

---

## **Section VI. La ville rêvée des investisseurs**

---

« On pense que le développement durable ne remet pas en cause les fondamentaux, et le premier c'est la localisation [...] »

Responsable Développement Durable, Société de gestion, Entretien A048

Les sections précédentes ont aidé à analyser comment les injonctions de durabilité sont traduites par les investisseurs immobiliers et à en examiner les effets spatiaux associés. A ce stade de la recherche, nous nous proposons désormais d'interroger plus largement les conséquences des stratégies d'investissement déployées par les gestionnaires d'actifs, qu'elles fassent explicitement référence aux enjeux de développement durable ou non, sur l'offre d'immobilier d'entreprise et, partant, sur la localisation des activités économiques.

Le point de départ de la réflexion nous est fourni par les entretiens avec les investisseurs immobiliers eux-mêmes. Bien que ces derniers aient parfois du mal à se concevoir ainsi, ce sont des acteurs de la production urbaine : ils en financent, directement ou indirectement, le développement et sont des propriétaires importants par les surfaces qu'ils possèdent. À ce titre, nous faisons l'hypothèse qu'ils sont porteurs d'un ensemble de représentations de ce qui est une ville adaptée au déploiement de leur stratégie d'investissement. C'est en ce sens que la réduction du développement durable à la seule performance énergétique des bâtiments ne peut, au mieux, constituer qu'un aspect, d'ailleurs potentiellement marginal, de la contribution des gestionnaires d'actifs au développement durable des territoires. En privilégiant des spatialités à des échelles multiples (de la parcelle et son insertion dans l'environnement urbain immédiat, à des choix de localisation entre différents espaces au sein du territoire national ou européen), en qualifiant les utilisateurs qu'ils souhaitent accueillir de manière privilégiée, les gestionnaires d'actifs ont un

rôle dans le fonctionnement des territoires, et, par extension, sur la durabilité de ces derniers, qui dépasse de loin la manière dont ils « verdissent » ou non leurs immeubles. Ils promeuvent, de fait, directement ou indirectement, lorsque d'autres acteurs de la production urbaine s'en font les relais, ce que l'on qualifiera d'un « projet d'urbanisation » ou d'une « vision urbaine » faute de termes mieux adaptés.

Cette vision ou ce projet posent des problèmes à la recherche. Ne faisant pas l'objet d'une formalisation globale, cohérente, ni même stable dans le temps, cet ensemble de principes disparates sur ce qu'est une « bonne » localisation, un « bon » locataire est bien délicat à apprécier. Comment en délimiter des contours qui sont, par construction, peu précis, mouvants et qui ne se donnent à apercevoir que subrepticement ? La présente section teste des pistes méthodologiques avant de proposer une lecture synthétique des traits saillants de ce qui nous est apparu, après analyse, comme une ville en adéquation avec des attentes émanant de l'industrie de l'investissement en immobilier.

## **1. Considérations méthodologiques**

Nous faisons le pari qu'il est nécessaire de tenir dans un même mouvement une analyse des caractéristiques des biens sous gestion, des représentations des gestionnaires d'actifs ainsi que des contraintes matérielles qui pèsent sur leurs choix, nous inspirant en cela des réflexions apportées par l'économie politique culturelle.

### ***a) Ce que la cartographie du patrimoine révèle***

Le patrimoine immobilier est l'incarnation concrète, matérielle, des décisions d'investissement. Il reflète la solution retenue par les investisseurs dans l'éventail limité des choix possibles qui s'offrent aux investisseurs. Même si elles dessinent une image vraisemblablement déformée, remaniée et rognée par les contraintes techniques, économiques, juridiques, sociales et politiques, les caractéristiques du parc (typologie et taille des actifs, localisation, occupants, etc.) constituent un premier point d'observation pour qualifier la forme et les usages de la ville *souhaitée* par les investisseurs.

Cependant, la recherche est confrontée à un défi pratique de taille : les sources disponibles pour réaliser une cartographie du patrimoine immobilier détenu par les gestionnaires d'actifs sont rares et atomisées. En dehors de certains véhicules réglementés, les gestionnaires ne sont pas tenus de communiquer la liste des biens qu'ils détiennent. Le maintien d'un niveau de confidentialité minimum peut même s'avérer fort utile à ces derniers dans le cadre des stratégies d'arbitrage des biens. Par ailleurs, pour ceux qui communiquent sur le détail de leur patrimoine, notamment à travers leur rapport d'activité, la saisie des données par la recherche constitue un obstacle pratique important. Les données sont disséminées entre nombre de documents et fournissent des informations qui ne sont pas homogénéisées. Leur traitement nécessiterait par ailleurs un important travail de saisie manuelle, qu'il faudrait par ailleurs réitérer au moins annuellement.

Une opportunité nous est cependant fournie par le partenariat noué avec IPD France. Après un travail de géolocalisation, il est possible grâce à la base de données *Investisseurs* qui a été mise à notre disposition par ce dernier, de qualifier la localisation et certaines caractéristiques du patrimoine immobilier détenu par une soixantaine d'investisseurs sur le marché de l'immobilier d'entreprise (compagnies d'assurances, sociétés de gestion, foncières, fonds immobiliers).

Tableau 17 : Les sociétés de la base de données Investisseurs IPD France

Type	Sociétés
<b>Foncières</b>	Affine, Altarea, Cofinimmo, Corio, Docks Lyonnais, Foncière des Régions, Eurosic, Foncière des Régions, Foncière Développement Logement, Foncière Europe Logistique, Foncière Masséna, Gecina, Hammerson, Icade, Klépierre, Mercialys, Redevco, Société de la Tour Eiffel, Société Foncière Lyonnaise
<b>Assurances et assimilées</b>	AG2R La Mondiale, Allianz Real Estate, Assurbail, Aviva, AXA, BNP Paribas Assurances, Caisse Centrale de Réassurance, CNP Assurances, Caisse de Retraite du Personnel Navigant Professionnel de l'Aéronautique Civile (CRPN), Foncière de Lutèce (Macif), Fonds de Garantie, Fructifoncier (Natixis Assurances), Generali Immobilier, Groupama Immobilier, MMA Assurances, Predica, Réseau Social des Indépendants (RSI), SMABTP, Standard Life
<b>Gestionnaires de fonds non cotés</b>	Alecta, AEW Europe, AMB Property, AXA Real Estate, BNP Paribas REIS, Caisse des Dépôts, CIS, Grosvenor, ING REIM, Invista REIM, LaSalle Investment Management, Pillar, Prologis, Royal Bank of Scotland, SITQ, TIAA-CREF, JP Morgan, Valad
<b>Sociétés de gestion SCPI / OPCI</b>	AEW Europe, Amundi Immobilier, BNP Paribas REIM, Ciloger, NAMI - AEW Europe, PERIAL, UFG REM, Viveris REIM

Source : IPD France, 2011.

La base de données couvre environ 7 000 actifs en 2010 et a pu être mobilisée sur une période remontant à 2004. Elle recense autour 36 millions de m<sup>2</sup> en moyenne, avec des variations interannuelles qui sont liées à la fois aux politiques d'acquisition et de cession des investisseurs de la base, ainsi qu'aux entrées et sorties affectant la base de données IPD. Les sorties peuvent par exemple refléter des recompositions au sein de l'industrie, dans le cas par exemple de fusions-acquisitions. L'intérêt de la base de données Investisseurs d'IPD tient autant à son taux de couverture du marché qu'à la précision des informations tant sur les caractéristiques physiques que sur la valeur financière du patrimoine. La base de données n'est cependant pas sans limites. C'est un outil qui est alimenté vraisemblablement plus par les grandes sociétés d'investissement ainsi que par celles accordant de l'importance au rendement locatif. Cependant, c'est une source de première main précieuse pour réaliser une cartographie du patrimoine des investisseurs.

#### ***b) Ce qui se dit dans les comités d'investissement***

L'analyse de la géographie du patrimoine ne peut cependant se suffire à elle-même. Elle doit être éclairée par l'examen du corpus documentaire réuni pour la recherche. Documents de communication externe des investisseurs, études des commercialisateurs, revue de presse, ces différentes productions apportent des informations factuelles sur le déploiement des stratégies d'investissement, et détaillent parfois les rationalités qui les sous-tendent. Cependant, ce sont avant tout les entretiens réalisés avec les investisseurs et les autres professionnels de l'industrie de l'investissement (sociétés de conseil notamment) qui constituent une source d'information particulièrement précieuse pour expliciter les représentations des gestionnaires d'actifs. L'analyse des entretiens aide ainsi à observer les critères de localisation des investissements retenus, par exemple en précisant le contenu des matrices d'analyse utilisées pour évaluer les actifs. Ils ont aussi été l'occasion de discuter des échanges suscités à l'occasion, soit de la définition de la stratégie d'investissement d'ensemble d'un fonds, soit de la prise de décision d'investissement pour un actif donné.

Il est apparu à cette occasion comment au-delà des procédures et outils existants, les comités d'investissement sont le lieu de l'élaboration d'une décision collective dans laquelle s'éprouvent les caractéristiques d'un idéal de ville sous contrainte de rentabilité financière. Nos

entretiens ont ainsi largement commenté le fonctionnement des comités d'investissement. Il est apparu tout d'abord de très fortes similitudes d'une société à une autre (participants présents ; outils d'aide à la décision mobilisés comme les *business plans* et les ratios financiers ; registres d'expertise et types de légitimités convoqués). Il ressort aussi qu'il s'y construit une synthèse dans laquelle des représentations portant sur les effets prêtés aux caractéristiques des immeubles, des lieux ou des utilisateurs sont jaugés au regard d'exigences financières.

Entrons brièvement dans un comité d'investissement pour voir ce qui s'y passe<sup>74</sup>. Nos interlocuteurs ont toujours insisté sur l'importance de respecter les attentes de la « documentation du fonds » ou des véhicules d'investissement, qui sont sensés définir la stratégie et encadrer l'activité des *Investment Manager* ou Directeurs d'Acquisition. Il s'agit tout d'abord de respecter les procédures d'investissement en faisant usage de documents à la conception homogénéisée comme les *Business Plans* dont la construction d'ensemble suit un plan pré-calibré et repose sur la provision d'informations elles aussi standardisées. Ceci est saillant par exemple chez les gestionnaires pour compte de tiers, dont les pratiques seraient « constamment auditées » et formalisées par des règles et standards (Entretien A053). Au-delà de ce formalisme, c'est bien le respect des objectifs financiers, en particulier du Taux de Rendement Interne (TRI) et d'autres critères de rentabilité ajustés du niveau de risque, qui est présenté comme un élément central du travail. Il n'est d'ailleurs pas exagéré de faire l'hypothèse que le respect des critères financiers constitue un prérequis pour franchir la porte d'entrée du Comité d'investissement. Plusieurs *investment managers* ont ainsi souligné l'importance d'avoir préparé un dossier très solide d'un point de vue de l'analyse financière. C'est un point qui serait déterminant lorsque le dossier est ensuite examiné et défendu par l'*investment manager* ou l'*asset manager* en comité d'investissement.

En effet, la discussion qui s'y déroule porte de manière principale sur les critères financiers. La Directrice d'Acquisitions d'un investisseur américain gestionnaire de fonds orientés sur des stratégies dites « *value added* » et « opportunistes » (recherchant un rendement des capitaux

---

<sup>74</sup> Malgré un accueil généralement bienveillant par les gestionnaires d'actifs, il ne nous a pas été fournie la possibilité de participer *in vivo* à un comité d'investissement : un impératif de confidentialité a été systématiquement élevé à l'encontre de nos demandes. La compréhension de ce qui se passe dans un comité d'investissement est permise par les entretiens.

propres respectivement de l'ordre de 12-15% et plus de 20%) explique le déroulement d'un Comité d'investissement, et les points qui y sont discutés. L'horizon de la discussion est calé sur la mesure du niveau de risque et de la rentabilité que l'on peut attendre de l'investissement. L'échange est pénétré par le vocabulaire relevant du champ lexical de la finance, au point qu'il serait difficile dans ce cas d'identifier l'objet de l'investissement si le texte était sorti du contexte de la présente recherche :

« En parallèle on fait un mémo pour le Comité d'investissement qui se passe par téléphone. Il regroupe le Directeur de Paris, et des personnes aux États-Unis dont le directeur de [*notre entreprise*], le Président du fonds immobilier américain, des personnes plus financières. On présente l'opération dans sa globalité, on a déjà envoyé le mémorandum d'investissement, on présente les chiffres, le TRI, les risques, les points forts/faibles, et une décision est prise. À 90% on a toujours eu un « oui », il est arrivé plutôt ces derniers temps qu'on ait des refus, pas forcément sur la qualité des *deals*, mais un *timing* stratégique : « pas le moment d'aller investir là, de faire ça maintenant », des « non » stratégiques plutôt que sur la qualité de l'opération, de l'emplacement, de l'immeuble. C'était une réflexion plutôt stratégique. »

Directrice des acquisitions, Sociétés de gestion, Entretien A043

Le caractère stratégique évoqué ici renvoie principalement à des appréciations portant sur la stratégie d'investissement du groupe qui s'impose ainsi à l'analyse des caractéristiques du bien immobilier lui-même. Le Comité d'investissement apparaît tout d'abord comme le lieu d'une discussion sur le travail de modélisation financière, sur les hypothèses qui sous-tendent les ratios de rentabilité proposés, et les différents scénarios ouverts à la réflexion (acquérir ou non pour un comité d'acquisition; conserver, vendre, réinvestir pour un comité de suivi d'un actif au patrimoine, etc.).

« [...] chaque dossier, que ce soit l'acquisition ou l'arbitrage, fait l'objet d'un "6 amigos" [désigne le comité d'investissement] avec une présentation complète du marché, de l'actif, une analyse des comparables et un *discounted cash flow* où l'on reprend tout le business plan de l'immeuble, où il nous explique sa stratégie et les types de scénario. La décision se prend dans cette réunion et on travaille sur les variables de sensibilité (évolution du taux de capitalisation, revenir sur des travaux). Ça se passe dans une salle avec un vidéoprojecteur : on modifie les hypothèses et on en discute devant un powerpoint. La réunion est constituée du président du groupe, du directeur de l'investissement, du directeur

du Pôle, de certains membres du comité exécutif et le directeur Investissement qui présente son projet.

On fait les simulations en valeur de marché actuelle pour les loyers. On travaille à partir des séries statistiques historiques pour comprendre les pics de valeur en haut et bas de cycle, on pense qu'il y a des effets de seuil et des effets mémoires. On travaille sur le risque. »

Directeur du pôle Bureaux, foncière cotée, A006

« Alors la décision d'investissement est toujours partagée avec les américains [*l'interlocuteur travaille pour le bureau français d'un investisseur américain, il parle donc de la Direction Générale de la firme*], c'est toujours un consensus à deux. Par contre, on présente le projet une seule fois, lorsqu'il est prêt, c'est périodique. Ce que disait [*Nom du collègue*] sur le côté local, c'est le côté « on a leur confiance », pour le reste, ils vont juger l'exposition au risque de manière très financière. La décision d'engagement se base sur la rentabilité et l'analyse de risque. On présente un *Business Plan* et on s'intéresse à ce qui se passe aux limites, en poussant le modèle. On part toujours de notre cas de base crédible, et on va voir la sensibilité du modèle à des facteurs de risque, le loyer, la sortie retardée, la garantie du financement. C'est des critères objectifs qui se modélisent bien. On dégrade des variables. C'est très formel et mathématique. Et l'expérience de gens comme [*mon collègue*] vient crédibiliser ce travail mathématique. »

Investment manager, société de gestion, Entretien A049

À la lecture de nos entretiens, on aurait certainement tort d'imaginer que ne s'exprime ici qu'une rationalité désincarnée, purement mathématique. Car les hypothèses qui sont mobilisées sont en réalité gonflées par des appréciations personnelles bien souvent issues des « expériences passées », du « flair », des « intuitions » et des « intimes convictions » qui sont versées à la discussion.

« Nous avons de la recherche avec des organismes et des instituts. Maintenant, on se fonde essentiellement sur notre expérience. Des outils mathématiques basés sur des corrélations plus ou moins scientifiques avec d'autres indicateurs, on ne le fait pas. »

Directeur Général, Investisseur-promoteur, A012

« [...] il faut voir que vous êtes dans le marché. Votre quotidien c'est le marché. Sans avoir créé de bases de données, vous avez une connaissance intime, vous êtes dans l'intuitif, dans l'empirique, vous connaissez.

Directeur Général du Pôle bureaux, foncière côtée, A006

« Bref, nos choix ne sont pas basés sur des grandes recherches. Je ne fonde pas mes convictions sur la lecture d'ouvrage scientifique ou d'études particulièrement pointues, c'est plus... empirique, c'est une approche empirique. »

Directeur de l'Asset management, Société de gestion, A016

Alors que la décision d'investissement est structurée par des procédures formelles et s'appuie sur la mobilisation d'indicateurs quantitatifs, de valeurs actualisées et de taux de rentabilité seuils qui bornent l'action, les entretiens indiquent avec une constance remarquable l'empirisme revendiqué qui est à l'œuvre :

« [...] on utilise la méthode du sentiment, de l'expérience, c'est ce qui compte avant tout. Il y a la projection financière, comme c'est un produit financier comme un autre, avec du *discounted cash flow* qui modélise les cash-flows futurs que l'immeuble va délivrer. Quel rapport sur la durée ? Du coup, on juge de l'évolution du revenu locatif, de l'évolution des coûts associés de l'actif, des hypothèses de départ ou non du locataire, et du prix de revente. On le modélise sous Excel ou dans un modèle *ad hoc*, et en fonction du prix de l'argent. Mais, ce n'est pas simplement en appuyant sur un bouton, nous y mettons toute notre expérience, pour faire entrer nos hypothèses.

Directeur des acquisitions, Assureur, A023

Les hypothèses retenues font l'objet de discussions et d'interprétations qui peuvent varier d'un gestionnaire à un autre, voire d'un responsable à un autre au sein du même Comité d'investissement, selon « l'histoire » que chacun raconte. Un *asset manager*, commentant la

valeur découlant de sa matrice des risques cherchait à nous expliquer ces différences d'interprétation en ayant recours à une typologie des investisseurs :

« Mais interrogez quatre profils différents : un investisseur-promoteur, une foncière, un investisseur indépendant, une grosse compagnie d'assurance. Chacun va vous donner une valeur différente, parce que la valeur n'est donnée que par rapport à l'histoire qu'ils vont vous raconter. Nous, c'est ce qu'on fait avec le *Business Plan*, on construit et on raconte une valeur.

*Question : Comment expliquez vous que « chacun donne une valeur différente » ?*

Parce que tout le monde n'a pas la même confiance dans l'actif. Certains vont dire : « non mais Saint-Denis vous plaisantez ! Il y a plein de vacance, on ne louera pas à ce loyer-là ». Et un autre vous parlera de redéveloppement et de loyer *prime*.

[...]

Ça dépend où en est chaque acteur dans son portefeuille et sa stratégie. »

Asset manager, société de gestion, Entretien 058

La mise en récit évoquée par cet interlocuteur (« on raconte une valeur », « une histoire ») laisse entrevoir comment la « valeur » est en fait un concentré d'hypothèses et d'interprétations qui *saisissent* les caractéristiques des immeubles, des lieux, des utilisateurs. Le travail implicite consiste à attribuer une grandeur mesurable, mobilisable dans les équations qui justifieront la prise de décision. Tout comme nous avons vu dans la section 4, comment les *asset managers* *saisissaient* le développement durable à travers des hypothèses financières, le travail opéré de manière plus général par les managers, à travers l'élaboration des *business plans* et leur discussion, consiste à conférer un ordre de grandeur aux objets et aux usages, afin de les conformer aux outils de la décision financière. C'est ainsi que les valeurs de loyer, les taux de vacance, le TRI sont le résultat condensé et, pour ainsi dire, *traduit*, d'une histoire racontée par les managers et qui portent sur les caractéristiques matérielles d'un bien immobilier, sur les usages qu'il permet ou réfrène, sur son emplacement, sur les locataires qui s'y trouvent ou pourraient y venir, sur les investissements des pouvoirs publics dans les infrastructures à proximité, etc.

En d'autres termes, si le couperet de la décision portera sur l'évaluation de l'adéquation relative de ratios financiers en regard du profil de risque de l'investisseur ayant apporté les fonds ou acquis des parts d'une foncière cotée, la production de ces *ratios* reposent pour sa part sur la construction collective d'une appréciation du monde. Vaut-il mieux un immeuble « vert » ou non ? De grande taille ou petit ? Loué par une seule entreprise ou multi-locataire ? Dans un quartier d'affaires ou en diffus ? Dans une capitale européenne ou « en régions » ? Ce sont toutes les réponses à ces questions qui sont enfouies dans les hypothèses alimentant un TRI.

L'enjeu méthodologique pour la recherche est alors de déplier ces hypothèses, et ce faisant, de donner à voir les représentations du monde qu'elles contiennent. Pour cela, l'on peut s'appuyer sur l'observation du patrimoine détenu en partant de l'hypothèse qu'il matérialise, au moins, en partie, ces préférences. Il s'agit aussi d'analyser les discours des investisseurs, en traquant les assertions modales qui expriment les convictions « sur ce qu'attend le marché » et parlent implicitement d'une vision de la ville que les gestionnaires d'actifs conçoivent comme étant la plus à-même de répondre aux attentes des détenteurs de capitaux qu'ils mobilisent. D'un point de vue théorique, c'est bien sûr reconnaître que « l'atterrissage » du capital financier est le fruit d'une opération à laquelle participe la filière d'investissement en immobilier (ce constat pourrait vraisemblablement être étendu à d'autres pans de la fabrique urbaine lorsqu'ils mobilisent ce type de capital : aménagement, infrastructures (voir par exemple Lorrain 2007, 2011), etc.). En d'autres termes, sans nier que les détenteurs de capitaux peuvent avoir des attendus sur l'emploi de leurs investissements, une telle découverte nous amène à faire l'hypothèse de *l'agence* des gestionnaires d'actifs et de leurs conseils et de leur capacité à contribuer à *donner formes* aux exigences de risque et de rentabilité, c'est-à-dire à participer à la production urbaine de manière active.

## 2. La ville rêvée des investisseurs

### a) *Hyper-sélectivité spatiale et logiques d'investissement*

Si l'on trouve de l'immobilier d'entreprise dans toutes les aires urbaines de France, le patrimoine des investisseurs recensés par la base de données IPD relève d'une géographie beaucoup plus sélective. Ainsi, les locaux à usage de commerce détenus par des investisseurs recensés dans la base IPD sont concentrés dans un tiers des aires urbaines de France métropolitaine. Pour les bureaux, la proportion baisse à un cinquième, la logistique est à un huitième seulement. Même s'il existe des différences selon le type d'usage des locaux, l'hyperesthésie spatiale des gestionnaires d'actifs apparaît d'emblée avec vigueur à l'échelle du territoire national.

Tableau 18 : Part des aires urbaines figurant au patrimoine des investisseurs

Type d'immobilier	% des Aires urbaines de France métropolitaine	Seuil d'apparition en nombre d'emplois
<b>Commerce</b>	37	6 000
<b>Bureau</b>	21	11 000
<b>Logistique</b>	12	18 000
<b>Résidentiel<sup>1</sup></b>	7	30 000

Source : Base Investisseurs, IPD France (2004-2011). Calcul des auteurs.

*1 La base de données recense aussi le patrimoine résidentiel. Nous avons fait le choix de les conserver dans l'analyse comme un segment témoin sensé refléter d'autres logiques spatiales puisque les locataires ne sont pas des entreprises mais des ménages.*

Ceci ne signifie cependant pas que le schéma spatial d'investissement soit identique d'un type d'usage à un autre. L'analyse de cartes thématiques présentées dans le dossier à la suite en souligne les traits principaux<sup>75</sup>.

Pour ce qui concerne les locaux à usage de **commerce**, le maillage de l'espace français est relativement homogène. Les territoires les moins plébiscités sont principalement caractéristiques des espaces ruraux (« diagonale du vide », espaces de moyenne et haute montagne). La dynamique d'ensemble sur la période est à une hausse des surfaces, de manière continue, qui passe de 3,5 à 6 millions de m<sup>2</sup> entre 2004 et 2010. Cette croissance est relativement peu discriminante sur le territoire français même si quelques aires urbaines se distinguent par une variation positive plus forte, à l'image de l'aire urbaine d'Aix-Marseille ou encore d'un chapelet d'aires urbaines dans le Nord. Le caractère homogène de la distribution est confirmé par l'observation du ratio des m<sup>2</sup> par nombre d'emploi. Les aires urbaines qui ont une forte spécialisation (ou sous spécialisation) sont le fait de petites aires urbaines. C'est le cas, pour ce qui concerne la sous-spécialisation, d'aires urbaines voisines d'une ou plusieurs villes de plus grande taille, ce qui reflète vraisemblablement les stratégies de mobilité commerciale des ménages qui fréquentent l'infrastructure commerciale régionale des villes principales.

Les locaux à usage de **bureau** offre une géographie très différente. La polarisation du parc est le fait de grandes aires urbaines, attestant de l'orientation métropolitaine des investissements. Ce biais métropolitain est d'ailleurs vérifié tant à l'échelle européenne que nationale :

« Rentrons dans la stratégie : nous avons une sélection de pays très sûrs et moins sûrs. À l'intérieur de ces pays, nous proposons une exposition immobilière sur les principales villes avec un focus sur la liquidité. L'Italie oui, mais entre *Reggio di Calabre* et Milan ce n'est pas la même chose. On se positionne sur la liquidité : des villes d'au moins 500 millions par an de transactions sur les bureaux, c'est le minimum vu depuis Paris »

Fund manager, société de gestion, A040

La cartographie à l'échelle nationale révèle tout d'abord le très fort poids de l'aire urbaine de Paris qui, selon les années, concentre entre 70% et 80% du patrimoine de bureaux détenus par les

---

<sup>75</sup> Pour des raisons de lisibilité les commentaires des cartes sont réunis ensemble. L'ensemble des documents graphiques afférents est versé dans un dossier à la suite.

investisseurs alimentant la base de données IPD. Arrivent ensuite, mais très loin par rapport à leur taille démographique, ce que les interlocuteurs ont nommé les « régions » et qui, en réalité, font systématiquement référence aux métropoles régionales : Lyon tout d'abord mais aussi Marseille, Lille, Nantes, Strasbourg, Bordeaux, Toulouse, Nice ou Montpellier. En termes de dynamique, alors que le nombre de mètres carrés de bureau tend à stagner dans la base de données, nous observons une croissance générale de la plupart de ces métropoles régionales et de la région-capitale. Il existe cependant quelques aires urbaines qui affichent un volume et des taux de variation supérieurs, indiquant des effets de rattrapage qui sont bien souvent associés au développement d'un nouveau projet urbain avec une forte composante de bureau. La croissance est ainsi plus soutenue sur la période d'observation à Marseille, Montpellier, Strasbourg et Nantes, ainsi que, d'une manière cependant plus limitée en volume, à Rennes ou Caen par exemple. Cependant, malgré ces dynamiques, il convient d'insister avant tout sur le poids singulier de l'aire urbaine de Paris dont témoigne par exemple le ratio de surface à usage de bureau par nombre d'emplois. Ce dernier est d'une intensité unique en France, attestant d'un très fort surinvestissement dans l'unique métropole mondiale du pays (Halbert et al. 2012). Au sein des métropole régionales, Lyon et de Lille affichent des ratios un peu plus élevés que les autres aires urbaines, traduisant notamment des effets d'inertie liés à la mise en place de quartiers de bureaux de manière relativement ancienne (EuraLille et La Part Dieu respectivement).

Si elle est encore plus sélective, la localisation des locaux **logistiques** montre un dépliement spatial légèrement différent. On retrouve certes la présence des principales métropoles régionales, confirmant l'attachement métropolitain des investisseurs. C'est ainsi que les principaux foyers de consommation régionaux sont autant de points de fixation dans lesquels les investisseurs contribuent au financement des grandes plateformes de stockage et de redistribution, à l'image de Rennes, Bordeaux, Toulouse, Strasbourg, Metz ou Nancy. Cependant, s'y superpose une géographie constituée par quelques corridors logistiques majeurs. On observe certes l'effet des fleuves (axe ligérien, partie aval de la Seine et surtout le couloir rhodanien) mais c'est bien la concentration le long d'un axe traversant la France du Nord au Sud qui organise le déploiement spatial des investissements : depuis Lille jusqu'à Marseille en passant par de grandes villes (Paris, Lyon) et en s'appuyant aussi sur des nœuds plus secondaires qui constituent autant de vertèbres à cet axe : Amiens, des villes de Bourgogne (Beaune, Dijon), puis du Sud de la France (Valence).

« On a également une autre classe d'actifs en région : un portefeuille logistique. C'est un peu moins d'un million de mètres carrés en logistique, un peu partout, avec principalement l'axe Lille-Paris-Lyon-Marseille, à 80%, c'est principalement là qu'on regarde. »

Investment manager, Assureur, B004

L'évolution du parc logistique détenu dans la base IPD confirme par ailleurs cette organisation générale. Si quelques capitales régionales voient leur position se renforcer comme Bordeaux et Toulouse, ainsi qu'en raison de leur situation à proximité de la frontière espagnole, Perpignan et Bayonne, ce sont surtout les principaux corridors qui attirent les investisseurs. Notons au passage que cette croissance se fait aux marges des agglomérations, comme l'atteste le développement soutenu dans les communes « multipolarisées » de la statistique publique. Le ratio des surfaces logistiques en fonction du nombre d'emplois permet alors de souligner un déploiement spatial des investissements qui privilégient le couloir Nord-Sud de manière prioritaire, en s'appuyant tout particulièrement sur les périphéries des agglomérations de Lille, Paris, Orléans, Lyon et Marseille, ainsi que quelques villes secondaires dans le reste du territoire national qui servent de pôles d'alimentation des bassins de consommation régionaux.

Enfin, par souci de comparaison, il est intéressant de regarder la géographie des investissements dans le parc **résidentiel**. Si la tendance au désinvestissement est largement confirmée par nos données, retrouvant une évolution commentée dans la littérature (Nappi-Choulet, 2011, [IEIF, 2013](#)), il convient de rappeler comment la logique de localisation retenue par les investisseurs institutionnels en la matière est hyper-sélective. Le tropisme métropolitain observé pour d'autres fonctions est particulièrement puissant ici. Seules quelques rares aires urbaines concentrent la quasi-totalité du parc. Paris se distingue par un ratio par nombre d'emplois particulièrement élevé. Lyon se singularise ensuite, mais avec des volumes incomparables en proportion. Viennent ensuite dans une moindre mesure Marseille, Nice, Bordeaux, ou Strasbourg.

Même s'il existe des variations d'intensité selon les types d'usage, l'analyse cartographique montre au total que la localisation du patrimoine se caractérise avant tout par une puissante concentration géographique. L'hyperesthésie spatiale des investisseurs immobiliers se traduit par ailleurs par une différenciation des aires urbaines à l'échelle nationale. Une typologie

réalisée à partir du ratio des surfaces par nombre d'emploi et par types d'usage en éclaire les principaux traits (se reporter à la carte présentant les profils issus de la classification en fin de dossier cartographique).

Il apparaît premièrement que la majorité des aires urbaines figurant au patrimoine des investisseurs de la base de données IPD est caractérisée par des surfaces très faibles à la fois en volume total et ramenées au nombre d'emploi. Ces aires urbaines n'apparaissent finalement qu'en raison de la présence de quelques actifs immobiliers peu nombreux. Ces derniers ne résultent que rarement d'un choix géographique des investisseurs, à l'exception parfois de la logistique lorsqu'elle se situe dans un corridor majeur. Dans la majorité des cas, il s'agit d'un effet indirect de l'externalisation « en bloc » auprès des investisseurs immobiliers de tout ou partie de leur patrimoine par des entreprises ayant une couverture nationale. La chose est bien connue pour les locaux commerciaux des grandes enseignes nationales : certains investisseurs de la base de données IPD qui ont acquis les murs des chaînes de supermarchés ou d'enseignes spécialisées (bricolage par exemple), voient ainsi apparaître nombre de villes dans lesquelles ils n'avaient jamais investi jusqu'alors. S'il est fréquent pour les locaux à usage de commerce, le constat peut être étendu aux autres types de locaux<sup>76</sup>.

Notons cependant que certaines grandes villes figurent elles aussi dans le profil des aires urbaines où les investisseurs détiennent que peu de patrimoine en proportion de la taille démographique. Il s'agit notamment de Metz, Nancy, Grenoble, Saint-Etienne, Rennes ou Rouen. Au regard de l'intérêt que portent ces derniers pour les métropoles régionales, on peut faire l'hypothèse que ces aires urbaines sont considérées comme des destinations peu intéressantes (faible dynamisme économique, marché immobilier trop étroit) et/ou que les conditions d'entrée ne sont pas favorables (concurrence trop forte d'autres types d'investisseurs : promoteurs conservant les immeubles, entreprises désireuses d'acheter les locaux qu'elles occupent).

La classification fait aussi apparaître des aires urbaines spécialisées dans l'un ou l'autre des usages. C'est généralement le cas de petites aires urbaines. On retrouve tout d'abord celles qui

---

<sup>76</sup> L'analyse du patrimoine détenue par la SCPI PFO2 sous gestion de PERIAL montre que la diversification géographique dans des aires urbaines de petite taille est principalement le fait de l'acquisition d'un portefeuille de dix locaux d'activités auprès de l'entreprise RLD en septembre 2010. A quelques très rares exceptions près, le reste du patrimoine est localisé dans des communes relevant de métropoles régionales ou de l'agglomération de Paris.

sont entrées dans le portefeuille à l'occasion de l'acquisition des *locaux commerciaux* d'une enseigne nationale. Peu visible sur la carte en raison de leur faible volume en mètres carrés, elles sont disséminées dans l'ensemble du territoire national. C'est la géographie des supermarchés et des supérettes qui est reflétée. De la même manière, des aires urbaines affichent une spécialisation dans le secteur logistique. Ces dernières, moins nombreuses que pour le commerce, sont localisées sur les principaux corridors. Elles apparaissent généralement parce qu'elles concentrent les investissements dans de grandes plateformes logistiques, soit en raison de leur situation (interconnexion autoroutière), soit à cause de la présence d'activités mobilisant des surfaces de stockage importantes (produits agricoles par exemple). Il s'agit notamment des aires urbaines de Valenciennes, Châlons-en-Champagne, Sablé-sur-Sarthe, Salon-de-Provence, Orange, ou Beaune. Enfin, quelques aires urbaines de petites tailles montrent une spécialisation dans le *résidentiel*.

L'essentiel du patrimoine est cependant concentré dans un nombre limité d'aires urbaines distinguées en deux types par la classification automatique. Il s'agit tout d'abord d'un ensemble de métropoles régionales qui ont un profil où dominent les locaux à usage de bureau, ainsi que de manière plus secondaire, des logements. Si elles partagent un même type de spécialisation, le volume des surfaces détenus les distinguent en plusieurs groupes : Lyon affiche des surfaces significativement plus importantes, vient ensuite un ensemble constitué par Lille, Marseille, Toulouse, et Bordeaux, puis, à un volume moindre, Strasbourg, Nice, Montpellier et Nantes, et enfin Caen. En d'autres termes, une dizaine de métropoles régionales concentrent l'essentiel des investissements en province.

Le second profil est celui de l'aire urbaine de Paris. Cette dernière se distingue de toutes les aires urbaines de France à la fois par sa taille qui est très supérieure à son poids démographique, et par la diversité des secteurs qui y sont surreprésentés. C'est ainsi un ratio par nombre d'emplois qui est très élevé pour les bureaux, la logistique et le logement. Ceci souligne l'hyper-concentration du patrimoine des investisseurs de la base IPD dans la capitale.

### Dossier cartographique

Ce dossier propose pour chacun des quatre types d'usage recensés à partir de la base de données *Investisseurs* d'IPD (commerce, bureau, logistique, résidentiel) un jeu de trois cartes (cf. tableau suivant). La variation annuelle des surfaces recensées est aussi fournie pour chacun des types d'usage à l'aide d'un graphique. Une typologie de synthèse est proposée en fin de dossier.

*Tableau 19 : Cartographies thématiques : contenu et interprétation*

N°	Thème	Taille des cercles	Couleur des cercles	Interprétation de la couleur
1	Situation en 2010	Nombre de m <sup>2</sup> cumulés par aire urbaine	-	-
2	Évolution 2004-10	Variation de la surface cumulée par aire urbaine en m <sup>2</sup>	Tx de variation par rapport à la moyenne	3 modalités : > à la moyenne, dans la moyenne, < à la moyenne
3	Discrétisation des surfaces rapportées au nombre d'emplois	Moyenne des surfaces cumulées en m <sup>2</sup> par aire urbaine sur la période 2004-10	Ratio de m <sup>2</sup> par emplois	Plus la couleur est foncée, plus le nombre de m <sup>2</sup> détenus est important par nombre d'emploi

Source : Auteurs.

#### Plan :

- I) Surfaces par année et par type d'usage
- II) Locaux à usage de commerce
- III) Locaux à usage de bureau
- IV) Locaux à usage logistique
- V) Locaux à usage résidentiel
- VI) Cartographie de synthèse (typologie des aires urbaines )

### I) Variation des surfaces détenues par des investisseurs de la base de données IPD entre 2004 et 2010 par type d'usage de locaux

Sources : Données : IPD France. Traitement : les auteurs

Figure 51 : Évolution de la surface des locaux à usage de commerce

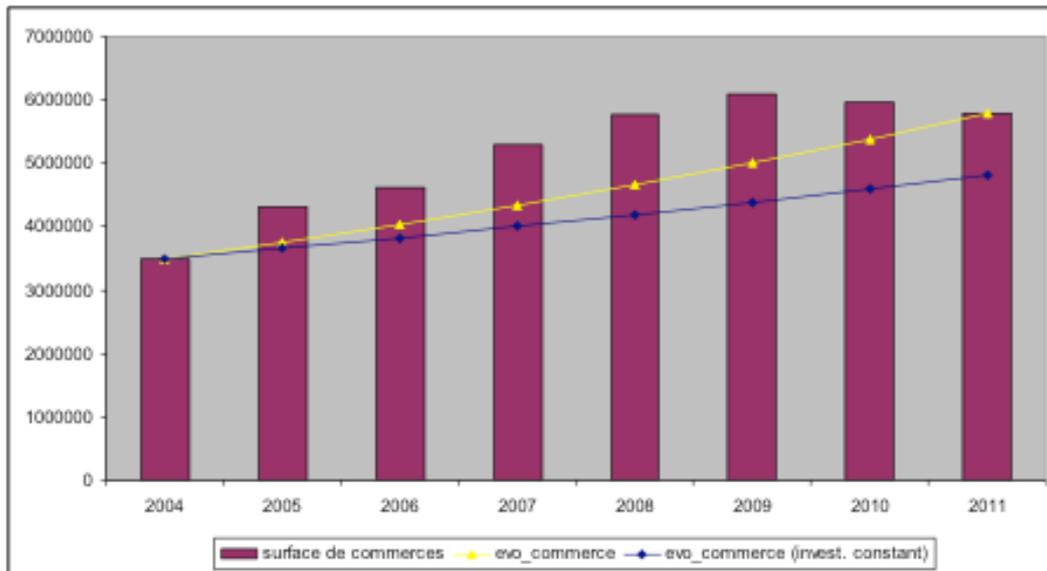


Figure 52 : Évolution de la surface des locaux à usage de bureau

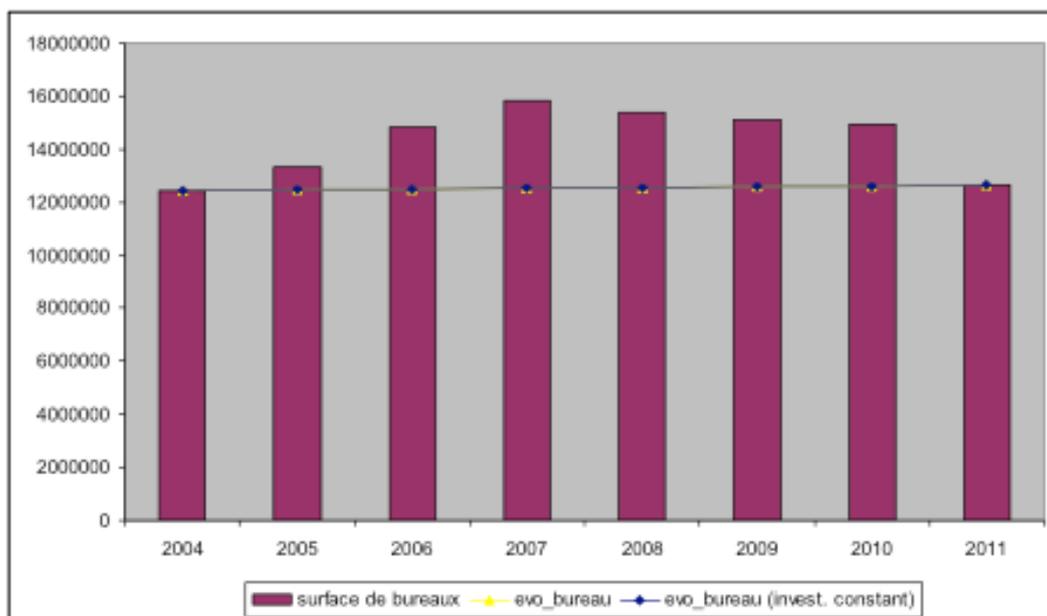


Figure 53 : Évolution de la surface des locaux à usage logistique

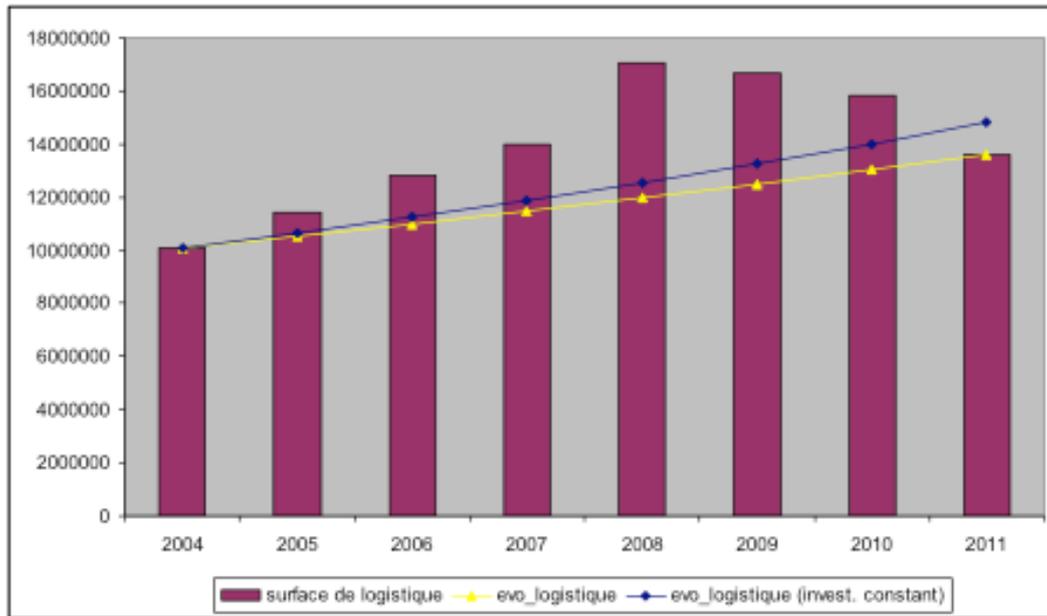
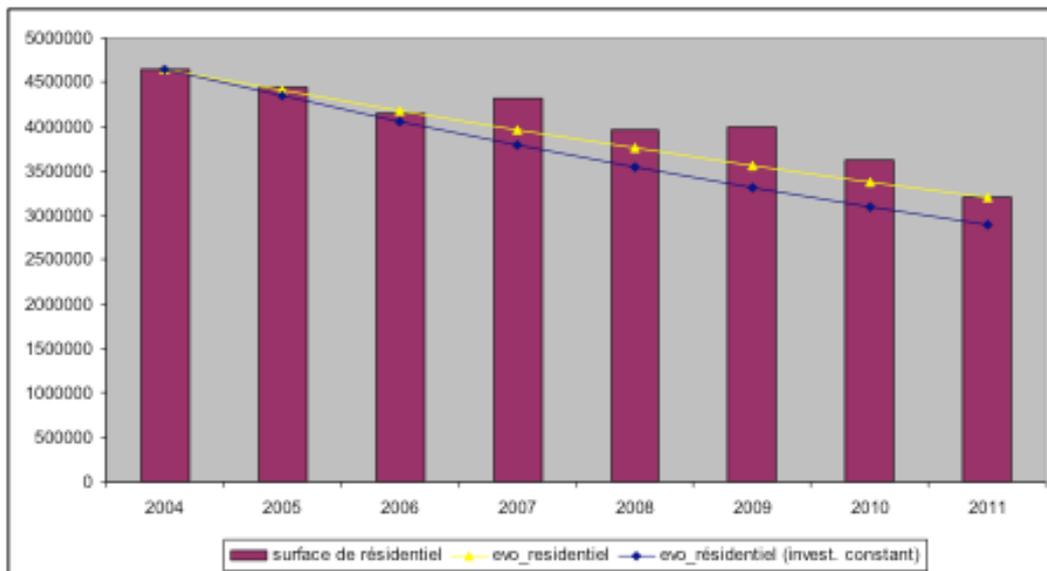
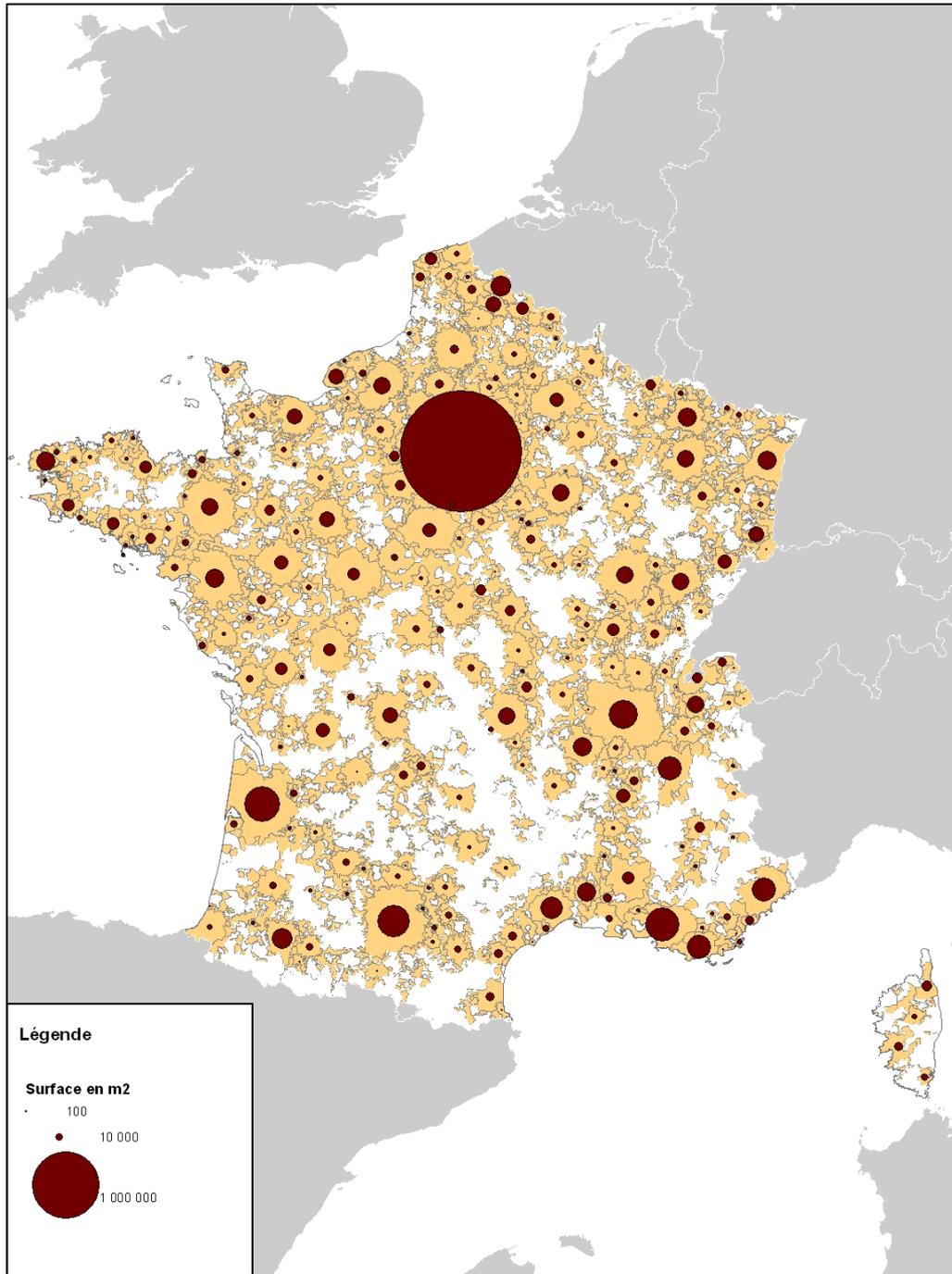


Figure 54 : Évolution de la surface des locaux à usage résidentiel



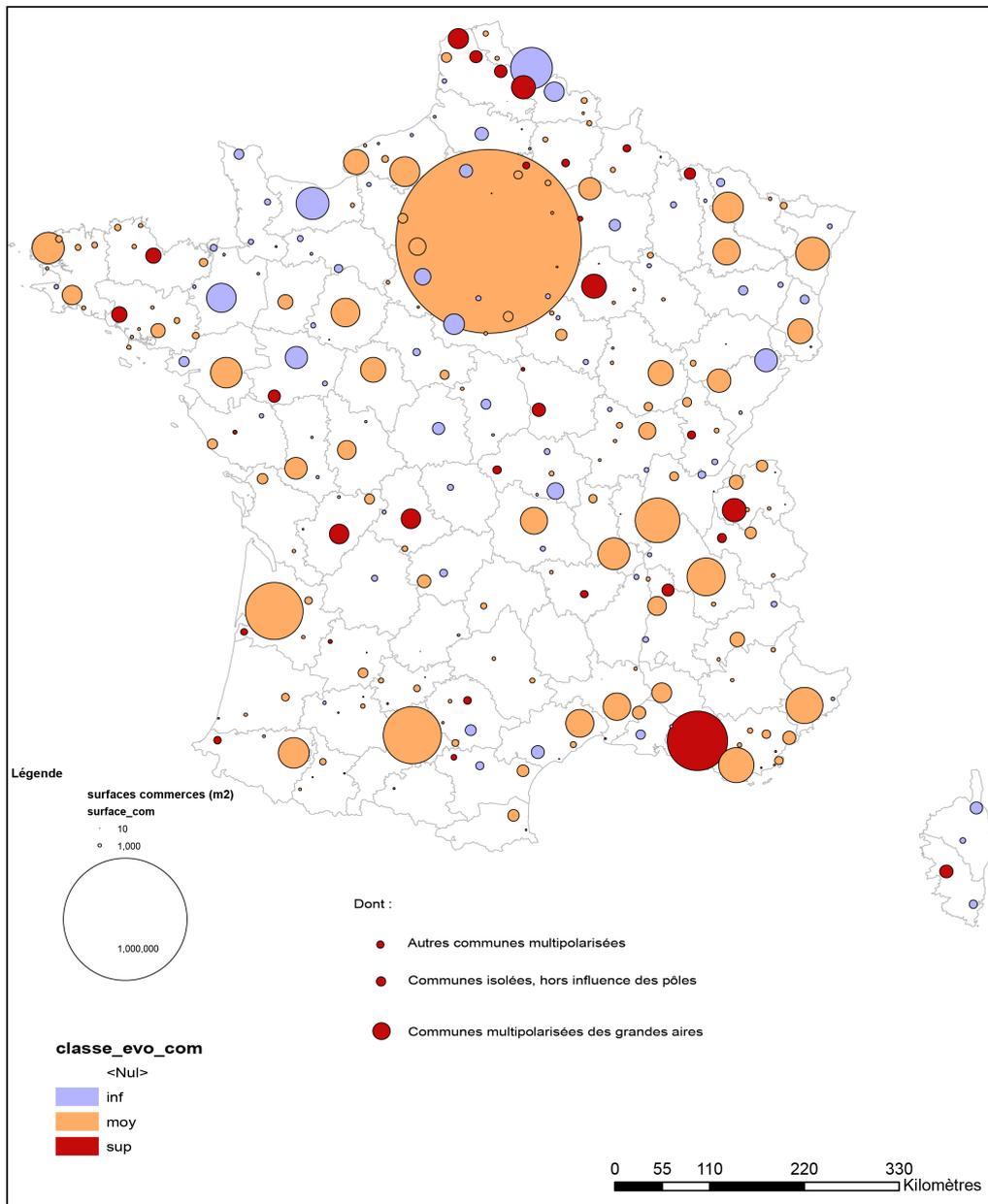
## II) Les locaux à usage de commerce

Figure 55 : Les locaux à usage de commerce détenus par des investisseurs en 2010 dans la base de données IPD Investisseurs



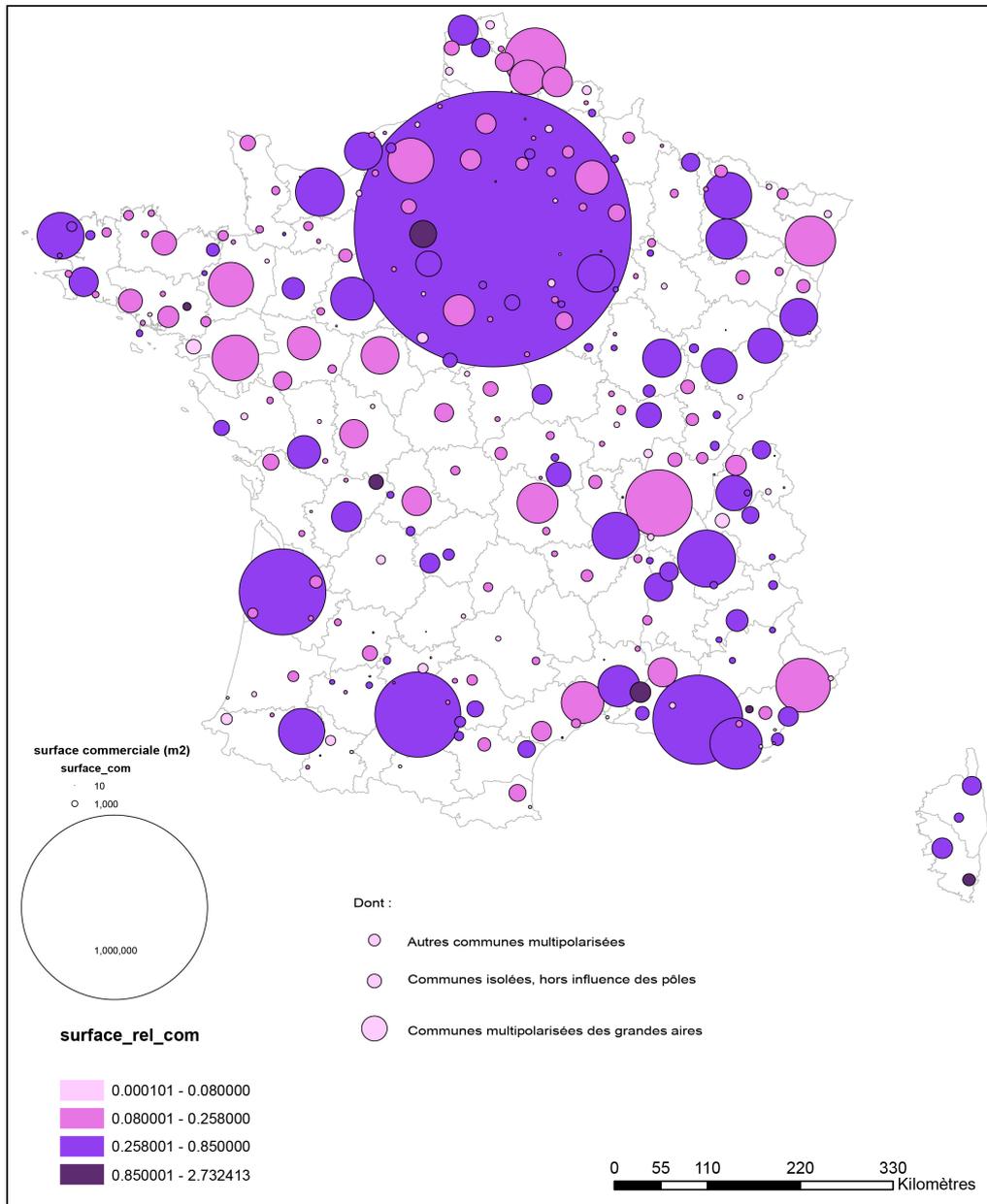
Source : Données : IPD France. Géolocalisation et traitement : les auteurs.

Figure 56 : Cartographie de l'évolution de la surface des locaux à usage de commerce détenus par des investisseurs entre 2004 et 2010 dans la base de données IPD Investisseurs



Source : Données : IPD France. Géolocalisation et traitement : les auteurs.

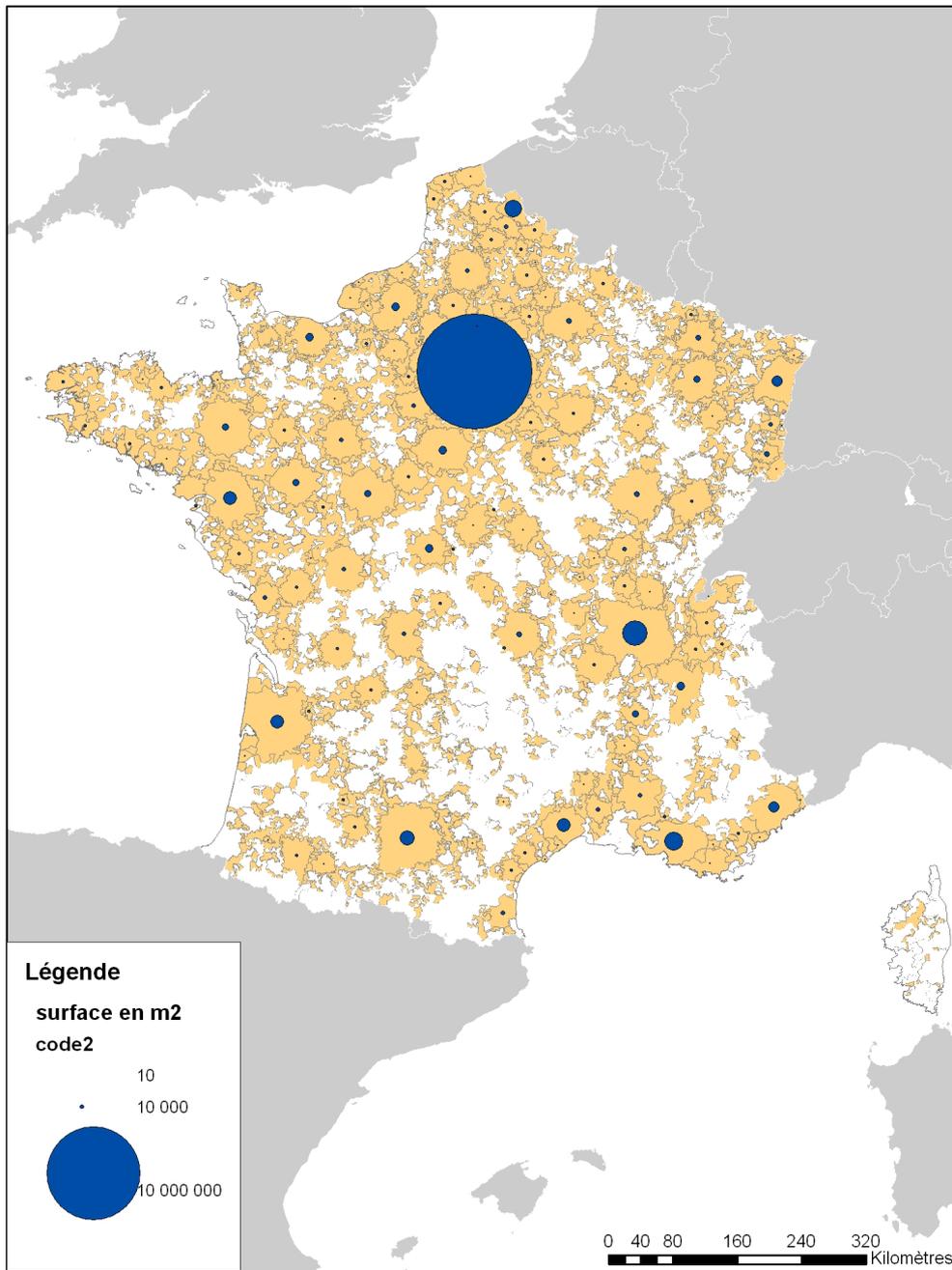
Figure 57 : Surface moyenne des locaux à usage de commerce dans la base de données IPD Investisseurs par rapport au nombre d'emplois des aires urbaines entre 2004 et 2010



Source : Données : IPD France. Géolocalisation et traitement : les auteurs.

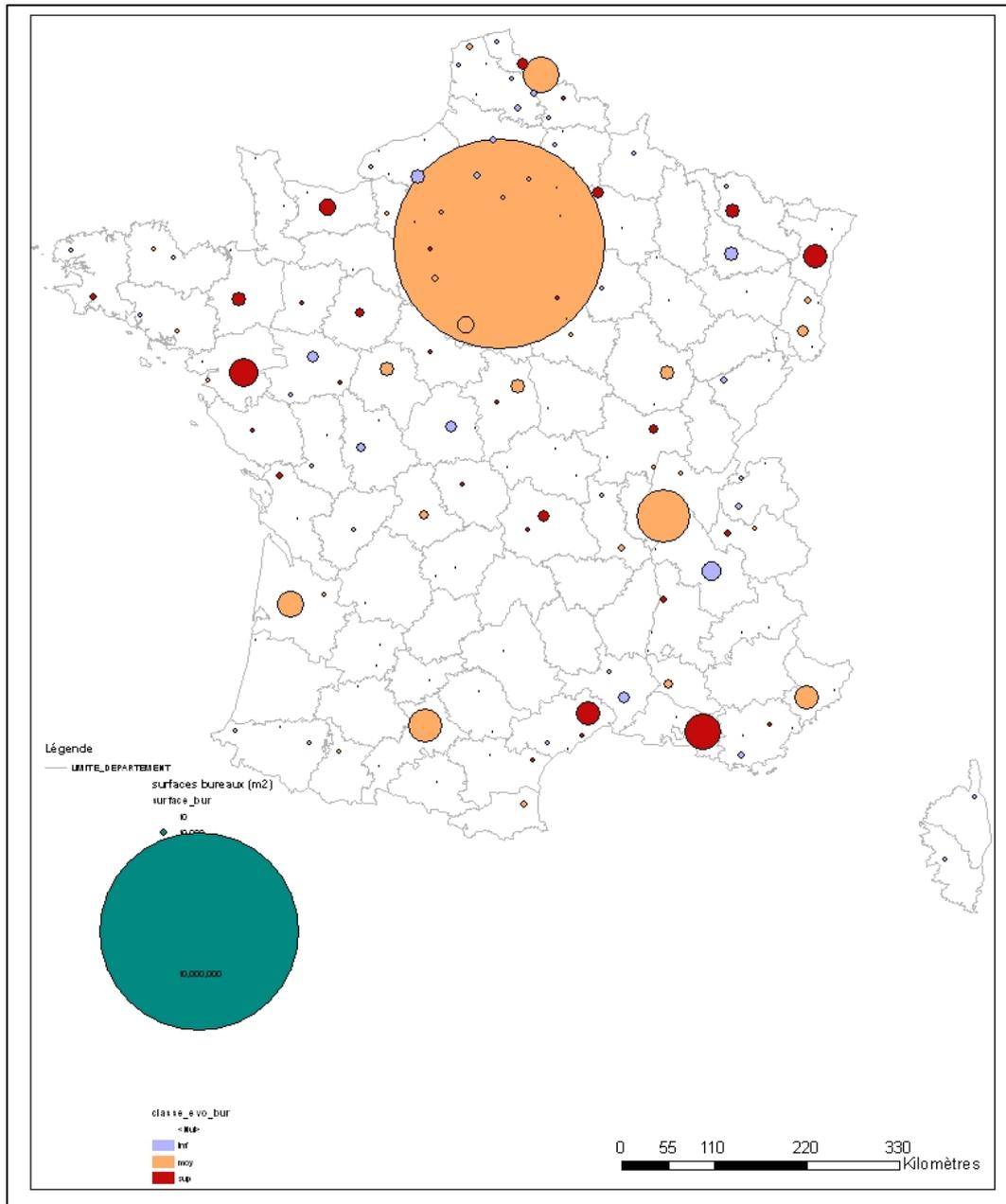
### III) Les locaux à usage de bureau

Figure 58 : Les locaux à usage de bureau détenus par des investisseurs en 2010 dans la base de données IPD Investisseurs



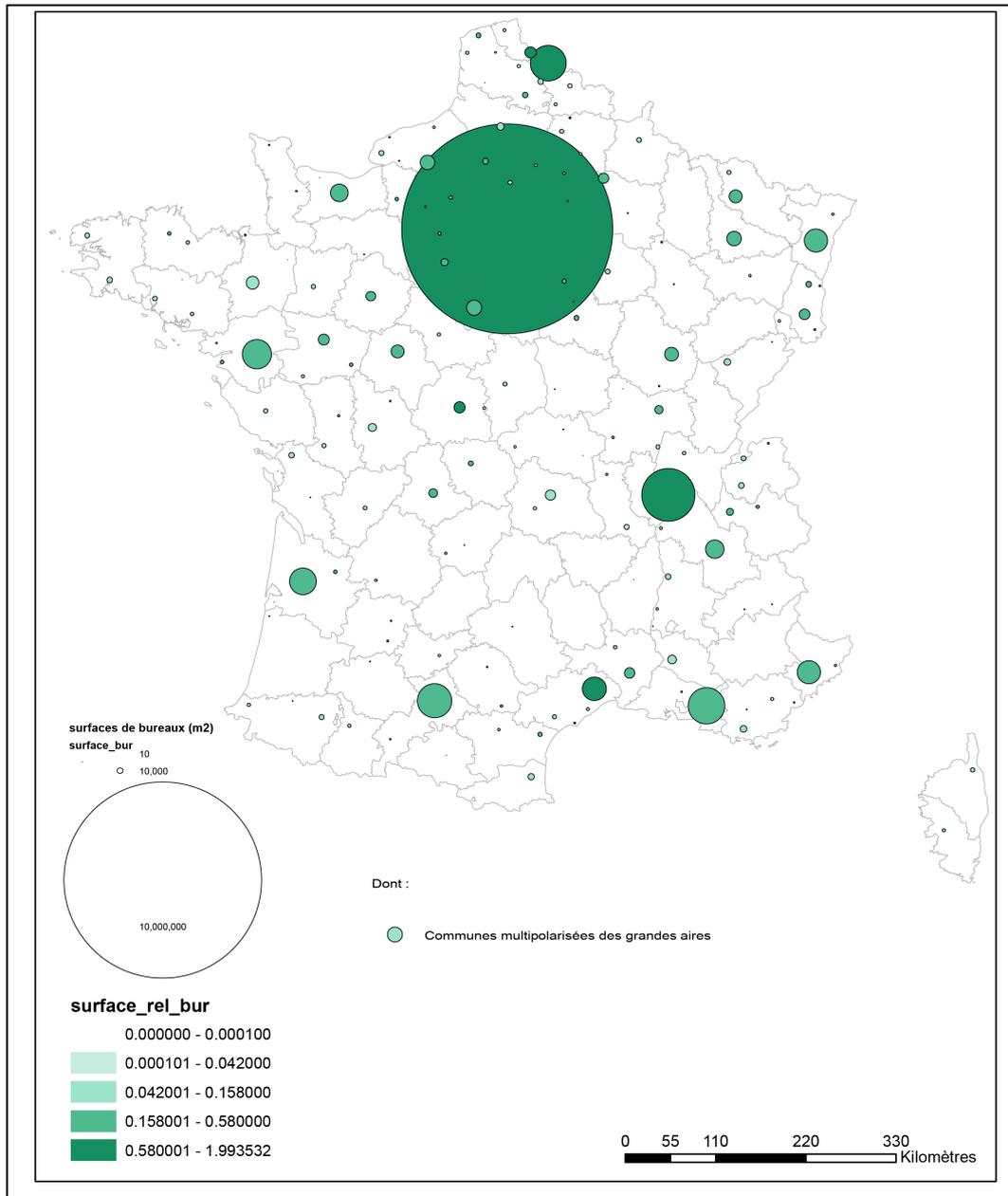
Source : Données : IPD France. Géolocalisation et traitement : les auteurs.

Figure 59 : Cartographie de l'évolution de la surface des locaux à usage de bureau détenus par des investisseurs entre 2004 et 2010 dans la base de données IPD Investisseurs



Source : Données : IPD France. Géolocalisation et traitement : les auteurs.

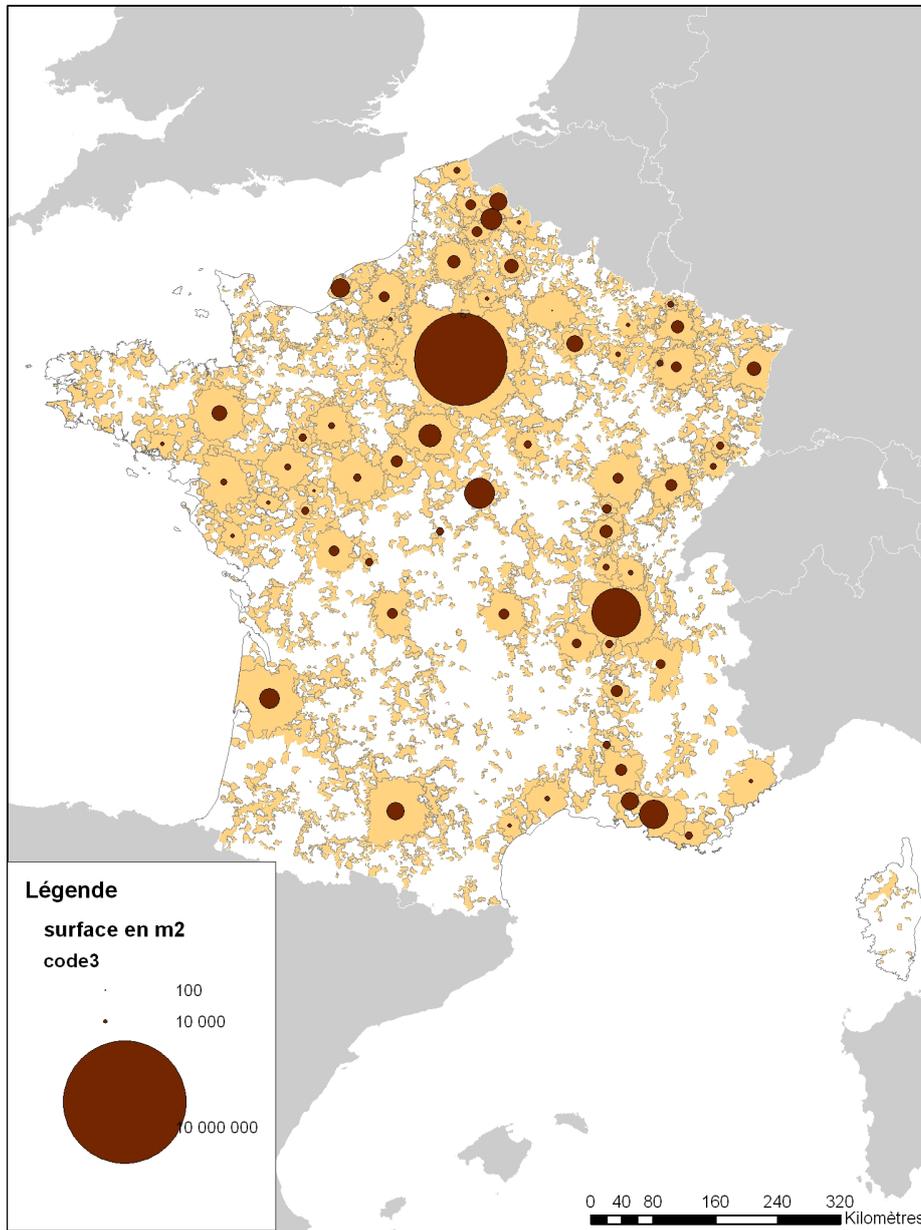
Figure 60 : Surface moyenne des locaux à usage de bureau dans la base de données IPD Investisseurs par rapport au nombre d'emplois des aires urbaines entre 2004 et 2010



Source : Données : IPD France. Géolocalisation et traitement : les auteurs.

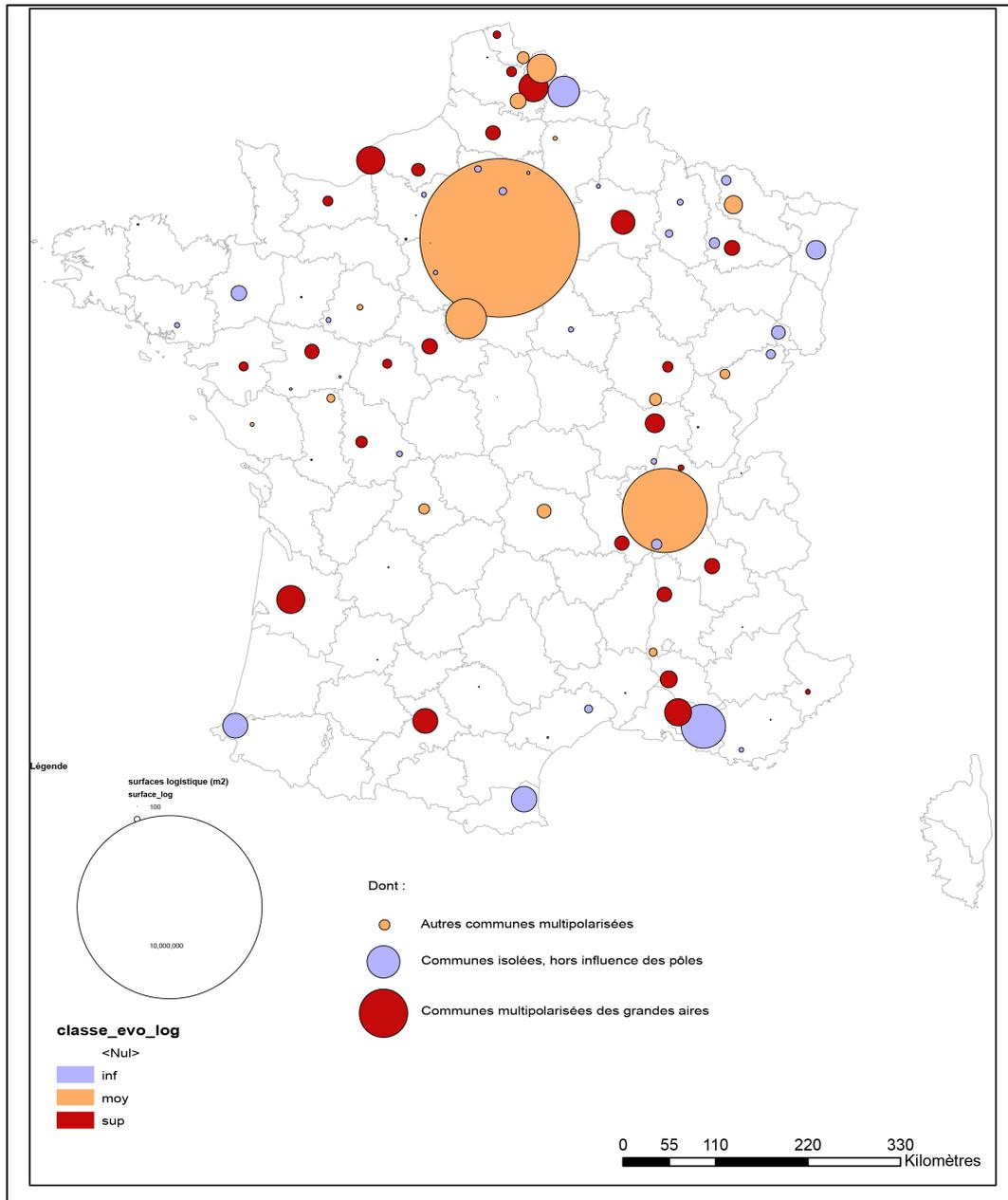
#### **IV) Les locaux à usage logistique**

*Figure 61 : Les locaux à usage logistique détenus par des investisseurs en 2010 dans la base de données IPD Investisseurs*



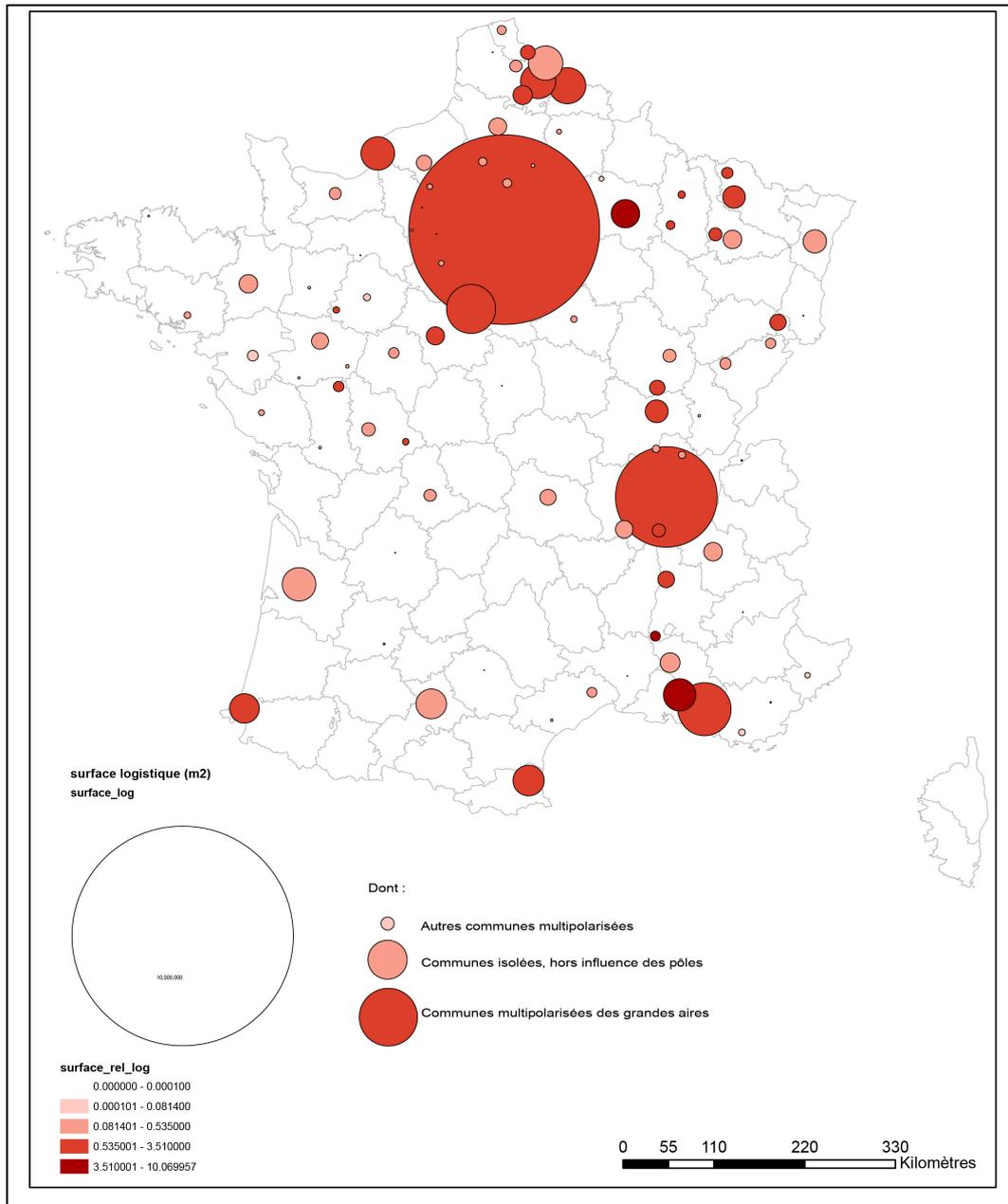
Source : Données : IPD France. Géolocalisation et traitement : les auteurs.

Figure 62 : Cartographie de l'évolution de la surface des locaux à usage logistique détenus par des investisseurs entre 2004 et 2010 dans la base de données IPD Investisseurs



Source : Données : IPD France. Géolocalisation et traitement : les auteurs.

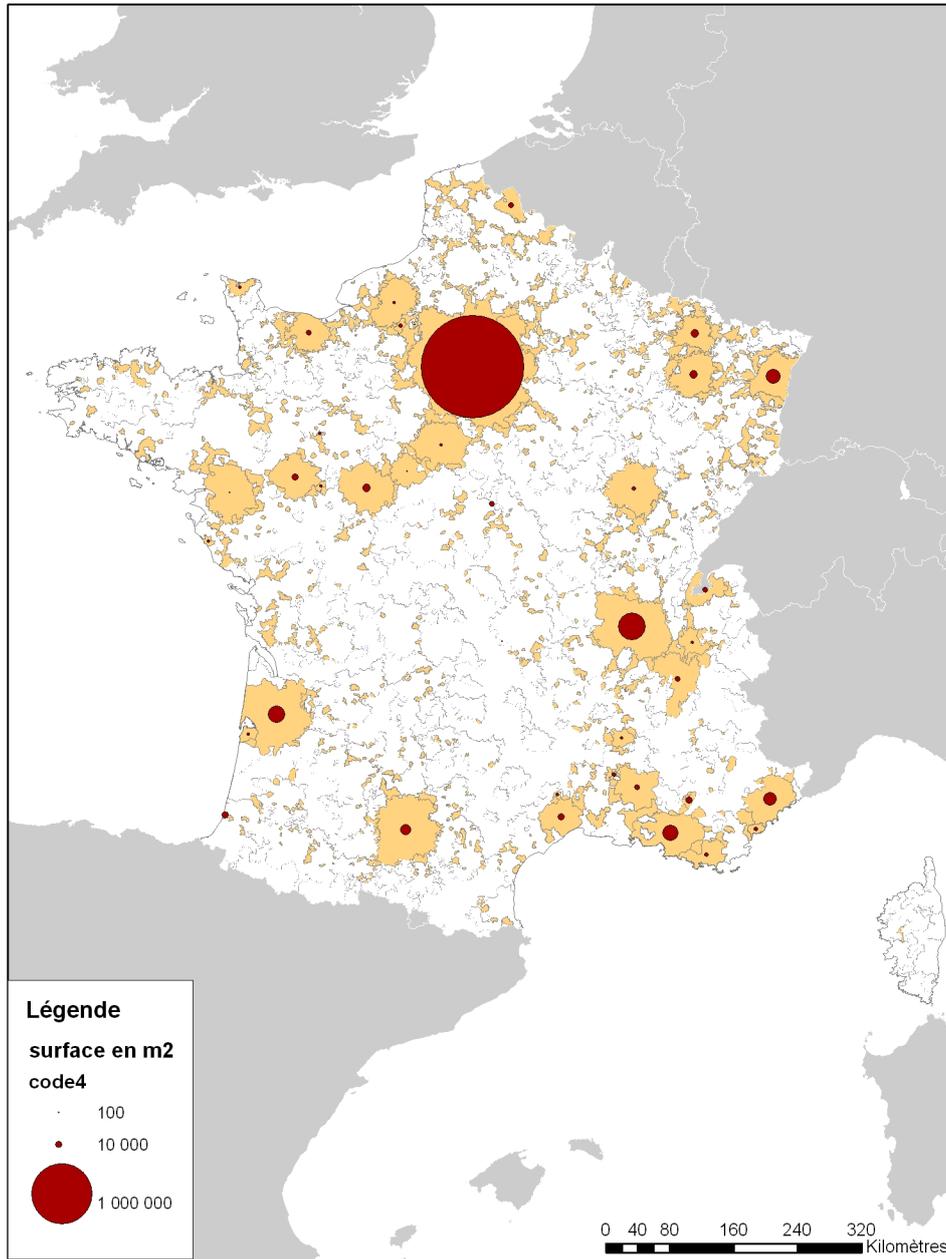
Figure 63 : Surface moyenne des locaux à usage logistique dans la base de données IPD Investisseurs par rapport au nombre d'emplois des aires urbaines entre 2004 et 2010



Source : Données : IPD France. Géolocalisation et traitement : les auteurs.

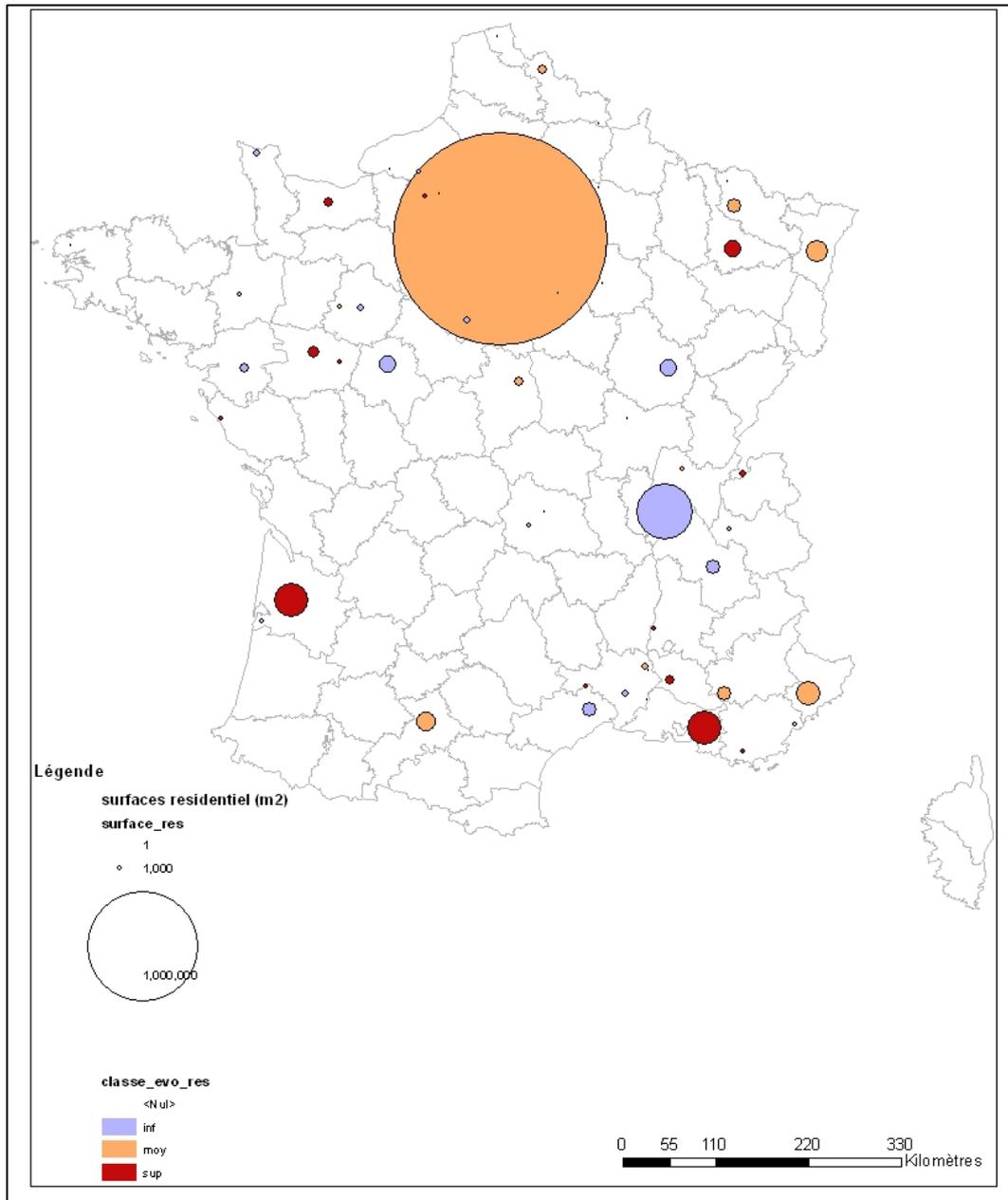
## V) Les locaux à usage résidentiel

Figure 64 : Les locaux à usage résidentiel détenus par des investisseurs en 2010 dans la base de données IPD Investisseurs



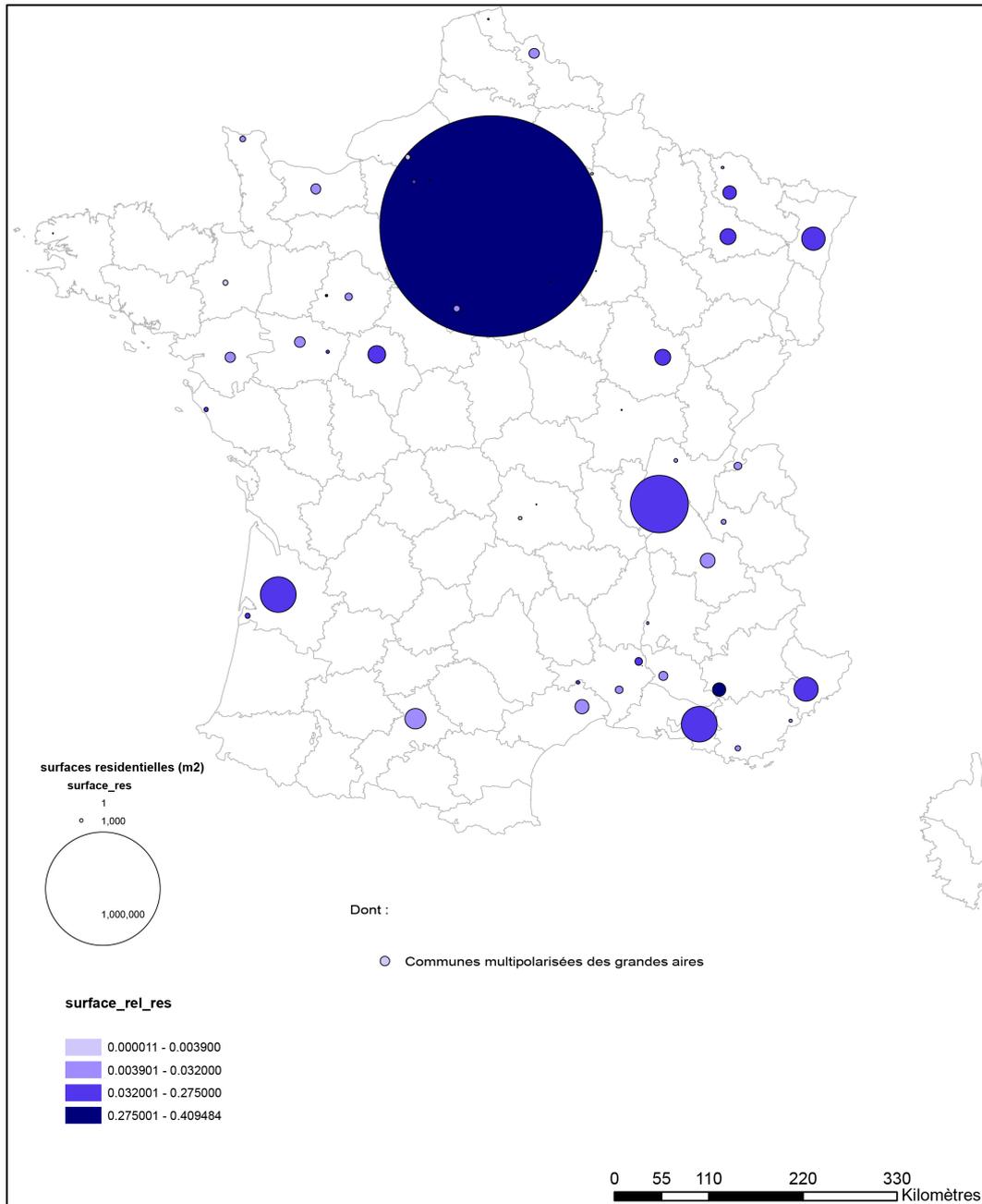
Source : Données : IPD France. Géolocalisation et traitement : les auteurs.

Figure 65 : Cartographie de l'évolution de la surface des locaux à usage résidentiel détenus par des investisseurs entre 2004 et 2010 dans la base de données IPD Investisseurs



Source : Données : IPD France. Géolocalisation et traitement : les auteurs.

Figure 66 : Surface moyenne des locaux à usage résidentiel dans la base de données IPD Investisseurs par rapport au nombre d'emplois des aires urbaines entre 2004 et 2010



Source : Données : IPD France. Géolocalisation et traitement : les auteurs.



Comment expliquer cette géographie où les effets d'hypersélectivité spatiale se traduisent en particulier par un puissant tropisme métropolitain ?

Premièrement, il apparaît que la localisation du patrimoine dépend des logiques spatiales propres au déploiement de certains secteurs. La logistique en fournit une illustration puisque l'on observe l'organisation en corridors et hubs. De la même manière pour les locaux à usage de commerce où l'on retrouve la géographie des aires de chalandise, à la fois supermarchés irriguant le territoire national et les centres commerciaux qui renforcent l'offre commerciale des principales villes d'un système urbain à l'échelle régionale.

« Pour la partie commerce, on ne raisonne pas sur les mètres carrés transactés mais finalement on va un peu n'importe où, y compris des villes moyennes. On peut acheter des boutiques en pied d'immeubles comme à Nice, Nîmes, qui sont hors secteurs bureau mais qui retrouvent un intérêt pour le commerce car les gens consomment partout. En bureau, il nous faut pouvoir louer et vendre aisément, donc on ne va pas sur des petits marchés. »

Directeur Investissement en immobilier d'entreprise, Société de gestion, B010

Deuxièmement, la localisation des investissements est liée aux stratégies d'externalisation de leur patrimoine par les entreprises. Nous avons vu un exemple avec le commerce où la diffusion spatiale observée dans des aires urbaines plus nombreuses reflète non pas une stratégie spatiale des investisseurs mais des effets indirects associés à la vente des murs en bloc par les enseignes commerciales nationales. On pourrait aussi évoquer, mais avec un effet spatial inverse, le cas du bureau. Il est fort à parier que le recours au marché locatif est plus important pour les établissements de grande taille et dont la localisation privilégie des centres urbains pour localiser leurs sièges régionaux.

Cependant, au-delà de ces facteurs qui reflètent des éléments de géographie économique renvoyant à la demande, la localisation du patrimoine reflète des stratégies spatialement sélectives relevant de logiques propres aux investisseurs.

« L'Ile-de-France, c'est, pour nous, un bon couple rendement, liquidité, profondeur de marché et... oui, c'est essentiellement ça. Avec la liquidité, nous pouvons arbitrer des positions relativement facilement. La profondeur de

marché, c'est plus lié aux utilisateurs qui sont beaucoup plus nombreux qu'en régions. C'est une espèce d'alchimie entre ces trois éléments. »

Directeur de l'Asset Management, Foncière cotée, A017

Contrairement à ce que l'on pourrait imaginer, il ne s'agit pas forcément de la recherche de niveaux de rentabilité particulièrement élevés qui joue. On ne saurait affirmer *a priori* que les retours sur investissement soient meilleurs dans les espaces métropolitains que dans des villes de taille moyenne par exemple. La stratégie consistant à privilégier des espaces qui font figure d'archétypiques du secteur concerné (le corridor Nord-Sud pour la logistique, les grands bassins de consommation pour le commerce, les métropoles pour le bureau et le résidentiel) renvoie plutôt à une *logique assurantielle*. Il s'agit de contenir les risques perçus d'un investissement dans l'immobilier qui est considéré comme une classe d'actifs peu liquide. Le raisonnement vaut bien sûr pour le risque locatif : en privilégiant les marchés les plus importants, où se pressent les principaux locataires, le gestionnaires d'actifs espère se prémunir de la vacance apportée par la « profondeur de marché ». Mais il s'agit aussi de s'assurer que l'on s'expose à un marché où d'autres investisseurs sont déjà présents. Ceci réduit ainsi le risque de liquidité lors des phases « d'arbitrage » (vente des actifs) pour des gestionnaires d'actifs qui ont abandonné la détention *ad vitam eternam* des immeubles pour opter pour une « gestion plus dynamique » (Directeur Investissement en immobilier d'entreprise, Société de gestion, B011)<sup>77</sup>.

« Acheter du neuf en province ? C'est plus risqué que d'acheter aux Champs Elysées. Le marché est moins profond, moins liquide que le centre de Paris. »

Directeur Immobilier, Mutuelle, B039

« Il y a des investisseurs qui ne sont que présents en Ile-de-France, mais ça s'explique parce que c'est le plus grand marché, le plus stable et c'est là que vous prenez le moins de risques. Les marchés régionaux... il faut aussi avoir en mémoire l'importance des marchés. Le bureau c'est 50 millions de mètres carrés en Ile-de-France, à Lyon, c'est 5 millions. Il y a une très forte

---

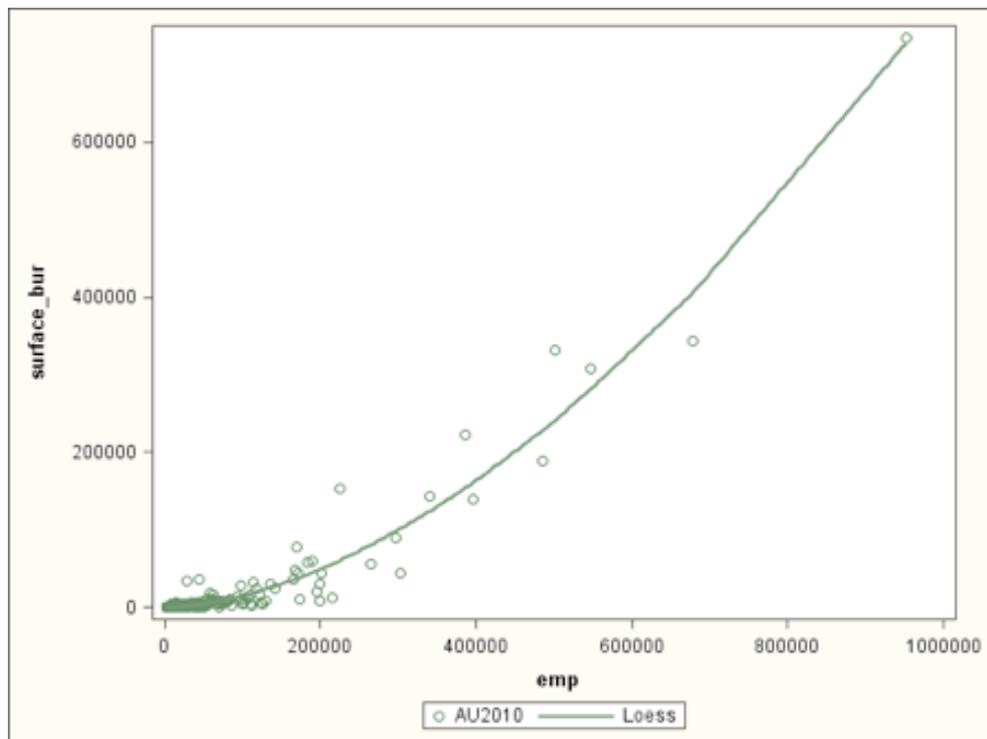
<sup>77</sup> « Historiquement, la durée de détention était beaucoup plus longue. C'est parce qu'on a accentué la politique d'arbitrage qu'elle s'est raccourcie. Il y a encore 15 ans, on n'arbitrait pas. Il y a eu une démarche pour expliquer aux porteurs de parts que les immeubles ne pouvaient pas rester *ad vitam eternam* dans les fonds, qu'il fallait pouvoir s'en séparer. Il y avait un blocage au début, ils avaient du mal à accepter qu'on puisse vendre des immeubles. » Directeur Investissement en immobilier d'entreprise, Société de gestion, B011

segmentation. Les autres marchés, ça tournera autour de 3 millions. Pour un investisseur, il faut faire le pas... »

Département Études et Recherches, Société de conseil, A024

La sensibilité à la taille des marchés est confirmée par l'analyse du patrimoine des investisseurs alimentant la base de données IPD. Ainsi, la relation entre le montant du patrimoine détenu et un indicateur de taille démographique des aires urbaines (ici, le nombre d'emplois) souligne une relation plus que proportionnelle, y compris pour un univers d'observation dont l'aire urbaine de Paris a été retiré.

Figure 68 : Relation entre le montant du patrimoine détenu par les investisseurs de la base IPD et le nombre d'emplois par aire urbaine pour la période 2004-2010 (hors Aire urbaine de Paris)



Source : Données : IPD France. Traitement : les auteurs.

Au-delà de ce facteur assurantiel, la concentration spatiale traduit aussi des logiques propres à l'exercice du métier de gestionnaire d'actifs. C'est ainsi que le besoin en données fiables et à jour pour alimenter les modélisations financières contribue à accorder une prime favorable aux

aires urbaines dont le marché est non seulement suffisamment animé (effet assurantiel de la profondeur de marché et de la liquidité), mais aussi suffisamment *renseigné* pour accompagner avec un bon niveau de confiance la prise de décision :

« Plus d'informations, un marché plus transparent, nous rassure et nous permet d'investir plus facilement. (...) aujourd'hui il y a une vraie concurrence entre villes, notamment sur les projets de gare : Euralille, Euratlantique, la gare de Nantes Euromed... La différence peut se faire sur le niveau d'information. »

Responsable Investissement, Banque, B023

La recherche d'une forme de « transparence » accorde de ce point de vue une préférence pour la métropole parisienne qui dispose d'un système collaboratif de collecte de données, nous l'avons vu. Il n'en va pas de même dans certains marchés régionaux. Les interlocuteurs des sociétés de conseil interviewés nous ont confié leur difficulté à atteindre un niveau de transparence identique à celui du marché francilien (Directeur du Département Recherche, Société de conseil et d'investissement, A018).

La sélectivité spatiale tient aussi à des enjeux de gestion. Les équipes d'investissement et d'*asset management* sont généralement peu étoffées en termes d'effectifs. Ceci peut limiter leur champ d'action, y compris géographique.

« Les français sont normalement plus enclins à aller en région. Pourtant, il y en a une part non négligeable qui ne mettront jamais les pieds en région. Parce que l'immobilier c'est très local. Il faut connaître, il faut aller voir, il faut comprendre... Parce que si vous n'avez pas la capacité parce que vous avez des équipes un peu réduites ou que sais-je, il y a des investisseurs qui n'iront pas en région. »

Département Études et Recherches, Société de conseil, A024

« Pour notre fond *value added*, la priorité c'est de trouver des opportunités où l'on va ajouter de la valeur : de la rénovation d'immeuble en vacance ou partiellement vacant, de l'extension d'un immeuble existant aussi, la réorganisation des locataires, et plutôt dans Paris et la première couronne. Au-delà ce n'est pas possible. Même Lille, Lyon, Bordeaux, Marseille, on va regarder les opportunités. Pour un deal aussi loin, il faudrait alors un énorme bénéfice car nous passons notre temps en voyage. En frais, c'est très coûteux.

D'autant que les loyers sont vraiment bas, ce qui réduit la marge finalement face à des coûts fixes importants. »

Directeur Général, Société de gestion, A066

À la nécessité de connaître les marchés immobiliers locaux, s'ajoutent donc la difficulté à gérer une forte dispersion géographique et le choix de limiter le nombre d'actifs sous gestion de manière plus générale, ce qui se traduit par des tickets d'investissement minimum qui peuvent, pour le cas du bureau par exemple, contribuer à retirer de l'horizon d'investissement une large part des villes de France.

« les petites lignes ça a peu de sens de les garder, même si elles sont louées depuis longtemps, ça coûte en temps de personnes qui pourraient être dédiées à des immeubles plus gros, plus efficaces. (...) C'est un peu le sens de l'histoire »

Investment manager, Assureur, B004

Ces différents éléments peuvent alors pousser à une stratégie de sélection par la taille des marchés et de concentration du portefeuille dans ces dernières.

« C'est quoi, rationaliser ? On a besoin d'être efficaces et cette efficacité comprend la manière dont on gère les immeubles. Si on a un immeuble à Albi dans lequel il y a 10 locataires (...) il faut quelqu'un qui prenne du temps pour gérer cet immeuble, donc on préfère vendre et réallouer sur du plus près, plus accessible. On peut aller en région mais il faut qu'on ait une taille critique pour dédier des gens. On va toujours comparer parce qu'on est un groupe international, on met tout en comparaison, c'est plus efficace pour un investisseur à Paris. »

Investment manager, Assureur, B004

« J'essaie d'avoir un montant significatif dans une même région, c'est-à-dire à partir de 35 000 – 40 000 m<sup>2</sup>. Sur Bordeaux, je voudrais arriver à 80 000m<sup>2</sup>. Pour avoir au moins 2 personnes qui travaillent pour moi. Aujourd'hui je dépends d'une personne, qui peut tomber malade, être indisponible. »

Investisseur, B038

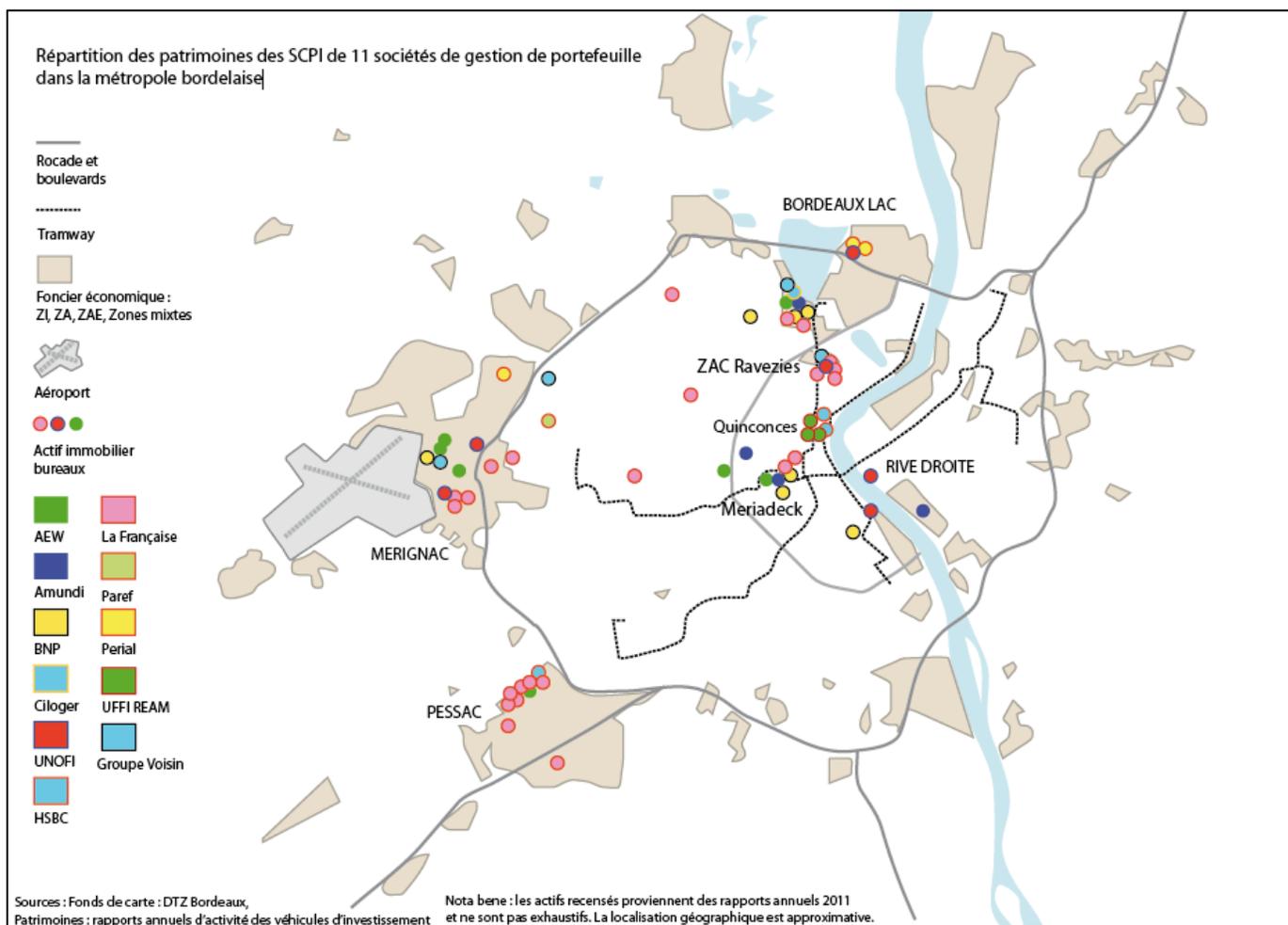
« Quand on décide d'aller dans une ville on veut consolider notre position, faire un 2<sup>e</sup>, un 3<sup>e</sup> investissement pour créer un petit pôle d'activités. »

Directeur Général, Foncière cotée, B001

Au total, le souhait de réduire les coûts de gestion et de privilégier des villes qui leur paraissent offrir la plus grande valeur assurantielle se traduit par une forte sélectivité spatiale. Les gestionnaires d'actifs contribuent à la dynamique de polarisation de l'offre d'immobilier d'entreprise. Ils participent à ce titre de la métropolisation à l'œuvre dans l'espace national.

Le constat d'une tendance à la polarisation spatiale est similaire pour ce qui concerne la localisation des investissements **au sein des aires urbaines**. En témoigne la cartographie du patrimoine de bureau détenu par des SCPI en 2012 dans l'agglomération de Bordeaux (Source : M. Morel, 2012). Il apparaît une forte concentration dans des parcs périphériques (Pessac, Mérignac) ainsi que plusieurs pôles au sein de l'agglomération (Mériadeck, Quinconces, Ravezies).

Figure 69 : Patrimoine des SCPI dans l'agglomération bordelais en 2012



Source : M. Morel, 2012, p. 22

Le constat est le même pour le patrimoine de la base IPD recensés dans les quatre premières aires urbaines par les surfaces détenues. A Marseille, le patrimoine est principalement concentré dans le quartier d'Euroméditerranée ; à Lille, il s'agit tout d'abord d'Euralille puis des pôles secondaires de Wasquehal et de Villeneuve d'Ascq ; à Lyon, c'est le centre de l'agglomération, avec notamment la Part-Dieu, qui constitue le premier pôle. La géographie du patrimoine détenu dans l'agglomération francilienne est plus complexe, même si, ici aussi, des polarités se détachent avec vigueur : arrondissements occidentaux de Paris, La Défense et son prolongement vers Rueil-Malmaison, Boulogne et Issy-les-Moulineaux, Plaine commune, Vélizy, etc. Ceci reflète la forte aversion des investisseurs à détenir du patrimoine « en diffus » et à préférer des quartiers tertiaires décrits comme « établis ».

## Les actifs de bureau détenus par les investisseurs de la base IPD représentés à l'adresse

Source : Données : IPD France. Géolocalisation et traitement : les auteurs.

Figure 70 : Aire urbaine d'Aix - Marseille

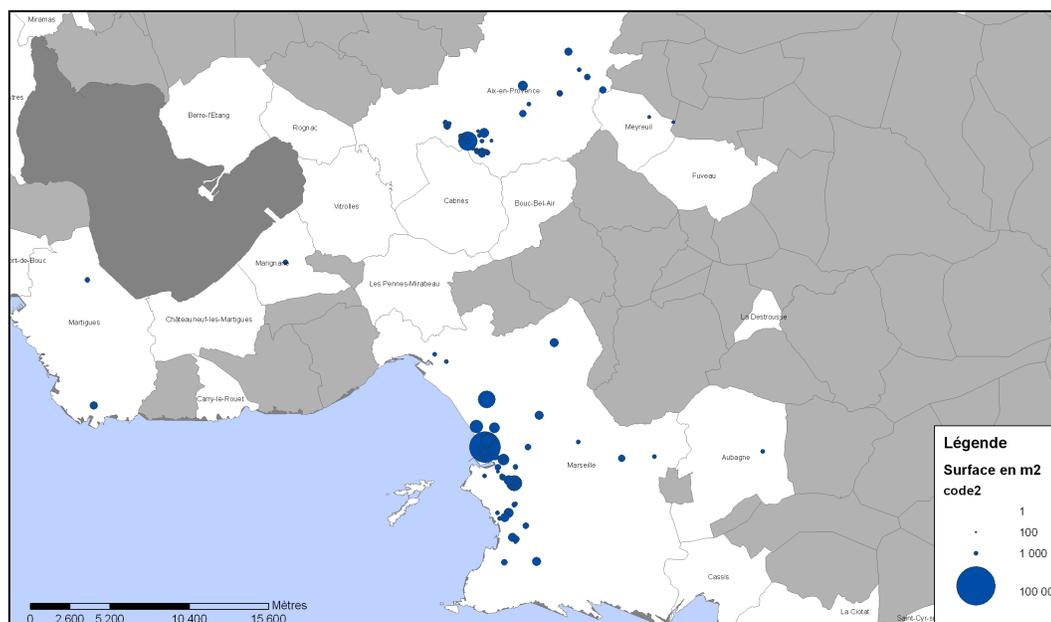


Figure 71 : Aire urbaine de Lille

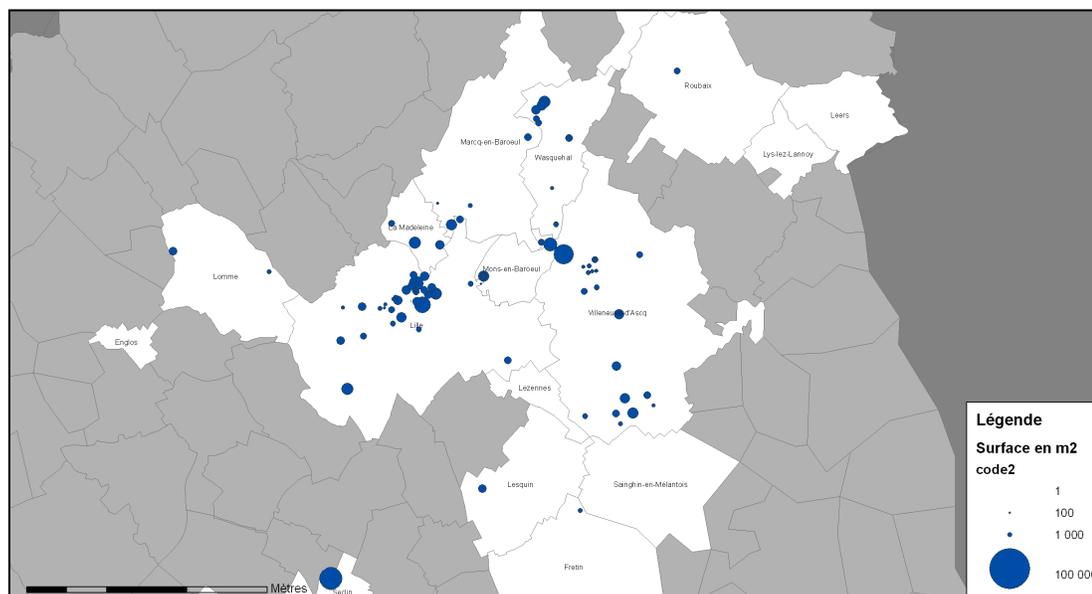


Figure 72 : Aire urbaine de Lyon

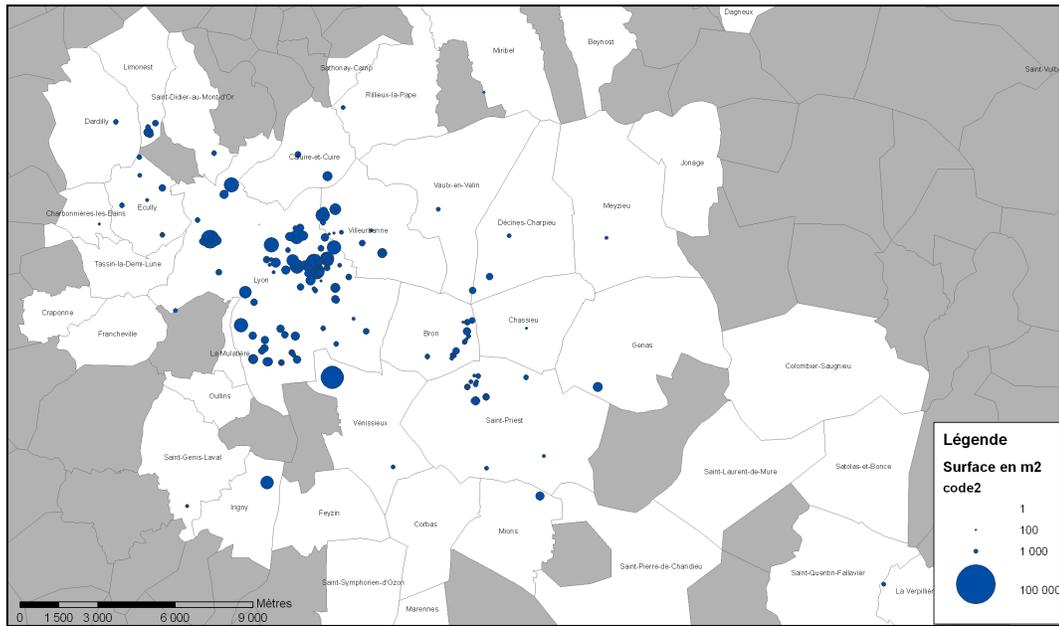
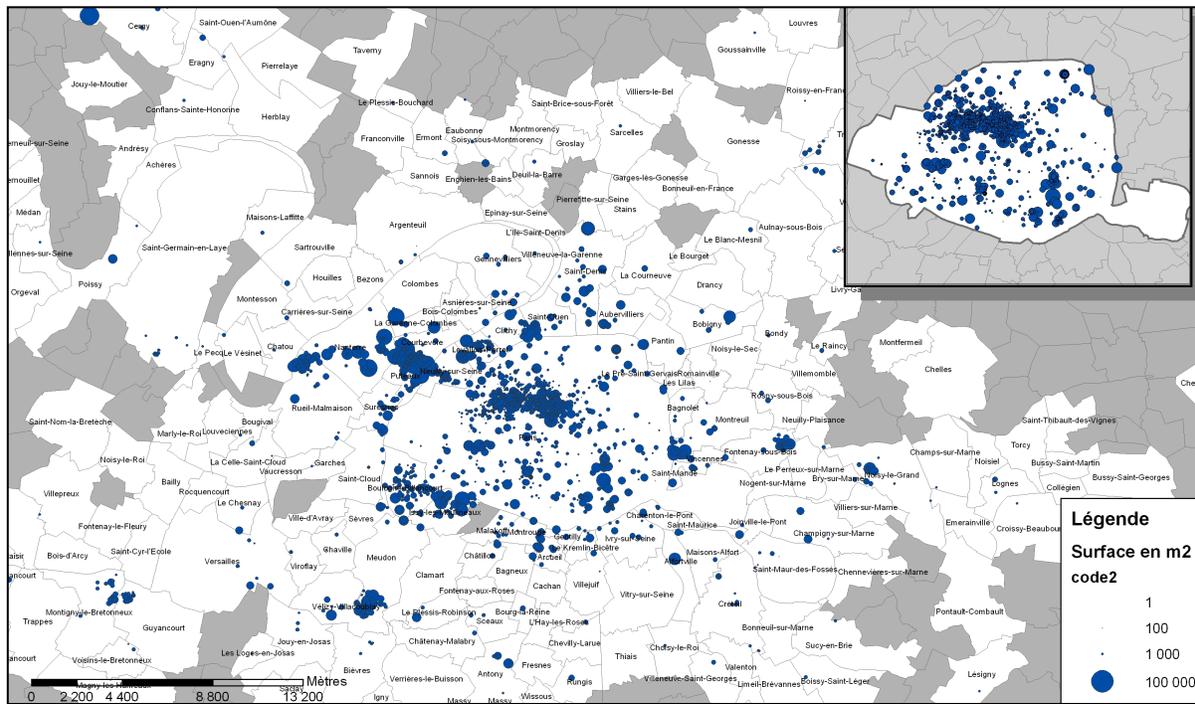


Figure 73 : Aire urbaine de Paris



Dans le mémoire de stage qu'elle a rédigé pour la présente recherche, Maïté Morel écrit à ce sujet :

« Les investisseurs institutionnels sont unanimes concernant la nécessité d'acheter des immeubles implantés dans des quartiers tertiaires « avérés »<sup>78</sup>, « établis »<sup>79</sup>, « identifiés dynamiques »<sup>80</sup>. La localisation au sein d'une métropole semble au moins aussi importante sinon plus que le choix de la métropole elle-même.

[...]

Un quartier tertiaire avéré, d'après les investisseurs rencontrés, et un quartier qui concentre un certain nombre d'immeubles de bureaux. La localisation de bureaux dans un quartier d'habitation, dans le « diffus » est perçue comme un risque important, notamment pour une question de visibilité. »

Morel, 2012, p. 39

Elle illustre son propos en citant notamment un entretien que nous avons réalisé avec un *asset manager* d'une société foncière cotée :

« On ira dans des quartiers avérés, avec une profondeur, donc des m2 de bureaux qui existent déjà, des références de transactions, que ce soit en vente ou en location, et des locataires qui considèrent déjà que c'est une zone tertiaire et sont donc potentiellement intéressés à venir s'installer là-bas. »

Asset manager, foncière cotée, B009

Ce souhait de privilégier des pôles avérés est d'ailleurs avivé par la crise économique qui frappe les entreprises locataires :

« Historiquement, on est allé pas mal en périphérie car la politique d'investissement s'adapte tous les ans. On se recentre vers les quartiers d'affaires des centres-villes des grandes métropoles. On va plus difficilement en périphérie. C'est notre stratégie car on considère que les utilisateurs reviennent vers le centre et puis parce que en périphérie, des immeubles vieillissants ont plus de mal à se louer, en centre-ville ça se reloue plus facilement, il y a les transports en commun notamment, qui va avec la volonté des collectivités de réduire l'usage de la voiture. En périphérie, il y a aussi plus de foncier disponible qui facilite la concurrence des opérations neuves, si vous avez un parc qui est dépassé techniquement, à

---

<sup>78</sup> Asset manager, foncière cotée, B009

<sup>79</sup> Directeur Immobilier, Mutuelle, B039

<sup>80</sup> Responsable Investissement, Banque, B023

côté un promoteur développe un autre parc et vous pique tous vos locataires. Vous vous retrouverez avec des immeubles vieux et vides, ce qui n'arrive pas en centre-ville. »

Directeur Investissement en immobilier d'entreprise, Société de gestion, B009

Ces préférences spatiales résultent en une géographie intra-métropolitaine dont les contours sont bien connus des gestionnaires d'actifs, avec ses quartiers où il faut être et des angles-morts à éviter :

« En région parisienne, je considère qu'il y a, quoiqu'on en dise, que le *track record*, ou plutôt les phénomènes culturels sont importants. La culture industrielle des pôles géographiques est très importante. Je considère que Marne-la-vallée, son développement a tardé à venir et je n'y crois pas en réalité, pas pour un développement tertiaire significatif sur l'Est dans la seconde couronne. Je n'y crois pas. C'est toujours plus compliqué de créer *ex nihilo*. »

Directeur de l'Asset Management, Société de Gestion, A016

Remarquons d'ailleurs que cette géographie en archipel, au sein même des espaces métropolitains, reflète une lecture propre à l'industrie de l'investissement de ce que sont les localisations souhaitables de l'offre en immobilier d'entreprise. Comme pour la sélectivité à l'échelle nationale, il s'agit bien sûr de tenir compte des besoins supposés de la demande des entreprises en recherche de location. Et ce d'autant plus que la conjoncture économique récente place les locataires en position de force dans les négociations. Cependant, il s'agit aussi de prendre en considération les logiques propres aux investisseurs, une fois encore, logiques gestionnaires visant à rationaliser l'exercice du métier, et stratégie assurantielle, en particulier dans le contexte d'un marché de l'investissement où la prudence est recherchée par les investisseurs les plus actifs. Ceci n'est d'ailleurs pas sans nourrir des effets de circularité déjà pointés dans la littérature (voir les travaux de J. Henneberry sur ce point). La définition de cette géographie des « points chauds et des angles-morts », pour reprendre les termes de Halbert et Rouanet (2013), apparaît à travers les entretiens comme largement construite au sein du milieu de l'investissement lui-même.

« [...] on participe les uns et les autres à un tas d'associations, d'événements, et on échange ensuite entre nous. Sur certaines localisations on a des avis particuliers, mais il y a un consensus de marché entre certains types d'investisseurs et on se retrouve tous sur ce que je viens de vous décrire. Redévelopper des sites connus et reconnus avec un passé industriel plutôt que d'aller investir au milieu de la pampa, ça nous caractérise [...]

Il y a au aussi un de nos collaborateurs qui est à Afilog, sur la logistique, ce qui permet de réfléchir en investisseur sur des logiques géographiques ou sur la typologie d'actifs. Il y en a d'autres. On fait partie de la Fondation Palladio. Ce n'est pas l'objet de l'endroit mais sauf qu'on s'y retrouve régulièrement et on parle aussi de ce que l'on fait et on échange avec les autres investisseurs ».

Directeur de l'Asset Management, Société de Gestion, A016

Ce sont des échanges entre gestionnaires d'actifs, sociétés de conseil et promoteurs également qui sont décrits et nourrissent un « consensus de marché ». L'entretien ci-dessus rappelle à ce sujet qu'il peut exister des différences légères dans les choix de localisation, selon des types d'investisseurs qui reposent sur des critères relativement complexes : montants de capitaux qu'ils engagent, profil de risque recherché par les investisseurs, culture d'entreprise, elle-même liée au type d'investisseur (assureur, foncière, etc.) et, nous disent les entretiens, à leur nationalité<sup>81</sup>. Ceci est sensé conduire à de subtiles différenciations au sein des marchés intra-métropolitains, sans pour autant que cela ne remette généralement en cause la dynamique d'ensemble. C'est ainsi qu'en Ile-de-France, s'il existe une variété bien réelle des types d'investisseurs à la manœuvre, certains pouvant souhaiter prendre une exposition au risque plus forte que d'autres, cela résulte cependant en un même mouvement dominant qui se caractérise, pour l'instant, par la poursuite d'une forte polarisation dans le triangle centre-métropolitain et par un desserrement péricentral dans les communes adjacentes. On ne voit ainsi pas émerger par exemple de marchés périphériques qui seraient le fait d'acteurs opportunistes<sup>82</sup>. Dans ce contexte, l'importance des « consensus de marché » n'est pas sans

<sup>81</sup> Si les Américains sont réputés plutôt opportunistes (Département Études et Recherches, Société de conseil, A024), la prudence caractériserait les assureurs et les fonds allemands : « En Ile-de-France, nos concurrents sont plus internationaux : la province leur fait peur à part Lyon qui intéressent les allemands. Vu de l'étranger, la France ce n'est pas grand : Paris – Ile-de-France, on situe sur une carte mais pour Bordeaux ou Nantes, ils ne veulent pas en entendre parler. On est moins concurrencé en province d'une manière générale. » Directeur Investissement en immobilier d'entreprise, Société de gestion, B005.

<sup>82</sup> Ceci n'empêche évidemment pas la possibilité d'évolution majeure dans les stratégies de localisation, lorsqu'émergera un nouveau « consensus de marché ». Ceci peut résulter de l'évolution des stratégies de localisation des locataires, mais aussi, et peut-être plus sûrement encore, d'investissements publics dans de « nouveaux » territoires qui constitueraient une opportunité de développement. Le cas de Plaine commune à la fin des années 1990 l'illustre (Newman et Thornley, 1996 ; Nappi-Choulet, 2005) ; certaines gares du Grand

nourrir des trajectoires de dépendance pour les différents pôles économiques puisque, dans une certaine mesure, c'est la présence des investisseurs qui détermine le niveau de risque d'un pôle, et en retour, calibre le degré d'attractivité sur les investisseurs.

La tendance au mimétisme dans la localisation de leurs patrimoines à l'échelle intra-métropolitaine n'est pas spécifique aux seuls locaux à usage de bureau. Nos entretiens révèlent des tendances similaires à l'œuvre pour le commerce, avec la polarisation entre les commerces de pieds d'immeuble de centre-ville d'un côté (*high street*), et les centres commerciaux en périphérie des agglomérations de l'autre (Fund manager, Société de gestion, A040).

« En 2009, on a acheté un immeuble de commerces à Bordeaux, et on est en cours de livraison d'un petit centre commercial à Chambéry. Ce qui veut dire qu'on est intéressés par tout ce qui est commerce en pieds d'immeuble, et en boutique en centre-ville. On peut aussi regarder les galeries mais tout en centre-ville rien en périphérie. »

Investment manager, Assureur, B004

De même pour la logistique où une géographie de quelques pôles majeurs se dessinent, à l'image de la région francilienne organisées par le corridor du Nord-Est vers l'Oise et le pôle de Sénart au sud.

Ces stratégies spatiales dans l'ensemble convergentes contribuent à alimenter une division fonctionnelle des tâches au sein des métropoles. On comprend en effet comment les gestionnaires d'actifs soutiennent des investissements qui renforcent des pôles d'affaires dans le centre des agglomérations et certains parcs d'activités périphériques, qui contribuent au développement de fonctions commerciales dans des rues commerçantes sélectionnées et à travers des centres commerciaux périphériques et, enfin, qui encouragent à la polarisation des plateformes logistiques le long des corridors. En ce sens, ils participent de la sélection des espaces qui recevront des investissements et ceux qui resteront aux marges du développement d'une offre d'immobilier tertiaire locatif.

Le rôle des gestionnaires d'actifs ne s'arrête cependant pas qu'à la formulation et à la tentative de mise en œuvre de principes d'organisation spatiale qui guide le déploiement des

activités économiques. A travers leurs choix d'investissement et l'explicitation de ces derniers dans les entretiens, nous montrons qu'ils accordent une préférence à des territoires dotés d'attributs propres et qu'il convient désormais d'observer.

***b) Fluidité, Lisibilité, Sécurité***

La ville qui est la mieux à même de soutenir les aspirations des investisseurs immobiliers est celle qui permet la fluidité des circulations. Priorité donc aux aires urbaines et, au sein de ces dernières, aux quartiers, qui offrent la plus grande accessibilité. A l'échelle nationale, la grande vitesse ferrée est érigée en *must* dans nos entretiens, non sans une logique centrée sur la relation à Paris, la capitale française restant l'étalon-mètre des représentations mentales des investisseurs où une large partie de la profession est domiciliée :

« Je crois moi personnellement énormément à Bordeaux pour le nouveau cycle immobilier. Il faut investir à Bordeaux avec le nouveau TGV à 2h15, Bordeaux est une ville qui est totalement transformée. Je le ferai si j'avais l'argent<sup>83</sup>. Je crois dans le développement et la poursuite du développement des grandes métropoles régionales avec certaines qui sont déjà en avance et d'autres en retard comme Bordeaux. Le développement des transport, et notamment le TGV, c'est une règle de base. »

Directeur de l'Asset Management, Société de Gestion, A016

Le même impératif d'accessibilité s'impose au sein des espaces urbains. On retrouve ainsi l'attachement aux « lieux communicants » observés par J. Malézieux (2003) dans les années 1990. Ceci est vrai pour les commerces, la logistique ou les bureaux.

« Voilà et donc je pense que la banlieue ouest à de l'avenir et que certaines localisations plus éloignées dans l'Ouest qui ont aussi de l'avenir car elles sont mieux connectées et puis parce qu'il y a des nœuds routiers qui sont autant d'opportunités de redéveloppement. »

Directeur de l'Asset Management, Société de Gestion, A016

« [...] en province, les gens n'utilisent que la voiture. Imaginez que le litre d'essence soit à 4-5 euros. Les gens vont dire « mon bureau est à 10-20 kilomètres du centre-ville »... Donc il faut privilégier un nœud de transports en commun, y compris en province, où on a tendance à se dire que « de toute façon cette zone est établie », sans transports en commun, avec de

---

<sup>83</sup> Il s'agit d'une société qui a été durement affectée par la crise financière et est dans un cycle de désinvestissement immobilier.

grands parkings... on parlait de critères, entre deux projets je regarderai celui qui a un tramway, une ligne de bus plutôt que ce qui s'est fait au milieu de nulle part. Encore une fois il faut imaginer demain que l'essence coûtera beaucoup plus cher. A Paris je n'achèterai pas un immeuble s'il n'est pas à proximité immédiate des transports en commun. »

Directeur Immobilier, Mutuelle, B039

Ne nous y trompons cependant pas, cet attachement à la fluidité, notamment au nom de l'accessibilité des salariés, est peu discriminant en termes de choix modal. Si plusieurs entretiens insistent sur la nécessité de prendre en compte des enjeux de développement durable, *aucun* investisseur rencontré n'est prêt à se résoudre à réduire le nombre de parking au-delà d'un certain ratio si la possibilité lui en est laissée (cf. section suivante portant sur le projet des Docks de Saint-Ouen pour une illustration). L'importance accordée aux conditions de mobilité est considérée comme une garantie pour satisfaire aux besoins des entreprises qui doivent à la fois pouvoir s'insérer dans des marchés et des relations commerciales extra-locales et garantir une bonne accessibilité à leurs salariés même si cela suppose un coût pour l'employeur :

« [à propos des choix de localisation des locataires] Beaucoup de décisions sont prise par le DAF [Directeur des Affaires Financières] sans prendre en compte tous les enjeux et avec un directeur immobilier qui n'est pas suffisamment influent ! Des fois, ce sont des raisonnements purement financiers sur le second poste du compte d'exploitation d'une société. D'où le déménagement comme solution. Mais il y a les hommes qui font vivre la société. Ce sont souvent les meilleurs qui partent car ils peuvent se recaser facilement. »

Directeur Investissement en immobilier d'entreprise, Société de gestion, B006

« [...] les règles de base : l'emplacement, l'emplacement, l'emplacement, mais après c'est de l'appréciation. Un emplacement qui corresponde à la destination de l'immeuble avec une très bonne accessibilité : le métro, le RER. Il y a le cas [Nom du locataire] : ils étaient à Issy-les-Moulineaux dans un quartier de bureaux à proximité du RER qu'on a racheté, et ils sont partis à [Commune des Yvelines] : ils ont failli perdre 40% de leurs effectifs. Et finalement 20% ! Les gens, les ingénieurs vivaient à proximité et n'ont pas voulu suivre. Dans cette commune, il n'y a pas de TC direct : c'est le RER jusque à [Nom de la station la plus proche] et après vous prenez une navette infernale... Les gens ont essayé et puis ont cherché un autre

employeur : il y a une vraie déperdition. D'autant que c'était une zone mixte activités et pas bureau ! Ils ont du mal. »

Directeur Investissement en immobilier d'entreprise, Société de gestion, B006

Dans ce contexte, les gestionnaires d'actifs sont attentifs aux investissements publics en matière d'infrastructures de transport intra- et interurbains (routes, transports en commun).

Au point d'en faire l'enjeu de prises de position publique :

« Mon président a de très fortes convictions autour de la Gare du Nord et de l'Est. Il dit que ce n'est pas normal que l'on ne développe pas ce hub qui communique avec le Nord de l'Europe. On a une anarchie urbanistique à structurer, à le transformer en pôle plus tertiaire. Ça prend du temps : les aménageurs, les urbanistes et les collectivités locales doivent être visionnaires. C'est en cela que l'on a des échanges avec les collectivités. Dans le Grand Paris, il y a aussi l'amélioration à La Défense qui est prévue, la desserte existante. Le prolongement de la ligne 14 jusqu'à Saint-Ouen, c'est aussi important pour la ZAC des Batignolles. »

[anonymisé entièrement]

L'attachement à la qualité de la desserte ne renvoie pas seulement aux promesses de l'accessibilité maximale et de la fluidité. Au-delà, il s'agit aussi d'inscrire les investissements dans une ville « lisible ». C'est ainsi que s'expliquerait l'engouement pour les points de visibilité au sein des espaces urbains, à l'image du périphérique parisien. Ceci renvoie bien sûr à la possibilité pour les entreprises locataires d'utiliser la façade à des fins de communication. Mais, il existe une logique propre aux investisseurs :

« Ce qui compte pour nous, ce n'est pas qu'il y ait une rue de bureau ou que l'immeuble voisin soit du bureau mais bien que le nombre de mètres carrés de bureau à proximité de la station de métro soit important. C'est pareil à Boulogne : on essaye de mettre les bureaux les plus proches possibles des transports, et c'est pour ça qu'ils tendent à se rapprocher.

[...].

Quand je vais voir mon fonds, je présente une ZAC de 300 000 m<sup>2</sup>, dans une ville qui en comptera alors 700 000 m<sup>2</sup>, avec tel taux de vacance, et le tout situé dans une zone nord à Saint-Denis, le tout à 350 m des transports en commun. »

Investment manager, promoteur-investisseur, C013

On retrouve à l'échelle du quartier et des espaces infra-métropolitains, l'observation réalisée plus haut pour les aires urbaines. Indépendamment du type d'usage des locaux, nos

interlocuteurs conçoivent des pôles identifiés comme une assurance de liquidité. Ceci permettrait aux entreprises de pouvoir s'étendre plus facilement sans changer de localisation. C'est surtout un moyen de s'assurer que d'autres investisseurs sont dans la 'place' et pourront être intéressés à acheter. Ainsi tel de nos interlocuteurs propose un seuil exprimé en nombre d'immeubles :

« C'est quoi un pôle tertiaire ? Je ne sais pas dire. Une vingtaine d'immeubles de bureau à peu près ça permet d'identifier. »

Directeur Investissement en immobilier d'entreprise, Société de gestion, B006

Ceci ne va pas sans conditionner une certaine forme de « passage à l'échelle » des espaces urbains. Pour telle société de conseil, une collectivité devrait viser 100 000 m<sup>2</sup> au moins pour constituer un pôle d'affaires visible (référence : document confidentiel dans le cadre de la préparation d'un projet de développement autour d'une gare TGV dans une aire urbaine d'envergure régionale). Ceci est confirmé par un promoteur qui travaille étroitement avec des investisseurs au profil plus opportuniste et font du développement :

« Pour qu'une zone tertiaire fonctionne correctement, il est nécessaire d'atteindre un certain seuil. Il faut absolument plus de 100 000 m<sup>2</sup> pour amortir les services associés, les commerces. Les opérations ponctuelles hors pôles n'intéressent pas tellement. Les mini-zones autour d'une gare, ce n'est pas tentant. Par rapport aux années 70 – 80, il faut changer d'échelle. C'est une course à la taille critique qui est d'ailleurs alimentée par les collectivités locales et les utilisateurs, notamment parce que la densité est source d'économie d'infrastructures (voiries, aménagement) dans la négociation avec les municipalités. Et y compris sur le plan du marketing chez les commercialisateurs et les investisseurs. Parce que la sécurité est plus forte si les produits sont plus grands : un pôle c'est comme une assurance pour les investisseurs. »

Directeur, Promoteur, A067

L'application de tels critères est source de difficultés pour les investisseurs. Certains des interlocuteurs sont sensibles à l'idée que les employés qui occuperont les locaux pourraient demander des espaces urbains où existe une certaine forme de mixité fonctionnelle. Cependant, la logique assurantielle de l'investisseur ne s'y prête guère :

« [à propos de la mixité fonctionnelle] on a deux questions contradictoires en tant qu'investisseurs : moi je crois dans une diversité, notamment de la construction, par exemple [...] avec du bureau, du commerce de plain-pied, on fait des éco-quartiers etc. On est en plein dans votre question. On est à

mon sens dans la mixité. Est-ce qu'on va avoir besoin de logements ? Oui. Mais en revanche, un investisseur se posera toujours la question du marché, donc avoir du bureau lorsqu'il n'y a pas de tertiaire autour, ça m'inquiétera toujours. C'est un peu schizophrène. Il faudrait un immeuble de bureau qui est dans un marché de bureau, mais qui n'est pas que du bureau. Alors si vous prenez La Défense on est en plein dedans, le parvis il y a des bureaux autour, mais vous avez beaucoup de logement sur La Défense. »

Directeur Développement Durable, foncière cotée, A065

Nonobstant le fait que cet attrait pour des formes de mixité fonctionnelle ne soit que rarement évoqué<sup>84</sup>, la raison de l'investisseur penche cependant plus fortement pour une logique monofonctionnelle :

« Dans un projet urbain, nous regardons si il y a suffisamment de bureaux pour que cela ait du sens. Il faut qu'il y ait une identité quartier tertiaire, pas trop de logements, et puis la qualité de la desserte.

[...] Nous on n'aime pas le mixte : on sait par expérience, 30 ans de vécu de notre société, qui se transmet entre nous, on sait que le mixte c'est plus difficile à louer. Un immeuble, pour un investisseur, c'est un immeuble dans une zone tertiaire avec une excellente desserte : voici les deux critères qui comptent, dans un pôle économique qui fonctionnent bien, une zone tertiaire identifiée, donc pas mixte. »

Directeur Investissement en immobilier d'entreprise, Société de gestion, B006

Ce qui n'empêchera pas les gestionnaires d'actifs de devoir prendre en compte les attentes des aménageurs et des collectivités en matière de mixité, nous le verrons dans la section suivante.

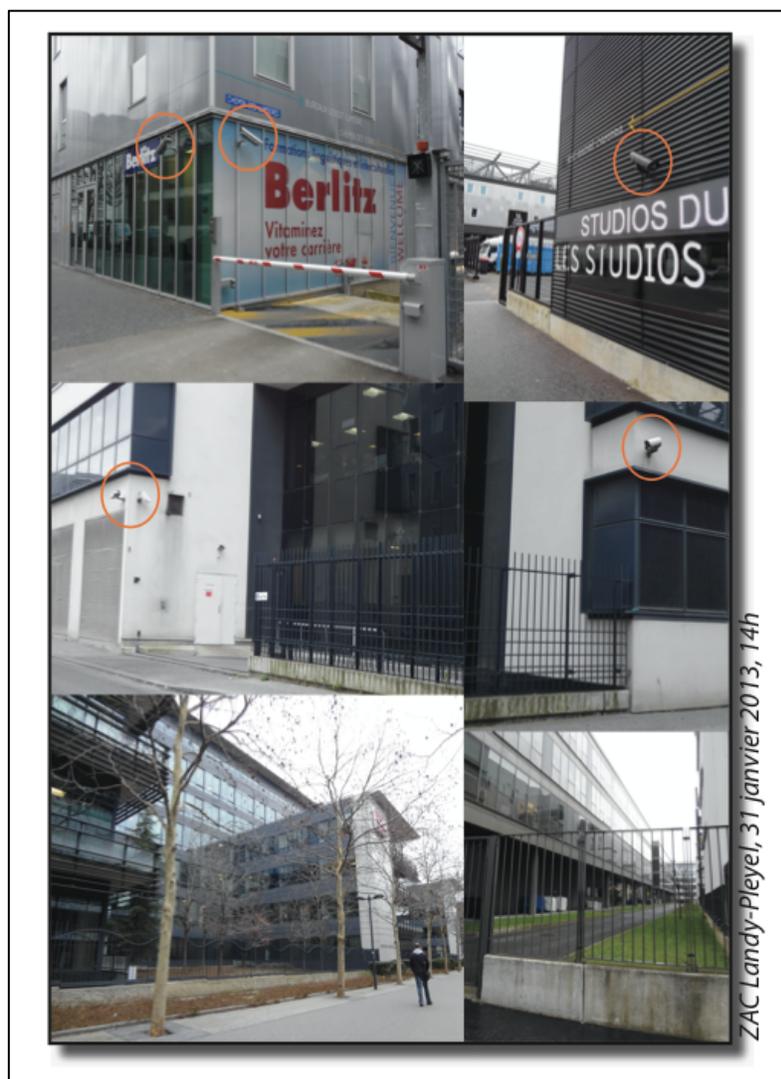
Nos entretiens insistent enfin sur une troisième caractéristique auxquels les gestionnaires d'actifs sont attachés. Tout en concevant la ville utile au déploiement de leurs stratégies sous le signe de la fluidité, de l'accessibilité et de l'insertion dans les circulations de multiples portées, l'immeuble est de son côté conçu en repli face à l'espace public. Nombre de dispositifs de contrôle sont attendus par les investisseurs : vidéosurveillance, clôtures, fermeture des espaces d'accueil. Dans le cadre d'un travail d'analyse de la relation à l'espace

---

<sup>84</sup> C'est le cas d'un autre interlocuteur, responsable d'un fond d'investissement estampillé « vert », qui insiste sur l'importance d'une localisation dans un quartier animé. Une foncière possédant des parcs d'activités s'inquiète elle aussi du manque d'animation le soir venu.

public des immeubles de bureau de la ZAC du Landy, à Saint-Denis, des étudiants de l'École des Ponts mettent en évidence que « l'environnement est sous « contrôle » :

Figure 74 : Un environnement sous contrôle : la ZAC du Landy (extrait de Chiavico et al., 2012)



Source : Chiavico M., de Waal, W., Zenou, A., *Poster réalisé dans le cadre du cours Ville et métropolisation de l'École des Ponts sous la responsabilité pédagogique de L. Halbert, 2012.*

La littérature a insisté sur le développement des *gated communities*, ces résidences fermées à l'accès privatisé. La tendance est visiblement à l'œuvre aussi dans l'immobilier d'entreprise, que ce soit dans les immeubles de grande hauteur, les parcs d'activités, les « campus d'entreprises », etc.

Les raisons invoquées renvoient aux attentes des entreprises elles-mêmes. Des enjeux de sécurité, et parfois de confidentialité, qui peuvent indirectement affecter le rendement locatif.

« Le suivi de la performance est attaché à la vacance et à la bonne gestion de l'immeuble, notamment les problèmes de sécurité et autres. »

Directeur de l'Asset management, société de gestion, A008

Au-delà, c'est aussi une conception des propriétaires, des conditions d'usage des immeubles. Retrouvant en cela le souhait de nombre d'entreprises, les gestionnaires d'actifs sont soucieux de permettre des formes d'entre soi en renforçant les séparations matérielles ou symboliques entre le dedans et le dehors, ou encore en limitant les possibilités de mutualisation des espaces aux seuls locataires. C'est ainsi que derrière les clôtures et les façades, en particulier dans les quartiers monofonctionnels, les investisseurs s'efforcent de recréer des services urbains qui font écho aux demandes des entreprises : restauration collective, patios et jardins privés, conciergerie, pressing, salles de sport, etc.

« Mon problème en tant que responsable d'entreprise, c'est que les gens viennent travailler en oubliant qu'il existe une loi qui s'appelle les 35 heures. Il faut que les salariés soient là, présents au travail, qu'ils bossent. Pour avoir des collaborateurs qui s'épanouissent, l'outil immobilier, son emplacement, les services dans l'immeuble, c'est très important.

Pourtant sur un plan strictement immobilier, notre immeuble n'est pas bon : la clim, les planchers techniques ne sont pas terribles, on n'a pas de grands plateaux, la technologie n'est pas terrible; mais, par contre, les gens sont contents de venir. On leur offre un patio pour fumer une clope, une conciergerie pour le pressing et les courses, des déjeuners sur place, un bar pour regarder un match, le port de la cravate n'est pas obligatoire. Ça ne me gêne pas, car c'est le signe qu'ils sont chez eux. L'immobilier joue un rôle très important : l'environnement, la localisation, la typologie d'immeubles, ça a une influence. Mais tout cela se fera sans modification profonde des localisations. »

[anonymat complet]

« Mais en dehors de Paris, loin des espaces urbanisés, plus on va dans des endroits qui sont moins *prime*, plus c'est important ces éléments : la restauration qui est la base, la conciergerie, la salle de sport. Pour nous, c'est important pour une seule raison : la seule chose qui compte pour moi c'est combien j'ai acheté au début, quels sont les loyers que je vais avoir, et combien je pourrai le revendre. Le bail se finira un jour, il faudra bien le relouer. Et pour bien vendre, il faut que je n'ai pas de vacance et des loyers

élevés, qui me déterminent mon prix de vente. Quand on est éloigné, plus on a des services, plus on a la capacité à séduire les entreprises et donc à bien louer. Quand on déménage, les représentants de salariés ont des demandes sur la proximité à la pharmacie, sur la restauration du midi, où faire du sport, etc. Ce sont des critères de choix importants pour eux, c'est à ce titre qu'on s'y intéresse.

*Question : Cela veut dire que vous considérez qu'à [commune de première couronne parisienne] il y a besoin d'internaliser ces services dans l'immeuble ?*

Cela dépend où dans cette commune : À [Nom de l'immeuble] sur la sortie du RER, on aura besoin d'un RIE mais pas forcément plus ; à [autre immeuble], c'est bien qu'il y ait une gym, un restaurant pour la direction, une conciergerie. Cela dépend vraiment de localisation, car on voit les campus qui se développent, on ne sait pas si c'est une mode ou si ça sera durable. »

Si l'on comprend bien que la logique est en ce cas de répondre à la demande, elle n'est pas sans contradictions. A privilégier des quartiers « identifiés » plutôt monofonctionnels, et à encourager des « produits » immobiliers repliés sur eux-mêmes, les investisseurs poussent à l'internalisation des services « urbains » et à restreindre les possibilités de mutualisation à l'intérieur de la propriété plutôt qu'à celle du quartier par exemple. Ceci interroge les dynamiques de développement économique pour les territoires concernés, à l'heure où la productivité des entreprises serait de plus en plus liée à un ensemble d'externalités positives résultant de l'insertion des agents économiques dans l'espace urbain (effets de sérendipité, fertilisation croisée, innovation ouverte...).

### ***c) L'immeuble : de l'actif au produit***

Les gestionnaires d'actifs véhiculent une conception du bien immobilier qui, sans être homogène, repose sur un ensemble de caractéristiques partagées conditionnant les modalités de leur production, notamment par les architectes et les promoteurs, et leurs formes mêmes (taille, contenu des fonctions). Les entretiens avec ces derniers révèlent ainsi comment le bien immobilier qui contribue à façonner le paysage urbain est lui-même le reflet d'attentes de standardisation provenant de la part des investisseurs et repris par les promoteurs.

La littérature a déjà expliqué comment les années 1990, qui sont décrites comme celles de l'essor de la financiarisation en France (cf. introduction de ce rapport), a contribué à la transformation du bien immobilier en un « actif financier ». Développement durable ou non, crise économique et financière ou pas, nos entretiens montrent à quel point ceci n'a guère

évolué et combien « l'immobilier, [reste] une classe d'actifs financiers parmi les autres » (Directeur des Acquisitions, Assureur, A023), même si la « création de valeur » est désormais plus portée par le rendement locatif que par les plus-values à la revente (Entretien A016).

« Je ne sais pas où il faut remonter. Dans cette approche, il faut regarder l'immobilier comme une classe d'actifs comparable à d'autres classes d'actifs, c'est un sous-jacent. Cette classe est liée aux problématiques de non-activité (financement des assurances, des retraites) : l'immobilier est une bonne réponse dans les pays développés, car il y est stabilisé. »

Président, société de conseil, A035

« [...] les fonds sont dédiés sur une classe d'actifs. Une fois la classe d'actifs identifiée, nous définissons trois niveaux de risques : *core*, *value-added* et *opportunistic*. C'est une échelle de risque avec du *core* aux actifs mieux localisés et aux baux longs jusqu'à *opportunistic* avec des retours sur l'investissement très différents. Pour le *core*, c'est 8-10 % après effet de levier ; *value-added* 12-14 % ; puis ensuite *opportunistic* au-dessus de 15 % - opportuniste avec du blanc ou alors carrément un terrain. Dans ce cas, sur le développement, on peut avoir des TRI supérieurs à 20%. »

Fund manager, société de gestion, A040

Dans cette logique, l'immeuble est logé dans des segments de marché relativement compartimentés qui constituent une *typologie* permettant le déploiement de principes d'allocation de capitaux inspirés des techniques de diversification de la finance moderne :

« La typologie d'actifs, c'est du bureau, de la logistique, de l'activité, des commerces, des galeries marchandes, et aussi du résidentiel où on va faire de l'achat en bloc et de la vente à la découpe. C'est par là qu'on a commencé en fait, en 1999, avant de se diversifier sur d'autres classes d'actifs. La répartition c'est un tiers de bureaux, un tiers de commerces, un tiers logistique, le résidentiel est minoritaire. »

Asset manager, société de gestion, A041

« Il y a aussi des grands choix. On a dit que chez nous, nous n'avons pas vocation à conserver notre portefeuille d'entrepôts : nous n'avons pas la taille pour gérer cela et pas l'expertise pour être un acteur à long terme. Donc on va essayer de céder notre activité entrepôt. Un des éléments de cette décision, c'est un peu comme dans les commerces, pour être un acteur pertinent il faut pouvoir jouer sur le marché européen afin de répondre aux gros logisticiens comme Norbert Dentressangle. Il faut des solutions dans

l'Europe entière. Nous, ce n'est pas notre cas. Donc on a pris cette décision de céder. »

Directeur de l'Asset Management, Foncière cotée, A017

Il en résulte un besoin de pouvoir identifier des « produits » immobiliers qui constituent les standards de cette typologie. C'est la matérialité même des immeubles qui s'en trouvent affectée, certaines caractéristiques techniques devenant un attendu commun aux gestionnaires d'actifs.

« [...] aujourd'hui les promoteurs ont quand même une certaine maturité, et tous les immeubles neufs offrent globalement des caractéristiques voisines : à savoir des plateaux de 18m de profondeur, 2,70m de plafond libre, clim', restauration, etc. »

Commercialisateur, société de conseil, A034

Un interlocuteur présent depuis longtemps dans le secteur explique comment l'arrivée des investisseurs anglo-saxons déjà convertis à une approche financière de l'immobilier s'est traduite, à partir des années 1960, par la mise en place progressive de produits « standards » dans chacun des types d'usage immobilier. Selon ce dernier, ceci aurait commencé par le secteur de la logistique avec la formalisation des premiers entrepôts modernes. Vinrent ensuite les locaux d'activités avec des « locaux high-tech polyvalents » et enfin les bureaux :

« L’Hausmannien reconverti du résidentiel en bureau n’a plus fait l’affaire. On a développé des immeubles de bureau standard, de type 12 m ou 18 m de profondeur. Les promoteurs ont appris à construire de l’immobilier d’entreprise avec les Anglais et les Américains.

[...]

Les investisseurs ont une problématique un peu différente des utilisateurs, et ça n'a pas forcément que des conséquences heureuses. Les immeubles de bureau, singulièrement entre 1997 et 2003, vous donnent l'impression que ce sont tous les mêmes : 18 m de profondeur, des façades identiques, bref ce sont de très bons outils fonctionnels que les investisseurs apprécient mais ce sont aussi des immeubles sans âme. On a depuis réhabilité des architectes plus créatifs. C'est sportif de travailler avec Portzamparc et Nouvel mais ça donne des immeubles différents, plus agréables à vivre. La profondeur des plateaux, ça ne suffit pas. [...] L'investisseur est sensible par définition aux standards mais de plus en plus aussi à la qualité de l'immobilier. »

Société de conseil, Entretien A035

Sans préjuger de la liberté de traitement qui serait désormais laissée aux architectes, les entretiens avec les gestionnaires d’actifs insistent pour que les immeubles offrent un ratio de surfaces locatives le plus élevé possible. Il s’agit aussi de répondre à des exigences techniques et des caractéristiques qui sont des normes de marché, à l’image, par exemple, des parkings, des hauteurs sous plafond, ou encore des espaces d’accueil.

« Ah bien sûr, les investisseurs ont des attentes techniques : ils ont envie d’avoir un immeuble qui fonctionne, qui consomme peu, qui soient bien climatisé avec des planchers et faux plafonds, des parkings. »

Project manager, société de conseil, A039

« Globalement, quand on arrive sur un bâtiment, on regarde les finitions du *hall*, pour l’image de l’immeuble, et la hauteur libre sous plafond. Ce sont les deux grands critères, et vous dire que l’on va discriminer sur d’autres critères, ce n’est pas exact. »

Investment manager, promoteur-investisseur, C013

Bref, il y aurait des attentes techniques qui feraient des immeubles des « produits d’investisseur » et pourrait constituer un frein à la réalisation de projets qui ne sont pas suffisamment conformes avec celles-ci. Sans évidemment donner à croire que les caractéristiques attendues ne peuvent faire l’objet d’évolutions, en témoigne l’adoption progressive d’immeubles « verts », elles fonctionnent cependant comme des règles tacites qui

sont internalisées par les promoteurs et les architectes et peuvent constituer une force de résistance à l'évolution des caractéristiques du bâti et à l'aménagement urbain, comme nous le discuterons dans la section suivante à travers l'étude du cas des Docks de Saint-Ouen (notamment pour l'importance accordée aux parkings).

Les raisons expliquant ces « attentes techniques » sont de multiples ordres. Ceci relève de considérations financières lorsqu'il s'agit d'anticiper des attentes des locataires, et, ce faisant, soutenir les revenus locatifs. C'est le cas de l'attachement aux parkings qui reste très fort, nous l'avons vu. Il s'agit aussi de logiques plus directement spécifiques au marché de l'investissement et aux techniques de gestion des investisseurs. Un premier exemple est fourni par la frilosité, voire l'incapacité des gestionnaires d'actifs à prendre en charge le financement d'objets urbains non conformes aux standards, à l'image du patrimoine industriel à réhabiliter. C'est ainsi que bien qu'il existe une demande de la part de certains secteurs d'activités pour ce types de locaux dies « atypiques », l'écart entre les caractéristiques techniques de ces immeubles et les attendus des investisseurs, créé un risque de liquidité pour des gestionnaires d'actifs qui considèrent le bien non seulement pour son rendement locatif mais aussi, de manière désormais systématique, dans une perspective d'arbitrage à plus ou moins long terme. Ici aussi des mécanismes circulaires peuvent jouer : anticipant que les autres investisseurs ne seront pas intéressés, les gestionnaires d'actifs préfèrent s'écarter de ces biens, encourageant de fait les promoteurs à trouver d'autres circuits de financement publics ou privés pour les réhabiliter, ou à privilégier leur démolition. La segmentation en produits, qui est un prérequis dans une perspective de maîtrise des risques sectoriels, constitue une autre illustration des logiques propres aux investisseurs qui peuvent avoir des effets sur les formes urbaines. La spécialisation des gestionnaires d'actifs dans tel ou tel type de segment n'encourage par exemple pas à expérimenter une plus grande mixité des usages à l'immeuble. C'est ainsi que la réunion du tertiaire et du résidentiel dans les mêmes locaux, notamment à des fins d'amélioration de la performance énergétique, suscite une levée de bouclier auprès de nos interlocuteurs. Les inconvénients seraient trop nombreux, et pas seulement en raison des problèmes qui résulteraient de l'impossible cohabitation entre les usagers (Entretien A035). Les coûts de gestion deviendraient trop élevés pour les investisseurs, en raison de la multiplication des contrats de location ou du nombre élevés de propriétaires selon que les logements seraient destinés à la vente ou la location. Par ailleurs, ceci ne convient guère à des gestionnaires spécialisés en immobilier d'entreprise qui continuent de se désinvestir du logement, préférant travailler des classes

d'actifs où les utilisateurs sont des professionnels. Cette dernière considération sur la nature des usagers laisse entrapercevoir comment, au-delà des formes urbaines et immobilières, le « marché de l'investissement » peut avoir des effets sur la capacité des activités à trouver leur place dans la ville des investisseurs.

***d) Usages et usagers : le droit de cité des activités économiques***

Les entretiens mettent en avant comme les gestionnaires de patrimoine immobilier peuvent contribuer à opérer une sélection sur les locataires. Ce tri se caractérise par au moins quatre éléments (qui s'ajoutent au fait que les activités hébergées doivent avoir des besoins suffisamment peu spécifiques pour s'exercer dans des locaux banalisés, comme nous l'avons évoqué dans la section précédente).

Premièrement, dans la perspective de créer du retour aux détenteurs des capitaux, les gestionnaires d'actifs privilégient, toutes choses égales par ailleurs, les secteurs d'activité et les entreprises ayant le plus fort pouvoir d'achat. Au regard de leur poids dominant dans l'immobilier d'entreprise de certains territoires, cela contribue à imposer la rentabilité comparée entre secteurs et entre entreprises comme principe prévalant de l'allocation des activités économiques dans l'espace. En d'autres termes, ce circuit de financement tend à favoriser l'accès aux espaces considérés comme centraux aux activités les plus rentables, c'est-à-dire sans autre forme de prise en compte de l'utilité sociale des activités que celle reflétée par leurs résultats d'exploitation.

Deuxièmement, la poursuite d'objectif de rationalisation visant à réduire les coûts de fonctionnement encourage les gestionnaires d'actifs à privilégier les entreprises capables de prendre à bail de grandes surfaces. Si, à choisir entre une configuration mono- ou multi-locataire, chacun de nos interlocuteurs y va de sa propre préférence - la première ayant l'avantage de limiter les coûts de transaction, la seconde de mieux répartir le risque locatif-, dans tous les cas, il est jugé nécessaire de contenir le nombre total de locataires. Il en résulte une prime à ce que l'industrie de l'investissement nomme bien souvent des « grands comptes », c'est-à-dire de grandes entreprises dont les établissements ont des besoins en surface importants. Cette notion de « grande entreprise » est évidemment relative aux caractéristiques du tissu économique local. Une prise à bail de 2 000 m<sup>2</sup> de bureau peut constituer une transaction significative dans une capitale régionale, alors qu'en Ile-de-France, une « belle transaction » se situe à des volumes très nettement supérieurs. Cette logique de

réduction des coûts de gestion joue alors au détriment des plus petites entreprises, là encore selon un étalon de taille qui varie entre les marchés locaux.

Troisièmement, la sensibilité des investisseurs à la prise de risque et la poursuite de stratégies assurantielles qui en découle, encouragent à privilégier des locations qui durent le plus longtemps possible. Les baux à 9 ans ou 12 ans fermes sont prisés car ils prennent alors les atours d'un « profil obligataire » (A016). Ce faisant, et en particulier lorsque le marché est conjoncturellement favorable aux investisseurs, ceci peut constituer un frein à la mobilité dans le parc immobilier pour les locataires tenus contractuellement dans des durées longues. C'est aussi, on le comprend, une barrière potentielle pour les entreprises qui n'ont pas une visibilité sur leur activité suffisante pour s'engager dans de telles durées.

Quatrièmement, toujours en raison de l'objectif de minimisation du risque locatif perçu, les locataires sont soumis à une analyse serrée de leur bilan financier. Les comptes d'exploitation sont épluchés, la longévité de l'organisation est éprouvée, les appréciations des agences de notation intégrées, des garanties supplémentaires exigées si nécessaire :

« Le profil de l'utilisateur de nos locaux, ça compte pour un asset manager qui peut plus apprécier la pérennité d'une grande entreprise cotée AAA qu'un immeuble avec de nombreux locataires pas très fiables. »

Directeur de l'Asset Management, Assureur, A038

« [...] quand je vais voir mon *fund manager*, la question c'est une entreprise cotée ou pas, avec un audit de société que l'on fait faire et qui donne une note, à partir d'un examen de ses marges, de son taux d'endettement, de son chiffre d'affaires, au final son risque de défaut – et c'est ça qui est essentiel. »

Investment manager, C013

En la matière, les entretiens donnent à penser que les effets de réputation comptent de manière très importante. Ce dont témoigne la recherche de la fameuse « signature ».

« Nous préférons GDF et l'État plutôt qu'une PME comme locataire. Pour plusieurs raisons, et puis ce n'est pas la même chose si c'est Ubisoft ou une PME. Une PME ou une SSII peuvent faire plus facilement faillite. Ensuite, nos fonds, c'est plus dur de leur expliquer qui c'est. Nos investisseurs, ce sont des fonds internationaux, et ils préfèrent L'Oréal comme locataire, notamment parce que ça résonne. C'est pareil pour nous, les marques qu'on ne connaît pas, ça ne nous dit rien. Par exemple, nos fonds de pension

asiatiques, ils veulent l'Oréal comme locataire, ils connaissent cette enseigne, ils peuvent communiquer ensuite dessus, car c'est prestigieux. On prend quand même des PME, aujourd'hui le monde locatif est compliqué, donc on ira sur des entreprises qui sont moins grosses, c'est certain. Et puis ça dépend de la surface : comme elles sont grandes, il ne faut pas trop diviser. »

Investment manager, C013

Au-delà des effets de marque qui aident à rassurer les investisseurs, cet extrait d'entretien souligne en creux, et en particulier quand le marché est moins favorable aux locataires, que les entreprises estimées les moins solides financièrement font figure de second choix. Nos interlocuteurs nous apprennent que l'appréciation de cette solidité financière repose sur une *doxa* à forte teneur empirique et qui porte sur les secteurs d'activités, les entreprises, les modèles économiques, voire les nationalités qui offriraient les meilleures garanties financières. Dans ce contexte, il ne s'agit pas simplement de protéger l'investisseur face à une entreprise qui serait au bord du dépôt de bilan, mais de *sélectionner* les organisations (entreprises, associations, administrations) dont le modèle économique paraît le plus stable et dont la longévité de l'exercice permet une appréciation plus confortable.

Ces différents critères de taille, de réputation, de durée d'engagement, de solidité financière, etc., ne sont pas considérés de manière autonome. Ils sont systématiquement intégrés avec d'autres facteurs comme en premier lieu celui de la localisation<sup>85</sup>. D'autre part, ils entretiennent de fortes interdépendances dont la puissance de la convergence est remarquable dans les entretiens réalisés et dessinent avec une grande précision les contours d'un locataire idéal.

Avant d'en rappeler les caractéristiques, notons que de rares interlocuteurs (rencontrés afin d'élargir le spectre des gestionnaires d'actifs) constituent des exceptions en raison de l'adoption d'une stratégie de niche ou d'un modèle d'investissement propre. Ainsi, une foncière de relativement faible taille, qui a principalement recourt à ses fonds propres et

---

<sup>85</sup> « [...] les grands investisseurs et les grands fonds cherchent à acheter des actifs prime, c'est-à-dire sécurisés sur le long terme avec des qualités intrinsèques, techniques et une localisation excellente, et une belle signature, parce que ça permet de minimiser le risque. Un bail de 12 ans fermes dans un immeuble neuf, avec une signature, au centre de Paris ou proche de Paris, vous êtes proches du profil obligataire. Au risque du rating de la défaillance de l'entreprise près, ça commande un taux très bas. [...] Pour des immeubles classiques, c'est-à-dire multi-locataires de moindre qualité et moins bien situés, l'exercice est beaucoup plus théorique et, du coup, on applique des taux d'actualisation qui sont plus élevés [...]. On a des taux d'actualisation avec une fourchette selon la qualité de l'actif, son emplacement, la difficulté de gestion de cet actif, qui varient entre 7 et 12 %. Si vous prenez un entrepôt situé au milieu de la pampa, on est vite à 12 % : si vous n'avez plus de locataire vous êtes mal ! » (Directeur de l'Asset Management, Société de Gestion, A016)

mobilisent des prêts bancaires dans des volumes qui ne lui permettent guère d'investir que dans des petits actifs, s'est-elle faite une spécialité d'investir dans des marchés à destination des PME et PMI.

« Aujourd'hui nous sommes présents dans 24 métropoles régionales. Nous avons très peu de positions sur Paris, ce sont des exceptions particulières mais qui répondent à une stratégie très précise. En région, nous privilégions bureaux et activité, en région parisienne, nous avons une typologie immobilière qui nous plaît beaucoup : les locaux d'activité, qui sont faits pour abriter des PME, qui sont très à la mode dans la bouche des politiques. En tout on a 280 000 m<sup>2</sup>.

*Question: Pourquoi cette spécialité « locaux d'activités » à Paris ?*

Parce que Paris concentre plus de PME-PMI. Secundo, on pense qu'il y avait une réelle demande pour renouveler ce tissu de locaux d'activités : beaucoup de programmes datent des années 80, ils sont usés, étouffés sur le plan de la densité. C'est toujours très tentant de densifier à mort plutôt que de laisser des aires de circulation. Nous avons opté pour des parcs avec des aires de respiration et nous sommes propriétaires de l'ensemble alors que souvent les ensembles sont mités en copropriétés, ce qui étouffe le programme à terme. »

Directeur Général, Foncière, D014

Une société de gestion assurant le suivi d'un petit nombre de fonds d'investissement en immobilier réglementés, s'est spécialisée quant à elle dans des parcs d'activités localisés à la périphérie des grandes villes de province :

« Nous, très clairement on essaie de comprendre l'utilisateur, de comprendre la ville, c'est pour ça que je vous dis qu'on a un *mix* de différents paramètres : c'est de comprendre où va la ville, quels sont les besoins des utilisateurs aujourd'hui, et c'est pour ça que nous ne dupliquons pas un marché parisien en région. Lorsque vous parlez de la Part-Dieu, c'est pas du tout notre cœur de cible, ce n'est pas un marché qui nous intéresse. On essaie de vraiment analyser les produits sur lesquels nous nous positionnons et de ne pas faire ça, de ne pas dupliquer un modèle qui serait d'agréger un certain nombre d'immeubles en disant « tiens c'est la zone où l'on vient de développer la Tour Oxygène, c'est du super-prime super-neuf » - on essaie d'aller un petit peu plus loin. C'est-à-dire : « quels vont être les besoins des utilisateurs ? ». Et c'est pour ça aussi qu'on va chercher à avoir beaucoup de flexibilité dans nos immeubles, et qu'on reste sur un modèle qui répond à la demande locale, et non pas un modèle qu'on aurait transposé au sein des régions, c'est-à-dire un modèle qui permette d'avoir des plateaux relativement flexibles. On adore les immeubles multi-locataires, qui permettent d'accueillir les petites PME-PMI régionales, et aussi des

administrations, des groupes nationaux, internationaux. Avoir une flexibilité aussi, avec des positionnements sur des plateaux qui vont faire – on a des petites cellules, par exemple, ça va vous paraître étrange, qui font 50m<sup>2</sup>, et ça va jusqu'à 1000m<sup>2</sup>. Voilà le spectre de ce que nous proposons sur le marché et généralement on s'aperçoit que ça répond plutôt bien à la demande locale, donc c'est plutôt une stratégie... »

Responsable des investissements immobiliers, société de gestion, B008.

Ces deux exemples restent cependant des exceptions. Nos entretiens, qui relèvent d'ailleurs une grande sensibilité à l'équilibre conjoncturel des forces entre offre et demande, dessinent avec une grande précision le profil-type du candidat idéal à la location :

« On peut louer à une PME, et je pense notamment aux moyennes entreprises allemandes qui sont solides financièrement. Simplement un actif quand on le vend, en tant qu'investisseur on ne factorise pas le nom du locataire dans le projet, mais en revanche un immeuble est mieux s'il est loué à BAYER qu'à une toute petite société chimique. C'est encore plus vrai pour l'immobilier commercial. Vous allez retrouver les mêmes enseignes dans les centres commerciaux. Un centre commercial fonctionne autour d'*anchor tenant* et tous les propriétaires trouvent systématiquement deux ou trois très gros locataires pour tirer le centre commercial : H&M, Leroy Merlin, Monoprix, ce sont toujours les mêmes enseignes qui sont là car le propriétaire considère que leur signature et leur notoriété est une valeur ajoutée. Ça joue sur les personnes qui fréquentent mais aussi sur les investisseurs. On va toujours préférer un immeuble qui soit le siège d'IBM plutôt que des PME pour des sociétés inconnues. »

Fund manager, société de gestion, A040

En guise de synthèse, il apparaît que le circuit de financement que nous analysons est plutôt enclin à soutenir des secteurs à forte rentabilité et des entreprises de grande taille, bénéficiant d'effets de réputation, faisant montre d'une certaine ancienneté et ayant une capacité à s'engager dans des baux de longs termes (cf. tableau ci-dessous pour une synthèse).

Tableau 20 : Effets de sélectivité sur les entreprises et les secteurs d'activité des critères d'appréciation observés lors des entretiens avec des investisseurs

Critères	Apprécié positivement	Apprécié négativement
<b>Usage conforme à des locaux standards</b>		Entreprises avec des besoins spécifiques
<b>Surfaces prises à bail</b>	Grands établissements	TPE
<b>Durée des baux</b>	Entreprises à capacité de projection à 9 / 12 ans	Entreprises sans visibilité, au modèle économique méconnu
<b>Solidité financière</b>	Longévité et bilan attesté (réputation, agences de notation)	Jeunes entreprises, entreprises peu connues

Source : Les auteurs. D'après entretiens.

Sans préjuger des effets de sélectivité d'autres circuits de financement, la recherche du locataire idéal, même retravaillée par ce que sont effectivement les entreprises présentes dans un marché donné, nourrit des effets de sélection/exclusion à l'encontre des secteurs et des organisations selon leur degré de correspondance à ces critères. Les secteurs de l'artisanat et de la petite industrie, nombre d'activités émergentes aussi, des PME et des PMI, sont les premières affectées par les mécanismes de sélection. Les faubourgs industriels des grandes villes sont à ce titre des terrains d'observation du darwinisme foncier à l'œuvre. Des activités industrielles, de logistique ou d'artisanat préexistantes y sont repoussées par l'arrivée, souvent « en diffus », de nouveaux entrepreneurs à peine visibles (des secteurs de l'économie créative et culturelle par exemple), qui sont eux-mêmes sous la pression d'un redéveloppement urbain d'ensemble faisant la part belle à des investisseurs cherchant à tirer partie des opportunités foncières croissantes. Armées de la puissance de feu des marchés boursiers et financiers, les stratégies des investisseurs en immobilier peuvent contribuer à limiter l'accès à la ville des activités économiques que ces derniers sont réticents à loger.

Ceci interroge alors l'opportunité et la faisabilité de renforcer ou de créer des circuits de financement alternatifs. Les dispositifs d'accueil existants, comme les incubateurs, les pépinières et hôtels d'entreprises constituent-ils une réponse adaptée et suffisante à la transformation de l'économie de l'offre immobilière, en particulier dans les espaces métropolitains ? Convient-il de penser de manière plus large une forme de « droit à la ville »

pour des activités économiques qui éprouvent des difficultés à s'y maintenir ? Si oui, sur quels critères d'utilité (économiques, sociaux, etc.) ? La lutte contre l'exclusion socio-spatiale dans le secteur du logement est pour partie menée par la mobilisation conjointe de l'épargne privée (livrets d'épargne réglementée), de gestionnaires immobiliers de très longs termes que sont les bailleurs sociaux et la puissance publique. Faut-il imaginer un circuit s'en inspirant pour créer une offre d'hébergement social d'un autre genre, destiné à accueillir des activités économiques qui seraient considérées comme utiles à l'écosystème urbain tout en étant menacées par le fonctionnement de son marché immobilier ?

La réponse à ces questions est certainement conditionnée par les politiques européenne et nationale, notamment en matière de libre concurrence. Nombre de chargés de développement économique des collectivités locales rappellent comment leur capacité d'intervention en matière d'immobilier d'entreprise est limitée de ce point de vue. De même, les contraintes pesant sur le budget des pouvoirs publics laissent augurer d'une tendance à la restriction de leur marge de manœuvre. Cependant, en mettant en lumière les interdépendances entre les stratégies des investisseurs immobiliers et les mécanismes de différenciation et de sélection spatiales des activités économiques, la présente recherche encourage à repenser la portée des interrogations relatives aux circuits de financement de l'immobilier d'entreprise. Il paraît important de tenir compte de ces interdépendances pour ne pas limiter la réflexion au seul champ de la production immobilière, voire de l'urbanisme et de l'aménagement, mais afin aussi d'en discuter des effets en termes de politiques de développement territorial.

Sans présager des réponses que les sociétés locales et nationales peuvent souhaiter se donner, ceci appelle à revisiter la notion de développement durable qui constitue le point de départ de cette recherche. Les interdépendances entre les plans économique, social et environnemental apparaissent avec une vivacité renforcée et encouragent à ne pas réduire les enjeux de développement durable à l'impact des immeubles en termes de bilan environnemental, ou au seul confort d'utilisation des salariés. Il s'agit de questionner plus largement les effets des circuits de financement sur les trajectoires de développement économique et social des territoires, et en particulier sur l'opportunité de contenir les mécanismes de concurrence foncière. Cet enseignement vaut de ce point de vue tant pour la conception des politiques publiques d'aménagement et de développement que pour la définition des stratégies d'investissement des gestionnaires d'actifs eux-mêmes. Quelles sont les évolutions à adopter par ces derniers dans leurs stratégies d'investissement pour répondre à des enjeux qui relèvent de la responsabilité sociale de leur entreprise ? Dans quelle mesure est-il souhaitable

et possible de développer des politiques qui permettent d'orienter les acteurs du financement de l'immobilier d'entreprise pour qu'ils tiennent compte d'effets spatiaux jugés négatifs ?

*La présente section a souligné comment les gestionnaires d'actifs sont porteurs d'une vision de la géographie des activités économiques, et partant des formes urbaines, dans lesquelles ils souhaitent orienter prioritairement leurs investissements. Ceci reflète des facteurs qui sont bien sûr liés aux attentes prêtées à la demande, ou plus exactement, à la fraction de la demande qui est considérée comme s'adapter le mieux aux calculs de rentabilité ajustée du risque des investisseurs. Les résultats ont aussi permis de mettre en exergue des logiques propres aux investisseurs eux-mêmes : optimisation des coûts de gestion, sélection de l'exposition aux différents types de « produits », maîtrise de l'exposition aux risques dans une logique assurantielle, etc. Cependant, la réalisation concrète d'un investissement met en jeu une chaîne d'acteurs qui dépasse largement les acteurs du financement et les propriétaires. Si la « ville est saisie par la finance » pour reprendre le bon mot de V. Renard, dans un mouvement retour, la « ville saisit la finance », au sens où les autres acteurs de la production urbaine (architectes, promoteurs, aménageurs, collectivités, etc.) s'emparent d'un circuit de financement qu'ils cherchent à mobiliser dans la poursuite de leur propre intérêt. Ceci revient pour ces derniers à négocier, avec plus ou moins d'intensité et de succès, ce projet d'urbanisation que les investisseurs portent.*