

Les investisseurs au défi de l'aménagement urbain

Note réalisée par

ibicity

Conseil et expertise en économie urbaine

Cette note est une première version martyre ; les lecteurs qui le souhaitent peuvent réagir auprès de l'auteure.

Les recompositions des acteurs de la chaîne de l'aménagement et de l'immobilier sont aujourd'hui largement décrites¹. Les analyses se concentrent toutefois la plupart du temps sur la manière dont les promoteurs remontent en amont cette chaîne, et, spécifiquement dans le cadre des Réinventer, sur l'évolution du positionnement des utilisateurs et des collectivités. Autrement dit, elles s'intéressent principalement à quatre acteurs de la chaîne : la collectivité locale, l'aménageur, le promoteur, et l'utilisateur.

Il nous semble désormais nécessaire de porter notre attention sur un acteur qui apparaît souvent comme l'angle mort de cette chaîne d'acteurs : l'investisseur. Notre conviction est en effet qu'il devient un acteur clef de cette chaîne, et que la manière dont il intervient peut avoir un impact sur les projets fabriqués. L'objectif de cette note est ainsi : de documenter la manière dont les investisseurs se positionnent (ou pas) sur l'aménagement ; de décrire les grandes catégories d'investisseurs qui le font ; et de décrypter l'impact de leur intervention sur la ville produite. Ce travail rejoint notre ambition d'éclairer la pratique des acteurs de la ville pour, en amont, outiller les collectivités et les aménageurs dans la manière de travailler avec eux. Il rejoint aussi une ambition plus large : alors que traditionnellement, notamment dans la littérature académique, la financiarisation de la ville est décrite de manière assez négative, l'enjeu nous semble être de concilier finance et ville, et de mettre la finance au service de la ville.

¹ Notamment : « “Produire la ville grâce aux opérateurs immobiliers”, de Paul Citron – Métropoles n°20, 2017 ; « Le partage des rôles : un fonctionnement collaboratif... à géométrie variable ! » – Partie Prenante – Le Sens de la Ville – Medium – 8 mars 2018. On se permet également de citer quelques-uns de nos travaux, notamment : « Modèles économiques des projets d'aménagement » – avec l'Institut d'Aménagement et d'Urbanisme de l'Île-de-France – Novembre 2018, « Vers de vrais partenariats aménageur-promoteurs ? », avec Flore Trauttmann - Revue Foncière – Janvier 2016

Nous définirons ici l'investisseur de manière assez simple comme un acteur dont le but est de placer de l'argent pour gagner plus d'argent. Il s'agit principalement des investisseurs institutionnels et des fonds souverains², et dans une logique intermédiée, des fonds immobiliers, des fonds d'infrastructures et des autres fonds d'investissement. Le fondement de leur action est le couple rendement / risque : plus le risque qu'un investisseur prend est élevé, plus le rendement qu'il attend de son investissement doit être élevé. En ce sens, les investisseurs se distinguent des acteurs « industriels » (parmi lesquels on peut notamment ranger les promoteurs), pour qui la rentabilité de leur activité est une condition sine qua non de leur survie, mais dont l'objet est d'abord le développement d'un projet ou d'une activité.

Ce travail s'appuie sur une quinzaine d'entretiens, réalisés ou non spécifiquement dans le cadre de la production de cette note³, d'interviews d'acteurs publiées dans des revues professionnelles⁴, de littérature académique⁵, et enfin de ce qui relève d'une « observation participante » via le métier d'investisseur que nous avons exercé au sein d'une filiale de la Caisse des Dépôts et de notre activité actuelle de consultante sur un certain nombre de projets d'aménagement urbain.

Le sujet est évidemment très large. Chaque catégorie d'investisseur mériterait à elle seule une analyse spécifique, de même que chaque type d'actif ou chaque localisation géographique a ses spécificités. Cette note sera donc parfois simplificatrice, parfois réductrice, mais elle vise à ouvrir un champ d'analyse qu'il nous semble impératif d'approfondir et ambitionne d'en constituer un premier soubassement⁶.

Nous verrons tout d'abord pourquoi, du point de vue des acteurs des projets d'aménagement, le rôle de l'investisseur devient déterminant. Puis, en nous plaçant cette fois-ci plutôt du point de vue des investisseurs, nous examinerons ceux qui sont déjà positionnés ou sont susceptibles de se positionner sur des opérations d'aménagement urbain. Enfin, nous nous interrogerons sur les enjeux de ce nouveau positionnement.

Pourquoi l'investisseur devient un acteur clé des projets d'aménagement

Traditionnellement, l'investisseur était bien présent dans la chaîne de l'aménagement-immobilier. Mais, selon une logique séquentielle, il intervenait après l'intervention du promoteur et il n'y avait en général pas de lien direct entre l'aménageur et l'investisseur : la relation était intermédiée par le promoteur.

2 Les particuliers sont aussi des investisseurs, par exemple lorsqu'ils achètent un logement pour l'occuper ou le louer, ou investissent dans des placements financiers ou boursiers.

3 Nous tenons ainsi à remercier les personnes qui nous ont éclairée, dans le cadre de ce travail, ou plus largement, à l'occasion de divers échanges, sur le décryptage des acteurs impliqués et de leurs logiques d'intervention, en particulier : Pierre Bousquet, Hélène Courault, Audrey Camus, Nathalie Charles, Arnaud de Lagarde, Emmanuel Javal, Hervé Jobbé-Duval, Claire Juillard, Dorothee Lamé-Laroche, Guillaume Pasquier, Catherine Sabbah, Patrick Terroir, William Yon. Ces personnes ne sont évidemment pas engagées par les analyses que nous développons dans cette note.

4 Dossier « investisseurs et aménagement urbain : un nouveau champ d'action ». Réflexions immobilières. N°85 – 3^{ème} trimestre 2018.

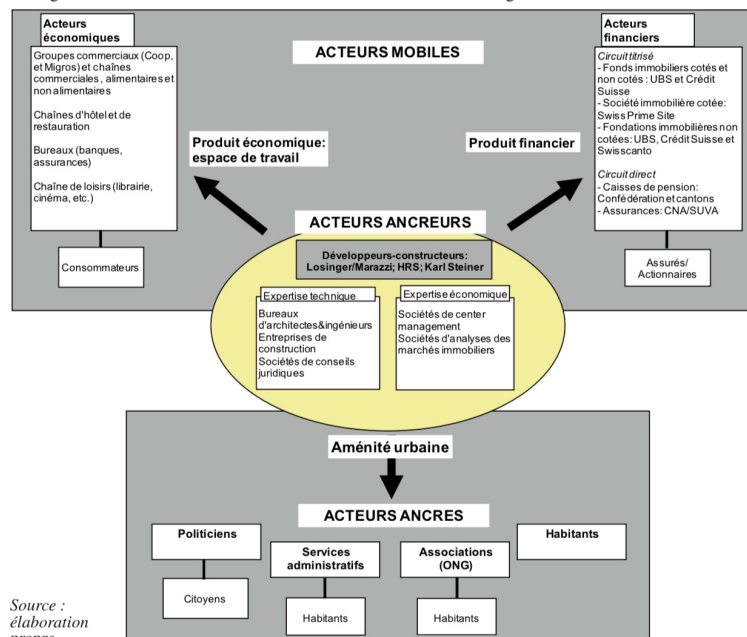
5 « Produire la ville pour les marchés financiers », de Antoine Guironnet et Ludovic Halbert. Espaces et sociétés – N°3/2018. Voir également les travaux de Thierry Theurillat, Olivier Crevoisier et Dominique Lorrain.

6 S'agissant d'un travail à poursuivre, toute remarque est bienvenue, qui peut être adressée à isabelle@ibicity.fr

	Echelle opération				Echelle lot				
	Définition règles urbaines	Maîtrise foncière	Conception projet urbain	Réalisation espaces publics	Conception projet immobilier	Réalisation projet immobilier	Commercialisation	Détention et gestion projet immobilier	Utilisation
Collectivité									
Aménageur									
Promoteur									
Investisseur									
Utilisateur									

Figure: chaîne classique de l'aménagement-immobilier⁷

Le promoteur joue ainsi un rôle d'« ancreur » qui ancre le capital dans la ville, et « consiste à faire le lien entre deux groupes d'acteurs, ayant des rôles et des intérêts différenciés, voire antagonistes et agissant à des niveaux territoriaux différents »⁸.



Source : élaboration propre

Figure: le promoteur comme «acteur-ancreur». Source: Thierry Theurillat⁹

Cette nouvelle relation aménageur-investisseur peut se traduire de deux manières : d'une part, par une relation directe de l'aménageur avec l'investisseur à l'échelle un lot, d'autre part, par une intervention de l'investisseur à l'échelle de l'opération dans son ensemble.

A l'échelle du lot, un lien de plus en plus direct aménageur-investisseur

Contrairement à la situation classique, on constate qu'il y a de plus en plus de lien direct entre l'aménageur et l'investisseur, ce qui pourra notamment se traduire par le fait que l'investisseur sera lui-même promoteur ou passera un contrat de promotion immobilière (CPI) avec un promoteur.

⁷ Tous les schémas sont de l'auteur, sauf précision contraire

⁸ « La ville négociée : entre financiarisation et durabilité », de Thierry Theurillat, Géographie, économie, société 2011/3 (Vol. 13).

⁹ Option citée. A noter que les analyses de Thierry Theurillat prennent comme exemple la Suisse.

	Echelle opération				Echelle lot				
	Définition règles urbaines	Maîtrise foncière	Conception projet urbain	Réalisation espaces publics	Conception projet immobilier	Réalisation projet immobilier	Commercialisation	Détention et gestion projet immobilier	Utilisation
Collectivité									
Aménageur									
Promoteur									
Investisseur									
Utilisateur									

Figure: relation directe aménageur-investisseur à l'échelle d'un lot (parcelle ou macro-lot)

On peut avancer plusieurs raisons. Une première est que les promoteurs sont traditionnellement nécessaires pour prendre en charge un certain nombre de risques, notamment, les risques administratifs (obtention des autorisations de construire), commerciaux, techniques et financiers. Mais les promoteurs ont tendance à transférer le risque commercial sur l'aménageur, puisque leurs promesses d'achat de charges foncières sont souvent conditionnées à l'obtention d'un niveau élevé (souvent 30 à 50%) de pré-commercialisation. Quant aux risques financiers, ils sont souvent mieux couverts par un investisseur financier. Dans ces conditions, l'aménageur peut avoir à travailler directement avec un investisseur.

La consultation lancée en mars 2019 par la Solidéo sur les lots D et E du futur « village olympique et paralympique » à Saint-Ouen-sur-Seine est un récent exemple. Le règlement de la consultation précisait ainsi que les groupements candidats devaient inclure obligatoirement : « un ou des investisseur(s) ou foncière(s) ayant la capacité de financer l'intégralité des immeubles d'un secteur sans condition suspensive de financement bancaire, avec (i) lettre de pré-engagement validée par leurs comités *ad hoc* ou (ii) attestation sur l'honneur de la capacité de l'investisseur à financer le projet à 100% en fonds propres accompagnée de tous documents ou informations permettant à la SOLIDEDO de s'en convaincre. Le ou les investisseur(s) ou la ou les foncière(s) devra(ont) posséder une capacité démontrée de maîtrise d'ouvrage de projets urbains ou être accompagné(s) de promoteurs ayant cette compétence (...) »¹⁰. L'impératif de délai et de fiabilité est évidemment particulièrement fort pour la Solidéo (elle a besoin d'avoir une garantie de délai absolue, et a donc besoin d'avoir des opérateurs dont capacité financière immédiate et fait pas de doute) mais cela renvoie une exigence plus générale.

Une deuxième raison est que, même si cela peut être encadré (via les Cahiers des Charges de Cession de Terrains ou des chartes promoteurs), lorsque les aménageurs cèdent les charges foncières à des promoteurs, cela induit souvent une part significative de ventes en défiscalisation (celles-ci représentaient entre 53 et 54% des ventes de logements neufs entre 2015 et 2017). Or, celles-ci « présentent pour les acteurs publics trois inconvénients majeurs : ce sont les promoteurs immobiliers qui établissent la programmation des logements locatifs privés, selon des critères commerciaux plus liés au profil des investisseurs qu'aux besoins des locataires ; la motivation des investisseurs étant principalement fiscale, ils ne s'engagent que faiblement dans la gestion patrimoniale des copropriétés ; il n'est pas possible de négocier un projet de quelque envergure avec des particuliers investisseurs comme elle pourrait le faire avec une foncière spécialisée »¹¹. Il y a donc un enjeu à faire revenir les acteurs institutionnels dans le logement (qui, en 2017, ne représentait plus que 1% environ de leur portefeuille¹²). Même si les conditions de ce retour échappent largement aux aménageurs, on comprend l'intérêt qu'ils peuvent avoir à aller les chercher directement.

¹⁰ Zone d'aménagement concerté du Village Olympique et Para-Olympique – Règlement de consultation pour la vente des terrains à bâtir et des droits à construire. Solidéo. Mars 2019

¹¹ « Politique du logement et investissement locatif : les institutionnels doivent prendre le relais des particuliers », Laurent Escobar, *Réflexions Immobilières* n°85, 3^{ème} trimestre 2018.

Une troisième raison est que, de plus en plus, les aménageurs ont besoin d'une garantie dans le temps sur la vie du quartier, et sa gestion : il ne s'agit plus seulement de produire des mètres carrés, mais d'activer des usages. Le modèle du promoteur qui vend et disparaît après la livraison paraît de moins en moins viable. Ce sujet est d'autant plus prégnant que les promoteurs interviennent de plus en plus à l'échelle de macro-lots, qui développent des projets de l'ordre de 40.000 à 100.000 mètres carrés de surfaces de plancher. Or, la mutualisation est souvent le maître-mot de ces macro-lots et il y a souvent une mise en commun, entre les différents immeubles du quartier et entre leurs occupants, d'un certain nombre d'équipements ou infrastructures, et/ou d'un certain nombre de services qui doivent « gouvernés » et gérés. Quand les immeubles appartiennent à une multitude de « petits » propriétaires (par opposition à un unique investisseur), cette prise en charge de la vie du quartier est ainsi souvent portée par des Associations Syndicales Libres (ASL), ce qui peut présenter un certain nombre de risques, notamment d'évolution dans le temps.

Ce dialogue aménageur-investisseur n'est certes pas nouveau. En 2013, la directrice générale de Séquano Aménagement notait une évolution des cultures : « La première fois que nous avons parlé d'insertion urbaine et du choix de l'architecte à des investisseurs anglo-saxons, ils étaient très surpris, car leur travail est centré sur l'intérêt de l'utilisateur, et donc sur l'optimisation du fonctionnement de l'immeuble »¹³. De même la ville de Lyon a de longue date une tradition de parler directement aux investisseurs. Mais cette relation directe se généralise. Pas simplement parce que les aménageurs dialoguent directement avec les investisseurs, ou parce que les investisseurs sont intégrés dans des groupements qui répondent à des « consultations promoteurs-investisseurs », mais aussi parce qu'ils contractent directement.

A l'échelle du quartier, des investisseurs de plus en plus présents ?

Ce qui, toutefois, consisterait une forte recomposition du jeu d'acteurs serait que les investisseurs se positionnent sur les maillons traditionnellement pris en charge par l'aménageur, à l'échelle de l'opération d'aménagement.

	Echelle opération				Echelle lot				
	Définition règles urbaines	Maîtrise foncière	Conception projet urbain	Réalisation espaces publics	Conception projet immobilier	Réalisation projet immobilier	Commercialisation	Détention et gestion projet immobilier	Utilisation
Collectivité									
Aménageur									
Promoteur									
Investisseur									
Utilisateur									

Figure: positionnement des investisseurs à l'échelle de l'opération

Cela pourrait se faire dans le cadre de l'accompagnement de promoteurs qui remontent en amont sur l'aménagement en devenant opérateur ensemblier. On a évoqué le fait que l'échelle d'intervention des promoteurs passe de la parcelle à l'ilot ou au macro-lot. Mais de plus en plus, certains promoteurs interviennent sur des macro-macro-lots à l'échelle d'importants morceaux de ville.

12 Selon un rapport du Sénat cité par Laurent Escobar, option citée. « Les quelque 200.000 logements qu'ils possèdent encore ne représentent même pas 3% du parc locatif libre, contre 13% en 1992 ».

13 « La ville sur-mesure » : interview d'Isabelle Vallentin, directrice générale de Séquano Aménagement. Etudes foncières n°165 – Septembre-octobre 2013

Le projet de Charenton-Bercy porte ainsi sur 360 000 m² de programmation mixte (bureaux, logements, commerces, loisirs) et est développé par Bouygues Immobilier (Urbanera) en lien avec l'aménageur Grand Paris Aménagement. Pour le promoteur, ce type d'opération constitue une gageure en termes de timing. Car « ces opérations d'aménagement, qui durent de 10 à 15 ans, doivent être structurées de manière financière pour pouvoir traverser des périodes plus dures. D'où la nécessité pour les promoteurs de trouver des associations avec des financiers – car il n'y a création de valeur que si l'opération est d'une certaine échelle ; s'il vend les terrains au fil de l'eau, l'aménageur ne capte pas la valeur »¹⁴.

Cette remontée en amont de l'investisseur peut également prendre la forme d'un positionnement en direct de l'investisseur pour acheter les terrains et négocier le projet avec la collectivité locale ou l'aménageur. On pense ici à l'opération de Bagneux France. Compte tenu de son déménagement à Balard, la Direction générale de l'armement avait vendu en 2012 son site de Bagneux (16 hectares, site considéré comme stratégique dans le contrat de développement territorial) à un fonds d'investissement français, LBO France. Compte tenu du coût du terrain (plus de 100 millions d'euros), la commune de Bagneux avait renoncé à l'acquérir, mais s'engage dans une convention partenariale avec le propriétaire, avec qui elle signe une convention d'objectifs¹⁵ ; Linkcity intervient en appui de l'investisseur.

Ce type d'intervention amont peut également être le fait de foncières, qui sont à la fois investisseur et promoteur (éventuellement en copromotion). Un exemple, qui date déjà de la fin des années 1990, est celui de la ZAC des Bruyères à Bois-Colombes, sur l'ancien site du constructeur aéronautique Hispano-Suiza, où, pour des raisons historiques liées au fait qu'il était propriétaire de l'essentiel du foncier, AXA est intervenu comme aménageur avec sa filiale Sefri-Cime. L'assureur Aviva y a implanté son siège en 2005, faisant dire au maire de Bois-Colombes : « C'est sur la plus grande opération d'aménagement privée de la première couronne parisienne que s'installe actuellement le groupe Aviva »¹⁶.

La tendance devrait être à la hausse de ce type d'opérations : « en quête de mixité et en mal de fonds, les villes exigent de plus en plus des opérateurs immobiliers qu'ils leur fournissent des quartiers entiers : le projet de la Gaité-Montparnasse à Paris comprend des logements, un hôtel, des bureaux, etc. (...). Les foncières devront de plus en plus endosser le rôle d'aménageur urbain, plus long et plus risqué. Altea-Cogedim a déjà pris ce virage. En changeant de nom, Immochan devenu Ceetrus se place aussi sur le marché de ces acteurs globaux »¹⁷. Cette situation pourrait être encouragée par les collectivités locales, pour, dans un contexte de contraction des finances publiques, permettre un apport de financement. Cet apport financier peut ainsi permettre à la collectivité d'éviter un portage foncier (cf. le cas de Bagneux où la collectivité n'avait pas les moyens d'acheter un terrain valorisé plus de 100 millions d'euros), mais peut aussi prendre la forme d'un financement d'espaces et équipements ou réseaux traditionnellement publics.

S'il commence à apparaître en France, ce modèle est depuis longtemps très présent outre-Manche, avec des acteurs qui sont présents tout au long de la chaîne de l'aménagement-immobilier : en

¹⁴ François Bertière, lors de la table-ronde organisée par l'IEIF lors de son colloque du 17 octobre 2018 : « Co-investir dans l'espace public : quel nouvel équilibre public/privé ? ». Avec **François Bertière**, Président, Bouygues-Immobilier, **Jean-Marc Coly**, Directeur général, **Amundi Immobilier**, **Laurent Escobar**, Directeur Associé, **Adéquation**, **Stéphan de Faÿ**, Directeur général, EPA Bordeaux Euratlantique, **Stéphane Theuriou**, Managing Partner, **BC Partners**.

¹⁵ Cf. Conseil municipal de Bagneux, compte-rendu de séance, 27 mars 2012

¹⁶ « Aviva quitte la cité financière de Paris pour Bois-Colombes » - Annick Colybes - Les Echos – 9 juin 2005

¹⁷ « Unibail endosse le rôle d'aménageur urbain » - Catherine Sabbah – Les Echos – 30 août 2018

Angleterre se développent des projets privés avec des espaces ouverts au public, dont les exemples les plus emblématiques sont ceux de Kings Cross à Londres, ou de Brindley Place, à Birmingham, ou Liverpool 1 à Birmingham avec de généreux espaces publics qui appartiennent au propriétaire-investisseur du quartier¹⁸. En Allemagne, à Hambourg, un projet urbain comprenant un terminal de croisière et des équipements est pris en charge par URW (Unibail)¹⁹.

Quels sont les investisseurs susceptibles d'intervenir sur l'aménagement et selon quelles modalités ?

Dans la première partie, nous avons vu les raisons qui peuvent inciter les collectivités locales et les aménageurs à travailler plus directement avec les investisseurs, et les formes que cela peut prendre. Nous allons maintenant examiner quelles seraient, du point de vue des investisseurs, les raisons qui pourraient les amener à se positionner plus en amont sur l'aménagement. Pour cela, nous allons d'abord essayer d'identifier les principales logiques des investisseurs, puis zoomer sur ceux qui sont les plus susceptibles d'être concernés.

Pluralité des logiques d'investisseurs

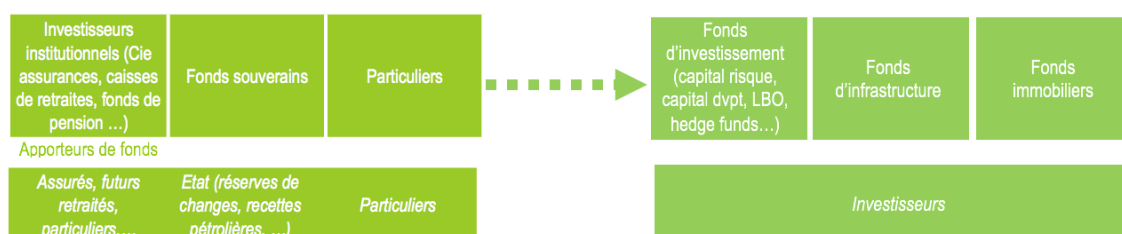
Derrière un même terme, la catégories « investisseurs » désigne des acteurs très différents, avec des stratégies très différentes. D'ailleurs un même acteur peut aussi avoir des stratégies différentes par type de produits : par exemple, la stratégie d'Unibail sur le bureau consiste plutôt à jouer les cycles immobiliers, quand sur le commerce, elle va davantage consister à créer de la valeur via un processus continu de sélection des enseignes, d'animation du centre, etc.

Pour comprendre les logiques des investisseurs, nous proposons ainsi une grille d'analyse qui décortique quatre items, liés entre eux : d'où vient l'argent investi (« catégories d'investisseurs ») ? Quels sont les objectifs et contraintes des apporteurs de capitaux (« objectifs / contraintes ») ? Quelles sont leurs stratégies d'investissement ? (« Stratégies ») Quels sont les supports d'investissement qu'ils ciblent ? (« Support d'investissement »).

18 « Regards sur les grands projets urbains en Europe - Éléments de parangonnage par rapport aux pratiques françaises » - Rapport n° 009658-01 du CGEDD établi par Emmanuel AUREAU, Aude DUFOURMANTELLE et Pierre NARRING (coordonnateur) avec la participation d'Ariella MASBOUNGI – Mars 2015

19 « Unibail endosse le rôle d'aménageur urbain » - option citée

Catégories d'investisseurs



Objectifs / contraintes

Rendement	Plus-value	Prédilection / aversion risque	Horizon de temps	Disponibilité / rareté capitaux	Critères éthiques (intérêt général, ISR, religieux, nationalité)
-----------	------------	--------------------------------	------------------	---------------------------------	--

Stratégies

Niveau d'endettement	Montage financier (LBO, vente à découvert)	Investissement direct / intermédiaire (fonds de fonds, ...)	Tour de table (participation majoritaire / minoritaire, côté / non côté, ...)	Pure player / diversification
----------------------	--	---	---	-------------------------------

Support d'investissement

Type d'actifs (actions, obligations, immobilier, private equity, produits dérivés, ...)	Secteur d'activité	Maturité de l'actif (entreprise, bâtiment, secteur ...)	Zone géographique
---	--------------------	---	-------------------

Figure: grille de décryptage des logiques des investisseurs

Il est d'abord nécessaire de caractériser la nature des fonds qu'ils investissent. Une première catégorie d'investisseurs est constituée des investisseurs institutionnels que sont les compagnies d'assurance et les fonds de pension. « Ceux-ci bénéficient d'une épargne longue dédiée à la préparation de la retraite à la prévoyance et à l'assurance contre les risques liés au vieillissement et à la longévité de la vie. Ces investisseurs ont pour caractéristique commune de porter des engagements contractuels précis à leur passif »²⁰.

Les fonds souverains, a contrario, sont des fonds perpétuels sans engagement explicite de passif. Ils ont émergé « dans les pays bénéficiant des avantages procurés par le renchérissement des matières premières (pays du Moyen-Orient, Norvège, Russie) ou ayant accumulé des réserves de change importantes (Chine et autres pays d'Asie) ». Ils n'ont pas d'engagements contractuels au passif : ni dépôts, ni engagements auprès d'épargnants individuels. « Ils représentent plutôt une forme d'épargne collective forcée destinée à lisser dans le temps le bénéfice d'une ressource immédiate ». Ils ont deux objectifs principaux : « une mission d'auto-assurance contre les fluctuations du prix du pétrole pour les fonds souverains des États détenteurs de réserves d'hydrocarbures, ou contre les crises de change pour les fonds souverains des États disposant de réserves de change excédentaires ; une mission de lissage inter-temporel face à la perspective d'épuisement des réserves pétrolières. Les fonds souverains permettent de répartir de manière équitable à travers les générations les revenus des ressources naturelles, en convertissant des actifs non renouvelables en actifs financiers pérennes »²¹.

Une autre catégorie d'investisseurs est celle des fonds d'investissement. Leurs fonds proviennent d'investisseurs, et leurs modalités d'intervention sont extrêmement diverses. Parmi eux, on peut citer les fonds de capital-risque qui interviennent auprès de jeunes entreprises innovantes, sans exiger de garantie, à un stade de développement où il est souvent difficile d'obtenir des prêts bancaires. Ou encore, les fonds de LBO, qui financent leurs acquisitions de société par de la dette qui doit être

20 « Investissements et investisseurs de long terme », de [GLACHANT Jérôme](#), [LORENZI Jean-Hervé](#), [QUINET Alain](#), [TRAINAR Philippe](#) - La Documentation française - Les Rapports du Conseil d'analyse économique - Août 2010. Bien qu'un peu ancien, ce rapport est très intéressant.

21 « Investissements et investisseurs de long terme », option citée.

remboursée par les remontées de cash-flows de la société (ils investissent donc uniquement dans des activités mûres avec des prévisions de cash-flows réguliers). On trouve aussi les fonds immobiliers ou d'infrastructures dont nous reparlerons plus bas.

Une deuxième étape est de comprendre les objectifs de ces investisseurs. Certains peuvent être plutôt dans une logique de rendement (revenu régulier) ou plutôt dans une logique de plus-value (revenu au moment de la revente). Certains sont très averses au risque (par exemple les compagnies d'assurance qui doivent faire face à tout moment aux demandes de versement de primes de la part de leurs assurés), d'autres au contraire très enclins à en prendre (par exemple, les hedge funds dont c'est précisément la caractéristique). Certains sont des investisseurs de long terme, d'autres ont des horizons d'investissement très courts. Un autre critère est celui de la disponibilité ou de la rareté des capitaux qu'ils ont à investir. Enfin, des critères extra-financiers interviennent de plus en plus, qu'ils s'agissent de critères « socialement responsables » ou religieux (« fonds charia ») ou de nationalité (le FSI).

Une troisième étape est de comprendre les stratégies possibles, en termes de niveau d'endettement, de type de montage financier, de choix d'investissement direct ou intermédiaire, de tour de table et de diversification.

Enfin, une quatrième étape est de décortiquer les supports ou cibles d'investissement qui découlent de ces logiques.

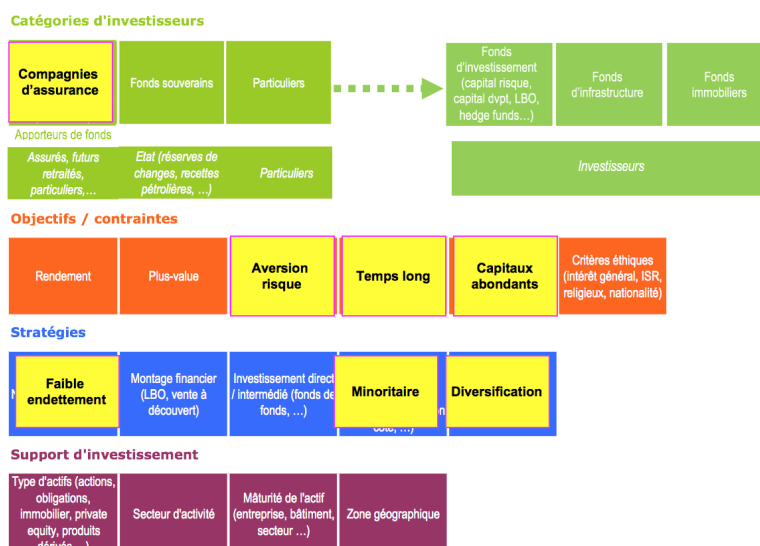


Figure: grille de décryptage des logiques des investisseurs appliquée aux compagnies d'assurance

On peut ainsi distinguer deux circuits : le *circuit direct et non titrisé*, et le *circuit intermédiaire et titrisé*, qui « regroupe les investisseurs institutionnels (...) de deuxième degré, voire de troisième degré, tels que les sociétés d'investissement immobilier (REIT) et les fonds d'investissement immobiliers ou d'infrastructures appartenant le plus souvent à des groupes bancaires qui se sont multipliés ces dernières années ». « En permettant à un investisseur, que nous appelons de premier degré (par exemple un particulier ou un institutionnel tel qu'une caisse de pension ou une société d'assurances) de ne pas investir de manière directe sur les marchés réels du construit urbain et par conséquent de ne pas détenir des objets physiques, les investisseurs de deuxième degré ont la capacité de *transformer un actif réel et immobile*, comme un immeuble ou une infrastructure, *en un actif financier* négociable sur les marchés financiers, qu'ils soient organisés ou de gré à gré. Il s'ensuit que, par la titrisation, la propriété urbaine devient *liquide et mobile dans l'espace* »²².

22 Thierry Theurillat, option citée

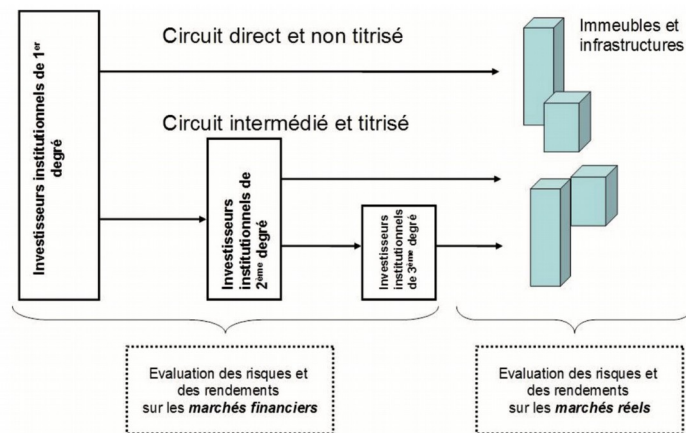


Figure: les catégories d'investisseurs institutionnels et les deux types de circuits d'investissement (source: Thierry Theurillat, op. citée)

Zoom sur quelques catégories d'investisseurs

Nous allons maintenant zoomer sur quelques catégories d'investisseurs, susceptibles – a priori - de remonter la chaîne de l'aménagement.

Les promoteurs qui deviennent investisseurs

Portés par la bonne santé du marché de l'immobilier, un certain nombre de promoteurs créent des foncières. C'est le cas par exemple de Novaxia, qui est une société d'investissement immobilier spécialisée dans la « transformation de lieux urbains obsolètes »²³. Cette stratégie suppose toutefois de pouvoir bénéficier de fonds propres importants : alors que le promoteur est payé au fur et à mesure de l'avancée du projet, l'investisseur doit disposer des fonds en totalité au démarrage.

Des acteurs comme BNP Paribas Real Estate s'appuient également sur leur présence sur tous les maillons de la chaîne (promotion immobilière, transaction, expertise, Property Management, Investment Management) et mettent en avant une « intégration unique de l'ensemble des métiers de l'immobilier qui permet d'associer [des] compétences d'expertise, de commercialisation, de maîtrise d'ouvrage, voire d'investisseur de tout ou partie des programmes immobiliers de l'opération »²⁴.

Les sociétés foncières

Les Sociétés Immobilières d'Investissement Côtées (SIIC), que l'on appelle également « sociétés foncières cotées » sont une autre catégorie d'investisseurs très présents dans l'immobilier, avec un positionnement plus important en amont des opérations. Elles sont d'une certaine manière une catégorie hybride qui présente à la fois les caractéristiques d'une société cotée et celles de fonds immobiliers. Elles ont été créées par la loi de finances pour 2003, sur le modèle américain des REIT. Elles bénéficient d'un régime fiscal particulier (exonération sous condition d'une partie de leurs revenus)²⁵.

Parmi elles, on trouve des sociétés comme Unibail, Gecina, Altarea-Cogedim, ou Covivio. Elles se positionnent à long terme sur le projet. Covivio (ex-Foncière des Régions) vient ainsi tout récemment

²³ Site internet. Egalement : « L'épargne au cœur de la transformation urbaine », entretien avec Joachim Azan, Président de Novaxia, Réflexions Immobilières – 3^{ème} trimestre 2018

²⁴ https://www.realestate.bnpparibas.fr/bnppre/fr/promotion/services-immobilier-entreprise/reconversion-sites-projets-amenagement/amenagement-bureau-reconversion-batiment-bnp-paribas-real-estate-uat_19751.html

²⁵ « Les sociétés foncières. Entre finance et ville durable ». Cyril Boisnier. L'Harmattan. 2015

(mai 2019) d'être lauréat de « Reinventing Cities » à Milan. Le projet Vitae participe ainsi à la régénération d'un ancien quartier industriel de Milan.

Les fonds immobiliers

Par leur nature immobilière, les fonds immobiliers méritent d'être examinés. Ils regroupent des acteurs comme Amundi Immobilier, Allianz Real Estate, Axa REIM, etc. Leur métier est d'acheter, de transformer et de revendre avec une plus-value. Leur principal risque est un risque de commercialisation.

Aujourd'hui, ils restent très concentrés sur des actifs « core » (sans risque : loué à long terme, et très bien placé, donc sans problématique de relocation) ou « value added » (avec un risque lié au marché ou lié à un contrat de travaux en cas de restructuration d'un immeuble. Ils s'ouvrent parfois à des investissements « opportunistes » (classes d'actifs considérées à un instant t comme plus risquées, ce qui devient par exemple le cas du « retail »), voire sur des actifs « forward » (sur des nouvelles zones à développer).

Ainsi, les fonds immobiliers semblent commencer à investir un peu plus tôt dans le processus de réalisation d'un immeuble (on passe d'investisseurs qui vont acheter des bâtiments loués (qui savent combien ça rapporte) à des gens qui achètent des investissements à la sortie de la construction, pas forcément loués, ou achètent pendant la construction avec un risque locatif), mais ils ne semblent pas aujourd'hui prêts de remonter plus en amont sur la chaîne.

Les fonds d'infrastructure

Compte tenu des échelles des projets d'aménagement et des sujets que les aménageurs doivent traiter (pollution, infrastructures, y compris de connectivité - réseaux d'eau, d'électricité, réseaux numériques - équipements publics qui vont faire vivre le quartier), les fonds d'infrastructure sont également à étudier. Une particularité des fonds d'infrastructure est que, à l'issue de la concession, ils ne possèdent plus rien, les biens étant retournés au concédant. Le calcul du TRI (taux de rendement interne) d'un projet d'infrastructure se fait donc sur la base d'un profil de flux de celui d'un projet immobilier.

Méridiam est sans doute l'un des acteurs les plus actifs sur ce sujet en France. Il fait ainsi partie du groupement réuni par Linkcity sur un projet de "démonstrateur métropolitain du numérique », de 140.000 m², sur le pôle Gare des Ardoines à Vitry-sur-Seine (dans le cadre du concours Inventons la métropole)²⁶. Meridiam se positionne comme investisseur « couche servicielle »²⁷ et financeur des innovations énergétiques. Cette entrée par la transition énergétique est ce qui fonde son action, puisqu'elle s'inscrit dans le cadre de son fonds transition : « un immeuble peut être très performant en lui-même mais ce n'est rien par rapport à ce qu'on peut gagner entre les immeubles ».

Autres fonds long terme

A côté de ces fonds spécialisés, on trouve des fonds long terme « multi-spécialistes » qui adaptent leurs logiques en fonction des spécificités de leurs clients.

La Française, qui investit pour le compte de tiers, est sans doute parmi les investisseurs les plus innovants du marché, et mène une réflexion sur tous les types d'actifs afin d'innover. Il commercialise ainsi une « propriété à vie », qui présente la caractéristique d'être achetée pour 50 ans, avec un prix décoté de 30 % et 40 % par rapport à la propriété pleine du même bien. Dans ce cadre, la Française propose une clause de rachat, ce qui l'oblige à se projeter sur la valeur des biens, et donc du quartier, dans 50 ans²⁸. Elle souhaite ainsi travailler avec les aménageurs et les élus pour arriver le plus tôt

²⁶ <https://www.linkcity.com/projets/ile-de-france-vitry-sur-seine-pole-gare-des-ardoines/>

²⁷ <https://www.lejournaldugrandparis.fr/inventons-metropole-grand-paris-liste-laureats/>

²⁸ Elle achète en VEFA en bloc, puis vend à la découpe en « propriété à vie », puis attend que les biens lui reviennent, soit au terme du contrat, soit avant par activation de la formule de rachat automatique. C'est à ce

possible dans la chaîne de production de l'immobilier acheté, et pouvoir ainsi sélectionner les meilleurs environnements urbains. Mais une fois ce travail effectué en amont, elle n'est plus présente dans la chaîne de fabrication du projet²⁹. Ceci la conduit à privilégier des espaces publics de qualité, et donc des opérations de transformations de grande taille, souvent avec un vrai aménageur.

Avec l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada (OIRPC), la Française a par ailleurs noué un partenariat stratégique en vue de développer la Société Foncière et Immobilière du Grand Paris, une structure de placement immobilière. « Cette coentreprise entre l'OIRPC (80 %) et la Caisse Fédérale du Crédit Mutuel Nord Europe (CMNE) (20 %), actionnaire de La Française, prévoit investir dans des projets majeurs situés dans le Grand Paris »³⁰. Ce choix de « s'engager en amont des projets de construction sur une durée très longue »³¹ doit être mis en regard de la stratégie du fonds de pension canadien : actuellement en phase de collecte plus qu'en phase de service de pension, il prépare l'avenir et achète beaucoup sans avoir une exigence de rendement immédiat forte.

Tikehau Capital fait également partie de ces investisseurs long terme qui se positionnent plus en amont. Pour le projet de Bercy-Charenton, évoqué plus haut, Bouygues Immobilier s'est associé au fonds TREO 2018. C'est « un fonds qui suit une stratégie « value added » sur toutes les classes d'actifs sur le marché européen. TREO 2018 a été lancé en juin 2018 avec des apports initiaux de près de 300 millions d'euros provenant notamment de Tikehau Capital³² et d'un groupe singapourien de premier plan, en tant qu'investisseur de référence ».

Enfin, les fonds souverains sont peut-être moins actifs que ce qu'on lit dans la presse, en tout cas France. Citons toutefois Adia, le fonds d'Abu Dhabi, qui a acheté 60 000 m² pour 500 millions d'euros à Levallois, ou le Qatar qui « achète des quartiers entiers. Fin février, en effet, son fonds souverain est devenu propriétaire d'un quartier de Milan, Porta Nuova, dont il détenait déjà 40 %. Les parts ont été rachetées à Hines, à l'assureur UnipolSai et à plusieurs fonds d'investissement. Le quartier Porta Nuova compte 25 bâtiments dont le gratte-ciel Bosco verticale, immeuble résidentiel qui domine Milan. Le montant de la transaction n'est pas connu précisément mais le chiffre de 2 milliards d'euros est cité. Plus faramineuse encore est l'achat du quartier d'affaires londonien Canary Wharf, à l'est de Londres. Ce quartier, qui comprend 35 immeubles de bureaux, abrite les sièges de HSBC, Barclays, JP Morgan, des centres commerciaux et des logements, mais aussi près d'un million de mètres carrés à construire. QIA est devenu premier actionnaire, avec 29 % des parts, en 2009 lorsque Canary Wharf frôlait la faillite. Là encore, le montant de la transaction est un secret bien gardé, mais les experts parlent de 3,5 milliards d'euros. Ce trophée s'ajoute à celui de la tour Shard et du grand magasin Harrods³³.

Les fonds ISR

moment-là qu'elle pourra mesurer la rentabilité de son investissement.

29Cf. intervention de Guillaume Pasquier (La Française) lors du colloque de l'Institut d'Aménagement et d'Urbanisme du 18 octobre 2018 : « l'aménagement a-t-il changé de mains ? » (actes)

30 <http://www.cppib.com/fr/public-media/headlines/2019/cppib-signs-partnership-la-francaise-and-grand-paris-investment/>

31 <https://www.la-francaise.com/fr/nous-connaître/nos-expertises/le-grand-paris-par-la-francaise/>

32 « Tikehau Capital est un groupe de gestion d'actifs et d'investissement qui gère 14,2 milliards d'euros d'actifs (au 31 mars 2018) et dispose de 2,5 milliards d'euros de fonds propres (au 31 décembre 2017). Le Groupe investit dans différentes classes d'actifs (dette privée, immobilier, investissement en capital, stratégies liquides), notamment au travers de Tikehau IM, sa filiale de gestion d'actifs qui opère pour le compte d'acteurs institutionnels et privés. Contrôlé par son management, aux côtés de partenaires institutionnels de premier rang, Tikehau Capital compte environ 220 collaborateurs au sein de ses bureaux actuellement situés à Paris, Londres, Bruxelles, Madrid, Milan, New York, Séoul et Singapour ». Source : Communiqué de presse du 11 juin 2018

33 https://www.icif.fr/revue_de_presse/le-qatar-et-abu-dhabi-convoient-limmobilier-europeen. 10 mars 2015

Les fonds d'investissement responsable (ISR) sont une catégorie assez large, en plein développement. On peut en particulier pointer le développement de « l'immobilier à impact social positif »³⁴.

Récemment a été créé « SoCo », une foncière commerciale solidaire qui est une joint-venture sociale entre Baluchon, Altarea Cogedim et le Crédit Coopératif, qui vise à « impulser et à pérenniser des activités commerciales innovantes à fort impact social, en faveur d'une ville plus durable et plus inclusive ».

Les fonds d'investissement publics

Doté de 50 M€, le fonds Ville de Demain, géré par Bpifrance dans le cadre du Programme d'investissements d'avenir (PIA), intervient en capital-amorçage et en capital-risque auprès de sociétés qui développent des technologies et des services dans le domaine de la « Ville Intelligente ». Il porte une attention particulière aux : domaines de la conception urbaine et de l'environnement ; aux bâtiments et usages ; à l'énergie et aux réseaux ; à la mobilité ; aux services urbains innovants³⁵.

Lié au PIA également, le fonds ANRU a également été mis en place avec une finalité d'impact territorial et social, notamment via l'emploi. « Il s'intéresse à des projets immobiliers dans le domaine de l'entreprise, du commerce et des services, des résidences gérées et de l'hôtellerie, ou à des projets mixtes structurants combinant ces différents types de programmes. Mais au-delà de ces typologies, les projets qui nous intéressent s'inscrivent impérativement dans un QPV, ou à proximité immédiate, et surtout doivent, dans une perspective élargie, prolonger un projet de développement intégré qui accompagne et accélère la mutation urbaine »³⁶.

Des générateurs de valeur qui deviennent investisseur

Une autre catégorie d'investisseurs est intéressante à examiner. C'est celle d'opérateurs qui décident de capter la valeur qu'ils captent. C'est par exemple le cas de la foncière d'Ikea, rebaptisée Ingka Centres³⁷, qui s'est rendue compte que ses magasins généraient une forte rentabilité pour les commerçants qui s'installaient à proximité. Le Grand Réservoir, acteur leader de l'Innovation des Usages de l'immobilier commercial, à l'origine du Cluster des Univers Virtuels de Charenton-Bercy.

Des fonds très spécialisés (pollution)

Enfin, certains fonds sont très spécialisés, par exemple sur la pollution, à l'image de Brownfields. Il intervient pour régénérer tant les friches industrielles que les sites obsolètes en zones urbaines denses. De la même manière que plusieurs C'est un investisseur qui s'inscrit dans la chaîne de l'immobilier avant d'autres investisseurs qui interviennent avec d'autres logiques de risque.

34 Cf. dossier spécial dans la revue *Réflexions Immobilières* n°87 du 1^{er} trimestre 2019

35 <https://www.bpifrance.fr/Qui-sommes-nous/Nos-metiers/Fonds-propres/Fonds-directs-Bpifrance/Capital-Innovation/Ville-de-Demain>

36 « DES FONDS D'INVESTISSEMENT DANS LES QUARTIERS PRIORITAIRES DE LA POLITIQUE DE LA VILLE » - Interview de Corine Bertone, Directrice du Fonds de co-investissement de l'ANRU. *Réflexions Immobilières* n°87

37 Pourquoi Ikea rebaptise sa branche immobilière – Daniel Bicard – LSA – 21 novembre 2018
<https://www.lsa-conso.fr/pourquoi-ikea-rebaptise-sa-branche-immobiliere-ingka-centres,303891>



Figure: la chaîne des acteurs de l'immobilier. Plusieurs investisseurs peuvent se positionner successivement selon différentes logiques de création de valeur

Un positionnement sous injonctions

Nous venons de brosser rapidement le portrait-robot des grandes caractéristiques d'investisseurs susceptibles de remonter la chaîne. Mais, une fois les grands fondamentaux de leurs actions arrêtés, leurs stratégies peuvent varier fortement selon un certain nombre de facteurs.

Le contexte de marché

La première injonction des investisseurs est d'abord liée au contexte de marché, qui dépend à la fois des niveaux de collecte et des taux de rendements comparés des différents actifs entre eux.

Le fait que les fonds immobiliers aient récemment pris un peu plus de risque est lié au fait que « l'année 2017 s'est organisée autour de deux phénomènes principaux : une collecte historiquement élevée associée à des taux de rendement immobilier sur le marché de l'investissement au plus bas. Sachant que notre principe est de ne pas transiger sur la qualité des actifs, afin de nous protéger d'une éventuelle remontée des taux et de capter au mieux une éventuelle remontée des loyers, il a été nécessaire d'incrémenter de nouveaux éléments à notre stratégie afin de conserver un bon niveau de performance. Lors de l'acquisition de nos actifs, nous avons ainsi ajouté un effet levier de l'ordre de 30 à 40%, renforcé notre diversification internationale et introduit une part de risque locatif sur une partie de notre portefeuille via des Vefa (ndlr : vente en état futur d'achèvement) « en blanc ». Cela s'est traduit par des investissements sur des actifs tels que Cœur Défense, mais également d'autres, plus risqués, tels que la future tour Hekla ». (...) « Sans pour autant perdre de vue le caractère essentiel de nos investissements de bureau, nous nous positionnons de plus en plus sur des produits immobiliers de diversification : parcs d'activité, résidentiel, résidences gérées, hôtellerie »³⁸.

Pour les mêmes raisons, un acteur comme Horizon AM, à l'origine un promoteur immobilier, a créé un fonds qui achète du foncier qu'il valorise, à l'image de qu'ils ont fait avec le centre de tri de La Poste de Verneuil-sur-Seine, transformé en immobilier résidentiel.

Incitations fiscales et nouvelles priorités des apporteurs de fonds

La politique fiscale et les mesures pour encourager l'investissement socialement responsable ou la valeur verte peuvent impacter fortement les stratégies des investisseurs.

Des contraintes

38 Jean-Marc Coly (Amundi Immobilier) : « La collecte s'est légèrement ralentie pour se stabiliser au niveau de 2016 » - 31 août 2018

<https://www.magazine-decideurs.com/news/jean-marc-coly-amundi-immobilier-la-collecte-s-est-legerement-ralentie-pour-se-stabiliser-au-niveau-de-2016>

Au-delà des éléments qui guident leurs stratégies, les investisseurs peuvent avoir certaines contraintes de fonctionnement qui brident leur capacité d'action. Par exemple, pour les fonds d'infrastructures, et même si d'ici cinq ans, les prochaines levées de fonds devraient être plus modestes, le montant moyen d'une levée de fonds est aujourd'hui de l'ordre de 1 milliard d'euros ; sur la base d'un financement avec 10% fonds propres et 90% de dette, ils vont donc rechercher des projets qui représentent un investissement de 100 millions d'euros minimum. Pour lever ce frein, Meridiam a récemment fait en sorte de doter son « fonds transition » d'une flexibilité supplémentaire pour gérer la maille fine et démarrer les projets, en permettant d'investir « avec un horizon de long terme dans des projets (« greenfield ») de taille moyenne relevant de l'efficacité énergétique, comme les réseaux de chaleur, la valorisation énergétique de déchets, les réseaux électriques et gaziers et les énergies renouvelables »³⁹.

Une géographie sélective

Force est également de constater que, selon leur nature, la géographie des investisseurs est souvent très sélective. C'est notamment le cas des fonds immobiliers. La capacité à démontrer la capacité du territoire à être attractif dans la durée est un facteur clef, comme le montre les stratégies des investisseurs autour du projet du Grand Paris.

Jusqu'où ? Vers un renforcement du rôle des investisseurs dans l'aménagement ?

Les exemples cités ci-dessus traduisent une grande diversité de situations, et il faut sans doute rester prudent : détenir plusieurs immeubles dans un même macro-lot, ce n'est pas faire de l'aménagement, pas plus qu'être un détenteur de foncier passif. De même, le positionnement de certains investisseurs sur de très grands projets semble davantage s'apparenter à un placement stratégique. Il n'empêche, même si ce positionnement des investisseurs reste encore très limité et très circonscrit, le repositionnement des acteurs est bien à l'œuvre.

Il n'est pas évidemment sans poser de questions. Certains positionnements d'investisseurs sur des quartiers n'ont pas tenu leurs promesses, que l'on pense au quartier République Grolée-Carnot à Lyon⁴⁰ ou à la rue de la République à Marseille⁴¹ (il s'agit ici toutefois d'investissement sur l'immobilier plus que sur l'aménagement).

39 « Comment Meridiam finance la transition énergétique » - Sophie Rolland – Les Echos – 16 octobre 2018

40 « La ville de Lyon a vendu, en 2004, une dizaine d'immeubles de style Haussmannien à un fonds américain Cargill, pour 87 millions d'euros. Quelques mois plus tard, le groupe américain a revendu uniquement les pieds d'immeubles, pour 99 millions, aux Docks Lyonnais, société contrôlée à travers un complexe montage par l'Union des banques suisses (UBS). La crise financière de 2008 aurait provoqué un changement radical de stratégie pour céder à tout prix des actifs. D'où une rupture brutale entre Docks Lyonnais et le groupe Shaftesbury. En 2013, le quartier sera encore revendu, cette fois au fonds souverain d'Abou Dhabi, pour 88,9 millions d'euros. À un prix très en dessous des évaluations » (<https://www.leprogres.fr/lyon/2017/03/06/un-quartier-du-centre-ville-au-coeur-d-une-guerre-judiciaire>).

41 « En 2004, la Société immobilière de Marseille (SIM) vend la totalité des immeubles de la rue à deux fonds d'investissement. Lonestar, l'Américain, rachète la partie Sadi-Carnot-Joliette et ANF, le Français, prend le côté Sadi-Carnot-Vieux-Port. Ils s'engagent à réhabiliter le quartier. (...) Hélas, ça ne prend pas. Les cadres sup' tant espérés ne viennent pas, les appartements restent vides et les commerçants ne parviennent pas à s'installer durablement. Quatorze ans après, il ne reste plus que la maquette pour se remémorer le projet initial. (...) Aujourd'hui, deux opérateurs se partagent la rue. Primonial a racheté les parts d'ANF et Atemi Méditerranée, filiale de Fréo Immo, celles de Lonestar. Eux-mêmes ont revendu leurs logements à d'autres agences immobilières et même à des offices HLM... « On a dépensé 100 millions d'euros pour rénover 14 immeubles de la rue. 90 % de nos bureaux sont occupés, 750 logements ont été vendus à la découpe », se défend Olivier Dubois, président de Fréo Immo. Sachant que vente de logement ne signifie pas occupation. Avant de confesser : « 45 % des locaux commerciaux sont pourvus », soit 55 % vides ». « A Marseille, l'interminable échec de la rue de la République – La Marseillaise – Marius Rivière - 27/12/2018, modifié le 7 janvier 2019

Il y a pourtant un paradoxe. « Alors que jamais le montant des capitaux financiers potentiellement disponibles n'a été aussi important, jamais la possibilité de les transformer en capitaux productifs pour des villes et des territoires durables n'a été aussi difficile »⁴², et ce, dans un contexte où les besoins de financement de projets urbains sont très importants. Cela appelle sans doute plus de visibilité et de lisibilité de l'action publique, et d'éviter les « dragons à mille têtes ». Que ce soit pour derrière permettre l'intervention d'investisseurs, ou pas, cela reste sans doute un objectif à poursuivre.

42 « Villes versus finance ? », Nicolas Buchoud, *Réflexions immobilières*. N°85 – 3^{ème} trimestre 2018