

STRATÉGIES IMMOBILIÈRES DES FONDS D'INVESTISSEMENT OPPORTUNISTES : LA FINANCIARISATION DU MARCHÉ IMMOBILIER FRANÇAIS

Ingrid NAPPI-CHOULET

Résumé

Les marchés immobiliers européens ont connu de profonds bouleversements, notamment pour les plus importants d'entre eux, en se financiarisant dans les années 2000. La gestion de la crise immobilière internationale des années 1990 par de nouveaux acteurs financiers globalisés a engendré le développement d'une nouvelle typologie d'investisseurs et la montée en puissance des fonds d'investissement dits opportunistes, majoritairement internationaux. Ceux-ci interviennent en contre-cycle sur les plus gros marchés immobiliers déprimés ou sur des niches de marché spécifiques. C'est le cas en France. Ces nouveaux acteurs contribuent largement à la financiarisation du secteur immobilier et à la hausse des prix immobiliers durant la décennie 2000, notamment dans les quartiers d'affaires parisiens. Ce papier présente le rôle des ces nouveaux acteurs immobiliers de la ville qui prennent part à la production de territoires urbains, en passant du bureau au logement.

Mots-clés

financiarisation, marchés immobiliers, investisseurs immobiliers, fonds opportunistes

Abstract

Property markets have seen huge mutations in a decade. The post-1990 crisis recovery led to financialisation of the real estate industry, with huge recent growth in Europe's private property investment vehicle market. High-risk, high-return strategy opportunity funds have developed dramatically in France in the last ten years, particularly on the Paris office property markets. These funds target distressed, under-performing assets or poorly managed properties and in the 2000s contributed greatly to both financialisation of the property sector and property price rises in the Paris business districts. This paper investigates the role of these new actors in the city and its business districts.

Keywords

Financialisation, Property Markets, Property Investors, Opportunity Funds

La crise immobilière des années 1990 a modifié structurellement le marché de l'investissement immobilier et ses acteurs en France. L'arrivée de nouveaux investisseurs aux stratégies innovantes (fonds d'investissements anglo-saxons) a profondément révolutionné l'industrie immobilière en financiarisant le marché de l'investissement et en développant le marché de l'investissement immobilier à des niveaux inégalés (Graphique 1). L'introduction d'outils jusqu'alors réservés au monde de la finance de marché, marque une véritable mutation des méthodes et des métiers de l'investissement immobilier. Auparavant le monde des investisseurs, constitué principalement des institutionnels et des assureurs, investissait sur des durées de vingt ou trente ans, sans projeter la revente des actifs, selon une approche dite patrimoniale de l'immobilier. La financiarisation de l'immobilier se

traduit par l'arrivée dans le marché français d'acteurs qui considèrent l'immobilier comme une classe d'actifs parmi d'autres. Leur approche financière de l'immobilier les amène à définir de nouvelles stratégies basées sur les analyses du risque immobilier ainsi que de nouveaux objectifs de rendement dont l'impact et les conséquences sur les territoires sont importantes.

Les conséquences sur l'économie et sur la ville sont en effet considérables. Les acteurs, nombreux dans le secteur, se sont professionnalisés et ont adopté de nouvelles techniques, généralement empruntées au monde de la finance, telle que la titrisation des créances et actifs immobiliers. Les immeubles, afin d'en diminuer leur risque locatif, se sont quant à eux banalisés et standardisés aux normes internationales, IGH (immeubles de grande hauteur) dans les grands

centres d'affaires tertiaires, bâtiments HQE (Haute qualité environnementale), parcs logistiques ou centres commerciaux. De nouveaux quartiers se développent sous l'impulsion de nouveaux fonds d'investissement apparus en quelques années, dépendant essentiellement de grandes banques d'affaires. D'un produit répondant à des attentes d'utilisateurs, l'immeuble est devenu dans le courant des années 2000 essentiellement un actif financier, développé par de nouveaux investisseurs de court terme aux logiques financières nouvelles.

Ce papier illustre le rôle des investisseurs dits opportunistes, spéculatifs ou encore court-termistes sur la production de la ville, et en particulier de ses territoires de bureaux. Il étudie en particulier la politique immobilière et financière de ces nouveaux acteurs de la financiarisation de l'industrie immobilière sur la décennie 1998-2008, avant le coup d'arrêt brutal de la crise financière de 2008.

I. LES FONDS D'INVESTISSEMENT ET LA VILLE

À la fin des années 1950, Turvey (1957) et Ratcliff (1961) étudient le rôle central de l'investissement dans la détermination des valeurs foncières et immobilières. Afin de vendre rapidement son programme immobilier, le promoteur qui recherche les investisseurs avant même le début des travaux doit tenir compte de la demande des investisseurs-acquéreurs et transformer le taux de loyer (rapport des valeurs locatives sur les valeurs véniales) constaté sur le marché en un prix de vente prévisionnel pour les investisseurs.

Cette transformation doit satisfaire le souci de rentabilité locative minimale espérée par les investisseurs qui achètent les biens immobiliers dans le but de les louer. La rentabilité minimale est estimée par rapport au loyer observé sur le marché et payé par l'occupant, et au prix de revient de l'immeuble pour l'investisseur. Le prix de demande de l'actif immobilier par les investisseurs doit traduire les perspectives de revenus que procure l'acquisition de l'actif et est ainsi établi en fonction de la rentabilité espérée par les investisseurs du placement immobilier comparativement à d'autres placements. Il se définit sur la base des revenus nets futurs actualisés que le bien immobilier procure.

Depuis le milieu des années 1990, les immeubles ne sont plus analysés uniquement sous l'angle patrimonial comme des produits ou des actifs réels dont l'adresse peut être prestigieuse, mais sont considérés essentiellement comme des actifs semblables aux actifs financiers, rapportant des revenus locatifs récurrents ainsi qu'une plus-value à la revente. Le phénomène qui s'amplifie rapidement caractérise ce que l'on

nomme la « financiarisation » de l'immobilier (Nappi-Choulet, 2010). Les flux de revenus récurrents ou cash flows locatifs, sont la base même de l'analyse de l'investissement immobilier et de l'évolution de ses performances. Avec la financiarisation de l'immobilier, les critères de décision de l'investissement se font suivant un calcul financier dépendant des flux en utilisant notamment deux principaux outils financiers de base que sont la Valeur Actuelle Nette (VAN) et le Taux de Rendement Interne (TRI). La VAN représente l'enrichissement net pour l'investisseur qui découlerait de l'acquisition d'un actif. Le TRI est quant à lui la valeur qui annule la VAN ; En d'autres termes, il représente le taux d'actualisation pour lequel la valeur actualisée des flux de revenus locatifs futurs d'un investissement est égale à la valeur actualisée du flux initial d'investissement. Plus le TRI est élevé, plus le projet d'investissement est rentable pour l'investisseur. Ce TRI peut également être calculé sur fonds propres, en tenant compte de l'effet de levier de la dette, afin de déterminer si la rentabilité attendue par les actionnaires est atteinte et si l'investissement peut être engagé.

Le prix plafond d'un bien immobilier, qu'est prêt à payer un acquéreur, se définit comme la valeur des revenus nets attendus actualisés à un taux d'intérêt égal à celui qui peut être obtenu pour des investissements de caractère similaire. Le choix de ce taux d'actualisation reflète le risque de l'investissement, compte tenu de la rentabilité des autres actifs et des autres produits immobiliers : plus le risque était important, plus le taux de rendement locatif retenu est élevé. Ce taux d'intérêt varie donc en fonction du marché, de la nature de l'actif et de la nature du financement de l'actif. Il est fourni notamment par les cabinets de conseil immobiliers internationaux sur les marchés (réunis pour la plupart sous une source commune *Immostat*). Ainsi, les taux de rendement locatif des bureaux sont en moyenne supérieurs à ceux des locaux d'habitation (compris généralement entre 5 et 7 %), mais nettement inférieurs aux rendements des entrepôts (11 à 13 %), des locaux d'activités (9,5 à 11 %) et des locaux commerciaux (7 à 10 %).

L'intérêt d'une approche immobilière et financière de la dynamique des marchés de l'immobilier d'entreprise et l'évaluation des villes en termes d'espaces et de marchés immobiliers d'entreprise repose sur l'hypothèse que ces marchés sont essentiellement des marchés d'investissement (Nappi, 1994 ; Nappi-Choulet, 1995). Cette démarche consiste à mettre en évidence le rôle déterminant de la demande d'investissement et d'actifs immobiliers sur le fonctionnement et la dynamique des marchés. Elle permet d'interpréter les fluctuations et la structure des marchés de l'immobilier d'entreprise en faisant référence aux stratégies des acteurs de l'offre et de la demande d'actifs immobiliers.

Une question essentielle consiste dans l’antinomie qui existe bien souvent entre un raisonnement public d’une opération à très long terme, qui va prendre 25 ans, et un raisonnement d’opérateur et d’investisseur privés, quant à lui de plus en plus à court terme. Aussi, il reste très utile d’étudier les conditions financières actuelles des opérations immobilières : on réalise ainsi que le promoteur immobilier ne prend plus aucun risque dans le montage d’opération. Le risque est souvent pris par l’investisseur.

Les conséquences spatiales des décisions financières menées par les fonds d’investissement immobiliers ont fait l’objet de plusieurs réflexions académiques depuis le milieu des années 2000. Les recherches relatives à l’étude des stratégies des investisseurs privés concernent en particulier les opérations de renouvellement urbain. Les premiers travaux datent de la fin des années 1990 et concernent les zones de renouvellement urbain en Grande-Bretagne, avec le développement du concept de partenariat public-privé dans les années 1970 et en particulier du *Private Finance Initiative* par les conservateurs dans les années 1990. De nombreuses expériences de partenariat public-privé et de requalification de quartier ancien ou social, ou de réaménagement de friches industrielles sont ainsi présentées (Booth, 2002). Jones et Watkins (1996) étudient en particulier les facteurs de réussite des opérations de renouvellement urbain notamment à Glasgow ou Manchester.

Des recherches ont été menées sur la performance économique des investissements immobiliers privés de renouvellement urbain (Adair *et al.*, 1999, 2004). Les principales conclusions mettent en évidence qu’en termes de rentabilité, les investissements immobiliers situés dans les sites de renouvellement urbain surpassent en réalité, sur le long terme, la moyenne des rentabilités immobilières. Les études montrent également que dans ces territoires urbains, les centres commerciaux sont les investissements immobiliers qui se révèlent les plus rentables pour les investisseurs privés. La surperformance est moins prononcée pour l’immobilier de bureau et encore moins pour l’immobilier industriel (Henneberry & Roberts, 2008).

En France, Trache et Green (2001), en étudiant les modes de raisonnement économique des investisseurs privés dans leur participation à des projets de renouvellement urbain dans six villes d’Europe (Manchester, Birmingham, Bruxelles, Lille, Valenciennes et Rotterdam), arrivent aux mêmes conclusions. Par ailleurs, nous avions mis en évidence, dans une étude sur les stratégies et modes de raisonnement économique et financier des grands investisseurs et promoteurs privés et les conditions de leur intervention notamment dans les territoires de renouvellement urbain (Nappi-Choulet,

2006), deux grandes familles d’investisseurs. Sont dissociés d’une part, des investisseurs dits opportunistes qui recherchent exclusivement un TRI (taux de rendement interne) élevé et supérieur en moyenne à 10-15 %, d’autre part, des investisseurs dits patrimoniaux pour lesquels le TRI acceptable peut être inférieur à 10-15 %. Nous avions insisté alors en particulier sur le rôle essentiel des investisseurs dits opportunistes, sur les territoires de renouvellement urbain. Ce sont les premiers à prendre le risque d’intervenir sur ces territoires, en contre-cycle du marché. Les résultats montrent une forte relation de dépendance entre le fait d’intervenir dans ces territoires risqués et la nature du risque locatif de l’opération immobilière, qui repose sur des produits montés « en blanc », par nature spéculatifs. D’autre part, il semble exister une forte interaction entre le fait d’intervenir dans ces opérations de renouvellement urbain, la durée courte de détention des actifs et les niveaux élevés de rentabilité attendue.

La littérature plus récente sur le sujet est aujourd’hui développée en géographie de la finance notamment par Clark (2000, 2005) et Hagerman (2005, 2007). Ces derniers étudient en particulier les différentes modalités de financement des projets de développement urbain par les fonds d’investissement. Les avis restent partagés. Les protagonistes mettent en évidence la parfaite adéquation entre les attentes respectives des différents parties prenantes dans les partenariats publics privés ainsi financés et le rôle important des fonds d’investissement qui prennent le relais des banques commerciales trop frileuses pour participer aux projets. À l’opposé, on trouve quelques travaux mentionnant le risque des projets ainsi réalisés et leurs conséquences négatives sur les paysages urbains (Fainstein, 2009).

II. LES INVESTISSEURS OPPORTUNISTES ET L’APPROCHE FINANCIÈRE DE L’IMMOBILIER

Il existe plusieurs stratégies d’investissement dans l’immobilier. Il est courant d’établir une typologie des investisseurs immobiliers qui prenne en compte à la fois le degré d’endettement de l’investisseur, ainsi que les objectifs de rendement et notamment le couple rentabilité-risque associé à l’investissement (Nappi-Choulet, 2006 et 2010).

L’investissement en immobilier peut s’effectuer soit directement dans des actifs immobiliers (logements, bureaux, commerces, etc.), soit indirectement au moyen de la « pierre-papier », c’est-à-dire par l’acquisition de parts ou d’actions de sociétés immobilières, de véhicules ou fonds d’investissement dédiés dont les sous-jacents sont les actifs immobiliers évoqués. Ces différents véhicules qui investissent

quant à eux directement dans l'immobilier, peuvent être cotés ou non cotés.

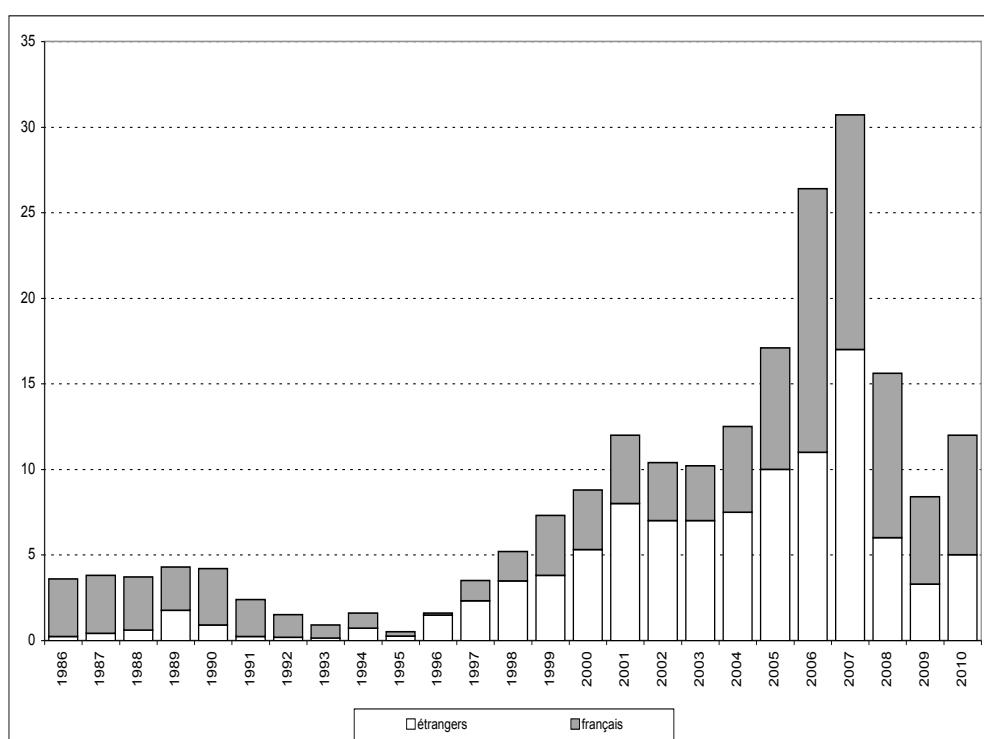
Les premiers correspondent aux sociétés foncières cotées, dont la plupart ont acquis dans le courant des années 2000 en Europe, le statut nord-américain des REITs (*Real Estate Investment Trusts*)¹, comme les SIIC (Sociétés d'investissement immobilier cotées) en France. Leur développement est caractéristique de cette période : représentant moins de 1 % de la capitalisation boursière au milieu des années 1990, l'ensemble de ces sociétés foncières cotées pèse aujourd'hui en France près de 3,6 % de la capitalisation boursière de Paris, (soit près de 48 milliards d'euros en mars 2010², ce qui reste encore faible comparativement au poids des foncières en Grande-Bretagne ou aux États-Unis (avec plus de 10 % de la capitalisation boursière) ou en Asie, notamment à Hong-Kong (soit plus de 45 % de la capitalisation boursière).

Ce qui est nouveau et caractéristique de la financiarisation immobilière de la décennie écoulée dans la plupart des pays européens, reste cependant le développement sans précédent des véhicules d'investissement non cotés, réglementés ou privés. Les fonds d'investissement non cotés regroupent des investisseurs physiques ou personnes morales (souvent investisseurs institutionnels), qui lèvent des capitaux afin de les investir directement sur une certaine catégorie d'actifs immobiliers. Ces fonds peuvent être

des fonds d'investissement réglementés, soumis aux contraintes et réglementations de leurs pays d'origine³, mais également des fonds de pension anglo-saxons ou des fonds d'investissement privés, dont les formes de structures juridiques peuvent varier des fonds fermés, structures de type *private equity*, à des fonds ouverts. La plupart de ces fonds sont montés et détenus par des fonds de pension eux-mêmes, des investisseurs institutionnels ou par des banques d'investissement.

Les fonds immobiliers non cotés représentent désormais une part majoritaire dans l'investissement total en immobilier non résidentiel. Entre 2003 et 2007, pendant la période d'expansion du marché de l'investissement en immobilier d'entreprise en France, ils investissent, selon les données des conseils immobiliers, au total plus de 43 milliards d'euros d'actifs immobiliers d'entreprise, soit près de la moitié du marché et représentent ainsi durant cette période de 5 années, la première catégorie d'investisseurs sur le marché devant les foncières cotées (23 milliards d'euros). Le contexte des années 2000 leur est propice : notamment un niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt, favorable encourageant le recours à l'effet de levier financier, et d'autre part le vieillissement de la population dans la plupart des pays européens développant le financement des retraites par répartition et le poids croissant des fonds de pension et d'une gestion d'actifs-passifs au profit de l'immobilier.

Graphique 1. Évolution de l'investissement direct en France dans l'immobilier non résidentiel sur la période 1990-2010 et répartition par nationalité d'investisseurs (en milliards d'euros)



Source : Immostat.

A. Le poids des fonds d'investissement opportunistes sur le marché français

Chaque type de fond d'investissement se caractérise par une demande de risque liée à une attente de rendement et de performance immobilière et financière. Certains d'entre eux recherchent un rendement régulier, au détriment d'une plus-value à terme ; c'est le cas des fonds dits « core ». Ces investisseurs ont une très forte aversion au risque locatif, et en particulier au risque de vacance locative des immeubles qui entraîne une baisse équivalente des revenus pour l'investisseur et menace leur objectif de redistribution. Ces investisseurs, très souvent institutionnels, recherchent en priorité des actifs sécurisés avec des locataires sûrs qui ont signé des baux fermes à long terme qui permettent d'assurer des revenus locatifs récurrents, sur des marchés dits matures peu risqués.

À l'opposé, d'autres investisseurs n'ont pas besoin de distribuer de rendement et privilégient des gains et plus-values en capital importants. L'arbitrage se fait en général entre un rendement régulier et un rendement total appelé TRI, qui prend en compte la plus-value totale sur la période d'investissement. Ainsi, les investisseurs dits opportunistes, mais également « *value-added* » s'intéressent aux actifs immobiliers à très forte valeur ajoutée et créateurs de fortes plus-values potentielles, c'est-à-dire des actifs par nature risqués. Leur objectif est de réaliser une performance basée sur les plus-values potentielles réalisables, plutôt que sur le rendement locatif sécurisé de l'actif immobilier.

Ces investisseurs recherchent en conséquence les inefficiences de marché, sources de création de valeur car risquées. Ils s'intéressent en particulier aux niches de marché (comme celles des créances douteuses en 1996 ou celles des immeubles à rénover et restructurer). Leurs modes opératoires sont classiques. Les actifs sont détenus à court terme, le temps nécessaire à la reprise des marchés et à la réalisation des plus-values, mesurées par le rendement en capital, nommé encore plus-value immobilière. L'objectif est la maximisation du TRI (taux de rendement interne), très sensible à la durée de détention des actifs. En effet, plus la durée de détention est courte, plus le TRI est optimisé. La gestion des fonds et des investisseurs opportunistes est donc une gestion dynamique et active qui, s'adaptant à l'environnement économique et boursier, et combinée à l'utilisation de levier financier pour accroître la performance (au-delà de 60 % de levier) a pour objectif d'atteindre un taux de rentabilité sur fonds propres de 18 % à 20 % par an pour une période d'investissement de 5 ans au maximum.

L'INREV (European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles), organisme qui

représente au niveau européen les investisseurs dans les fonds d'investissement non cotés, réglementés principalement, recense au total en 2011, plus de 470 fonds d'investissements immobiliers non cotés en Europe, dont 98 au Royaume-Uni, 34 en Allemagne et 23 en France. Ces fonds gèrent plus de 260 milliards d'euros d'actifs immobiliers⁴. Selon la même source, les fonds opportunistes et les fonds *value added* représentent en nombre 75 % de l'ensemble des fonds recensés en 2011 pour 29 % de la valeur des actifs gérés. Les fonds opportunistes strictement parlant représentent 25 % en nombre et 10 % en valeur. Comme évoqué précédemment, c'est sur la période 2002-2007 que leur part s'accroît considérablement. Ils représentent à eux seuls plus du quart des 75 nouveaux fonds lancés en 2006 en Europe avant la crise financière.

Absents du paysage de l'immobilier français avant 1994, les fonds d'investissement américains dits opportunistes apparaissent en France en 1996, au moment de la récession immobilière, accompagnés par leurs banques d'affaires anglo-saxonnes telles que JP Morgan, Morgan Stanley. Une année record est atteinte en France en 2001 avec 3,6 milliards d'euros, marquée par le rachat du portefeuille d'externalisation de France Télécom par le consortium formé par Whitehall, General Electric et Ixis AEW. Ils apportent alors une vision inédite en Europe qui semble à l'époque profondément contradictoire avec la nature patrimoniale de l'immobilier, celle d'une vision financière à court terme (avec un horizon de placement de 3 à 5 ans maximum) de l'investissement direct dans l'immobilier. En utilisant très peu de fonds propres et en maximisant l'effet de levier financier, ces nouveaux investisseurs immobiliers en France vont avoir la possibilité de se lancer dans des opérations d'envergure comme les rachats de portefeuille d'actifs douteux liés à la crise immobilière du début des années 1990. L'arrivée des investisseurs anglo-saxons sur le marché des bureaux parisiens en récession en 1996 et 1997 a relancé le marché de l'investissement immobilier en France en redonnant une liquidité au marché, atone depuis la crise des années 1990.

Les investisseurs étrangers occupent un poids considérable dans l'investissement immobilier d'entreprise en France, notamment dans le contexte actuel de globalisation des marchés immobiliers. Leur part dans les flux d'engagements dans l'immobilier d'entreprise est prépondérante et atteint, selon les cycles, de 40 % à 65 % du montant total des investissements réalisés, selon les données du marché (Graphique 1).

Il faut noter qu'ils ont joué un rôle majeur dans la constitution des marchés immobiliers locatifs en France à la fin des années 1960, notamment dans l'immobilier d'entreprise. Ce sont les investisseurs britanniques qui

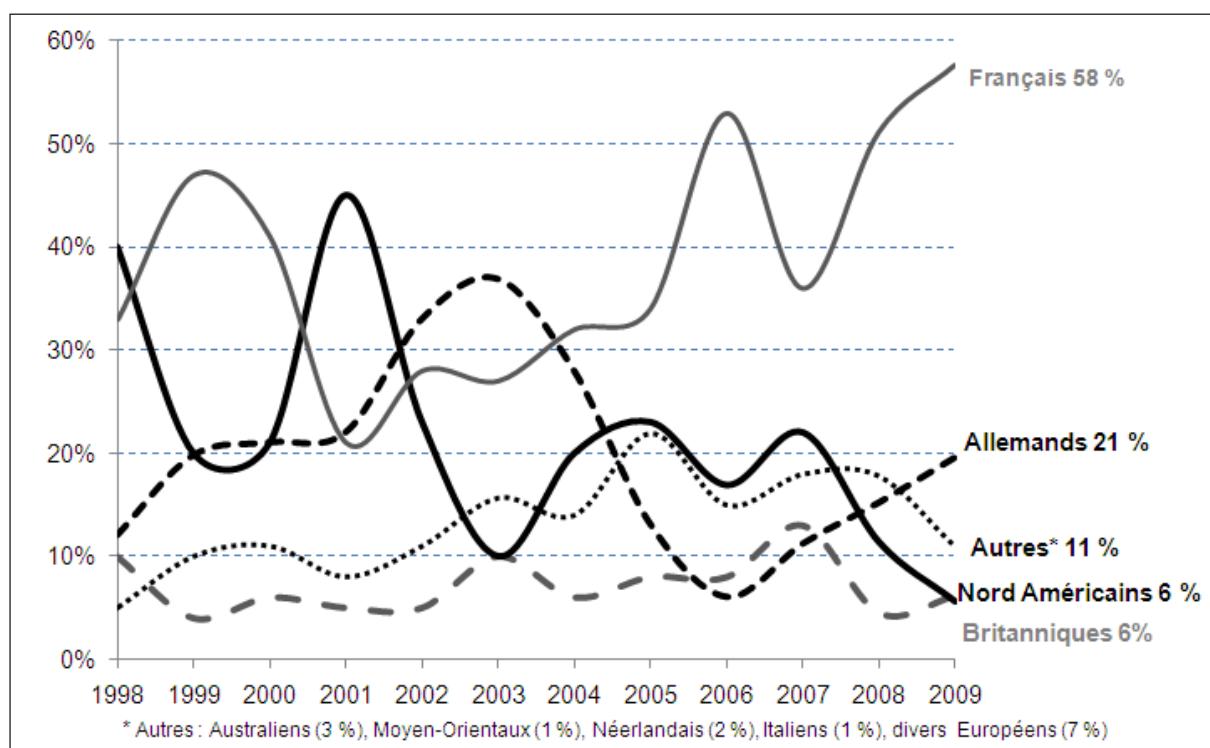
ont en effet lancé les premières opérations de bureaux en blanc, c'est-à-dire sans affectation au moment de leur lancement, à Paris et en région parisienne. Leur retrait progressif du marché français à partir de 1974, en raison de la saturation du marché et de la crise économique, a entretenu pendant quelques années une longue absence de l'ensemble des investisseurs étrangers sur les marchés immobiliers français. Le retour des investisseurs étrangers, notamment japonais et scandinaves, s'effectue durant les années 1986-1990. Leur participation dans l'investissement en immobilier d'entreprise triple alors sur les deux années 1988-1989, atteignant plus de 40 % du total des engagements. Mais c'est essentiellement à la fin de la décennie 1990 que le poids des investisseurs étrangers est prépondérant, avec près des deux-tiers des montants investis dans l'immobilier d'entreprise.

On peut dresser une typologie d'intervenants sur les marchés d'immobilier de bureaux en France selon la nationalité et la durée de détention des actifs immobiliers (Graphique 2). Entre 1994 et 1997, ce sont les investisseurs opportunistes nord-américains qui relancent le marché affecté par la crise de 1991, en rachetant les dettes et portefeuilles de créances aux

établissements bancaires français ainsi qu'aux structures de défaisance. Ces acteurs, qui ont couvert jusqu'à 46 % des engagements étrangers en 2001, sont intervenus dans une logique opportuniste en maximisant l'effet de levier financier, avec l'objectif de revendre à très court terme à contre-cycle en valorisant les actifs immobiliers et en dégageant des plus-values importantes.

À partir de 2002, avec le ralentissement annoncé du marché locatif et un marché de l'immobilier français de plus en plus mature, sont intervenus à l'opposé des investisseurs à moyen ou long terme, dits « core » recherchant des rendements plus faibles. Les fonds allemands, ouverts ou fermés, succèdent aux investisseurs américains. Ils investissent au contraire des américains, à plus long terme avec un faible recours à l'effet de levier de la dette, en achetant des actifs immobiliers de qualité en général en direct lot par lot. Avec la reprise des marchés, d'autres nationalités ont ainsi fait leur entrée (fonds du Moyen-Orient, venant du Qatar, d'Arabie Saoudite, parfois du Koweït, investisseurs irlandais et espagnols) et ont investi le marché immobilier français, désormais reconnu comme l'un des marchés mondiaux de taille critique les plus établis et les plus transparents.

Graphique 2. Évolution des engagements des investisseurs étrangers par nationalité en France dans l'immobilier non résidentiel sur la période 1998-2009



Source : DTZ in Nappi-Choulet, L'immobilier d'entreprise, analyse économique des marchés, 2010, Economica.

B. Une stratégie immobilière et financière offensive

En devenant les premiers investisseurs étrangers sur le marché, avec près des deux tiers des investissements étrangers sur le sol français et près de la moitié de l’ensemble des investissements dans l’immobilier en France, les fonds d’investissement immobiliers nord-américains bouleversent les méthodes d’investissement immobilier en Europe en introduisant de nouvelles techniques et indicateurs financiers. Qualifiés en 1996 de façon péjorative de « fonds vautours », ils opèrent le changement de stratégies d’investissement en adoptant une stratégie financière contra-cyclique, qui consiste à investir en bas de cycle, lorsque les prix sont au plus bas et les marchés immobiliers dépressifs, pour revendre leurs actifs en haut de cycle quand les prix augmentent afin de maximiser la plus value immobilière.

Leur approche financière des actifs immobiliers les amène à utiliser et à appliquer aux immeubles et au secteur immobilier en général des outils financiers spécifiques provenant de la finance classique. D’une approche patrimoniale, on passe rapidement à une approche financière anglo-saxonne de l’immobilier privilégiant la liquidité des marchés et des actifs, la mutualisation et l’évaluation des risques associés aux investissements immobiliers, et l’information immobilière avec la mise en place d’audits techniques et juridiques et de nouvelles méthodes d’évaluation des immeubles. Dans le cadre de cette financerisation de l’immobilier, ces nouveaux investisseurs privilégient essentiellement le secteur des bureaux, des locaux d’activité, des plates formes logistiques, des hôtels et centres commerciaux, au détriment du secteur résidentiel qui échappe, notamment en France, à cette nouvelle approche. Les fonds opportunistes interviennent dans le secteur immobilier par des investissements directs et des investissements indirects ou financiers comme les prises de participation dans les foncières, les acquisitions de sociétés, les apports d’actions à des sociétés ou encore les « montages corporate » (exemple de *Colony Capital* sur Accor).

Par ailleurs, ces acteurs recherchent les actifs risqués qui seront les plus rémunérateurs. Les immeubles recherchés sont ceux qui présentent soit un risque locatif (les immeubles montés vides « en blanc »), soit un risque administratif (celui du permis de construire, de la construction) soit les deux, souvent sur des territoires en devenir, comme le quartier Saint-Denis à la fin des années 1990 (Nappi-Choulet, 2006).

Leur champ d’investissement s’élargit au fur et à mesure de leur présence en France et concerne des secteurs où les investisseurs internationaux étaient traditionnellement absents. Certains fonds comme *Westbrook* ou *Lone Star* se diversifient dans le résidentiel, secteur très

réglementé, autrefois dominé par les compagnies d’assurance, en rachetant les actifs aux foncières cotées (en particulier à *Gecina*) et en procédant aux ventes à la découpe d’immeubles de logements. D’autres comme *Morgan Stanley*, affectent une partie de leurs ressources dans les maisons de retraite (les fonds MSREF *Morgan Stanley Real Estate Fund*).

Quel que soit le secteur, les exigences de rendement attendu par les investisseurs opportunistes sont importantes, au minimum de 20 % après effet de levier. Ce niveau de TRI induit une politique de risque complètement différente de celle retenue par les investisseurs traditionnels *core*. Chaque actif immobilier est identifié par son niveau de risque qui est fonction d’éléments à la fois endogènes et exogènes à l’actif lui-même. Ainsi le risque de marché, élément exogène, est pris en compte à partir des prévisions faites de la demande locative au moment où l’actif immobilier sera sur le marché. En acceptant des hauts niveaux de risque, les investisseurs opportunistes peuvent investir dans des zones complètement délaissées par les investisseurs traditionnels, comme certaines zones de renouvellement urbain tel que le développement du quartier d’affaires de Saint-Denis en région parisienne.

Deux leviers sont identifiés pour apporter de la valeur aux actifs immobiliers : l’amélioration des revenus locatifs de l’actif, et l’accroissement de la valeur de revente de l’actif.

1. La revalorisation locative des actifs immobiliers

Une des stratégies de revalorisation locative de l’actif consiste à renégocier les baux de l’actif, à remettre l’actif immobilier sur le marché pour bénéficier du potentiel de revalorisation locative de l’actif ou potentiel de réversion, c’est-à-dire la différence entre le loyer couru ou en place et le loyer de marché. La reprise du marché locatif de bureaux dans l’ensemble de la région parisienne à la fin des années 1990 permet à l’ensemble des investisseurs d’envisager des ajustements à la hausse des loyers. Le potentiel de réversion est largement positif jusqu’en 2007 au moment de la crise financière.

Pour ce faire, des structures d’*asset management*, jusqu’alors inexistantes dans l’immobilier, se développent à un rythme effréné dans ce nouveau contexte (Nappi-Choulet, 2009). La plupart des grands groupes immobiliers ou des investisseurs institutionnels développent en interne ces structures dites « REIM » (*Real Estate Investment Management*) : c’est le cas de BNP Paribas Reim, d’AXA Reim ou ING Reim. D’autres sociétés se spécialisent dans la fonction. C’est le cas d’*Invesco Real Estate*, filiale de la société nord-américaine d’*asset management* d’*Invesco Asset Management*. Le groupe est l’un des plus importants

gestionnaires d'actifs mondiaux dont l'objectif est d'aider les investisseurs à construire leur patrimoine et leur sécurité financière. Il gère en particulier les investissements immobiliers et la gestion des actifs de TIAA-CREF, le fonds de pension des enseignants américains qui gère dans le monde 21 milliards de dollars d'actifs immobiliers en direct, dont plus de 7 milliards en Europe⁵. Des groupes français se spécialisent également dans la gestion des actifs immobiliers, comme AEW Europe (filiale de Natixis Global Asset Management). Leur mission est de procéder à la réalisation des investissements et à la valorisation des actifs suite à la levée des capitaux fournis par les *funds managers*. Le métier d'*asset manager* se concentre sur la création de valeur : il s'agit de renégocier les baux, de valoriser les loyers, d'assurer le suivi des flux bancaires auprès des investisseurs, le suivi juridique et fiscal des baux, la facturation des loyers et des charges.

2. Le repositionnement de l'actif dans son marché

Une autre modalité de création de valeur consiste à repositionner l'actif immobilier dans son marché. C'est en général la modalité retenue par les investisseurs dits opportunistes qui recherchent des actifs à forte potentialité de création de valeur, achetés à des niveaux de prix bas, et pour lesquels il est fortement probable de créer de la plus-value.

La principale source de création de valeur réside dans l'acquisition d'actifs de seconde main en général obsolescents pour lesquels sont entrepris des travaux de rénovation qui permettent de positionner l'actif sur le marché des immeubles neufs ou rénovés, à des niveaux de loyers supérieurs, et indirectement à des niveaux de prix plus élevés. Le cas se présente en particulier dans le quartier d'affaires de La Défense (Nappi-Choulet, 2011), où de nombreuses tours dites de première génération construites dans les années 1960 et 1970 deviennent obsolètes techniquement et inadaptées aux attentes du marché. Plusieurs d'entre elles sont intégralement rénovées, restructurées et agrandies dans les années 2000 par des investisseurs anglo-saxons opportunistes : l'ancienne tour *Bull* devient en 2009 la tour *Séquoia* par Tishman Speyer, l'ancienne tour *CB31*, appartenant au fond américain Beacon Capital Partner, devient en 2011 la tour *First*.

Un second levier qui peut se cumuler au premier, consiste à prendre le risque locatif, et à développer en tant qu'investisseur, des opérations de bureaux en blanc pour capter les plus-values potentielles. Les immeubles sont montés en blanc, la maîtrise d'ouvrage déléguée aux promoteurs immobiliers souvent locaux, puis loués à de grands utilisateurs en recherche de locaux toujours plus fonctionnels. Les immeubles sont ensuite revendus à des investisseurs *core* dits Long Terme, avec plus-value et rendement locatif attractif.

L'enjeu est de taille dans un contexte où le marché immobilier locatif est en expansion. La méthode est adaptée par les fonds opportunistes anglo-saxons à partir des années 1998, une fois les créances douteuses acquises et gérées, mais également par la plupart des investisseurs institutionnels français qui lancent des fonds opportunistes à court terme dédiés à ce type d'opérations spéculatives par nature.

Un exemple de ce type est apporté par l'imposant fond de *private equity* américain *Carlyle*. Le fonds intervient en France, à la recherche d'actifs à forte valeur ajoutée potentielle, en priorité des opérations très bien localisées dont le coût de restructuration peut atteindre 100 % du montant de l'investissement. Il se spécialise en particulier dans les restructurations d'immeubles de bureaux en centre ville, segment qui représente plus de 50 % de son portefeuille en Europe, que le fond qualifie de « capital-risque dans l'immobilier », comme celui de l'ancien immeuble haussmannien des Douanes, rue du Bac, dans le 7^e arrondissement, reconvertis en bureaux et commerces en 2011 ou comme les locaux de l'Imprimerie nationale dans le 15^e arrondissement parisien (Cour des Comptes, 2008).

III. (1996-2008) : UNE PÉRIODE D'ACTIVITÉ UNIQUE, INTENSE ET DIVERSIFIÉE EN FRANCE

Absents du paysage francilien, les fonds d'investissement nord-américains interviennent en France dans les années 1996-1998 pour le rachat des portefeuilles de créances immobilières douteuses. Dès lors, ces fonds d'investissement opportunistes se diversifient progressivement sur le marché de l'immobilier d'entreprise en France. Cette période est faste pour l'immobilier : le marché locatif comme celui de l'investissement retrouvent tous deux leur dynamisme ; le marché devient particulièrement attractif pour les investisseurs étrangers, grâce à l'allègement des droits d'enregistrement en 1999.

A. Le rachat des créances douteuses (1996-1998)

Les années 1996-1998 sont marquées par le rachat des créances douteuses dans un contexte immobilier en pleine crise. Les fonds américains sont alors les seuls à avoir à la fois, la technicité et les liquidités suffisantes pour investir massivement dans les portefeuilles détenus par les sociétés de *defeasance*. Les montants investis sont en effet considérables. Ils représentent plus de la moitié (51,4 %) des investissements dans l'immobilier d'entreprise en France en 1996. Les fonds les plus actifs sont alors ceux de *Lehman Brothers*, *Merrill Lynch*, *LaSalle*, *Morgan Stanley*, et *Whitehall*. Ainsi entre 1995 et 1996, ces derniers, gérés par *Goldman Sachs*

acquièrent pour 8 milliards de francs de créances (800 millions auprès de Indosuez, 3,2 millions de créances cédées par la banque Worms filiale de l’UAP, 4 milliards cédés par Suez). *GE Capital*, pôle financier de General Electric, investit de son coté, un milliard de francs dans le rachat d’un portefeuille de créances auprès du CDR (Consortium De Réalisation), tandis que *Lehman Brothers, Cargill et LaSalle Partners* se partagent pour 900 millions de francs le portefeuille de créances cédées par la Barclays. À la même époque, seul un français, Unibail, parvient à lever un fonds dédié à l’immobilier décoté (*Crossroad Properties*), mais sans être parvenu à la fin 1996 à investir dans le rachat de ces créances douteuses. Leurs investissements proviennent dans un premier temps essentiellement de fonds gérés par des structures bancaires (*Morgan Stanley, Goldman Sachs, Lehmann Brothers*) ou de grands groupes industriels (*General Electric, Cargill*). Rapidement, ils sont rejoints par des fonds d’investissement indépendants à partir de 1998, comme *Westbrook* ou *Orion*.

B. La niche des externalisations d’actifs d’entreprise (1999-2003)

Au début des années 2000, de nouveaux fonds opportunistes indépendants pénètrent le marché français et ouvrent leurs bureaux à Paris : *Orion Capital Managers* (2001), *Pacific Investment, Hines* (2002), *Apollo Real Estate* (1998) ou *Blackstone* (2000). C’est en 2001, que le record des investissements américains est atteint dans l’immobilier d’entreprise, avec le rachat par *Whitehall* et *General Electric* d’une partie du portefeuille d’actifs d’entreprise cédé par France Télécom.

Tandis que les grands groupes industriels cèdent leurs actifs immobiliers en plusieurs vagues durant les années 2000, dans un contexte de recherche de valeur actionnariale (Williams, 2000 ; Nappi-Choulet, 2003), les fonds d’investissement de court terme recherchent de leur coté à la fois des actifs à acquérir et des actifs à valoriser. Les portefeuilles d’actifs cédés comprennent à la fois des locaux techniques et localisés en province, mais surtout des sièges sociaux historiquement localisés en centre-ville parisien, à des adresses de prestige. C’est ce qu’entreprend *GE Real Estate* en rachetant des patrimoines auprès de foncières françaises cotées comme Klépierre et Simco ou auprès d’entreprises. L’externalisation des actifs immobiliers de France Télécom illustre bien la participation des fonds opportunistes dans ce type d’opérations. Une première vague de cession d’actifs immobiliers a eu lieu en 2001 pour un montant de 3 milliards d’euros où *GE* et *Whitehall* ont investi aux côtés d’IXIS AEW. Une seconde vague a eu lieu en 2002 avec un fonds de *Morgan Stanley, MSREF IV*. Ce dernier avait acquis également un an auparavant, un portefeuille composé

de 55 sièges régionaux français appartenant à EDF, au prix de 521 millions d’euros.

Une autre diversification consiste à développer en tant qu’investisseurs des opérations en blanc, c’est-à-dire réalisés sans connaissance de l’utilisateur avec un risque locatif de fait très élevé, en anticipant une reprise du marché locatif. En 1999, selon les données de marché, sur les 38 milliards de francs investis dans les bureaux, plus d’un quart sont des investissements de restructuration d’opérations en blanc.

C’est le cas de *Whitehall*, qui restructure après avoir acquis auprès du groupe PSA un portefeuille de 5 immeubles de bureaux et d’un bloc d’emplacement de parkings à Neuilly, l’ancien siège social de Citroën (environ 45 000 m²). La nouvelle opération réalisée en partenariat avec le promoteur *Générale Continentale Investissements* (GCI) est baptisée *Crystal Park*. L’opération montée en blanc est revendue quelques mois après fin 2004, louée avec un bail de 12 ans fermes à PricewaterhouseCoopers, à 450 millions d’euros (soit un taux de rendement inférieur à 6%) au fonds *core* allemand *Kanam*. De son côté, le promoteur américain *Hines France* construit ou restructure plusieurs tours à La Défense (tour PB6, restructuration de la tour CB16).

La période constitue « la phase industrielle » de la gestion d’actifs immobiliers, marquée par de nombreuses opérations d’acquisitions et de ventes d’actifs immobiliers, qui s’échangent comme des actifs financiers sur un marché d’investissement devenu de plus en plus liquide, où les actifs de bureaux sont les plus recherchés. Ces actifs représentent sur la période, plus de 70 % de leurs investissements. La rotation des actifs s’accélère en 2006-2007, dans un contexte de hausse généralisée des prix immobiliers.

Par ailleurs, les fonds diversifient leur patrimoine et commencent à investir en dehors du marché parisien ou dans d’autres segments de marché. *Pacific Investment* investit dans des immeubles de bureaux à Cergy-Pontoise dans le nord de la région francilienne (Parc Saint Christophe) et *Blackstone*, investit dans plusieurs parcs logistiques en province (Lille, Beaune, l’Isle d’Abeau). Le fonds *Colony Capital* investit en 2005 dans les hôtels du groupe Accor tandis que le fond *Apollo Real Estate*, prend des parts en 1998 dans la société France Terre afin d’investir de manière indirecte dans le résidentiel.

C. La crise du marché locatif de bureaux et la recherche de nouvelles opportunités (2003 à 2008)

Alors que le marché de l’investissement est en pleine euphorie entre 1997 et 2001, le marché locatif des

bureaux marque un ralentissement soudain à partir de 2002. L'éclatement de la bulle internet en 2001 ainsi que les attentats terroristes du WTC en 2001 ralentissent l'activité économique générale en France et à l'étranger et entraîne un phénomène d'attentisme des grands utilisateurs dans leur prise de décision sur des surfaces significatives.

La demande placée des utilisateurs retombe à des niveaux proches de 1996 (moins d'1,5 million de m² par an) au moment de la reprise du marché locatif. Les valeurs locatives chutent de 6 % en moyenne à Paris et de 8 % pour les immeubles *prime* du QCA parisien. C'est le moment de haut de cycle que les fonds d'investissement recherchent pour réaliser les plus-values en arbitrant conformément à leur stratégie et en céder leurs actifs. Le marché parisien connaît un paradoxe nouveau : une récession sur le marché locatif combinée à un marché de l'investissement particulièrement expansif, au point de devenir le principal marché d'investissement en Europe avec plus de 8 milliards d'euros d'investissements directs en 2002. Les investisseurs opportunistes américains deviennent soudainement vendeurs nets d'actifs de bureaux sur la période, en cédant en 2004, dans l'immobilier d'entreprise, environ 2,7 milliards d'euros d'actifs.

Dès lors, un nouveau type de fonds apparaît avec la volonté affichée d'investir sur un horizon de long terme, supérieur à 10 ans. C'est le cas de Morgan Stanley, qui crée un fonds intégralement dédié à ce type d'investissement : *l'Eurozone Office Fund*. Des fonds de pension américains comme *TIAA* apparaissent aussi sur le marché français avec les mêmes objectifs d'investissement à long terme.

Les fonds opportunistes de court terme quant à eux, recherchent de nouvelles opportunités et cèdent leurs actifs de bureaux pour investir dans de nouveaux marchés spéculatifs, comme le marché résidentiel haut-de-gamme. C'est le cas du fonds *Westbrook* qui, après avoir acquis des immeubles de bureaux entre 1997 et 2002, change radicalement de stratégie en investissant massivement dans le logement parisien en rachetant 98 immeubles soit 3 200 appartements à Simco, une filiale de la foncière cotée Gecina.

Les actifs résidentiels, délaissés par les sociétés foncières cotées à la recherche de rendement locatifs plus importants fournis par les bureaux, deviennent le nouvel actif de prédilection des fonds opportunistes. Les acquisitions se multiplient alors que de grandes villes cèdent leurs actifs et que l'État français définit en 2005 une politique ambitieuse de cessions immobilières (Nappi-Choulet, 2012).

Le fonds *Lone Star* investit la rue de la République à Marseille ; il rachète en 2004, pour 117 millions d'euros,

la société P2C, qui détient plus de 300 commerces, soit 50 000 m², et 1 350 logements rue de la République à Marseille. Le fond (Lone Star Fund IV) s'engage dans le plus important programme de rénovation de centre-ville (134 000 m²) baptisée Marseille-République, en France. L'opération est revendue deux ans après en 2007 pour deux cents millions d'euros, à *Atemi*, filiale de *Lehman Brothers*. Le fond *Cargill* de son côté acquiert auprès de la Ville de Lyon, le quartier Grolée-Carnot dans le 3^e arrondissement de Lyon pour 87 millions d'euros (soit 10 immeubles haussmanniens représentant 43 000 m² de logements et de commerces) pour revendre deux ans plus tard les commerces de rez-de-chaussée avec une forte plus-value à la foncière Les Docks Lyonnais.

En 2005, l'État français met en place une politique volontariste de cessions d'immeubles, dictée notamment par la volonté d'accroître les recettes budgétaires non fiscales pour réduire le déficit. La politique est confiée à l'administration des domaines rebaptisée *France Domaine*. Sur la seule période 2005-2007, l'État encaisse un montant total de 2,252 milliards d'euros de produits de cessions immobilières (Cour des Comptes, 2009). La Cour des comptes fait remarquer que « La mise sur le marché de biens prestigieux a rencontré une demande d'investisseurs nationaux ou internationaux qui a, en retour, contribué à encourager l'administration dans la poursuite d'une politique ambitieuse de cessions ». Parmi les sociétés d'investissement, la part des sociétés intervenant pour le compte d'investisseurs internationaux est prépondérante, ces sociétés (parfois par l'intermédiaire d'une filiale de droit français) représentant 54 % des produits de cession.

IV. CONCLUSION

Les fonds d'investissement opportunistes, par nature spéculatifs et court-termistes, sont apparus en France à partir de 1996, au moment de la grande crise immobilière des années 90, alors que l'ensemble des marchés immobiliers français, principalement de bureaux, sont en pleine récession. Rapidement, cette catégorie d'investisseurs est associée à la « financiarisation » de l'industrie immobilière. Dès lors, le marché immobilier, par essence local et physique, devient notamment pour les immeubles de bureaux *prime*, un marché globalisé et mondial. Les actifs immobiliers à vocation locative sont détenus par des sociétés ou des entités qui lèvent des fonds sur le marché mondial des capitaux. Dans ces conditions, l'immeuble et son quartier deviennent des actifs financiers dans un monde globalisé.

Le phénomène est de grande ampleur et marque en France une rupture dans l'approche de l'investissement immobilier. On passe ainsi d'une approche patrimoniale à une approche financière de l'immobilier, où les techniques financières de gestion d'actifs appliquées

traditionnellement aux valeurs mobilières s'appliquent désormais aux actifs immobiliers. L'immobilier devient un actif comme les autres – la troisième classe d'actifs – qui permet aux investisseurs de diversifier les risques de leurs portefeuilles d'actifs. Le périmètre de la finance s'élargit à l'immobilier.

Ces nouveaux fonds d'investissement, principalement nord-américains, ont fait les quartiers d'affaires parisiens des années 2000. Ils sont intervenus spécialement en 1996 pour les opérations de bureaux, logées tout d'abord dans les créances douteuses des années 1980, puis dans la rénovation et le développement de nombreuses opérations prestigieuses. Certes spéculatifs, leur rôle est ambigu. Ils contribuent fortement à la hausse spectaculaire des prix immobiliers, tout en développant un marché immobilier de taille internationale et initiant la prise de risque d'opérations immobilières dans des territoires de renouvellement urbain, délaissés par les autres investisseurs.

Leur motivation réside dans la probabilité d'y trouver des retours sur fonds propres particulièrement élevés. Les anticipations de plus-values sur la revente des actifs immobiliers obtenues en investissant en bas de cycle immobilier entre 1997 et 1999 et la possibilité de recourir à la dette lorsque les taux d'intérêt sont historiquement bas y contribuent fortement.

Fonctionnant sur des niches de marché, le retournement du cycle locatif de bureaux les invite à s'intéresser aux autres quartiers de ville à partir de 2002, notamment à la rénovation des commerces et des quartiers résidentiels de centre-ville, avec le maximum de risque rémunérateur. Les opérations de vente à la découpe de logements font particulièrement scandale à Paris, où les prix immobiliers résidentiels flambent. À l'inverse, dans certains quartiers, Lyon ou Marseille, des opérations montées « en blanc » plus récemment, avec des perspectives de plus-values considérables, deviennent des actifs financiers vides, dans un contexte de hausse généralisée des prix et de crise financière globalisée.

Notes

¹ Déclinées pour l'instant dans huit pays européens (Allemagne, Belgique, Bulgarie, France, Grèce, Italie, Pays-Bas et Royaume-Uni), les Reits ont l'obligation de distribuer une part importante de leur résultat et de leurs plus-values. En contrepartie, elles bénéficient d'un régime de transparence fiscale, c'est-à-dire d'une exonération d'impôt sur leurs revenus, et doivent respecter des règles de dispersion de leur capital.

² Selon l'Institut d'Épargne Immobilière et Foncière (IEIF).

³ En France, les SCPI et les OPCI représentent les deux principales catégories de véhicules d'investissement non cotés réglementés par l'AMF. En Allemagne, tous les fonds ouverts sont réglementés par la BaFin.

⁴ Selon l'INREV.

⁵ Cf. Rapports d'activités.

BIBLIOGRAPHIE

- Adair A., Berry J., McGreal S., Deddis B. & Hirst S. (1999). Evaluation of Investor Behaviour in Urban Regeneration, *Urban Studies*, 36(12), 2031-2045.
- Adair A., Berry J., McGreal S., Hutchison N., Watkins C. & Gibb K. (2004). Urban Regeneration and Property Investment Performance, *Journal of Property Research*, 20(4), 371-386.
- Booth P. (2002). Le partenariat public-privé en Grande-Bretagne, in *Partenariat Public-Privé et collectivités territoriales*, Paris : La Documentation Française, 291 p.
- Clark G. (2000). *Pension fund capitalism*. Oxford : Oxford University Press, 342 p.
- Clark G. (2005.). *Setting the agenda: The geography of global finance*, Working Paper 05-03, School of Geography and the Environment, Oxford University.
- Cour des Comptes (2008). *Les opérations immobilières Kleber/Convention à Paris*, Rapport annuel public, 635-655.
- Cour des Comptes (2009). *Les cessions des biens immobiliers de prestige par France Domaine*, Rapport annuel public, 84-106.
- Fainstein S. (2009). Mega-projects in New York, London and Amsterdam, *International Journal of Urban and Regional Research*, 32(4), 768-785.
- Hagerman L. et al. (2005). *Pension Funds and Urban Revitalization: Competitive returns and a revitalized New York*, Oxford University Centre for the Environment, WP 05-13.
- Hagerman L., Clark G. & Hebb T. (2007). *Investment intermediaries in economic development: Linking pension funds to urban revitalization*, Investment Intermediary Case Study, Harvard Law School, 57 p.
- Henneberry J. & Roberts C. (2008). Calculated Inequality? Portfolio Benchmarking and Regional Office Property Investment in the UK, *Urban Studies*, 45(5 & 6), 1217-1241.
- Jones C. & Watkins C. (1996). Urban Regeneration and Sustainable Markets, *Urban Studies*, 33(7), 1129-1140.
- Jones C. (1996). Urban regeneration, property development, and the land market, *Environment and Planning C: Government and Policy*, 14, 269-279.
- Nappi I. (1994). *Le marché des bureaux, analyse des acteurs de l'offre*, Thèse de doctorat en sciences économiques, Université de Paris XII.
- Nappi-Choulet I. (1995). Pour une approche immobilière et financière des marchés de bureaux, *Revue d'Economie Régionale et Urbaine*, 3, 481-500.
- Nappi-Choulet I. (1997). *Les bureaux: Analyse d'une crise*. Paris : Éditions Adef, 181 p.

- Nappi-Choulet I. (2003). *The Economic and Financial Reasons for Corporate Property Outsourcing in Europe*, in The Compendium of Real Estate Papers, IPD, 97-103.
- Nappi-Choulet I. (2006). The Role and Behavior of Commercial Property Investors and Developers in French Urban Regeneration: The Experience of the Paris Region, *Urban Studies*, 43(9), 1511-1535.
- Nappi-Choulet I. (2009). *Les mutations de l'immobilier, de la finance au développement durable*, Paris : Édition Autrement, 304 p.
- Nappi-Choulet I. (2010). *L'immobilier d'entreprise, analyse économique des marchés*, Paris : Édition Economica, 256 p.
- Nappi-Choulet I. (2011). La financiarisation des quartiers d'affaires : l'exemple de Cœur Défense, *Esprit*, novembre, 30-43.
- Nappi-Choulet I. (2012). Le logement, laissé-pour-compte de la financiarisation de l'immobilier, *Esprit*, janvier, 84-95.
- Ratcliff R.-U. (1961). *Real estate analysis*, New York : Mac Graw Hill, 342 p.
- Trache H. & Green H. (2001). L'intervention des investisseurs privés dans des projets de renouvellement urbain, *Les cahiers pratiques de renouvellement urbain*, 1.
- Turvey R. (1957). *The economics of real property, an analysis of property values and pattern of use*, London, George Allen and Unwin, 150 p.
- Williams K. (2000). From shareholder value to present-day capitalism, *Economy and Society*, 29, 1-12.

Coordonnées de l'auteure :

Ingrid NAPPI-CHOULET
 Professeur
 Titulaire de la Chaire Immobilier et Développement durable
 ESSEC Business School
 1 Avenue Bernard Hirsch, BP 50105
 95021 Cergy-Pontoise cedex – FRANCE
 nappi@essec.fr