent que 1,6% du total. Au regard de la source IPD France, les immeubles « verts » sont donc avant tout affaire de métropoles, et, tout particulièrement, de la région parisienne. Cette observation est amplement confirmée par les entretiens que nous avons mené. Dans tous les cas, les gestionnaires d'actifs immobiliers ont souligné les différences de traitement entre, d'un côté, le marché parisien, et dans une moindre mesure, de certaines grandes villes de province, et le reste des marchés d'investissement. C'est ainsi toute une géographie d'angles-mort qui se creuserait en matière d'amélioration de la performance énergétique des immeubles dans le portefeuille des gestionnaires d'actifs immobiliers.

⁷⁰ Il convient de prendre ces valeurs avec précaution. La période d'observation s'arrête à 2011, c'est-à-dire avant la mise en place de la RT2012. L'analyse de la base de données HQE montre une géographie moins sélective avec une part francilienne à 65% de l'ensemble du nombre d'opération des bureaux certifiés en France métropolitaine (Source : Certivéa. Calcul des auteurs). Sans que l'on connaisse la part pour les seuls gestionnaires d'actifs immobiliers.

Figure 40 : Répartition par département des surfaces de bureau dans la base IPD en 2011 en m² (à gauche : tous actifs ; à droite : actifs « verts »)



Source : Base IPD France, Géolocalisation et calcul des auteurs

b) La sélectivité intra-urbaine de l'immobilier « vert »

Au sein des espaces urbains, la localisation est elle aussi très sélective spatialement. C'est vrai dans la plupart des principales aires urbaines de France où l'on trouve un marché de l'investissement actif. L'observation de la base de données Certivéa portant sur les immeubles certifiés HQE construction (sans qu'il soit possible de distinguer si le propriétaire est une entreprise occupante ou s'il s'agit d'un gestionnaire d'actifs) révèle combien la localisation des immeubles est extrêmement sélective au sein d'agglomérations comme celle de Bordeaux, Nantes ou Lille. Il s'agit soit du ou des principaux quartiers de bureau du centre de l'agglomération, qu'il soit déjà existant ou en cours de développement, soit des parcs tertiaires de rocade les plus en vue. Ainsi à Bordeaux, sur la petite dizaine d'immeubles de bureau HQE certifiés par Certivéa, la majorité se situe dans la zone d'extension de Mérignac où le promoteur

Thalium développe un ensemble de projets tertiaires (Andromède, Prélude, Sextant). Une fois l'installation d'un locataire réalisée, chacun des bâtiments est destiné à la vente à des gestionnaires d'actifs proposant, par exemple, des véhicules d'investissement de type SCPI (BNP Paribas, UFFI REAM). Les autres opérations se concentrent place Ravezies (Immeuble Lumine&Sens d'Icade vendu à UFFI REAM) et dans le secteur des Bassins à Flot qui est l'un des marchés en devenir.

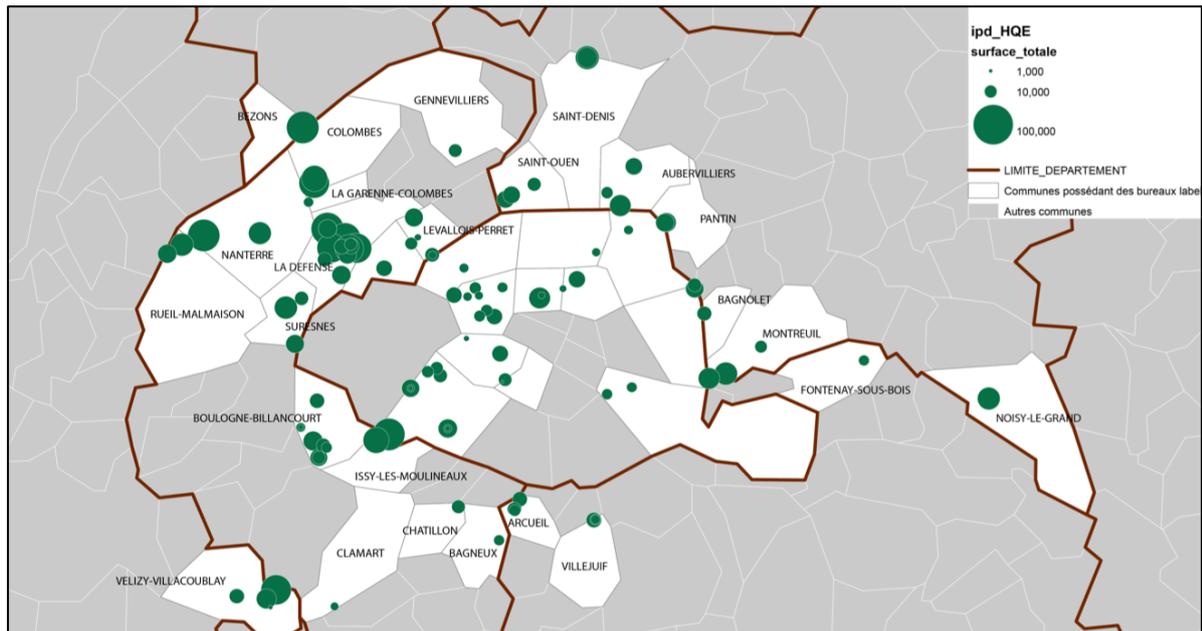
Figure 41 : L'ensemble de bureau du promoteur Thalium à Bordeaux (immeubles loués vendus notamment à des SCPI : UFFI REAM, BNP Paribas, etc.)



Source : [Sud-Ouest](#)

A Nantes, c'est le secteur d'Euronantes qui se singularise. Dans l'aire urbaine de Lille, c'est le quartier d'affaires d'Euralille (immeuble Irisium construit par Bouygues immobilier et acheté par le fond allemand Deka Immobilien GmbH ; immeuble Perspective), et le parc scientifique de la Haute Borne qui sont les deux principaux pôles où des immeubles HQE sont recensés. Ce constat peut être étendu à Toulouse (avec des parcs périphériques comme ceux de Basso-Cambo ou de Balma), Lyon (Part Dieu, Confluence) ou Marseille (Euroméditerranée). La situation est plus nette encore pour l'agglomération francilienne pour laquelle nous disposons d'un nombre suffisant d'immeubles certifiés dans la base de données IPD pour entreprendre une cartographie plus précise et portant uniquement sur des gestionnaires d'actifs cette fois.

Figure 42 : Localisation des immeubles « verts » de la base IPD France en 2011



Source : Base IPD France, Géolocalisation et calcul des auteurs.

Le premier résultat montre qu'à l'exception d'immeubles situés dans le secteur de Vélizy-Villacoublay, les biens certifiés détenus par des investisseurs recensés dans la base de données IPD France sont localisés en première couronne francilienne⁷¹. Plus précisément, il s'agit des communes et arrondissements constituant le cœur de la centralité d'affaires décrite dans la littérature comme le « triangle centre-métropolitain », ainsi que des espaces du débordement péricentral alentour (Halbert, 2004).

Dans le détail, la principale concentration d'immeubles « verts » est constituée par la Défense où les immeubles sont à la fois nombreux et de grande taille. C'est le cas par exemple de la tour CB21 détenue depuis 2007 par Foncière des Régions qui en a assuré la rénovation et obtenu les certifications HQE Exploitation et BREEAM en 2009, ou encore de la tour First, cédée par

⁷¹ Ce résultat vaut pour la seule base de données IPD. Ceci ne saurait signifier qu'il n'y a pas « d'immeubles verts » en seconde couronne, ni que des gestionnaires d'actifs immobiliers n'en acquièrent pas. Nous savons par exemple que la foncière cotée ICADE a construit un immeuble de 30 000 m² de bureau à Saint-Quentin-en-Yvelines (en copromotion) qui a été loué pour un bail long terme à Egis, filiale de la Caisse des dépôts (CDC est elle-même principal actionnaire d'Icade...). Cependant, ces cas restent relativement isolés par rapport à la tendance dominante qui est plus centripète.

AXA REIM à Beacon Capital Partners en 2011 et qui s'enorgueillit d'être le principal chantier HQE de France lors de sa réalisation.

Figure 43 : Des tours HQE à la Défense : à gauche, CB21 (Foncière des Régions) et, à droite, la tour First (AXA REIM, cédée à Beacon Capital Partners)



Source : Illustrations accessibles sur le site wikipédia : [CB21](#) ; [Tour First](#)

Viennent ensuite des communes des Hauts-de-Seine qui sont les espaces du débordement péricentral environnant la Défense : Colombes et la Garenne-Colombes, Nanterre, Reuil-Malmaison, ou Suresnes. Plus au sud, il s'agit de Boulogne-Billancourt et Issy-les-Moulineaux. Les arrondissements d'affaires de l'Ouest parisien sont eux aussi concernés : aux abords des Champs-Élysées, ou dans les 9^{ème} et 10^{ème} arrondissements par exemple. Enfin, on retrouve d'autres espaces du débordement péricentral, en particulier le long du périphérique (Saint-Ouen, Aubervilliers, Pantin, Bagnolet et Montreuil).

Figure 44 : Des immeubles HQE aux portes de Paris : à gauche, Porte du Parc à St-Ouen (AXA REIM), à droite, EOS à Issy-les-Moulineaux (Generali assurances)



Source : illustrations consultés en ligne sur le site www.pss-archi.eu: [Porte du Parc](#) et [EOS](#)

Au total, alors que les Hauts-de-Seine compte pour environ 30% des surfaces détenues en France métropolitaine par des gestionnaires d'actifs immobiliers recensés dans la base IPD France, ce département totalise en 2011, 56% des surfaces d'immeubles « verts ». À eux seuls, les départements des Hauts-de-Seine, de Paris et de Seine-Saint-Denis cumulent 86% des surfaces certifiées en France, contre la moitié de l'ensemble des surfaces détenues par les gestionnaires d'actifs recensés par IPD. Ceci confirme le caractère spatialement sélectif des investissements dans des immeubles « verts » non seulement à l'échelle nationale, mais aussi au sein de la métropole parisienne.

L'analyse de la taille des immeubles « verts » de la base de données aide à qualifier la nature des biens dont la certification est recherchée. La taille moyenne des actifs détenus par les gestionnaires d'actifs est selon la base IPD de 5 000 m². En comparaison, les immeubles certifiés sont bien plus grands : leur moyenne se situe à 20 000 m². Ceci ne reflète pas que le poids de quelques immeubles de grande hauteur de la Défense mais bien une caractéristique d'ensemble dont témoigne leur médiane à 13 500 m², contre 2 500 m² pour l'ensemble des bureaux de la base IPD. Par ailleurs, la grande taille observée des immeubles « verts » est valable que la certification ait été obtenue à la suite d'une réhabilitation lourde ou d'une construction nouvelle. Les immeubles certifiés qui sont fraîchement construits sont tous de grande taille (moyenne :

23 000 m², médiane : 20 000 m²). Ce qui reflète le poids dominant du marché francilien car les marchés de province, et en particulier, ceux des parcs d'activité le long des rocade, sont constitués d'immeubles de taille plus restreinte. La situation est similaire pour les immeubles « verts » de la base de données issus de la réhabilitation. Il existe bien sûr un ensemble de biens de petite taille dont est emblématique l'immeuble rénové en HQE, situé au 20, rue de la Victoire à Paris, détenu par l'assureur Allianz et qui fait moins de 3 000 m². Ceci explique que la médiane des immeubles « verts » réhabilités soit de 9 000 m². Mais, avec une moyenne à 16 000 m², IPD recense nombre d'opérations de grande taille qui ne diffèrent pas significativement des surfaces de plancher de la construction nouvelle.

Figure 45 : Un immeuble de bureau de petite taille rénové en HQE (20, rue de la Victoire à Paris. Allianz assurances)

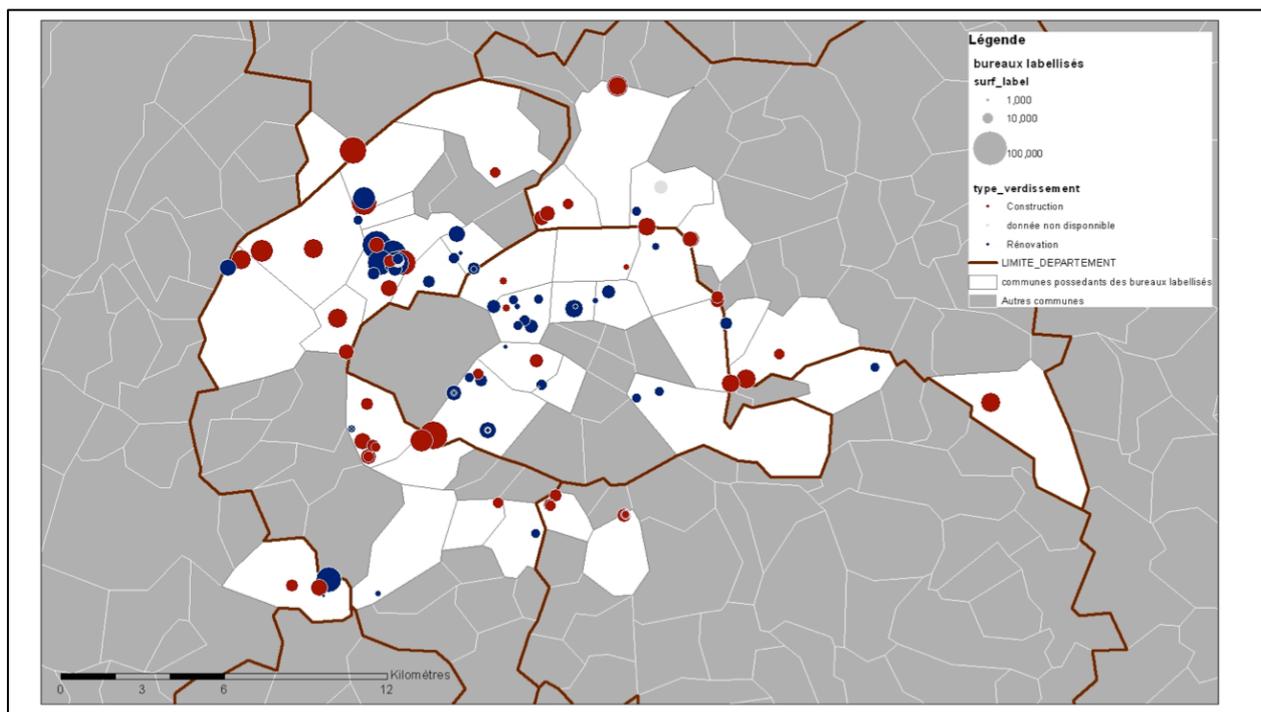


Source : [Blog habitat durable](#)

Ces observations encouragent à analyser la géographie spécifique aux immeubles « verts » selon qu'ils sont issus de travaux de réhabilitation ou bien de construction nouvelle. Si le nombre de biens est trop peu nombreux pour répondre à ces questions à l'échelle nationale, l'analyse peut en revanche être menée au sein de l'agglomération parisienne.

Les résultats font écho à ceux observés sur le fonctionnement du marché francilien depuis les travaux de l'IAURIF notamment : à savoir une distinction entre deux modalités d'intervention largement dépendantes des réserves foncières existantes. C'est ainsi que les immeubles « verts » issus de la réhabilitation sont avant tout le fait des arrondissements d'affaires de Paris et pour, une partie, de la Défense. *A contrario*, la construction nouvelle d'immeubles « verts » détenus par des gestionnaires d'actifs est, selon les données IPD, principalement localisée dans les espaces du débordement péricentral. C'est le cas à Boulogne ou à Issy-les-Moulineaux par exemple, ou encore le long du périphérique et dans certaines communes à proximité du quartier de la Défense.

Figure 46 : Les immeubles « verts » selon qu'ils sont issus de travaux de construction nouvelle ou de réhabilitation dans la base de données IPD France en 2011



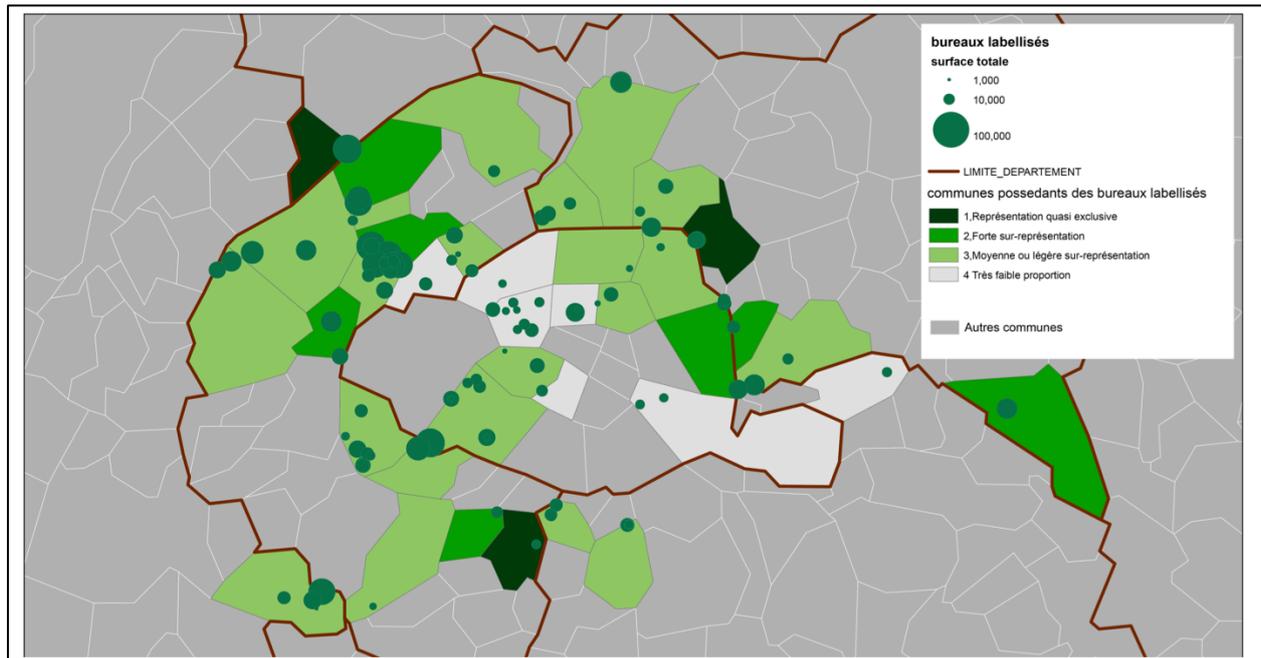
Source : Base IPD France, Géolocalisation et calcul des auteurs. En rouge : construction ; en bleu : rénovation.

c) Resituer les immeubles « verts » par rapport au parc francilien

En dehors de leur caractère géographiquement central, quelles sont les caractéristiques des communes où sont localisés les immeubles « verts » détenus par les gestionnaires d'actifs ?

L'examen de la part des immeubles certifiés dans le portefeuille détenus par les investisseurs de la base IPD révèle que les communes dont le portefeuille des investisseurs est le plus « vert » sont généralement de petite taille et situées dans les espaces péricentraux. Il s'agit par exemple de Bezons, Pantin et Bagneux où les immeubles « verts » sont pratiquement les seuls dans le portefeuille local des gestionnaires d'actifs, ou encore, dans une proportion moindre, de Chatillon, Bagnoleu ou Noisy-le-Grand. Les seules exceptions sont constituées par Courbevoie, Colombes et Suresnes qui occupent des positions géographiquement plus centrales par rapport au centre d'affaires métropolitain. Courbevoie constitue une commune singulière. Pesant selon la base IPD France pour 7% des bureaux détenus en France métropolitaine par des gestionnaires d'actifs, elle regroupe pas moins de 20% des surfaces certifiées de la base IPD, et affiche une part d'immeubles « verts » dans le portefeuille détenu de près de la moitié. *A contrario*, des communes et arrondissements disposant d'un parc important voient les investisseurs recensés dans la base IPD France détenir un parc beaucoup moins vert en proportion. C'est le cas en particulier de l'Ouest parisien ainsi que de Neuilly-sur-Seine, en raison vraisemblablement du caractère relativement ancien du parc. Le 8^{ème} arrondissement l'illustre : pesant pour 7% du parc détenu par des gestionnaires d'actifs recensés par IPD en France métropolitaine (soit l'équivalent de Courbevoie), cet arrondissement ne représente que 3,5% des surfaces certifiées, et la proportion des immeubles « verts » dans le total du parc détenu par les investisseurs de la base IPD dans l'arrondissement n'est que de 8,5%.

Figure 47 : La part des immeubles « verts » dans le patrimoine des gestionnaires d'actifs immobiliers : le cas francilien en 2011 à partir de la base de données IPD France



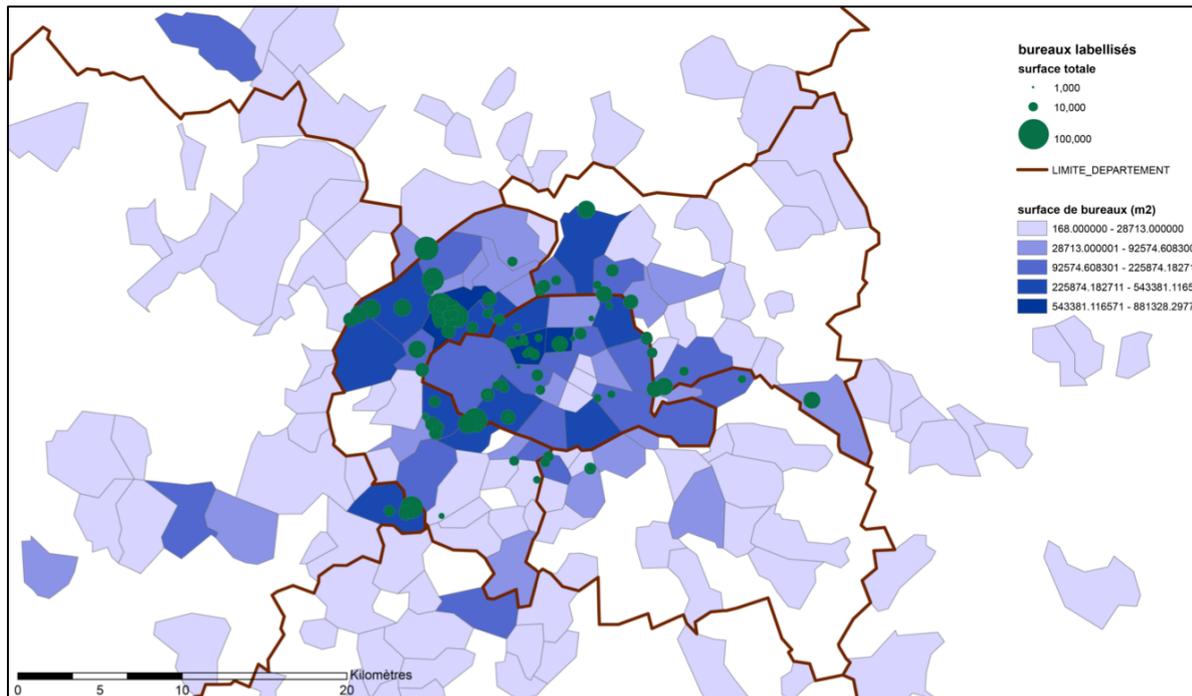
Source : Base IPD France, Géolocalisation et calcul des auteurs.

La localisation des immeubles certifiés est-elle liée à la taille du parc détenu localement par les investisseurs de la base IPD ? Il existe bien une relation de corrélation significativement forte, avec un taux de 0,71 entre le nombre d'immeubles « verts » dans une commune francilienne, et la taille du parc recensé par IPD France. En d'autres termes, les immeubles « verts » ont tendance à être localisés dans les communes où les gestionnaires d'actifs ont déjà beaucoup investi. Cependant, et c'est le second résultat, cette relation n'est vérifiée que pour la partie centrale de l'agglomération. Les communes de seconde couronne où des investisseurs possèdent déjà des surfaces en nombre important (Cergy ou Saint-Quentin-en-Yvelines par exemple) ne font pas l'objet d'investissements importants de la part des gestionnaires d'actifs, au moins jusqu'en 2011 inclus, dernière date de collecte des données.

Notons par ailleurs que, pour ce qui concerne la zone centrale, s'il y a bien une relation entre le nombre d'immeubles « verts » dans une commune et les surfaces détenues pour tout type d'actifs de bureau par les investisseurs, il n'existe pour autant pas une surreprésentation des communes

au patrimoine investisseurs les plus importants. Ceci signifie que l'on ne constate pas un surinvestissement des gestionnaires d'actifs dans les territoires où ils ont déjà beaucoup investi.

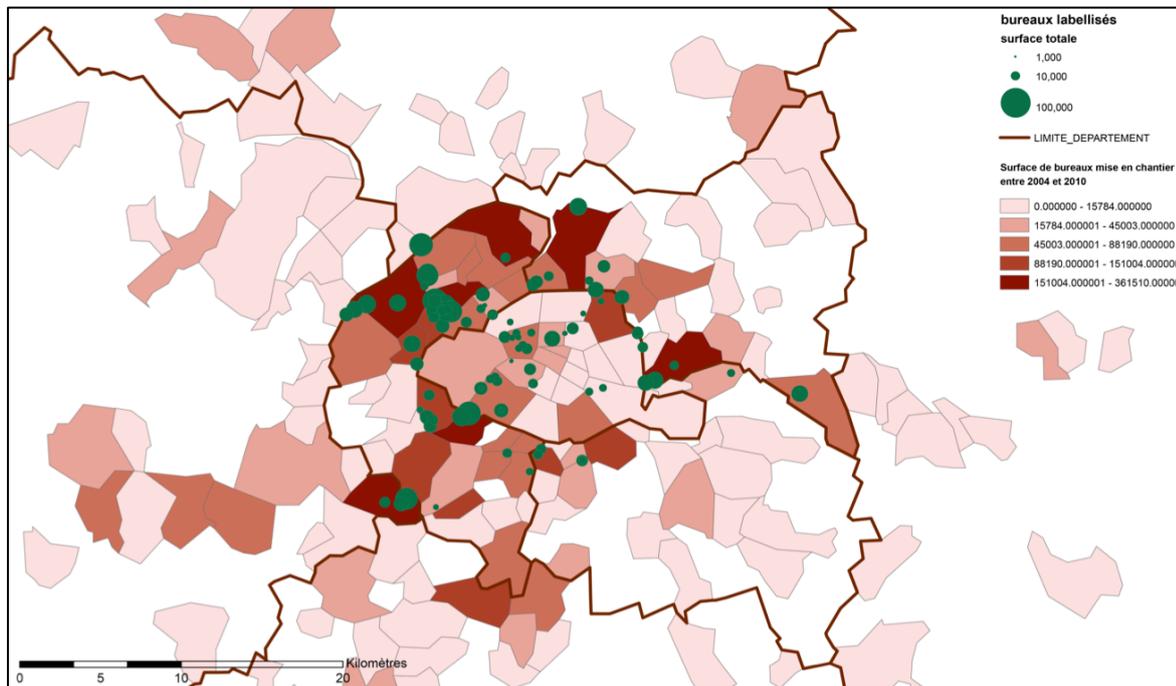
Figure 48 : La localisation des immeubles « verts » dans le patrimoine des gestionnaires d'actifs immobiliers comparée à la taille de leur portefeuille cumulé par commune dans l'agglomération parisienne en 2011 à partir de la base de données IPD France



Source : Base IPD France, Géolocalisation et calcul des auteurs.

Dans quelle mesure y a-t-il un lien entre les surfaces des immeubles certifiés recensés par IPD France et l'activité de construction de bureau de manière générale ? Pour y répondre, nous mobilisons les données sur les mises en chantier entre 2004 et 2010 qui correspond à une période qui, par hypothèse, doit correspondre à la majorité des immeubles pouvant avoir reçu une certification « verte ». De manière assez prévisible, il existe bien une corrélation significative (R^2 de 0,55). Ceci tient au fait qu'une partie des immeubles « verts » des portefeuilles de gestionnaires d'actifs provient de l'acquisition d'immeubles neufs permettant d'anticiper les normes réglementaires, dont notamment l'entrée en vigueur de la RT 2012.

Figure 49 : La localisation des immeubles « verts » dans le patrimoine des gestionnaires d'actifs immobiliers de la base IPD en 2011, comparée au volume des mises en chantier de bureau entre 2004 et 2010



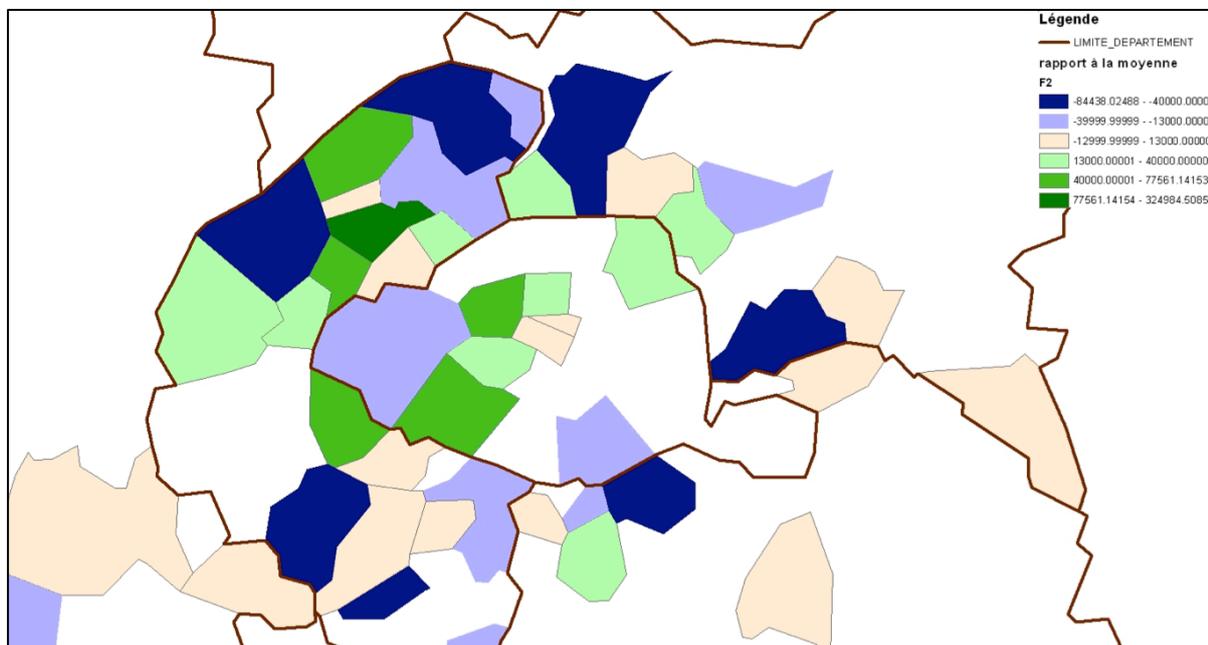
Source : Base IPD France (géolocalisation des auteurs). Sit@del2. Calcul des auteurs.

L'examen de la proportion de surfaces d'immeubles certifiés recensés par IPD France rapporté aux mises en chantier sur la période 2004-2010 par commune permet de qualifier des effets de surreprésentation du patrimoine « vert » des investisseurs. Cette mesure offre un aperçu plus fidèle de la relation entre construction nouvelle et immeubles « verts » des gestionnaires d'actifs IPD, en ce qu'elle tient compte du rythme de construction dans chacune des communes. C'est donc une information-clé pour comprendre la géographie du « verdissement » telle qu'elle se met en place jusqu'à l'entrée en vigueur de la RT 2012. Elle indique par hypothèse les espaces considérés comme les plus à-même de faire l'objet d'un investissement plus important dans l'amélioration de la performance énergétique des bâtiments tertiaires.

L'analyse de la carte révèle dans l'ensemble que la géographie du surinvestissement « vert » est caractéristique avant tout du triangle centre-métropolitain : les arrondissements de l'Ouest parisien, avec surtout le 8^{ème} arrondissement, Boulogne et la Défense se détachent nettement.

Seule Colombes affiche une spécialisation similaire mais, rappelons qu'il s'agit d'un marché relativement petit en volume et dans lequel un nombre restreint de grandes opérations certifiées colore fortement le profil d'ensemble. *A contrario*, les communes où les investissements dans des immeubles certifiés sont relativement moins intenses que l'effort de construction observée entre 2004 et 2010 caractérise les espaces du débordement péricentral, en particulier dans la boucle septentrionale des Hauts-de-Seine, ainsi que dans les communes méridionales de la première couronne.

Figure 50 : Les communes où les immeubles « verts » recensés en 2011 par IPD sont surreprésentés par rapport au volume de mises en chantier de bureau entre 2004 – 2010



Source : Base IPD France avec géolocalisation des auteurs. Base Sit@del2. Calcul des auteurs.

Au total, l'analyse menée à partir de la base de données IPD France montre que la localisation des immeubles de bureaux « verts » tend à être géographiquement très sélective. Les stratégies d'anticipation des investisseurs ont plébiscité la partie dense de l'agglomération, au détriment des espaces plus périphériques de l'agglomération, à l'exception de Vélizy-Villacoublay. Le caractère spatialement central de la localisation des immeubles certifiés est vérifié pour la réhabilitation comme pour la construction nouvelle, même s'il existe des différences expliquées

selon l'ancienneté du parc et les disponibilités foncières. Surtout, la recherche montre que les espaces bénéficiant d'un relatif surinvestissement dans des immeubles « verts » par rapport à l'intensité des volumes mis en chantier sont ceux constituant le cœur de la centralité d'affaires métropolitaine (Paris ouest, Boulogne, La Défense). Les espaces de débordement péricentral ont une part d'immeubles certifiés dans les mises en chantier relativement moindre que dans ces espaces centraux. Ceci traduit sans ambiguïté le tropisme des gestionnaires d'actifs pour les marchés les plus centraux. Cependant, il reste difficile d'interpréter ce résultat sans une analyse qualitative des stratégies d'investissement. Doit-on y lire l'effet d'un marché de l'investissement qui, à partir de la crise financière de 2008, a connu un resserrement vers des actifs *prime*, dont l'une des caractéristiques est leur localisation dans la zone centrale de l'agglomération ? Est-ce au contraire, ou en parallèle, le résultat de calculs liés à l'économie du verdissement qui consisteraient à privilégier ces marchés centraux ?

Pour répondre à ces questions, il est nécessaire de resituer ces investissements de « verdissement » dans la variété des solutions retenues par les gestionnaires d'actifs pour améliorer la performance environnementale des immeubles. C'est en effet en comparant le caractère spatialement discriminant des différentes solutions retenues que l'on peut mettre en exergue les facteurs à l'œuvre.

2. Le verdissement... en fin de compte

L'objet de cette sous-section n'est pas de chercher à qualifier par le menu les différents actions menées par les gestionnaires d'actifs afin de répondre aux injonctions de développement durable du législateur. La présente recherche n'est pas conçue comme un outil d'évaluation de l'ensemble des mesures adoptées. Il s'agit plutôt de comprendre dans quelle mesure la variété des réponses peut avoir des conséquences sur la géographie des investissements, et partant de l'hypothèse de départ, d'observer les mutations spatiales de l'offre qui peuvent peser sur la localisation des activités économiques.

L'analyse des stratégies déployées par les investisseurs que nous avons rencontrés, complétée de la lecture du corpus documentaire portant notamment sur la communication RSE et DD des sociétés d'investissement, révèle un ensemble d'actions relativement similaires lorsque l'on

évoque l'amélioration de la performance environnementale des immeubles. Même si certaines exigences réglementaires peuvent limiter la réalisation de telle ou telle mesure selon le type d'investisseurs, *investment managers* et *asset managers* s'accordent autour des cinq types d'actions⁷² suivants :

- agir sur les comportements des locataires ;
- agir sur le pilotage technique du bâtiment ;
- rénover les équipements consommateurs (chauffage, climatisation, éclairage, etc.) ;
- intervenir sur l'enveloppe du bâtiment (isolation, éclairage, etc.) ;
- procéder à un « arbitrage vertueux » : cession des « passoirs thermiques » et acquisition d'immeubles neufs performants (certifiés ou non).

Pour rendre compte des processus de sélection spatiale éventuellement à l'œuvre en matière d'immobilier « durable », nous proposons de porter l'attention aux deux extrêmes du spectre des actions mises en œuvre par les *asset managers* interviewés. Il s'agit d'un côté de la mise en place de partenariats avec les locataires ou les gestionnaires des immeubles afin d'améliorer la performance d'usage du bâtiment, et, de l'autre, de la politique d'investissements lourds (pour restructuration ou acquisition). L'examen comparé de ces deux types d'action éclairera ainsi la géographie potentiellement différenciée qui résulte de la tension financière internalisée par les *asset managers* et que nous avons mis à jour dans la section précédente.

a) Économies d'usage

Les enjeux évoqués par les gestionnaires d'actifs pour expliquer l'importance de leur rapprochement avec les locataires sont triples. Il s'agit tout d'abord de permettre une meilleure connaissance des performances et des contraintes d'usage pesant sur l'immeuble. Nous avons déjà vu que l'accès aux consommations réelles nécessitait la collaboration bienveillante des locataires. D'une manière plus générale, le propriétaire peut souhaiter avoir connaissance de besoins qui se traduiraient par des profils de consommations énergétiques spécifiques :

⁷² Cette liste confirme de nouveau qu'en matière environnementale, la réduction des consommations énergétiques prédomine.

« L'immeuble de bureau c'est la coque, vous pouvez avoir un immeuble très performant énergétiquement, si l'utilisateur a décidé qu'il y travaillait 24h/24h...

Je donne un exemple : l'installation de [Nom d'une banque] dans [Nom de l'immeuble, situé dans Paris]. La banque a décidé de mettre sa salle de marché, qui tourne 24h/24h. Et là, la performance énergétique est tout bonnement détruite. Alors le propriétaire ne va pas dire non à cette banque, sur ce prétexte. Alors s'est engagée une discussion sur les travaux induits par l'installation de la salle de marché, et surtout sur l'obligation de la banque de rendre les locaux en l'état à la fin du bail. »

Conseil en immobilier, Entretien A024

Au-delà de la connaissance des usages, le second enjeu porte sur la capacité à inciter les utilisateurs à faire évoluer leurs comportements en matière de consommations d'énergie et d'eau, ou encore de tri des déchets. Pour cela, de nombreuses mesures sont proposées. Plusieurs des propriétaires que nous avons rencontrés distribuent des guides de bonnes pratiques en matière d'utilisation (pour les locataires) ou d'exploitation (pour les sociétés de *facility management*). D'autre part, l'annexe environnementale constitue une occasion de développer des échanges avec les locataires et de s'assigner des objectifs communs de réduction des consommations :

« [...] avec nos locataires, on avait déjà les Comités de Partenariat réguliers, certains de nos grands locataires, c'est tous les 15 jours, c'est déjà des relations très étroites. Au début les Comités de Partenariat c'était 30 minutes sur le DD, puis on a des Comités spécifiquement DD, et ça c'est assez rapidement développé en Annexe environnementale. Ça va être extrêmement positif pour améliorer le parc existant, vous connaissez les 3 leviers : le bâti bien sûr, l'exploitation/maintenance, et le comportement. Penser que le parc va évoluer seulement sur les travaux, c'est faux. Un utilisateur qui ne fait pas attention, on ne sera jamais au seuil qu'on avait imaginé. C'est ensemble que les solutions peuvent être identifiées. »

Directeur Développement Durable, Foncière cotée, Entretien A065

Le troisième enjeu, qui n'est pas sans lien avec le précédent, passe par la participation financière au coût du verdissement que permet le développement d'une relation entre le propriétaire et le locataire.

« Mon immeuble à Rosny qui envoie 2,6m€, seriez-vous prêt à remettre 2m€ pour le verdir, c'est-à-dire en gros racheter l'immeuble ? Interrogez

10 investisseurs, pas un ne voudra le faire. Mais on peut verdir Rosny, d'abord par la maîtrise de la consommation des usagers ; et peut-être dans le cadre d'une annexe environnementale un peu plus complète, on pourrait négocier la prise en charge de travaux, soit les accompagner ou à 50/50. »

Directeur asset management, société de gestion, A016

L'idée est d'associer des locataires qui, dans le cadre des baux en usage, supportent les charges liées à la consommation d'énergie et qui, par ailleurs, peuvent avoir des enjeux d'image à occuper des immeubles « verts ». Plusieurs entretiens évoquent le rôle des grands utilisateurs qui ont tendance à être plus demandeurs et avoir une capacité d'investissement plus élevée pour rechercher la réduction des consommations énergétiques.

Dans tous les cas, les entretiens insistent sur le gisement d'économies d'énergie à moindres frais qui passeraient par une évolution du comportement des utilisateurs, et ce, quelles que soient les conditions économiques du marché : dans un marché *prime* comme dans un marché secondaire.

« En région, déjà on attend les décrets finaux, parce qu'on sait pas sur quoi on va se baser... bien sûr on se pose la question mais on attend de savoir sur quoi on va être jugés, et une fois qu'on sera jugés, je pense qu'en région on va beaucoup plus travailler les contrats de performance énergétique, les baux verts, ces choses là pour essayer de gagner des 10%, 20%, 30% de consommation sur les process, sur la manière dont le locataire utilise le bâtiment et donc on le gère. Alors qu'à Paris sur des sièges de grands groupes on aura tout de suite des locataires qui voudront des bâtiments verts, pouvoir communiquer et qui n'hésiteront pas à investir avec nous pour tout de suite passer sur de la restructuration lourde.

En région, à mon avis ça tendra d'abord à passer sur du process, pour tirer la corde le plus longtemps possible et arriver sur les 20 ans, 30 ans d'âge classique du bâtiment où là on fera une remise aux normes. Mais aujourd'hui le plus gros problème c'est peut-être un bâtiment en région qui a 10 ans, qui n'est pas tout neuf, qui n'est pas vieux, qui est sensé durer encore une quinzaine d'années, et qui vu les lois qui vont passer, dans un an ou deux sera obsolète. On est sensés faire des choses dans les 7 ans à venir. »

Asset manager, foncière cotée, A064

La stratégie retenue ici consiste ainsi « à tirer sur la corde » de l'amélioration des comportements le plus longtemps possible pour atteindre l'âge d'obsolescence technique.

b) Les facteurs d'une géographie spatialement sélective des investissements « verts »

A contrario, pour ce qui concerne les investissements les plus consommateurs de capitaux et visant à une restructuration lourde afin d'améliorer de manière visible la performance énergétique (notamment par l'obtention d'une certification), la logique est beaucoup plus sélective spatialement. Le raisonnement économique est le suivant :

« Question: est-ce qu'on peut « verdir » de la même manière à Paris et en périphérie d'une grande ville régionale ?

Réponse : Non, bien sûr qu'on peut pas...

LH : Pouvez-vous expliciter votre raisonnement ?

Réponse : Oui, quand on loue à 80 euros du m² en région, on peut pas investir le même Capex que quand on loue, dans les cas extrêmes, à 800€/m² à Paris. On est au décuple donc... Si c'est un actif de même qualité ça coûte le même prix de le rénover. Ça coûte un peu plus cher à Paris parce que la main d'œuvre est un peu plus chère mais c'est sans commune mesure. On ne peut pas se permettre en région de retravailler un actif comme on le ferait sur un actif Parisien. Un locataire, à Paris, qui paie 10 millions par an pour un immeuble, si on lui dit qu'on va devoir remettre les choses aux normes, faut qu'on se mette d'accord sur la répartition des travaux, « il va y avoir 3 millions pour toi, 3 millions pour nous ». Bon, ça se regarde, c'est pas choquant. Si maintenant on dit ça à un locataire dont le loyer annuel c'est 1 million, ça n'a plus aucune justification économique. Pour lui, ça n'a plus de sens. Il va préférer partir, aller dans un actif neuf. Donc, c'est pas du tout les mêmes manières d'appréhender les problématiques. »

Asset manager, foncière cotée, A064

L'enjeu implicite est celui de la viabilité économique de la rénovation comme le remarque des contributeurs au *Livre blanc pour l'innovation dans l'immobilier* (2011, p. 62) :

« [...] l'essentiel du parc immobilier reste constitué de bâtiments dont les niveaux de valorisation rendent difficiles d'envisager une rénovation énergétique. Ainsi, lorsque la valeur marchande d'un immeuble est faible (pour rappel, la RT 2005 estime ces valeurs forfaitairement à 1287 €/m² pour les logements, et 1100 €/m² pour les autres bâtiments), la viabilité d'un projet de rénovation devient difficile, les bâtiments réhabilités pouvant plus difficilement soutenir la concurrence de bâtiments neufs sans décote significative. »

L'amélioration de la performance environnementale par une restructuration lourde n'est alors possible que dans des territoires dont les valeurs de marché sont suffisamment élevées pour en diluer le coût, et pour des locataires soucieux de leur image et ayant les moyens de contribuer à ces travaux :

« Nous avons le siège social de [Multinationale] à Boulevard [Nom du boulevard situé à Paris 8^{ème}] en occupant unique. Nous avons ensemble décidé un programme de travaux, de rénovation des installations de climatisation, avec le maintien du locataire dans le but de diminuer les consommations et il a été conjointement financé par ce dernier et par nous-même, 60% propriétaire, 40% locataire. Derrière, une fois que les installations sont remises à niveau, nous avons pour objectif de tenter l'exploitation en HQE et de développer la signature d'un bail vert.

[...] pour l'instant on vise cela sur des locataires importants, qui ont à peu près les mêmes préoccupations que nous au niveau environnemental, souvent des grands groupes d'abord qui soignent leur image de marque, comme ils ont des comptes à rendre sur ce sujet là, en raison de leurs actionnaires et de leur cotation en bourse. Si un locataire d'une petite société à une politique environnementale affirmée nous l'accompagnons, mais la réalité, c'est que ce sont plutôt des grands groupes qui le font. »

Directeur Développement Durable, Assureur, A029

Le raisonnement est repris par un autre interlocuteur pour ce qui concerne cette fois la restructuration des immeubles considérés comme des « passoirs thermiques » et en situation de difficultés locatives. Pour ce dernier, l'arrivée de sociétés à profil opportuniste assurant le recyclage, à l'image d'AltaFund est le moyen :

« pour transformer les citrouilles en carrosse. L'idéal c'est d'avoir un immeuble avec 2 ans de loyers encore, le temps de monter l'opération, déposer le permis, et lancer les travaux dans la foulée. Ça fonctionne très bien dans Paris avec des loyers et des valeurs importantes. Mais c'est difficile à Vélizy, Saint-Quentin : c'est finançable dans Paris et plus compliqué en deuxième couronne. Au-delà on ne peut pas restructurer mais juste démonter-reconstruire. En régions, sauf à être dans le cœur de Lyon ou Marseille, on démolit, plus qu'on ne restructure. »

Commercialisateur, Conseil en investissement, A039

Ceci pointe l'importance de la texture du capital mobilisé. Selon les attentes en terme de rentabilité ajustée du risque ou d'horizon d'immobilisation, la géographie de l'investissement diffère considérablement.

« [à propos de la rénovation d'immeubles] on achète des immeubles anciens, on fait du redéveloppement [...]. Dans le fonds *green* que nous avons lancé, parce qu'on est limité sur le risque que l'on peut prendre, il est possible qu'on aille sur ce type d'investissement, aller sur un immeuble que l'on va redévelopper pour en faire du *green*, ceci dit on sera peut-être plus sélectif. Bon, je vous donne le mémo d'investissement : ce type d'investissement fait partie de notre sphère d'investissement, mais il comporte un risque qui nous rendra sélectif. On va par exemple compenser par d'autres critères comme la localisation, ou avec d'autres immeubles avec des locataires sur la longue durée qui sécurisent. Par exemple, et là c'est plutôt confidentiel, on a décidé d'investir dans un immeuble où on sait que lorsqu'on va le redévelopper, le mettre en location, on sera sur une phase de marché plutôt porteur ; cela ne devrait pas intervenir avant 2014 car c'est là qu'on a identifié la reprise. Ça, cela fait partie de notre stratégie. »

Senior Investment Analyst, Société de gestion, A027

Conclusion / discussion

Les actions prises en réponse aux enjeux de développement durable ne bénéficient pas toutes du même déploiement spatial. Les mesures qui sont associées à un coût réduit et qui peuvent aider à la mobilisation des utilisateurs ou des gestionnaires techniques des sites font l'objet d'une tentative de diffusion auprès du plus grand nombre. Il s'agit notamment d'essayer de « tirer sur la corde » pour permettre d'améliorer la performance énergétique de l'ensemble du patrimoine,

quelle qu'en soit la localisation. Les interventions de « verdissement » les plus onéreuses rencontrent des limites plus importantes en terme de déploiement spatial. Bien qu'ils partagent de plus en plus la conviction que les actifs les moins performants sur le plan environnemental perdront de leur valeur, les gestionnaires d'actifs expriment une réticence à engager des dépenses importantes qui reviendraient à acter cette perte de valeur. En conséquence, les efforts paraissent plus soutenables dans les marchés les plus centraux, c'est-à-dire là où la demande de locataires grands comptes tendrait à privilégier les immeubles « verts » et où les investisseurs ont tendance à reporter leurs investissements en période d'appétit pour des produits sécurisés. Ceci renvoie à deux mécanismes qui se nourrissent partiellement. Il y a bien sûr une rationalité économique simple qui est révélée par les entretiens : les travaux d'amélioration importants ont un impact moins fort dans des marchés aux valeurs elles-mêmes déjà élevées. Cependant, joue aussi un second élément qui renvoie à la réaction des investisseurs face à la crise économique et financière. Dans bien des cas, ces derniers sont extrêmement réticents à prendre des risques (locatifs, de développement, etc.), ce qui se traduit par une forte demande pour les marchés les plus établis. En ce sens, si la crise économique est convoquée comme un frein pour expliquer la difficulté à financer le « verdissement » du patrimoine (les locataires sont plus soucieux de réduire le coût du poste immobilier dans son ensemble, que d'investir afin de réduire à un horizon parfois lointain le coût relativement marginal de leurs charges d'exploitation), elle se traduit aussi par des effets de différenciation spatiale potentiellement accrus en matière d'amélioration de la performance environnementale du patrimoine. Ceci pourrait alimenter la mise en place de trajectoires différenciées entre les territoires les plus établis et qui sont au cœur des stratégies d'investissement aujourd'hui, et les territoires moins bien situés pour lesquels, en dehors de la poursuite d'une dynamique de construction et l'évolution des comportements des usagers, la possibilité de verdir plus massivement le patrimoine semble réduite⁷³.

Il n'est guère aisé dans ce cas de prédire le caractère lui-même durable de cette différenciation spatiale. La cyclicité du marché de l'immobilier d'entreprise ne rend pas impossible une

⁷³ On retrouve cette idée dans le *Livre Blanc de l'Innovation dans l'Immobilier* du pôle Finance innovation (p. 164) : « En particulier, on peut s'interroger sur l'impact à long terme de réglementation RT 2012 Bâtiments Existants. Lorsque les travaux de réhabilitation énergétique seront non rentables, pour des immeubles moins bien situés, en périphérie de ville par exemple, ou ne correspondant pas aux standards de marché les plus actuels, l'application contraignante de la réglementation thermique pourrait rendre plus économique de laisser l'immeuble à l'abandon, plutôt que d'entreprendre des travaux de réhabilitation. Cette perspective constitue un risque urbanistique majeur, en favorisant l'extension de friches énergétiques aux abords des villes, ou dans leur coeur-même. »

diffusion progressive vers les espaces plus périphériques, par exemple à l'occasion d'une amélioration de la situation économique des locataires ou d'un retour d'un climat d'investissement moins prudent. Les effets de respiration spatiale au sein du marché immobilier d'entreprise sont bien connus et se traduisent par des mécanismes de diffusion centre-périphérie que les géographes ont observé pour d'autres types d'innovation. Cependant, à date de rédaction du rapport, alors que pèsent des incertitudes macroéconomiques importantes, l'hypothèse du décrochage de certains territoires d'un point de vue de l'amélioration de la performance environnementale ne peut être écartée. Ceci pourrait alors contribuer à nourrir des effets de sélectivité spatiale qui sont à l'œuvre de manière plus générale dans les stratégies des investisseurs et qu'il est désormais nécessaire de qualifier.