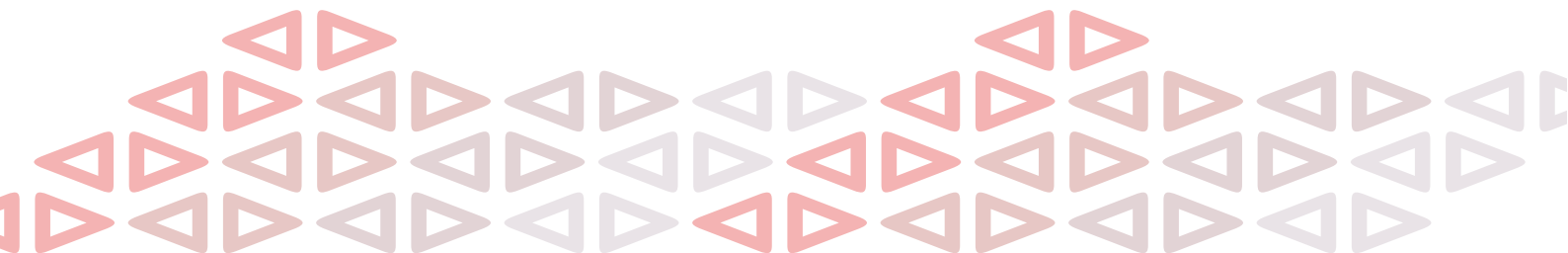


L'aménagement urbain, une nouvelle étape de la diversification d'actifs ?

Les investisseurs dans les projets du Grand Paris



Rapport rédigé par
Marie Llorente, Martine Drozd et José Ignacio Vila Vázquez

Groupe de travail Economie de l'Aménagement - Chaire Aménager le Grand Paris
Université Gustave Eiffel et Université Paris-Est Créteil
Ecole d'Urbanisme de Paris
LATTS - Laboratoire Techniques, Territoires et Sociétés

Décembre 2020

« Il y a évidemment de la création de valeur à aller capter en se positionnant très en amont sur des quartiers pour lesquels je fais un pari qu'il s'agira de quartiers gagnants. Un exemple important, ce sont les gares du Grand Paris. Mais justement, quand je dis que c'est un exemple intéressant, c'est que toutes les gares ne vont pas être gagnantes ». Entretien E12, DGA d'institut d'analyse du secteur immobilier.¹

Introduction

Dans un contexte où les disponibilités foncières sont de moins en moins compatibles avec les équilibres économiques des opérations en renouvellement urbain, la maîtrise des projets d'aménagement stratégiques devient de plus en plus difficile pour les collectivités dont la contrainte budgétaire se resserre depuis plusieurs années. Souvent à risque et assez longues, ces opérations d'envergure nécessitent des financements importants devant être sécurisés aux différents stades du projet, du montage à sa mise en œuvre opérationnelle. Historiquement, ces opérations sont réalisées par des aménageurs publics selon un mode assez séquentiel (l'aménageur cédant au terme d'un processus assez long des charges foncières à des promoteurs, l'investisseur arrivant au bout de la chaîne). En général, le financement bancaire est la principale ressource de l'aménageur en plus de ses fonds propres et il doit gérer un décalage de trésorerie important entre les dépenses engagées très tôt et les premières recettes qui arrivent bien plus tard.

L'urbanisme négocié qui apparaît dans les années 2000 et la vague plus récente des appels à projets urbains innovants (APUI) ont sensiblement modifié ces configurations traditionnelles, avec l'apparition de groupements plus intégrés qui répondent à des consultations, notamment le couple promoteur-investisseur. Si le rôle des investisseurs est très prisé dans le tour de table du financement de projets, leur position prend désormais différentes formes. Elles correspondent chacune à un niveau de prise de risque et de réversibilité plus ou moins fort, de la simple lettre d'engagement à mandataire de groupement, jusqu'à se porter acquéreur de foncier et prendre le risque du changement du droit des sols.

Dès lors, ce constat récent d'un positionnement plus en amont des investisseurs invite à reconsidérer la distribution des rôles habituellement constatée dans la chaîne de l'aménagement et son financement. Comment ces acteurs décident-ils de prendre de telles positions et quels sont leurs modes d'action aux différentes étapes des projets (acquisition foncière, conception et programmation, montage, etc.) ? S'agit-il d'une tendance de fond ou d'un mouvement ponctuel favorisé par les APUI et réservé à quelques acteurs en particulier ? Pour tenter d'avancer sur ces questions, cette recherche s'est donc centrée sur ces investisseurs « en situation d'aménagement », c'est-à-dire qui se positionnent plus tôt dans la chaîne et qui peuvent ainsi se

¹ Se reporter à l'annexe (Tableau 7) pour avoir les détails des entretiens réalisés et cités dans le rapport.

sourcer de façon plus anticipatrice. Elle propose une première exploration de leurs modes de fonctionnement et de leurs stratégies, en relation avec les acteurs classiques de l'aménagement urbain en Ile-de-France, sans prétendre à l'exhaustivité.

Enjeux de la recherche

L'enquête s'est concentrée sur deux questions :

(1) La remontée récente des investisseurs dans la chaîne de l'aménagement s'explique-t-elle par l'incitation à garantir le développement d'opérations complexes en préservant l'équilibre financier des acteurs publics ?

(2) Cette remontée permet-elle de sécuriser et de diversifier (et par quels moyens) les sources de captation de la valeur par les investisseurs ?

La plupart des travaux menés dans le champ de l'aménagement et des études urbaines sur ces sujets ont montré que les acteurs issus du monde de la finance de marché, leurs pratiques, leurs rationalités, leurs outils, exercent une influence croissante sur la production urbaine actuelle. Cette enquête explore plus avant ces réflexions :

1. en rendant compte du point de vue des investisseurs² et en traçant un panorama exploratoire de la diversité des trajectoires de ces acteurs dans le périmètre du Grand Paris.
2. en mettant en évidence comment ces acteurs se positionnent en amont dans la chaîne de production des projets d'aménagement et transforment en retour les configurations d'acteurs, à partir d'études de cas situées dans le périmètre du Grand Paris³.

Nous partons à ce stade d'une définition assez simple de **l'investisseur désignant un acteur individuel ou institutionnel allouant une part de son capital disponible à l'acquisition d'un actif réel ou financier, sur une certaine durée et en assumant un certain niveau de risques, avec l'objectif d'en tirer un rendement financier**. Comme évoqué en introduction, nous nous concentrons ici uniquement sur les investisseurs en situation d'aménagement, ainsi que sur les instruments de financement. Pour ce faire, l'enquête s'appuie sur des entretiens menés auprès d'acteurs publics et privés, proches ou appartenant à cette sphère d'investisseurs et par l'analyse d'opérations représentatives. Il s'agissait d'une part, de proposer une première caractérisation des

² Reprenant ainsi la proposition de M. Raco, N. Livingstone, et D. Durrant (2019).

³ Voir également la note produite par I. Baraud-Serfati - Ibicity (2019) pour le Réseau National des Aménageurs.

investisseurs dans le Grand Paris et d'autre part, de qualifier les modalités des prises de position de ces acteurs de l'investissement, en particulier immobilier, qui « remontent » la chaîne.

En parallèle, ce rapport restitue quelques éléments intéressants qui sont ressortis de l'enquête concernant certains aménageurs publics, qui de leur côté diversifient les sources de financement pour réaliser leurs activités d'aménagement en se finançant directement auprès des marchés financiers.

Structure du rapport

Le rapport présente d'abord une synthèse, sous forme de portrait d'acteurs et d'instruments, les recompositions des outils mis à disposition des acteurs de l'aménagement pour financer leurs projets : émission de titres obligataires pour les acteurs publics, créations de véhicules d'investissement par les investisseurs (1). Nous dressons ensuite un panorama des investisseurs en situation d'aménagement dans le périmètre du Grand Paris en présentant les véhicules et les fonds dédiés à des projets d'aménagement ou à de grands projets immobiliers. Nous évoquons également dans cette partie les nouvelles sources de financement des sociétés d'aménagement publiques ou para-publiques (2). Avant les études de cas, une synthèse des évolutions du financement et du rôle des investisseurs dans l'aménagement en France est proposée, à travers une mise en perspective historique depuis la deuxième moitié du XX^{ème} siècle (3). Les prises de position des investisseurs sont ensuite analysées selon deux dimensions, qui permettent de caractériser les évolutions de leur rôle dans la production urbaine : le repositionnement des investisseurs sur des enjeux fonciers (4) ; les modes de gouvernance (stratégies, coordination, pilotage) des projets urbains et leurs évolutions lorsque des investisseurs prennent des positions amont (5). Une dernière partie conclusive reprend les principaux résultats de l'enquête, synthétise les évolutions historiques des modes de financement direct et indirect de l'aménagement, et en montre la diversification croissante.

Sources mobilisées

Une première approximation du panorama des investisseurs a consisté à identifier les firmes qui sont considérées comme des investisseurs dans les appels à projets Inventons la Métropole du Grand Paris 1 (IMGP 1), lancés en 2017 par la Métropole et qui viennent élargir la palette des outils de la commande publique⁴. Nous avons considéré les investisseurs identifiés au moins partiellement dans les offres finalistes des candidatures de l'IMGP 1 (voir Annexe : Tableau 8). Ensuite, en fonction des données disponibles des offres lauréates (18), nous avons tenté de préciser le rôle et les modalités de participation des acteurs les plus représentés, tout en identifiant

⁴ Ce panorama a été réalisé par José Ignacio Vila Vazquez (analyse de la composition des groupements) et Marie Llorente (identification d'autres investisseurs en situation d'aménagement dans le Grand Paris).

les modes de collaboration avec les partenaires des projets, en fonction de la composition des groupements ayant répondu.

La première partie vise à explorer différentes figures de l'investissement privé et à construire une première caractérisation de leurs prises de positions en amont des opérations d'aménagement, dans le périmètre du Grand Paris. Il s'agit ici de dresser un panorama général, réalisé sur la base des entretiens recueillis et d'une analyse conduite à partir d'Innovapress. Ce panorama n'a pas pour visée d'offrir un portrait exhaustif des investisseurs mais de construire un arrière-plan général permettant de situer les différents exemples cités. Il permet par ailleurs de mieux caractériser les trajectoires prises par les différents investisseurs dans les projets étudiés et les configurations d'aménagement.

Ce panorama est complété par une analyse des évolutions récentes des circuits de financement de l'aménagement public, saisies à travers deux exemples d'opérateurs ayant fait le choix d'émettre des créances obligataires pour financer leurs opérations d'aménagement et ainsi limiter le recours à l'emprunt bancaire. Ces deux cas ne témoignent pas d'une évolution des prises de position des investisseurs en situation d'aménagement, l'intervention de ces derniers se limitant ici à l'achat des titres, sans intervention dans la gouvernance ou les activités des organisations émettrices des créances. Les deux exemples présentés nous ont paru toutefois intéressants pour saisir certaines conséquences de cette désintermédiation bancaire du financement d'opérations d'aménagement majeures.

Des entretiens ont été réalisés auprès d'une sélection d'interlocuteurs de trois types :

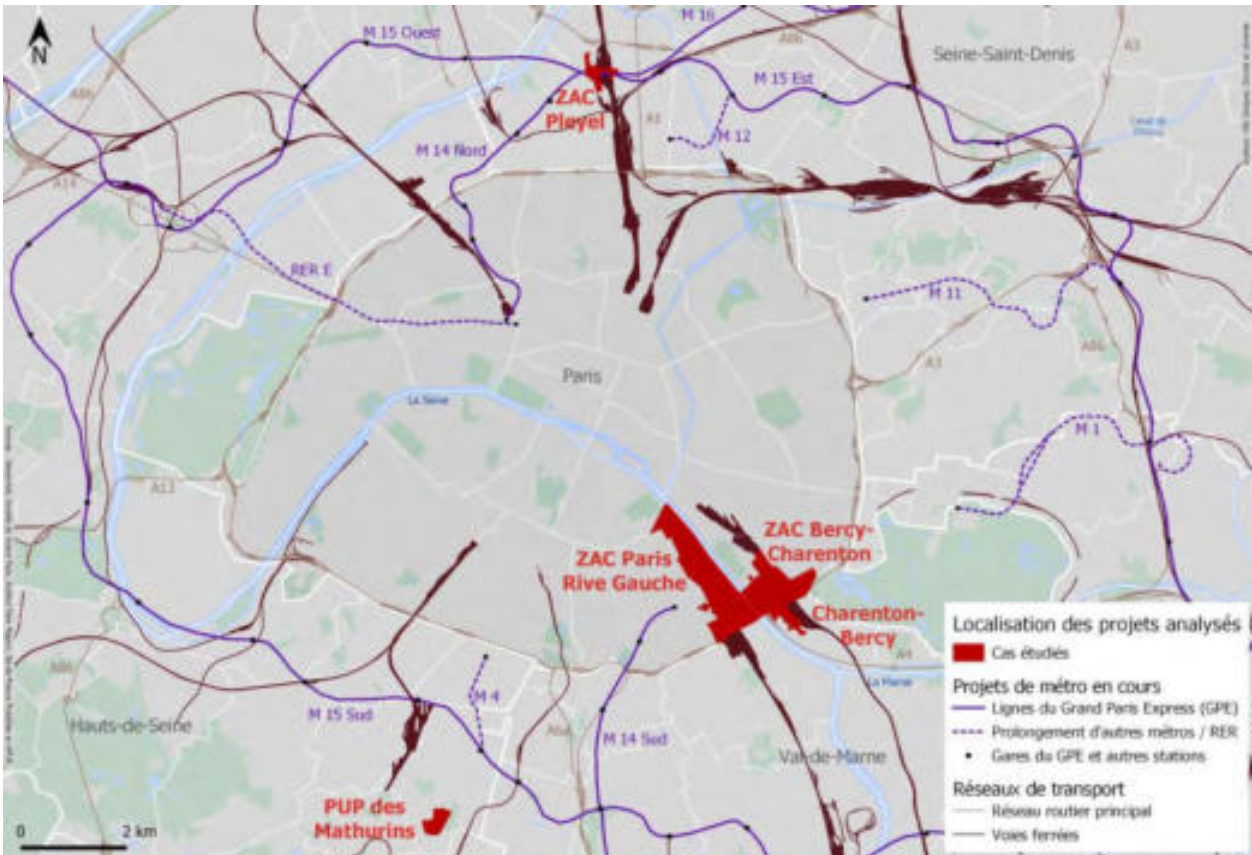
- (a) investisseurs ou acteurs qui réalisent des activités d'investissement dans des projets d'aménagement identifiés ;
- (b) professionnels de l'aménagement et de l'immobilier dans la métropole parisienne qui ont des interactions ou connaissent le monde des investisseurs ;
- (c) acteurs clés dans les études de cas retenues (voir Figure 1).

Au total, quinze entretiens approfondis et une table-ronde ont été réalisés pour explorer les tendances et les modalités de repositionnement des investisseurs dans le processus de développement des projets d'aménagement (voir Annexe : Tableau 7).

Toutefois, certains aspects n'ont pas pu être explorés plus avant : les stratégies économico-financières et les arbitrages géographiques sont décrits à grand trait dans les entretiens, en mobilisant les catégories usuelles en cours parmi les professionnels de l'immobilier (Core, Core+, Value Added), permettant de distinguer des localisations dans le Quartier Centrale des Affaires (QCA) ou à la Défense, d'opérations de requalification en petite couronne ; hormis les documents de présentation des véhicules d'investissement, il n'a pas été possible d'avoir accès aux conventions d'investissement ; les détails comptables des opérations, en particulier la qualification / quantification des risques, sauf pour les émissions de créance obligataire par les

collectivités locales ; les méthodes utilisées pour définir les offres des groupements IMGP ; certains documents contractuels entre acteurs et opérateurs dans les phases d'aménagement.

Figure 1. Localisation des projets d'aménagement sélectionnés comme études de cas dans le Grand Paris



Sources : les auteurs, à partir de données d'IGN-Géoportail, Société du Grand Paris, Institut Paris Région, Ile-de-France Mobilités et APUR.

1. Investisseurs en situation d'aménagement : une typologie en construction

Préalablement à la réalisation de l'enquête, nous avons tenté de repérer dans la littérature académique et professionnelle des éléments permettant de nourrir la construction d'une typologie des différents figures d'investisseurs qui interviennent dans le champ de l'aménagement urbain, c'est-à-dire sur une ou plusieurs phases qui précèdent celle de la promotion immobilière. Cet exercice met en évidence le faible nombre de travaux qui abordent le sujet sous cet angle, ce qui nécessite d'élargir le spectre de la littérature pour l'alimenter.

1.1. Un intérêt académique renouvelé, mais qui n'est pas centré sur l'aménagement urbain

❖ Les investisseurs saisis sous l'angle de la « financiarisation » de la ville

Dans le champ de la littérature académique, les investisseurs dans la production urbaine sont principalement abordés à travers le thème de la financiarisation, devenu un axe de recherche à part entière (pour les publications en français, voir par exemple le récent numéro 174 d'*Espace et société* sorti en 2018 « Financer la ville, les mutations des circuits de production du logement », ou le numéro 384 de la revue *Urbanisme* « La ville financiarisée » sorti en 2012). En ce qui concerne les liens entre financiarisation du foncier et de l'immobilier, les travaux de Natacha Aveline ont de longue date apporté des éclairages sur les évolutions mondiales du secteur de l'immobilier et de ses impacts sur les environnements urbains (pour une synthèse Aveline, 2017 et Aveline et al., 2020).

Dès la fin des années 1990, les travaux d'I. Nappi-Choulet ont pour leur part mis en évidence ce phénomène de financiarisation qui touche en France d'abord l'immobilier de bureau. Il procède de l'arrivée soudaine et massive des fonds d'investissement nord-américains à partir de 1996 au moment de la crise immobilière (comme La Salle, Carlyle, Goldman Sachs, GE ou Lehman) et signe le début des profondes mutations qui vont se répandre dans certaines branches du secteur de l'immobilier. A grands traits, ces travaux insistent sur le changement de statut de l'immobilier qui n'est plus considéré comme un actif réel mais se trouve traité et valorisé comme un actif financier (via, entre autres, le développement de mécanismes de titrisation). Un point commun de ces travaux est de souligner, à travers l'arrivée de nouveaux acteurs, la diffusion de nouvelles normes (ou « conventions » en référence à l'école des conventions - Boyer & Orléan, 1991) dans les choix des investissements en mobilisant des indicateurs et des techniques issus du domaine de la finance. Une des hypothèses régulièrement évoquées serait celle d'une remontée de ces normes en amont de la chaîne de l'aménagement jusqu'à être « incorporées » par les promoteurs.

Des travaux récents menés auprès d'un panel de promoteurs montre que cette remontée est dans les faits partielle : si des critères d'évaluation issus du monde de la finance sont en effet connus et appliqués par les gestionnaires des entreprises de promotion, ces critères ne se substituent pas aux modes de calculs habituellement utilisés par les chefs de projet (Coulondre, 2017).

Une figure ressort de ces travaux, celle des « gestionnaires d'actifs » (*assets managers*). La gestion d'actifs immobiliers, comme la gestion de fonds (*fund management*) sont deux métiers qui se sont développés en Europe et en France avec l'arrivée des acteurs financiers anglo-américains qui, outre l'apport de liquidité, ont également diffusé de nouvelles techniques d'investissement et de gestion. Pour I. Nappi-Choulet (2013), c'est bien l'arrivée de ces acteurs et de ces modes de raisonnement qui marque le début de la financiarisation de l'immobilier (voir en annexe le classement des principales sociétés de gestion françaises et dans la section 1.2, les différents types de sociétés de gestion).

Les conséquences socio-spatiales de cette financiarisation sont elles aussi mises en avant : homogénéisation des standards urbains, faible mixité fonctionnelle, immeubles citadelles, contrôle du peuplement, exclusion, etc. Une image de la ville peu enthousiasmante qui mériterait toutefois une objectivation plus fine au regard de la diversité des opérations qui sortent dans le Grand Paris. On rappelle notamment que le gros de la production de logements s'effectue davantage dans le diffus que dans des opérations d'ensemble (mutation à la parcelle donnant lieu à une opération de promotion).

Les travaux sur la financiarisation concernent principalement l'immobilier tertiaire (bureaux, locaux d'activité, plateformes logistiques, hôtels et centres commerciaux), davantage concerné par ces arbitrages, contrairement au secteur résidentiel qui résiste à ces mécanismes. N. Rimbault (2016) apporte un regard spécifique sur la financiarisation du secteur de l'immobilier logistique, en soulignant notamment le caractère intégré des entreprises dominant ce marché et qui exercent à la fois les métiers de développeur, investisseur (en créant des fonds dédiés) et gestionnaire de fonds (pour les clients de ces fonds).

❖ Les investisseurs paradoxalement peu analysés dans les travaux sur les partenariats publics-privés ou les « nouveaux montages »

Si la littérature sur l'urbanisme de projet et les nouvelles formes de partenariats identifient la présence des investisseurs, ils sont finalement peu analysés en eux-mêmes, contrairement aux stratégies des promoteurs, qui font de longue date l'objet d'une attention soutenue des universitaires (cf. Topalov dès 1974 et plus récemment Pollard, 2009 ; Coulondre, 2017). Les travaux sur les partenariats public-privé mettent en évidence des évolutions dans les modalités d'association entre aménageurs et promoteurs, voire entreprises de services urbains. En revanche, si les investisseurs sont cités, leurs stratégies, les modalités de leurs interventions et la forme des

engagements pris avec les autres acteurs de la fabrique urbaine ne font pas l'objet d'une analyse spécifique (Baraud-Serfaty, 2019 ; Citron, 2016 ; Llorente & Vilmin, 2010 ; 2012...).

Toutefois, les travaux pionniers sur les Partenariats Public-Privé (PPP) (Campagnac, 2009, par exemple) ont permis de pointer la diffusion d'une instrumentation issue du calcul économique privé correspondant aux attentes des investisseurs plutôt qu'à celle des utilisateurs pour justifier du recours au PPP et de ses formes contractuelles. Contrairement à d'autres contextes urbains, en Ile-de-France, les protocoles d'aménagement foncier entre acteurs privés n'ont pas encore fait l'objet d'une analyse de détail.

❖ Des travaux ciblés de type « portraits d'entreprise »

L'entrée par les portraits d'entreprise apporte des éclairages complémentaires intéressants, comme par exemple les travaux de Cyril Boisnier sur Les Sociétés Immobilières d'Investissement Cotées (SIIC), l'équivalent français des REITs (Real Estate Investment Trusts), avec l'exemple de la Foncière Des Régions -FDR- (aujourd'hui Covivio) et Unibail-Rodamco. Ils s'inscrivent aussi dans l'axe de la financiarisation de l'immobilier (Boisnier, 2011).

Un point intéressant à noter dans ce portrait sur la FDR concerne sa stratégie de diversification avec l'élargissement de son périmètre fonctionnel vers l'aménagement urbain, ainsi que son périmètre géographique, ce qui entre bien dans notre champ de questionnements. Aujourd'hui, la FDR est devenue Covivio depuis 2018, avec un patrimoine estimé à 23 milliards d'euros et une capitalisation qui s'élève à 7 970 M€ (avril 2019), soit la quatrième foncière européenne. Il pourrait être intéressant de capitaliser sur ces travaux et d'actualiser ce portrait.

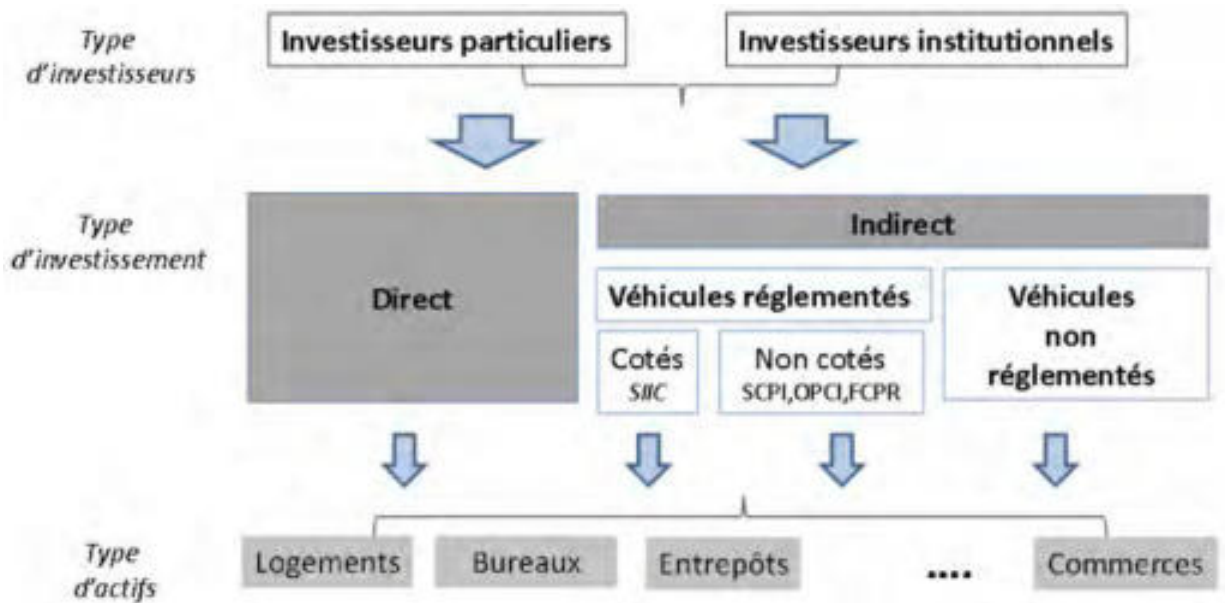
1.2. Panorama des investisseurs en situation d'aménagement à partir des catégories existantes

Revenons tout d'abord sur quelques éléments de cadrage concernant la caractérisation d'un investisseur. En premier lieu, il faut rappeler que l'investisseur peut être une personne physique ou une personne morale. Dans ce dernier cas, on fait référence aux investisseurs institutionnels (une compagnie d'assurances, une caisse de retraites par exemple), à des sociétés foncières cotées ou non dont l'objet est de détenir et gérer un patrimoine immobilier locatif et enfin, à des véhicules spécifiques d'investissement, réglementés ou non. Ces acteurs investissent directement et/ou indirectement dans l'immobilier, et pour certains sur le foncier comme on le verra plus loin.

Si l'investissement direct constitue la manière classique d'investir sur les marchés immobiliers, avec des immeubles détenus physiquement, seuls ou en copropriété, les grands investisseurs investissent de plus en plus indirectement dans l'immobilier. On parle alors d'investissement

pierre-papier. Il peut s'agir d'acquérir des titres ou des actions de sociétés foncières cotées (SIIC principalement) sur un marché réglementé dont les dividendes sont essentiellement constitués de revenus locatifs et d'appréciation en capital des actifs immobiliers sous-jacents. Cela peut également concerner l'acquisition de parts de structures ou de véhicules d'investissement sous-jacent immobilier non cotés, à capital ouvert ou fermé, à horizon d'investissement généralement fini. Leur patrimoine est constitué, exclusivement ou principalement selon les cas, d'actifs immobiliers locatifs qu'ils ont acquis en direct (logements, commerces, bureaux, etc.). Ces fonds d'investissements peuvent être constitués sous forme d'entités réglementées (société civile de placement immobilier, organisme de placement collectif en immobilier, principalement en France) ou non réglementées. Nous en verrons des exemples à travers les études de cas.

Figure 2. Types d'investisseurs et d'investissement immobiliers en France.



Source : Nappi-Choulet (2010)

❖ Les Investisseurs institutionnels

Ce sont des organismes collecteurs d'épargne (compagnies d'assurances, caisses de retraites et de prévoyance, etc.) qui placent leurs fonds directement sur les marchés immobiliers ou financiers pour leur compte propre ou celui de leurs clients (particuliers, fonds de pensions, etc.). Ils sont tenus institutionnellement de placer sur le long terme une part importante de leurs ressources, notamment directement dans des immeubles.

Cette dénomination d'investisseurs institutionnels regroupe sous le même vocable des institutions très diverses, à la fois publiques et privées. De plus, c'est un univers en constante recomposition qui évolue rapidement, notamment du fait de la réglementation visant à mieux appréhender les risques bancaires (accords de Bâle II). Pour éviter de perdre des souscripteurs, la plupart d'entre eux mènent une révision stratégique régulière de leur gestion financière. Compte tenu des différents rapprochements et de la constitution de groupes mêlant à la fois des activités de retraite, de prévoyance ou encore de santé, cette distinction n'est plus tellement représentative du marché, selon le DG de l'Association française des investisseurs institutionnels -AF2i- (Spy & Sebag, 23 mars 2015).

Les investisseurs institutionnels peuvent gérer en interne les fonds qui leur sont confiés par les ménages ou bien recourir à des gestionnaires externes. Un grand nombre d'entre eux délèguent la gestion de leurs actifs à des sociétés de gestion qui disposent d'un mandat bien défini. La part déléguée, en 2015, représentait 65 % de la gestion d'actif (Spy & Sebag, 23 mars 2015).

Les investisseurs institutionnels et le marché locatif résidentiel : une présence discrète mais en augmentation, avec un enjeu de repositionnement plus en amont

Dans le secteur du logement, les investisseurs institutionnels se sont désengagés du financement du logement locatif résidentiel à partir du début des années 1990. Un récent rapport du Sénat (Estrosi, 2017) revient sur les raisons de ce désengagement (en pointant notamment les prix très élevés et la rentabilité faible, à l'instar d'I. Nappi-Choulet, 2012), tout en encourageant à un retour de ces acteurs pour résorber la pénurie de logements.

Pour mémoire, rappelons que le marché du logement en France est presque intégralement un marché de personnes physiques, 30 millions de logements appartiennent à des particuliers (sur un parc total d'environ 36 millions). Seulement 200 000 logements sont possédés par les investisseurs institutionnels (Estrosi, 2017), ce qui représente :

- moins de 3 % du parc locatif libre ;
- moins de 2 % du parc locatif total ;
- moins de 1 % du parc des résidences principales.

Rapportée au portefeuille total des investisseurs institutionnels, toutes classes d'actifs confondues, la part des logements est de l'ordre de 1 %, ce qui montre le faible degré d'engagement actuel des investisseurs institutionnels sur le marché du logement (quand la part des actifs immobiliers représente à peine 5,4 % du total de l'actif des investisseurs institutionnels français). En 1992, les investisseurs institutionnels possédaient encore 13 % du parc locatif privé, soit autant qu'au début des années 1980.

La forme actuelle de la propriété du logement, hyper-fragmentée, apparaît comme un obstacle majeur à la constitution de patrimoines exploitables par des investisseurs institutionnels (fonds de pension, assurances et mutuelles, fonds souverains) et alternatifs (*hedge funds*, fonds *private equity*), que leurs stratégies soient patrimoniales ou opportunistes. Le « *sourcing* » d'actifs en amont de la livraison des projets, se présente par conséquent comme un enjeu majeur de la diversification des patrimoines des investisseurs. La faiblesse quantitative du nombre d'actifs produits correspondant aux attentes des investisseurs (taille et qualité de construction), ainsi que la mise en concurrence des investisseurs par les promoteurs, conduisent certains institutionnels à remonter la chaîne de production de l'aménagement de façon à contourner, dès l'amont, le risque d'une éviction finale. Une modalité sur laquelle nous reviendrons passe par la mise en place de partenariats investisseurs-promoteurs.

La CDC et ses filiales

CDC-Habitat est le principal opérateur sur le *logement locatif intermédiaire* (LLI) via sa filiale Ampère Gestion, qui a récemment levé plus de 900 M€ auprès de 15 investisseurs institutionnels pour financer un nouveau *fonds de logement intermédiaire*, le FLI 2 (Bigorgne et Le Corre, à paraître). Avec une taille cible de 2 Md€, pour une production totale de l'ordre de 11 000 logements (80 % de logements intermédiaires et 20 % de résidences seniors ou étudiantes), il vise à accompagner les grandes opérations d'aménagement autour du réseau du Grand Paris Express et dans les grandes villes de province. L'objectif est de contribuer à rééquilibrer l'offre locative dans les grandes métropoles tout en finançant un parc à la fois abordable et faiblement consommateur en énergie.

L'autre opérateur sur le LLI est INLI, filiale d'Action logement. Le logement locatif intermédiaire, créé par la loi ALUR, donne la possibilité aux institutionnels de produire des logements visant le même segment de marché que le Pinel, dont les loyers sont plafonnés et sous conditions de ressources. CDC-Habitat a amorcé le processus et, en 2018, plusieurs grandes entreprises sociales de l'habitat auront, ensemble, obtenu l'agrément pour la construction de plus de 10 000 logements intermédiaires.

Les autres investisseurs positionnés sur le logement résidentiel

Aujourd'hui, quelques investisseurs privés sont positionnés sur le résidentiel, comme Gecina (foncière cotée, cf. ci-après) en misant sur le déploiement d'une approche servicielle intégrée au logement. Gecina a décidé de conserver son pôle logements, l'un des plus importants en Ile-de-France (le logement représente 15% de son portefeuille, soit 6.800 logements dont 2.800 chambres d'étudiants et un pipeline important de plus de 4.000 logements). La recherche de volume permet d'amortir les coûts plus facilement, ce qui procure aussi une puissance de moyens, ainsi qu'une rapidité d'exécution (Da Costa, 2017, repris par IEIF).

C'est le cas aussi de La Française, qui est une société de gestion, et dont la stratégie ne vise pas le volume mais repose plutôt sur des montages innovants. Plusieurs outils et dispositifs permettent de la réaliser : des véhicules d'investissement -SCPI-, la création d'une foncière Grand Paris, permettant un positionnement en amont. La Française propose également une alternative à la location ou l'accession, par le biais de la « propriété à vie » - principe de l'usufruit en conservant la nue-propriété, ce qui permet de commercialiser des logements à des prix inférieurs au marché tout en conservant la détention du parc ainsi constitué.

❖ Les sociétés foncières

Une société foncière est une entreprise dont l'objet social consiste à acquérir, gérer et louer un parc immobilier. Il peut s'agir de tout bien foncier et/ou immobilier, doté d'une affectation commerciale, industrielle, d'exploitation, d'habitation, etc. Ces sociétés peuvent être cotées en bourse -SIIC- (Unibail-Rodamco, Klépierre, Gecina, Covivio, Icade, Altarea Cogedim, Société foncière Lyonnaise ont les plus fortes capitalisations) ou non cotées (Poste-Immo par exemple).

Cet univers des foncières est loin d'être homogène. Les plus grosses SIIC n'exercent pas les mêmes métiers. Icade et Altarea par exemple ne se limitent pas à l'investissement immobilier mais sont aussi promoteurs, ponctuellement aménageurs, avec dans ces deux cas des évolutions significatives de leur stratégie et organisation de groupe au cours du temps. Les foncières méritent une attention particulière, dans la mesure où non seulement elles sont amenées à se positionner très en amont de la chaîne de l'aménagement par l'acquisition de foncier (déjà bâti ou non), et par ailleurs, elles ont vocation à garder en gestion certains de leurs actifs (résidences gérées, commerces, etc.), ce qui les rend particulièrement attentives à la conception et à la qualité constructive. Mais il faut aussi, à côté de ces grosses foncières, rappeler qu'il en existe d'autres à finalités et profils d'investissement différents, d'origine parapublique.

SIIC (Société d'Investissement Immobilier Cotée ou « foncière cotée »)

Une SIIC est une société foncière cotée qui bénéficie du régime de transparence fiscale, inspiré des REITs (Real Estate Investment Trusts) nord-américains. Les SIIC sont souvent spécialisées sur certains secteurs (résidentiel, centres commerciaux, hôtellerie, bureaux, etc.). Les SIIC possèdent le plus gros patrimoine immobilier en 2017 (134,6 Mds€ versus 128,5 Mds€ en 2016), devant les compagnies d'assurance (110,9 Mds€ en 2016 versus 98,7 Mds€ en 2015), les OPCV (80 Mds€ versus 76 Mds€ en 2016) et les SCPI (49,4 Mds€ versus 41,1 Mds€ en 2016), d'après l'Institut de l'épargne immobilière et foncière (De Marignan, 2018).

L'IEIF publie chaque année une étude sur la performance comparée des placements sur courte, moyenne et longue période. Cette étude compare ainsi, sur 5, 10, 15, 20, 30 et 40 ans, les performances de l'immobilier sous toutes ses formes (logement, bureaux, foncières cotées, SCPI) avec les autres grandes catégories de placements : placements monétaires, assurance-vie,

obligations, actions, or. Elle compare également leur profil de risque, les niveaux de corrélation et présente la construction d'un portefeuille « optimal ». Dans une approche de la performance par le TRI (taux de rentabilité interne), les foncières cotées surperforment les autres actifs, y compris boursiers, sur la majorité des périodes étudiées. La création du statut SIIC en 2002 leur a permis d'adopter une gestion dynamique de leur patrimoine immobilier via une politique d'acquisitions/arbitrages et de diversification active, ainsi que de leur endettement financier en tirant largement partie de la baisse des taux d'intérêt (IEIF).

Foncières parapubliques

Nous pouvons citer la Foncière Commune (et également la Foncière publique d'Ile-de-France créée plus récemment sur le même modèle économique et dont le territoire d'intervention est bien plus vaste) et la Foncière Logement.

La Foncière Commune : société anonyme simplifiée (SAS) constituée en 2013 avec un capital de 10 M€ apporté à 85% par l'EPFIF et à 15% par la SEM Plaine Commune (les collectivités locales ne pouvant pas être actionnaires d'une SAS). Elle a été créée pour acquérir et porter des actifs immobiliers ayant une valeur de rendement mais qui sont appelés à terme à changer d'usage, compte tenu des perspectives de développement urbain dans les secteurs d'intervention et notamment des évolutions induites par les gares du Grand Paris. Le rendement de ces biens doit être suffisant pour financer leur portage pendant une dizaine d'années ou plus. La longue durée du portage de biens situés dans des secteurs de marché certes relativement tendu mais qui connaîtront des changements significatifs du droit des sols (par exemple, d'activités de stockage ou de transformation vers du tertiaire, du logement ou de grands équipements) tranche avec la pratique courante de l'EPFIF, de portages courts dans des secteurs où le droit des sols n'évoluera qu'à la marge. Cette évolution justifie donc la création d'un véhicule de portage innovant, distinct de l'EPF. S'agissant d'un portage long (de 10 ans minimum, au-delà des durées admises pour l'EPFIF), la SAS ne bénéficie pas de la TSE (taxe spéciale d'équipement). Le portage des biens est fait principalement sur emprunt. Le montant des fonds propres laisse espérer une capacité d'emprunt de 40 M€ (soit un effet de levier de 4 et un volume disponible total de 50 M€).

Cependant, un objectif de rémunération « raisonnable » des actionnaires est aussi recherché. Cette rémunération peut être considérée comme une contrepartie du risque assumé par les actionnaires (issu d'une étude pour le compte de l'EPFIF « L'EPFIF comme réducteur des coûts de transaction », Vilmin & Llorente, mai 2017). La Foncière Commune est un outil précieux des collectivités pour contenir les prix fonciers.

La Foncière Logement : association à but non lucratif créée en 2002 par les partenaires sociaux en application d'une convention avec l'État. Financée par Action Logement, elle a pour vocation de produire des logements locatifs à destination des salariés pour diversifier l'habitat dans les secteurs en réhabilitation (notamment les opérations ANRU) ainsi que dans les quartiers où l'offre est la plus tendue. Ni promoteur, ni constructeur, Foncière Logement joue un rôle totalement novateur dans la promotion de la mixité sociale. Investie d'une mission d'intérêt général, Foncière Logement se révèle être un outil inédit de production de logements en France. Elle constitue un patrimoine immobilier au bénéfice des régimes de retraites complémentaires du secteur privé.

Ces deux exemples de foncières se distinguent des foncières privées dans leurs finalités. Pour autant, même si leur vocation est de soutenir des investissements favorables à une plus grande mixité et de jouer un rôle de régulation foncière, ces organismes adoptent également un raisonnement financier avec des objectifs de rendement des fonds propres.

❖ Les sociétés de gestion de portefeuille (*asset management*)

Une société de gestion est une entreprise d'investissement, filiale d'une banque ou d'un assureur, ayant obtenu un agrément spécifique de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) pour gérer des portefeuilles de valeurs mobilières. Elle a pour activité principale la fourniture du service d'investissement et de gestion de portefeuille pour le compte d'un tiers, individuelle (mandat) ou collective (gestion d'OPCVM). Elle n'est pas dépositaire des espèces et titres de sa clientèle et passe par des intermédiaires pour transmettre ses ordres sur les marchés.

Exemple de sociétés de gestion (voir Annexe : Tableau 9 et Figures 21 et 22) :

- **Gestionnaire d'actifs pour compte de tiers** : BNP Paribas Real Estate Property Management, Amundi, Aerium, AEW Europe, AXA REIM, Constructa Asset Management, ING REIM, General Electric Real Estate, Stam Europe, Horizon Investment Management, Perspective REIM, B&C France Asset Management, Henderson Global Investors, Tikehau investment management...
- **Gestionnaire de véhicules réglementés SCPI (société civile de placement immobilier) / OPCVI (organisme de placement collectif immobilier)** : Crédit agricole Asset Management Real Estate, BNP Paribas REIM, SWISSLIFE REIM et SWISSLIFE Immobilier, Natixis Asset Management Immobilier, Sofidy, La Française Real Estate Managers (voir les développements partie 2 concernant La Française) etc.

❖ Les fonds d'investissement

Un fonds d'investissement est une société publique ou privée qui investit du capital dans des projets d'entreprises correspondant à ses spécialités. Les fonds d'investissement peuvent faire partie de banques, d'organismes de financement, mais aussi appartenir à des personnes individuelles. Ils sont souvent spécialisés dans un secteur. Les capitaux peuvent être versés au démarrage de la vie de l'entreprise : il s'agit alors de capital risque. Si la société fait appel au fonds d'investissement pour financer son développement, l'activité de financement est appelée capital-développement.

Le recyclage foncier de friches polluées : une niche pour certains investisseurs

Certains fonds nous intéressent particulièrement puisqu'ils se spécialisent sur un maillon spécifique de la chaîne de l'aménagement, celui des sites et sols pollués. Ils sont toutefois peu nombreux, les plus connus étant Brownfields et Ginkgo (cf. parties 2 et 4). Brownfields se présente comme un « fond d'investissement écologique pour régénérer la ville durablement ». Ce fond est soutenu par de grands investisseurs institutionnels parmi lesquels la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) et la Banque Européenne d'Investissement. Le premier fonds était doté

de 250 millions d'euros de fonds propres, ce qui permet d'acquérir des terrains ou des immeubles sans condition.

En s'associant à un promoteur, il se transforme en développeur, faisant au passage disparaître la figure de l'aménageur classique auquel il se substitue, en se positionnant directement sur un foncier généralement mono-proprétaire.

Par exemple, le groupement Vinci / Brownfields a été lauréat de la consultation lancée par Engie portant sur 50 sites avec un passif industriel en France soit plus de 358 000 m² de terrains à acquérir en l'état pour les reconverter principalement en logements (accord signé en janvier 2019). Il s'agit en l'espèce d'une vente en bloc d'une partie du patrimoine industriel de l'énergéticien, qui pourrait inspirer d'autres entreprises propriétaires de foncier « dormant ». Au total, ces 36 hectares de terrains permettront la construction d'environ 2 200 logements dans des villes comme Hyères (Var) ou Nanterre (Hauts-de-Seine), Brest (Finistère) et Bandol (Var), La Rochelle (Charente-Maritime) ou Pithiviers (Loiret). Cette reconversion devait faire l'objet d'une procédure dite de « tiers demandeur », dispositif récent décrété le 18 août 2015 en application de la loi ALUR. Ce dispositif permet à un tiers qui en fait la demande de se substituer au dernier exploitant industriel en vue d'assurer la réhabilitation du site pour un changement d'usage et donc d'assumer tous les risques, y compris juridiques.

Compte tenu du recentrage de l'urbanisation sur les opérations en renouvellement urbain, ces tènements fonciers spécifiques (du fait des coûts de dépollution et de remembrement élevés) vont probablement susciter des appétits grandissants venant d'opérateurs qui ont à la fois l'ingénierie et les fonds propres suffisants pour opérer ces investissements. Il serait intéressant d'analyser le modèle économique de ces opérateurs / opérations, leur programmation et la manière dont sont construits les équilibres bilanciaux, compte tenu d'une charge foncière probablement élevée.

❖ Les figures d'investisseurs repérés à partir des stratégies d'investissement :
core, core +, value-added, opportuniste

Une autre manière de construire une typologie des investisseurs en situation d'aménagement est de s'inspirer des stratégies usuellement retenues. Dans le champ professionnel, il existe une nomenclature qui fait office de « convention » pour décrire les stratégies d'investissement. Elles se déclinent selon le profil de risques et que nous rappelons ici à partir de plusieurs sources combinées (INREV, IEIF, Nappi-Choulet, JLL et autres sources internet).

Les stratégies Core / Core + :

Les investisseurs dits Core recherchent des actifs peu risqués. L'objectif est de préserver la valeur des actifs en encaissant principalement les revenus locatifs durant la détention des actifs avec un objectif de redistribution. Ces investisseurs privilégient donc des marchés matures et peu risqués, tant par la qualité de l'immeuble que par sa localisation. La stratégie d'investissement « Core » vise donc principalement
--

les actifs immobiliers de bureaux, neufs ou récemment rénovés, situés dans des localisations prisées (quartier central d'affaires parisien par exemple), proposant une multitude de services (conciergerie, salle de sport, crèche, spa...) et occupés par des locataires financièrement stables ayant signés des baux fermes de longues durées.

Les « Core + » sont des actifs également bien situés (Paris QCA, La Défense, Levallois, Boulogne, etc.). Certains peuvent cependant nécessiter de légers travaux de rénovation. Ils peuvent présenter une légère vacance (surfaces inoccupées) causant une perte de flux de trésorerie (cashflow) impactant leur valorisation (le DCF -discounted cash flow- étant une des principales méthodes de valorisation utilisée en investissement immobilier). La durée de détention moyenne de ces actifs est relativement longue, entre 10 et 12 ans.

Cette typologie d'actifs se négocie à des taux très bas, et donc à des prix très élevés. En investissement immobilier, on achète un taux de rendement cible. Ce taux correspond au risque qu'un investisseur est prêt à prendre pour l'acquisition d'un actif. Pour des actifs Core, le taux se situe aux alentours de 3%, pour les actifs Core +, le taux est rarement supérieur à 6%. Le retour sur investissement de ces opérations est lissé sur la période de détention par la perception des loyers, puis à terme par la revente de l'actif.

Les investisseurs intéressés par ce type d'actifs sont principalement des institutionnels, comme les assureurs et leurs filiales d'investissement immobilier : AXA REIM, Allianz Real Estate, Generali Real Estate etc. D'autres acteurs adoptent cette stratégie, A. Rosenberg (2018) citant les exemples suivants : le fonds souverain norvégien, Norges Bank IM, qui a réalisé l'acquisition d'un ensemble immobilier de 26.800 m² place Vendôme aux 368-374 rue Saint Honoré, négocié à plus d'un milliard d'euros en 2016. Amundi Immobilier, le Crédit Agricole et Primonial REIM ont eux aussi défrayé la chronique en réalisant le « Club Deal » record dans l'histoire de l'immobilier français, avec l'acquisition de l'immeuble emblématique « Cœur Défense » pour un montant de 1.8 milliard d'euros, soit 500 millions de plus que le montant déboursé par Lone Star 4 ans auparavant pour l'acquisition de cet actif, autrefois détenu par Lehman Brothers.

La stratégie Value added :

Cette stratégie, plus risquée, vise à repositionner un actif dans son marché (cf. La Française). Cela peut passer par la réalisation de travaux d'amélioration de l'immeuble pour augmenter sa rentabilité, ou par la recherche de nouveaux locataires pour diminuer le risque et ainsi, vendre à un taux plus faible, donc à une valeur plus importante.

Cette stratégie est, comme son nom l'indique, une opération à création de valeur. Le fonds qui orchestre l'opération ne vise pas à détenir l'actif sur une durée de plus de 5 ans. Le potentiel de TRI se situe généralement entre 8 et 12%. Le retour sur investissement de ces opérations est principalement *in fine*, car il est réalisé à la revente de l'actif à un taux inférieur. La Loan To Value (LTV, faisant référence au pourcentage de dette sur le montant total d'acquisition) qui peut se situer entre 50 et 70%, a pour objectif d'améliorer cette rentabilité, à condition que le marché ne subisse pas de retournement brutal. C'est une forme de montage de type Leverage Buy-Out (LBO) appliqué à l'immobilier.

Ces opérations sont donc conditionnées par le succès du repositionnement de l'actif et par le comportement de son marché : comment se portera l'investissement immobilier dans 5 ans ? Quelle sera la valeur de l'actif à cet horizon ?

Les acteurs majeurs de ce segment sont généralement des fonds de Private Equity Real Estate (PERE) comme Ardian, Tristan Capital Partners, Carlyle, LaSalle IM.

Les investisseurs « Opportunistes » :

La stratégie Opportuniste vise à développer, restructurer ou transformer un actif. Il s'agit donc d'opérations nécessitant des compétences techniques permettant d'estimer les coûts, la période nécessaire au développement/transformation du projet, afin d'intégrer ces paramètres dans une étude de faisabilité et de rentabilité approfondie. A titre d'exemple, ces opérations peuvent porter sur des reconversions d'hôtels en appartements qui seront revendus « à la découpe », ou sur le rachat d'un immeuble inhabité qui sera reconverti en bureaux, etc.

Des fonds de capital-développements immobilier comme Novaxia ou la Compagnie de Phalsbourg sont spécialistes de cette stratégie. D'autres investisseurs peuvent aussi être séduits par cette approche : Tikehau IM, Meadow Partners, Blue Colibri, Stam, ainsi que certaines foncières.

Cette stratégie, qui présente par définition le plus de risques, propose les meilleurs potentiels de rentabilité. Le TRI recherché par les investisseurs est généralement compris entre 13% et 20%. La nature de ces opérations induit une durée de portage plus courte, généralement comprise entre 2 et 4 ans.

Cette typologie se décline aussi par investisseur immobilier. On parlera d'asset management core, core+, etc. de même que de foncières, de fonds d'investissement core, core+, etc. (voir en annexe un exemple issu d'une présentation de LaSalle Investment Management à l'IEIF en 2016 : Figures 19 et 20).

2. Prises de position d'investisseurs dans le périmètre du Grand Paris

Afin d'approfondir ce premier panorama, nous nous concentrons ici sur la zone géographique du Grand Paris, à partir de premiers entretiens et de recherches complémentaires issues de l'analyse de base de données, en butant toutefois sur l'accès aux informations clés.

2.1. Des données difficiles d'accès dans le contexte francilien

Sans surprise, les données quantitatives permettant de qualifier de manière fine la composition des portefeuilles immobiliers (types d'actifs, valorisation, localisation, etc.) sont peu accessibles pour le marché francilien. Dans les publications du *Journal of Property Research*, *Journal of Property Investment and Finance* ou du *Journal of European Real Estate Research*, classiques de la recherche en économie immobilière, peu d'articles sont consacrés aux marchés français ou franciliens. Les données de marché, en particulier les volumes et les montants des transactions, les taux de vacance, le montant des loyers, les types de baux ne sont pas aisément consultables. Si les données de transaction sont parfois facilement disponibles pour d'autres marchés, les informations concernant les positionnements en aval, en particulier les prises de position foncière dans la phase d'aménagement ne font pas l'objet, à notre connaissance et à l'échelle européenne, d'une veille dédiée. Contrairement aux informations concernant les acquisitions immobilières, bien documentées, les modes d'action en amont nécessitent un travail d'enquête dédié, sans recours possible à des bases de données qui permettent de contextualiser l'information à différentes échelles temporelles et spatiales. De la même façon, seules des études de cas dédiées permettent de reconstituer les modes de contractualisation des engagements pris dans la phase d'aménagement, entre acteurs privés ou publics.

L'AMF (autorité des marchés financiers) compile un certain nombre de données relatives aux sociétés cotées et sociétés de gestion de portefeuille, mais il n'y a pas, à notre connaissance, de base de données ou d'observatoires interopérables qui permettrait par exemple de spatialiser les flux de transactions par investisseur et leur portefeuille dans le Grand Paris.

Parmi les données publiques disponibles en accès ouvert, l'Institut Paris Région (IPR) recense les principaux projets d'aménagement d'Ile-de-France. Elle contient des entrées comme le nom de l'aménageur, la procédure retenue, mais ne comprend pas d'information à propos du montage et de la composition des groupements. On attendait beaucoup de l'ouverture récente de la base DVF (demandes de valeurs foncières) produite par la direction générale des Finances publiques (DGFIP), mais elle ne permet pas par exemple de relier une transaction à un acteur (Coulondre, 2018 ; Casanova et al., 2019).

Les données disponibles, en particulier les données de transaction, sont à la fois très segmentées (par types d'actifs notamment), très dispersées et produites par une diversité d'opérateurs : des évaluateurs, des banques, des observatoires privés qui réalisent des enquêtes auprès d'un panel d'adhérents, etc. et contribuent à envoyer des « signaux » sur les tendances des différents marchés immobiliers. Récemment, CBRE, JLL, Cushman & Wakefield, BNP Paribas Real Estate se sont constitués en GIE (ImmoStat) afin de produire des données statistiques harmonisées sur l'immobilier d'entreprise, par zones géographiques. En l'absence d'ouverture de ces données, il est difficile d'en évaluer la qualité. Il n'est pas rare de lire ou d'entendre que les chiffres produits par les intermédiaires et les gestionnaires qui œuvrent dans le marché de l'immobilier tertiaire oblitérent les différentiels entre loyer facial et loyer économique de façon à maintenir ou à amplifier la valeur de leurs actifs.

Les données qui sont accessibles au grand public sont très sélectives. Sur les programmes de logements neufs par exemple, l'observatoire de la FPI (Fédération des Promoteurs Immobiliers) retient une typologie intéressante sur la destination des ventes en distinguant les ventes au détail (à occupant ou à investisseur), des ventes en bloc. En revanche, elle ne diffuse pas la répartition détaillée par type d'acquéreurs du programme de logements vendu (en tout ou partie), c'est-à-dire soit à des bailleurs sociaux, soit à des acteurs du logement intermédiaire (TVA 10%), soit à des investisseurs institutionnels (banques, assurances, fonds de pension, ...).

Un marché de l'étude payante sur les problématiques foncières et immobilières couplé aux données publiques et privées s'est développé ces dernières années, sur lequel se positionnent plusieurs bureaux d'études (voir notamment l'étude de C. Juillard, 2019, pour un panorama de l'écosystème d'acteurs et A. Coulondre, 2018, pour une présentation des différentes bases de données sur le logement).

Finalement, les entretiens menés directement auprès des opérateurs et les études de cas qui « partent du sol », c'est-à-dire des projets eux-mêmes, fournissent les analyses les plus précises sur les stratégies des acteurs. Elles permettent de saisir certaines des tendances des modes d'urbanisation actuels, notamment pour ce qui concerne les grands projets urbains. Au LATTIS, le travail mené par A. Guironnet sur les mutations de deux quartiers situés dans des communes de première couronne en Ile-de-France (quartier des Docks de Saint-Ouen) et dans le Grand Lyon (Carré de Soie) a mis en valeur l'importance croissante des gestionnaires d'actifs immobiliers financiarisés dans l'élaboration de la programmation des projets urbains de ces deux quartiers (Guironnet, 2017). S. Guelton (2018), dans une enquête récente menée sur les APUI, a mis en avant les groupements promoteurs-investisseurs dans les réponses aux appels des concours IMGPI. Toutefois, si les investisseurs sont identifiables, les détails des accords qui les lient aux promoteurs et les conditions de leur implication dans les projets demeurent mal connus et justifient une approche par étude de cas et entretiens.

2.2. Tendances récentes de l'investissement immobilier et prises de position des investisseurs

Afin de situer le poids de l'investissement immobilier, les données ci-dessous produites par l'IEIF (chiffres clés extraits de l'étude réalisée par Charles-Henri de Marignan, août 2018) sont utiles à rappeler afin d'avoir une représentation du patrimoine immobilier des grands investisseurs français dans l'univers de l'investissement (incluant le patrimoine des foncières, compagnies d'assurance, SCPI et OPCI).

Figure 3. Patrimoine immobilier des grands investisseurs français : chiffres clés

Patrimoine immobilier (stock)	Flux d'investissement immobilier
<u>Immobilier sous gestion en Europe (2017) :</u> 2,7 trillions d'€	<u>Investissement en immobilier d'entreprise (2017)</u> Chine : 561 Mds€ Etats-Unis : 382 Mds€ Royaume-Uni : 71 Mds€ Allemagne : 69 Mds€ France : 34 Mds€
<u>Immobilier d'investissement par pays (2017) :</u> Etats-Unis : 2 466 Mds€ (dont New-York : 545 Mds€ et Los Angeles : 400 Mds€) France : 350 Mds€ (dont Paris : 284 Mds€)	

Source : IEIF, août 2018

Ces chiffres montrent que Paris concentre 80% du patrimoine des investisseurs. En France, les investisseurs institutionnels ciblent principalement l'Ile-de-France et Lyon, et quelques grandes villes comme Marseille, Lille et dans une moindre mesure Bordeaux, Nantes et Toulouse.

Au cours des cinq dernières années, les investisseurs institutionnels se sont de plus en plus tournés vers des actifs immobiliers pour sécuriser leur niveau de rentabilité courante. Ainsi la part des actifs immobiliers des investisseurs institutionnels est passée de 4% à 6,3 % du total de leurs investissements en 4 ans, avec une cible de 8% pour l'immobilier d'entreprise et commercial⁵.

La recherche d'actifs d'abord très sécurisés type *core* a amplifié la concurrence et contribué à faire baisser les taux de rentabilité courants. Pour les immeubles de bureaux, ils s'élevaient en 2020 à 3,75 à Lyon et 2,80 à Paris⁶, bien en deçà des taux observés en 2014 comme on peut le voir dans le tableau ci-dessous.

⁵ Source : entretien E12, DGA institut d'analyse du secteur immobilier

⁶ Source : idem

Tableau 1. Taux de rentabilité interne comparé des placements financiers à la fin de 2014 (en %)

	Sur 5 ans, 2010-2015	Sur 10 ans : 2005-2015	Sur 30 ans : 1985-2015
Actions	8,6	3,9	10,3
Bureaux France	5,6	7,6	8,6
scpi	5,3	7,6	7,3
Obligations	4,4	3,7	5,6
Logement Lyon	4,2	5,6	non renseigné
Logement à Paris	3,6	6,9	10,1
Assurance-vie	2,7	3,3	6,3
Foncières	11,4	8,8	9,2
Logement France	1,8	4,6	8,9
Livret A	1,5	2,0	3,5
Inflation	0,9	1,2	1,8
Logement Marseille	0,4	4,0	non renseigné
sicav monétaires	0,4	1,5	3,9
Or	-3,2	7,7	2,9

Source : IEIF (indices des placements à moyen et long-terme, 2016), cité par S. Guelton (2019)

Comme cela est rappelé dans la littérature et dans nos entretiens, l'autre conséquence de la concurrence sur les actifs de bureau *core* a été la recherche de rendements additionnels par des stratégies de diversification de portefeuilles vers d'autres classes d'actifs, subissant à leur tour des dynamiques concurrentielles générant une compression des taux : la logistique (à la suite de la transformation du secteur et du développement du e-commerce) ; l'hôtellerie (même si ce secteur a souffert et souffre avec la crise actuelle) ; les équipements du secteur de la santé (spécialités d'ICADE et de Primonial REIM) ; le secteur résidentiel, en particulier, résidences gérées (personnes âgées, étudiants...), le co-living.

Prolongeant cette tendance à la diversification, certains investisseurs ont commencé à remonter la chaîne de l'aménagement, selon deux grandes modalités qui impliquent souvent un lien entre promoteurs et investisseurs. Depuis la crise des années 1990, les promoteurs vont chercher de plus en plus tôt les investisseurs :

- Par le biais des Contrats de Promotion Immobilière (CPI), les promoteurs sont des prestataires et le risque est assumé par l'investisseur.
- Dans le cadre de Bail en l'état futur d'achèvement (BEFA), les investisseurs s'engagent à investir dans l'immeuble en développement, souvent après avoir obtenu les permis de

construire. Les investisseurs s'engagent après avoir identifié au préalable un locataire potentiel. Les exemples de BEFA en blanc sont plus rares.

Plus récemment, cela s'opère dans le cadre d'opérations d'aménagement qui privilégient la construction de quartiers mixtes, permettant aux investisseurs potentiels de diversifier leurs portefeuilles d'actifs à la fois sur du logement, des résidences gérées, des commerces, des bureaux... Il s'agit souvent d'engagements à moyen-long terme, les projets d'aménagement pouvant s'étendre sur des durées très longues, minimum 10 ans et bien au-delà.

Cela concerne toutefois peu d'investisseurs, du fait de la faible visibilité et en raison des savoir-faire requis. Des investisseurs comme des compagnies d'assurances ont pu accepter de rentrer dans ce type d'opérations, accompagnés par d'autres entreprises possédant l'expertise technique (pool de promoteurs, investisseurs, etc.). Lorsque des investisseurs institutionnels finaux (compagnies d'assurances, caisses de retraite, fonds de pensions ou fonds souverains, entre autres) participent à la création de nouveaux quartiers, ils le font via des groupements de compétences propres à l'aménagement et à la promotion et à travers des sociétés de gestion issues du monde professionnel de l'investissement (création de véhicules dédiés). Pour l'instant, ces opérations d'aménagement semblent intéresser des acteurs de la catégorie opportuniste mais prêts à se positionner sur des opérations de long terme, recherchant des rentabilités élevées et en mesure d'assumer ce type de risque, par exemple LBO France à Bagneux, Tikehau Capital à Charenton ou Novaxia Développement-Novaxia Investissement, spécialisés sur des actifs obsolètes.

Cette tendance semble toutefois limitée à certains territoires. Le positionnement à long terme sur des quartiers entiers semble faire sens sur certaines localisations bien précises (QCA, proximité des gares du Grand Paris...) et sous réserve pour ces investisseurs d'appréhender les logiques et les compétences de l'aménagement, inhabituelles pour ce type d'acteurs. Au-delà de nouveaux actifs diversifiés, dont la production dépend de l'activité des autres acteurs de la chaîne de production immobilière, de telles prises de position permettent d'envisager de capter ce que l'un de nos interlocuteurs a qualifié de « valeur urbaine », qu'il distinguait de la seule valeur immobilière d'un bien ou de stratégies opportunistes visant à maximiser de façon ponctuelle un terrain.

La captation de la valeur urbaine en amont de l'opération d'aménagement permet d'agir sur la programmation et, plus fondamentalement, sur les formes urbaines, de façon à adapter les architectures aux attentes des acteurs du marché en cas de revente et à faire remonter des enjeux de gestion future dans la phase de conception (gestion des rez-de-chaussées, des espaces collectifs et partagés avec le public, etc.).

Le développement de certaines de ces compétences ou l'externalisation des activités qui requièrent ce type d'expertise varient en fonction des types d'investisseurs :

- Les compagnies d'assurances ont très peu souvent une expertise en maîtrise d'ouvrage. Ces sociétés se concentrent en effet sur des actifs plus simples (bureaux, logements...). Pour des opérations plus complexes, elles participent à des groupements comprenant des spécialistes. Une exception est le groupe Groupama, où la filiale Groupama Immobilier a acquis une compétence en maîtrise d'ouvrage, même s'il n'y pas encore d'exemple d'opération d'aménagement pilotée par cette société.
- Les sociétés de gestion qui gèrent des SCPI ou des OPCVI délèguent et supervisent des activités de promotion et d'aménagement.
- Les foncières cotées fonctionnent souvent comme des opérateurs intégrés qui incluent les activités de gestion d'actifs, la maîtrise d'ouvrage et possèdent des compétences de promotion au sein de leurs structures, tout en travaillant avec des promoteurs.

Les sociétés d'investissement qui s'intéressent à des projets d'aménagement semble pouvoir être divisés en trois groupes :

- Les sociétés intéressées par la transformation d'actifs et qui réalisent des activités proches de celles de l'aménagement (Novaxia)
- Les investisseurs qui détiennent un portefeuille d'actifs immobiliers, et qui souhaitent les valoriser eux-mêmes avant de les vendre (Poste Immo)
- Les sociétés qui créent des fonds dédiés à l'aménagement, catégorie qui ne semble pas encore exister actuellement en France.

Pour que les investisseurs décident de se positionner sur une opération d'aménagement, il faut réduire le risque, ce qui implique une localisation adéquate, la qualité et la crédibilité des acteurs concernés (surtout s'ils participent à travers des sociétés de gestion) et une connaissance assez fine du potentiel de la zone considérée.

2.3. Le cas de LBO France

LBO France est une société de capital-investissement (*private equity*) créée en 1985, qui se focalise sur des acquisitions petites et moyennes (*small-cap and mid-cap*). La société réalise également des activités de gestion de portefeuilles pour le compte de tiers (*asset management*), assure des activités de gestion de fonds communs de titrisation, ainsi que des prestations de conseil pour l'acquisition de participations (incluant le montage d'opérations financières et le conseil stratégique)⁷. En 2003, cette société a créé un département d'investissement immobilier pour l'ensemble des activités liées à la gestion des actifs situés sur le territoire français, visant initialement la création de valeur à court-moyen terme. Actuellement, les gestionnaires de LBO France se concentrent sur des opérations intermédiaires, dont la valeur se situe entre 20 et 100 millions d'euros, dans les secteurs tertiaires et résidentiels. En pratique, ces gestionnaires mènent

⁷ Source : rapport d'entreprise de la base Orbis (accès : 22/11/2019)

des activités d'acquisition d'actifs, de restructuration, de construction neuve, tout en acquérant des opérateurs du secteur (comme par exemple le constructeur de maisons individuelles Geoxia) et en explorant l'aménagement urbain.

Le pôle immobilier est composé de 11 personnes et il a peu évolué depuis la crise de 2008-2009, moment où la société internalise toutes les activités de gestion d'actifs en développant ses équipes financières et juridiques, pour exercer un contrôle global sur la chaîne de création de la valeur⁸. En 2018, six personnes couvraient « le cycle de vie d'un investissement (*sourcing*, acquisition, gestion et cession), auxquelles s'ajoute une équipe financière de trois personnes et une équipe juridique de deux personnes. »⁹. La société dispose en interne d'un département dédié à la gestion des actifs immobiliers, tandis que les questions d'aménagement, plus ponctuelles, sont externalisées à des prestataires, comme dans le cas de l'opération de Bagneux. Pour le projet des Mathurins, LBO a en effet contractualisé avec l'opérateur urbain de la filiale du groupe Bouygues Construction, Linkcity, les aspects liés au suivi du développement du projet urbain.

Ce partenariat est formalisé par le biais d'un contrat d'opérateur urbain conclu avec Linkcity et par le transfert de la promotion de la partie résidentielle à BNP Paribas Real Estate : « *Linkcity est sous promesse de vente et d'un protocole foncier pour l'ensemble des mètres carrés qu'on doit développer sur l'opération. Avec LBO et BNP, Linkcity dispose de protocoles fonciers qui garantissent le transfert de ces mètres carrés. Les achats s'effectueront à partir du moment où le montage aura été finalisé.* » Entretien E7, Directrice régionale Grands Projets urbains en entreprise de développement urbain (18/02/2020).

Le cas de LBO et de cette prise de position en amont du projet d'aménagement constitue un cas peu fréquent dans le paysage de l'aménagement dans le Grand Paris. Cette prise de position met en lumière un acteur qui se situe habituellement à l'aval du processus d'acquisition foncière. Les entretiens ont confirmé l'importance stratégique de ce site pour LBO, qui anticipe les créations de valeur induites par la production de nouveaux droits à construire. Le cas des Mathurins semble également atypique par la présence médiatique de la société d'investissement, qui apparaît par exemple aux côtés de l'équipe municipale pour présenter et défendre son projet urbain. Sans pouvoir interpréter de façon univoque cette présence inhabituelle sur les scènes politiques locales, notons que ce constat conduit à interroger la lecture que peuvent en faire les acteurs classiques de l'aménagement, ainsi que les clients et les partenaires de la société d'investissement.

⁸ Sources : <https://www.lbofrance.com/immobilier/> (Accès : 11/12/2019) ; *Fusions & Acquisitions* (17/05/2018) « LBO France présente son activité immobilière. Entretien avec Stéphanie Casciola. » Dossiers, 5, (Accès : 11/12/2019) : <http://www.fusions-acquisitions.fr/article/dossiers-5/lbo-france-presente-son-activite-immobiliere-2978> >

⁹ Source : Plaquette du véhicule d'investissement : LBO France (2018) « White Stone Value. L'immobilier d'aujourd'hui et de demain », < <http://www.lbofrance.com> > (Accès : 11/12/2019)

Quelques opérations semblables ont eu lieu dans les dix dernières années dans le Grand Paris. Un autre cas emblématique est celui de la prise de position de la société d'investissement Tikehau, fonds d'investissement opportuniste peu centré historiquement sur l'acquisition d'actifs immobiliers, ayant diversifié son portefeuille d'actifs à partir de 2010 en effectuant plusieurs acquisitions dans le périmètre du projet urbain Charenton-Bercy (320 000 m²). Plusieurs fonds ont été créés à cette fin, pour le portage foncier et pour l'investissement immobilier. Le fonds TLS (Tikehau Logistics Properties) a par exemple acquis un parc d'entrepôt en 2016 pour 40 millions d'euros, cédés en 2018 à la société Charenton-Bercy détenue conjointement par Bouygues Immobilier et Tikehau Real Estate Opportunity. Le financement du portage foncier a été assuré par la présence de locataire sur le site pendant le montage du projet urbain. Comme dans le cas des Mathurins, la stratégie de production de valeur s'échelonne à moyen-long terme, via un partenariat avec une entreprise de promotion. Comme dans le cas des Mathurins à Bagneux, cette prise de position en amont semble signaler une forte anticipation de la production de valeur à la suite du projet de requalification urbaine, suffisante pour justifier une prise de risque élevé (risque projet, pollutions, permis de construire).

2.4. Les véhicules d'investissement et les fonds dédiés à des projets d'aménagement ou grands projets immobiliers

❖ Le fond Lapillus au sein de LBO France Gestion

LBO France est comme on l'a vu une société de gestion d'actifs française, qui présentait 30,6 millions de dollars (USD) de total des produits d'exploitation en 2015 (72,7 millions en 2010). LBO détient actuellement 2,3 milliards d'actifs sous gestion et a réalisé 33 investissements depuis la création de ses fonds immobiliers en 2003¹⁰. Le pôle d'experts sur les actifs immobiliers se concentre sur deux types de stratégies de création de valeur conduites à travers de deux types de véhicules d'investissement : le FCPI White Stone Value et l'OPCI Lapillus.

White Stone Value est le premier véhicule sur l'immobilier créé par cette compagnie en 2003. Il n'est pas soumis à l'agrément de l'AMF, et présente une stratégie *value added*, c'est-à-dire qui présente un risque plus grand que le core/core+, pour une durée de 8 ans. En 2018, il y avait eu six générations de ce fonds (et 32 opérations réalisées), dont les caractéristiques reflètent celles des FCPI en général, se centrant sur un nombre limité d'opérations intermédiaires (de 6 à 8), d'une durée de 4 à 5 ans sur des biens immobiliers diversifiés (locaux d'activité, bureaux, résidentiel, hôtels, logistique ou des sociétés liées à l'immobilier).

¹⁰ Ces informations ont été obtenues à partir du site web de LBO France, <<https://www.lbofrance.com/immobilier/>> (Accès : 11/12/2019).

L'autre véhicule d'investissement créée par le pôle immobilier de LBO France est celui de l'**OPCI Lapillus**, en 2012, la même année de l'acquisition du site des Mathurins à Bagneux et s'adaptant aux conditions de ce projet d'aménagement (voir étude de cas infra). Il s'agit d'une stratégie complémentaire à celle de White Stone car Lapillus correspond à une stratégie *Core+*. Elle vise la création de la valeur à moyen-long terme, initialement fixée à 10 ans, et « *propose à des investisseurs avertis une performance à long terme sur un patrimoine composé d'un ou plusieurs ensembles immobiliers situés en Ile-de-France, à usage principal de bureaux, en vue de les louer*¹¹ ».

L'investisseur LBO France a donc appliqué des montages classiques de fonds d'investissement au financement de son projet de développement urbain. Les fonds, captant des capitaux pour une durée déterminée, permettent, avec les loyers générés par les locataires existants, de financer le portage le temps du montage du projet. D'autres fonds prennent le relais, pour assurer d'autres étapes de développement. Au final, l'investisseur pourra conserver la détention des propriétés dont il aura piloté la construction, vendre celles pour lesquelles il attend des plus-values et acquérir d'autres propriétés sur d'autres sites de renouvellement urbain, pour diversifier les actifs, répartir les risques et générer les rendements attendus.

Si la définition du modèle économique du projet d'aménagement se calent sur le principe du compte à rebours, classique dans la promotion immobilière, les outils utilisés pour mesurer la rentabilité des actifs qui sont contenus dans le fonds sont en revanche issus de la finance de marché. Les actifs qui rejoignent les différents fonds (et qui contribuent par conséquent à financer le projet) sont évalués par les outils classiques de la finance immobilière, en particulier le taux de rendement interne. En général, les business de plan de chaque fonds combinent, dans le calcul des rendements attendus, des éléments concernant les flux de revenus locatifs et des éléments concernant les plus-values qui peuvent être réalisées lors de la cession de certains immeubles.

Plusieurs générations du même type de véhicule existent couramment. Dans le cas de Lapillus, il y a eu la création de l'OPCI Lapillus I et un autre type de véhicule associé : Lapillus Invest II en 2016 pour « *l'acquisition, la détention et la gestion de l'OPCI Lapillus II* »¹². Ce véhicule OPC I est plus long que les autres types de fonds *value added* gérés par LBO et cette durée est définie à l'avance. Les différentes générations du fond Lapillus sont concentrées sur des biens immobiliers, incluant le projet d'aménagement des Mathurins à Bagneux. Les caractéristiques des risques et des rendements attendus sont indiquées dans le descriptif initial du véhicule.

¹¹ Ce texte provient de la « Convention d'objectifs » pour le projet des Mathurins, signé par les collectivités locales et LBO France en avril de 2012. Dans ce premier accord avec la collectivité locale pour la réalisation du projet des Mathurins à Bagneux, la durée du véhicule et les objectifs sont indiqués, ces derniers se concentrent sur le développement et la détention de biens immobiliers tertiaires. Pour ces caractéristiques, il est donc possible d'en déduire que ce fond Lapillus a été créé pour financer principalement ce projet d'aménagement.

¹² Source : <<http://entreprises.lefigaro.fr/lapillus-gestion-75/entreprise-820176774>> (accès : 05/08/2020)

« La durée des fonds est ad hoc, 15 ou 20 ans. Dans ce cas, ce sont des fonds de long terme. Il y a des véhicules plus courts, des véhicules à 10 ans, d'autres à 15 ans, d'autres à 20 ans, en fonction du projet, avec des rendements attendus prédéfinis à la base. Par conséquent, il importe qu'au moment où se fait l'acquisition, cette dernière soit en accord avec notre business plan puis si l'actif est compatible avec les attentes du véhicule. Nous effectuons un bilan global du fonds, un business plan opération et tout cela est ensuite consolidé au niveau du fonds. Il y a des opérations meilleures que d'autres et tout cela est également consolidé au niveau du fonds. En ce qui concerne la temporalité, le business plan est défini au départ et tous les ans, en début d'année, nous revoyons le business plan, nous refaisons un budget, nous adaptons s'il y a eu des évolutions. Tous les ans, nous réadaptions les business plan un par un. » Entretien E8, Directrice immobilière de société de gestion d'actifs d'investissement.

Les contacts avec les investisseurs qui participent à un véhicule d'investissement ont lieu au moment de l'entrée dans le capital du véhicule, à la suite de la définition des conditions d'investissement formalisées dans la thèse d'investissement, document contractuel qui engage le fonds vis-à-vis des investisseurs. En général, les périodes d'investissement durent entre trois et quatre ans, avant que les gestionnaires n'effectuent une nouvelle levée de fonds. Une nouvelle génération de véhicules peut -être alors lancée, dans le cas où les opérations pour lesquelles ils ont été créés sont en cours et encore détenues dans le portefeuille de la société, comme c'est le cas pour le projet des Mathurins.

« Il y a des investisseurs dans les véhicules, et, en quelque sorte, nous les représentons. C'est similaire au processus par lequel vous achetez une action, puis la société travaille. Comme lorsque vous achetez une action, vous n'avez pas votre mot à dire sur la stratégie et les investisseurs n'interviennent pas dans la définition de la stratégie de gestion. Comme pour les autres types d'investissement, il y a un reporting, mais pas plus. Nous avons une structure classique de gestion d'asset management. Nous possédons des fonds et nous levons les fonds. Une fois le fonds levé, il y a une période d'investissement définie. En fonction des véhicules, cette période varie entre trois et quatre ans de période d'investissement et une fois que la période d'investissement est terminée, nous mettons en place un nouveau véhicule. » Entretien E8, Directrice immobilière de société de gestion d'actifs d'investissement.

Si les gestionnaires d'actifs ont la liberté de se positionner où ils le souhaitent dans les territoires pour produire leurs stratégies, ils se retrouvent en revanche en concurrence avec les autres fonds pour l'accès aux produits leur permettant de réaliser effectivement les rendements attendus. La concurrence des investisseurs pour un marché d'actifs immobiliers capables de produire les rendements attendus, à Paris et en Ile-de-France, où se concentre une proportion significative de l'investissement immobilier tertiaire mondial, explique la prise de position très en amont de LBO. Alimentés par la collecte des épargnants et des Etats (*« beaucoup d'institutionnels, soit fonds de pension, caisses de retraites, assureur, mutuelles, banque, Family Office »*), entretien E8,

Directrice immobilière de société de gestion d'actifs d'investissement), le fonds a tout intérêt à participer au pilotage de la production urbaine pour valoriser ces capitaux « patients ».

On comprend dès lors la prise de position en amont sur une parcelle d'une quinzaine d'hectares dont la localisation permet d'espérer la production d'un centre tertiaire (100 000 m²). Ce faisant, LBO s'assure un accès privilégié aux actifs en aval, dans un contexte territorial (Bagneux) dont la localisation péri-centrale permet d'anticiper les rendements attendus. Si des travaux récents ont montré comment certaines conventions d'investissement pouvaient influencer les programmes d'aménagement de ZAC péri-centrales (Gironnet, 2016), il apparaît avec le cas des Mathurins que les investisseurs peuvent également intervenir plus directement pour adapter la production urbaine à leurs attentes. Toutefois, le cas de Bagneux montre également qu'une telle intervention ne peut être envisageable que dans le cas où le foncier est maîtrisable, à l'échelle urbaine et pas à celle de l'îlot, échelle qui elle reste le lieu d'exercice des compétences des promoteurs et des développeurs.

❖ Les fonds dédiés Grand Paris gérés par La Française REM

Un autre véhicule d'investissement qui inclut des financements de projets d'aménagement dans la métropole parisienne est la SCPI LF Grand Paris Patrimoine. Le gestionnaire de ce produit est la société de gestion d'actifs La Française REM. Cette entreprise développe différentes stratégies d'investissement, dont la création de foncières, de manière à « remonter la chaîne de valeur » de l'immobilier.

En plus de la création de la Foncière Nord Europe qui réalise des acquisitions pour le compte du Crédit Mutuel à Lille, il faut indiquer la stratégie sur le Grand Paris qui constitue l'un des exemples majeurs d'une société de gestion d'actifs pour remonter la chaîne de valeur, en essayant de s'associer en amont à des projets d'aménagement autour des principaux pôles de la métropole du Grand Paris. La Française est ainsi positionnée sur des secteurs du Village Olympique et dans des ZAC (Pleyel, Villejuif). La taille des tènements demeure toutefois modeste, permettant d'envisager des réalisations à moyen terme. La foncière se positionne ainsi principalement sur des espaces compris entre 3 et 15 hectares.

Pour déployer sa stratégie spécifique sur le Grand Paris, la foncière investit dans des terrains situés à proximité des gares du GPE, représentant un potentiel d'investissement dans des actifs dits « emblématiques ». La foncière Grand Paris est entièrement détenue par des investisseurs institutionnels, parmi lesquels le Crédit Mutuel, actionnaire à 25% et l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada (OIRPC), actionnaire à 75%. Cette foncière lui permet de développer son produit phare, les SCPI (La Française est le leader du marché français SCPI en capitalisation). Ce véhicule grand public (avec une participation d'au moins 3000 euros), est un placement à long terme, avec une durée recommandée d'au moins 9 ans. Le rendement attendu en moyenne est de 4,5%. La Française investit aussi dans les grandes aires urbaines françaises de

plus de 300 000 habitants, mais à fin juin 2019, 81% des actifs étaient en Ile-de-France. Les cibles de La Française sont donc les projets mixtes autour des gares du GPE, la jauge visée se situant autour de 100 000m² de logements et de bureaux (positionnement *value added*). Fin juin 2019, la capitalisation était de 812 millions d'euros. Le patrimoine est de 193 000 m², acquis soit directement ou à travers des SCI et il était composé par 96% de bureaux, les résidences gérées (2,72%) et les entrepôts (0,67%)¹³ étant minoritaires.

Ce positionnement sur les projets liés au Grand Paris n'est pas sans risque et suppose une culture de l'aménagement, qu'a essayé d'internaliser La Française par des recrutements de spécialistes, mais ce n'est pas son cœur de métier. De fait, elle prend la mesure aujourd'hui de l'impact d'un planning décalé avec le retard de la SGP, les risques financiers qui s'en suivent et est attentive au risque de réputation.

D'autre part, La Française a créé une autre SCPI LF Grand Paris Habitation (dite fiscale car elle s'inscrit dans le dispositif Pinel), qui a pour objet les biens immobiliers neufs, en VEFA ou qui doivent faire l'objet de réhabilitation. La stratégie spatiale est la même que pour la LF Grand Paris Patrimoine, mais avec une durée de placement recommandée encore à plus long terme : 17 ans. Il s'agit d'un produit pour tout type d'investisseur et le risque assumé est faible.

Enfin, La Française a développé sur le résidentiel un nouveau mode de commercialisation des logements de manière à le rendre accessible aux classes moyennes, via le principe de la « propriété à vie » (qui résulte d'une dissociation du foncier et du bâti et qui s'apparente davantage à une forme d'usufruit locatif). En effet, les ménages « propriétaires » achètent en réalité un bail de très long terme (50 ans) et reverse un loyer modeste correspondant au terrain, qui lui, reste propriété du véhicule d'investissement (ce mécanisme revient à un coût mensuel légèrement supérieur à celui d'une location, mais inférieur d'environ 30 % à celui d'une acquisition classique). La Française essaye de développer ce produit assez attractif dans le cadre de projets d'aménagement de la métropole (voir partie sur le foncier).

La plupart de ces fonds se concentrent sur des biens immobiliers générateurs d'un rendement locatif conforme au business plan. Ces véhicules d'investissement du Grand Paris constituent les outils essentiels à travers lesquels cette société veut anticiper la création de la valeur dans la métropole du Grand Paris. La durée de ces véhicules et le faible niveau de risque assumé leur permettent de s'adapter aux temps assez longs des projets d'aménagement stratégiques. Comme ils indiquent dans leur site web : « *mais aussi en s'engageant en amont des projets de construction sur une durée très longue* »¹⁴. C'est à partir de cette palette de fonds qu'ils se positionnent, de manière plus ou moins intégrée, au sein des groupements qui mènent les projets d'aménagement

¹³Source : <<https://www.la-francaise.com/fr/nous-connaître/nos-expertises/le-grand-paris-par-la-francaise/>> (accès : 09/07/2020)

¹⁴ Source : <<https://www.la-francaise.com/fr/nous-connaître/nos-expertises/le-grand-paris-par-la-francaise/>> (accès : 09/07/2020)

dans le cadre des appels à manifestations d'intérêts de la métropole comme l'IMGP1 (2 projets lauréats à cette APUI : Pleyel et Les Ardoines). Comme cela est mentionné dans la candidature du projet lauréat à Pleyel (Saint-Denis), La Française était ouverte pour participer dès le stade projet en s'appuyant sur des véhicules d'investissements dédiés :

« L'axe stratégique de cette foncière dédiée au Grand Paris est de se positionner sur des quartiers entiers et notamment autour des nouvelles gares prévues le long du réseau du Grand Paris Express avec une sélection de quartiers mixtes, à la fois quartiers de vie et quartiers d'affaires comme Les Lumières Pleyel avec un objectif d'équilibre de son portefeuille entre l'immobilier d'entreprise (bureaux et commerces) et le résidentiel »¹⁵.

Ainsi La Française, par la diversité de ses véhicules d'investissement et l'ingénierie interne dont elle s'est dotée, peut se positionner relativement en amont dans des groupements dans le cadre des APUI. Elle a également expérimenté le rôle de mandataire d'un groupement promoteur à la suite d'une consultation lancée par un aménageur sur un lot au sein d'une ZAC en première couronne. Cela lui permet de garder la main sur la conception architecturale et la maîtrise d'œuvre, inversant ainsi le rapport habituel avec le promoteur, ce qui témoigne d'une volonté affichée de remonter la chaîne de valeur, en ciblant les secteurs potentiellement les plus attractifs.

❖ Les fonds FPCI pour la dépollution et la régénération urbaine chez Brownfields

Brownfields est une société créée en 2006, qui présente un chiffre d'affaires de 8,58 millions de dollars –USD- en 2018 et qui est dotée de fonds propres à hauteur de 250 millions d'euros. Elle s'est spécialisée dans la régénération des friches industrielles très polluées (voir aussi la partie foncière).

Brownfields utilisent des véhicules d'investissement de type FPCI qui permettent d'assurer les travaux d'acquisition, dépollution, d'aménagement et de développement de programmes urbains dans des anciens fonciers industriels ou logistiques pollués, en se focalisant sur une approche très exigeante du point de vue environnemental.

Un exemple représentatif est le FPCI Brownfields 2, lancé en 2014 à destination des investisseurs professionnels. Ce fond est la deuxième génération, après un premier FPCI en 2007 qui a réuni 55 millions d'euros (15 millions de la Banque Européenne d'Investissements ; 15 millions de la Caisse des Dépôts ; 5 millions du Conservateur ; 5,5 millions de la Caisse d'Assurance Vie des Pharmaciens ; 3 millions d'AGRICA et le reste de 3 autres investisseurs français). Ce deuxième fond était calibré pour soutenir 4 ou 5 grands projets et arriver aux 200 millions d'euros. Il a profité de la continuité de la participation d'une partie des premiers investisseurs : la Banque

¹⁵ Source : Candidature Lumières Pleyel (2017 : 7). Document consulté dans l'archive de la Chaire Aménager le Grand Paris.

Européenne d'Investissement (BEI), la Caisse des Dépôts (à hauteur du 18,3% en 2017), ainsi que d'autres investisseurs institutionnels français comme Le Fonds de Réserve des Retraites. En lien avec les projets de l'entreprise, ces fonds s'orientent vers toutes les activités qui vont de 1) l'obtention et portage du foncier pollué ; 2) la dépollution et remise en état des sites ; 3) l'aménagement urbain ; et 4) le développement immobilier :

« Le fonds a pour objet l'acquisition de sites pollués situés en France en vue de leur réhabilitation (i) soit pour les revendre à des promoteurs immobiliers pour la réalisation de projets urbains ayant un fort potentiel de valorisation immobilière (vente de terrains nus constructibles), (ii) soit pour réaliser des projets immobiliers en vue de leur revente (vente d'immeubles construits ou en l'état futur d'achèvement) »¹⁶.

Leur modèle d'exploitation inclut différentes activités, depuis le portage foncier jusqu'à l'aménagement urbain : *« L'exploitation de ces biens, leur vente et leur apport en société, la participation à toutes opérations pour l'exploitation, la gestion et l'administration de toutes affaires ou entreprises nécessaires à l'objet de la société : Gestion de portefeuilles individuels ou collectifs d'instruments financiers et maîtrise d'ouvrage des travaux de démolition, de dépollution, et des autres opérations nécessaires à la reconversion de sites pollués »¹⁷.*

La plupart des placements de ce fonds se concentrent en France (75%), notamment en Ile-de-France. Une partie des investissements est également fléchée en direction d'autres pays de l'Union européenne comme les Pays-Bas, la Belgique, le Luxembourg ou en dehors de l'UE, la Suisse.

Ces activités réalisées dans d'autres pays européens, sont constituées d'opérations urbaines singulières pour lesquelles des groupes d'opérations sont financés à travers la création de fonds subsidiaires, contrôlés majoritairement par Brownfields 2. Grâce à la base Orbis, nous pouvons voir un ensemble de fonds dérivés et qui ont leur siège en Belgique : BF 2 Liedel ; BF2 Moissonneurs ; BF2 Namurs Combattants ; Brownfields Belgian Projects ; Green Field Development ; Projet Namur Combattants ; Rouppe Property I et The Liedl Village¹⁸.

L'émergence de nouveaux acteurs et/ou les prises de positions amont d'acteurs historiquement cantonnés aux acquisitions finales ne semblent pas traduire actuellement un mouvement de fond transformant structurellement le financement et les modes de faire de l'aménagement urbain. Ces prises de position, ponctuelles, semblent constituer avant tout une réponse *ad hoc* aux tensions

¹⁶ Ces informations sont extraits du Groupe Caisse des Dépôts (2017) « Obligation Verte. Rapport Annuel » et du site web de Brownfields : <<https://www.brownfields.fr/nos-competences>> (accès : 20/07/2020) et du Brownfields (13/05/2014) « Dossier de presse. Cérémonie de lancement du FPCI Brownfields 2 ». Source : <<https://www.eib.org/attachments/press/140512-dossier-de-presse-fusionne.pdf>> (accès : 23/07/2020)

¹⁷ Source : Base Orbis (accès : 19/05/2020)

¹⁸ Source : Base Orbis (accès : 19/05/2020)

foncières du marché francilien et à la raréfaction de produits en mesure d'assurer aux investisseurs les rendements attendus. Ces prises de position semblent s'expliquer par le souhait de contrôler, en amont des projets, la conformité des biens à certains standards (taille, performance environnementale, localisation) tout en évitant le risque d'une mise en concurrence en aval du processus d'aménagement, soit une sécurisation du processus de «sourcing» d'actifs, envisagé ici dès le processus d'acquisition foncière. Cette dernière semble toutefois limitée aux fonciers qui présentent, au-delà de la localisation, des qualités assez rares : un grand tènement foncier avec peu de propriétaires (une dizaine d'hectares d'un seul tenant *a minima*) et la présence de locataires, ce qui permet de financer les coûts de portage pendant plusieurs années.

En ce qui concerne le développement horizontal des entreprises concernées, on constate que les compétences d'ingénierie associées à l'aménagement demeurent encore limitées parmi les investisseurs et sont externalisées. La connaissance détaillée des restructurations organisationnelles, en particulier le développement de compétences en interne, nécessiterait toutefois des enquêtes dédiées auprès d'un panel élargi. En définitive, sur la base des entretiens réalisés, il apparaît qu'en matière d'aménagement, les investisseurs adoptent le même mode de raisonnement que celui des promoteurs, qui se fonde sur la détermination de la valeur des charges foncières à partir d'un compte à rebours. Pour autant, il y a bien une itération qui s'opère pour vérifier que la charge foncière permettra d'obtenir le niveau de rendement attendu par les actionnaires en fonction des loyers anticipés. C'est ici qu'interviennent les techniques d'évaluation financière plus habituelles des investisseurs, en particulier le recours au «discounted cash-flow», outil de gestion habituellement identifié comme un marqueur de la financiarisation (Doganova, 2014).

En matière de programmation urbaine, l'intervention des investisseurs prenant des positions amont semble se concentrer sur différents aspects : respects de certaines réglementations, en particulier celles qui concernent les labellisations environnementales, formes des équipements tertiaires pour que ces derniers soient conformes aux standards circulants dans le secteur de l'immobilier financiarisé (taille minimum des emprises, seuil des 100 000 m² comme marqueur d'un « quartier d'affaires », « liquidité des actifs »), « qualité urbaine » des quartiers concernés définie par la mixité fonctionnelle et la présence d'espaces verts. On pose dès lors l'hypothèse d'une acculturation des investisseurs aux modèles économiques des promoteurs plus que celle du développement d'une financiarisation de l'aménagement. Là encore, des enquêtes dédiées aux modèles économiques déployés dans les opérations dans lesquelles interviennent des investisseurs en amont permettrait d'étayer des premiers constats.

2.5. Le financement des sociétés d'aménagement : une participation encore limitée des marchés financiers mais de nouvelles expérimentations

- ❖ Émissions obligataires de la SEMAPA : une innovation du mode de financement dans le monde des SPL

La Semapa est une société d'aménagement créée en 1985, dont le statut initial était celui d'une société d'économie mixte. Depuis 1991, elle conduit l'aménagement du projet urbain de la ZAC Seine Rive Gauche (actuelle Paris Rive Gauche, dans le 13^{ème} arrondissement parisien), pour un budget de 4,4 milliards d'euros (jusqu'à 2028). Elle porte également des projets de rénovation urbaine dans le sud-est de Paris et a également en charge une autre opération d'envergure métropolitaine, Bercy-Charenton, qui a démarré en 2018 à la suite de l'appel à projets de l'IMGP1, dont le coût prévisionnel est estimé à 961 millions d'euros et qui devraient s'étendre jusqu'en 2032. Depuis 2012, la SEMAPA a changé de statut pour devenir une société publique locale (SPL), dont 92% du capital est détenu par la ville de Paris (et 8% par la Région Ile-de-France), ce qui lui permet de ne pas être mise en concurrence et d'être missionnée directement par ses actionnaires (forme de « quasi-régie »). Elle présente un produit total d'exploitation en 2018 de 121,8 millions d'euros.

La société avait recours assez classiquement à des emprunts bancaires, mais la crise financière mondiale de 2008 a engendré un durcissement de la réglementation du secteur (accords prudentiels Bâle II et Bâle III) et rendu l'accès à l'emprunt plus contraint, ce qui a conduit la SEMAPA à diversifier ses sources de financement, de manière assez innovante. Dans les années 1990, la SEMAPA avait recours à des emprunts bancaires à partir d'un pool bancaire, conduit par Crédit Lyonnais. Le montant levé s'établissait autour de 473 millions d'euros, qui pouvait se retirer par tranches. A partir de 2013, la SEMAPA a lancé un programme d'émission de titres obligataires :

« La Ville de Paris a fait le choix implicite, mais c'est assez clair malgré tout, que l'opérateur trouve lui-même les instruments de financement des opérations. Il y a une dizaine d'années, lors de la crise financière, les banques se sont trouvées dans une situation où leurs liquidités, et donc les ratios surveillés par les banques centrales devenaient contraints. Nous avons donc eu des réponses plus faibles aux demandes de financement que nous avons régulièrement faites pour notre activité. Et cela nous a conduits à mettre en place des programmes d'émission de titres financiers pour être rassurés sur le fait de pouvoir trouver la ressource quantitative nécessaire à notre fonctionnement. » Entretien E5, Directeur financier et administratif d'une société d'aménagement.

La garantie de la ville de Paris, dont la SEMAPA bénéficie à hauteur de 80%, lui permet ainsi d'envisager de se financer directement auprès des marchés financiers : « *en 2013, nous sentions qu'il y avait tout de même un risque de ne pas obtenir une réponse suffisante [auprès des banques]. Nous avons donc mis en place des instruments de dette qui obéissent à un cadre un peu différent puisque là, ce ne sont pas les banques qui répondent, ce sont des investisseurs.* » (Entretien E5, Directeur financier et administratif d'une société d'aménagement).

Si l'accès aux marchés financiers s'est généralisé pour les collectivités locales depuis une dizaine d'années (Ferlazzo, 2018a ; 2018b), la SEMAPA fait un peu figure d'exception dans le secteur public local. En France, les collectivités ayant connu des difficultés pour financer leur programme d'investissement par l'emprunt bancaire à la suite de la crise et de la faillite de Dexia, peuvent désormais faire appel à l'Agence France Locale, agence de crédit qui se finance directement auprès des marchés financiers et se charge d'évaluer des collectivités, selon les conventions des acteurs issus de la finance de marché (Ferlazzo, 2018a ; 2018b). Le marché des émissions de créances obligataires reste donc, pour le secteur public local, encore limité à quelques collectivités émettrices dont les principales sont la ville de Paris et la région Île-de-France. Un facteur d'explication de cet accès différencié aux marchés obligataires réside dans le niveau de compétences nécessaire à l'obtention de ce type de financement. Pour les obtenir, la SEMAPA a bénéficié de l'aide technique de la ville de Paris, dont les équipes ont construit une expérience de longue date, et semblaient très satisfaites du fonctionnement de leur programme d'aide. Sans ce soutien technique, le processus d'émission semble assez difficile d'accès.

La SEMAPA lance le protocole pour effectuer l'émission de titres à partir de 2013, et émet ses premières créances en 2015. Elle obtient pour cela une notation émise par l'agence Fitch, qui réalise alors un descriptif de son activité, notation qui s'effectue avant la sélection de la banque arrangeuse et du conseil juridique. La SEMAPA obtient une notation légèrement inférieure à celle de la ville de Paris, qui a « *la même notation que celle de l'Etat* » soit le meilleur niveau de notation possible, et, corollaire de cette notation, obtient un niveau de rendement assez faible. Faible, mais recherché par les investisseurs qui privilégient des rémunérations sûres ou ont besoin de ce type d'actifs pour alimenter leurs fonds en accord avec leurs modèles de gestion. Au-delà des obligations à faible rendement, l'offre de la SEMAPA est donc celle d'un produit à faible niveau de risque, ressource parfois nécessaire pour sécuriser certains portefeuilles. La SEMAPA bénéficie ainsi d'une excellente notation par construction, ce qui lui garantit de pouvoir attirer ces investisseurs à la recherche de ce type de produits. Ainsi, si la rémunération des titres est faible, ces derniers offrent, et c'est ce qui les rend attractifs sur le marché obligataire, un excellent niveau de risque.

En pratique, la SPL n'a pas de visibilité sur les investisseurs qui s'intéressent à ses titres obligataires, mêmes si les placeurs peuvent les renseigner : « *L'investisseur en l'occurrence, mais c'est assez généralement le cas, est assez souvent une compagnie d'assurance. Nous dialoguons avec une banque qui fait l'arrangement, produit la documentation, en l'occurrence, un contrat.*

Lorsque nous renouvelons l'opération nous avons une documentation qui est une sorte de contrat type aussi pour ces formats-là » (Entretien E5, Directeur financier et administratif d'une société d'aménagement). Finalement ce mode de financement par l'émission de titres est désormais devenu majoritaire pour la SEMAPA, dont le rythme d'émissions est devenu annuel :

« Maintenant, nous allons le faire de manière plus régulière parce que nous avons besoin des banques pour nos lignes de trésorerie et pour du backup. Donc ce qui est important pour qu'on soit, on va dire, une entreprise intéressante, enfin un émetteur intéressant, c'est d'être le plus régulier possible. Cela, nous l'avions bien compris pour les émissions d'EMTN. Cela nous convient bien puisque nous devons financer un stock qui se renouvelle. Tous les ans, nous devons faire une opération de financement qui permet de compléter ou de renouveler partiellement notre financement. C'est très bien puisque maintenant tous les ans, les investisseurs savent qu'en début d'année, il y aura une opération SEMAPA. Et pour les banques qui font un financement plus classique, on va probablement faire de la même manière, revenir, je pense, tous les ans pour les solliciter, pour qu'elles puissent aussi concourir à ce type de financement. » Entretien E5, Directeur financier et administratif d'une société d'aménagement.

La SEMAPA a conçu différents types de titres émis, s'adaptant aux spécificités et aux temporalités des projets d'aménagement.

« Je reviens à notre modèle d'affaires. On a un besoin de financement parce qu'on commence à faire des études, après des travaux, ensuite on vend. Ça se déroule sur quelques années, mais ce n'est pas sur 15 ans. C'est entre cinq et sept ans, disons. Notre besoin se situe donc à peu près sur cette durée-là. Nous avons en fait une succession de sous-opérations qui peuvent se superposer ou se succéder, mais on n'est pas comme, je dirais, dans l'industrie où s'il faut financer une usine qui va durer 10 ans et dont le besoin de financement est à peu près constant. Nous ne sommes pas dans cette logique-là. Nous finançons un encours de production qui se renouvelle et dont le niveau varie. Et pour cela, pour que nous puissions nous adapter au mieux, nous avons le type instruments, ici des NEU CPs, mais nous utilisons aussi l'instrument de la durée. Il faut ne pas émettre sur des durées trop longues car le risque, c'est d'en émettre trop. Même si on ne paie pas beaucoup, on paie finalement trop par rapport à nos besoins. Donc ça, nous avons un peu de mal à l'expliquer, mais disons que nous nous sommes adaptés progressivement. » Entretien E5, Directeur financier et administratif d'une société d'aménagement.

Les investisseurs qui se positionnent sur ces titres sont plutôt des investisseurs institutionnels intéressés par le moyen terme (5-7 ans), même si initialement la SEMAPA avait accepté de proposer des durées plus longues : *« Les investisseurs sont plutôt des institutionnels. Sur des notations comme la nôtre, la rémunération est très faible. Ce qui fait qu'elle est un peu plus élevée, c'est la durée. Donc du coup, les investisseurs aimeraient bien qu'on émette des*

titres à 15 ans ou à 30 ans ou à 50 ans, que sais-je. Pour nous, ce n'est pas possible. » Entretien E5, Directeur financier et administratif d'une société d'aménagement.

Si, en définitive, les services financiers de la SEMAPA jugent plus efficace le financement de l'aménagement par les créances obligataires, ce dernier reste dépendant des fluctuations financières mondiales. Notre interlocuteur mentionne ainsi le cas du printemps 2015, pendant lequel des perturbations sur les marchés obligataires chinois ont rendues impossibles certaines opérations en Europe et ont ralenti l'émission des titres de la SEMAPA. Ce type d'engagement financier nécessite par conséquent une ingénierie permettant d'arbitrer entre les besoins bancaires et les besoins d'émission sur les marchés financiers. Ces nouvelles ingénieries financières conduisent au développement de nouvelles compétences, mettant en relation tout un ensemble d'expertises qui rassemblent alors les activités de la SEMAPA pour les rendre attractives auprès d'investisseurs institutionnels. Ces premiers constats exploratoires ne permettent pas encore de tirer d'enseignement plus généraux concernant les impacts urbains de ces évolutions des circuits de financement, qui nécessiteraient des enquêtes dédiées.

❖ SOGARIS : l'augmentation de capital et l'exploration de financements alternatifs en lien avec la politique RSE

SOGARIS est une autre société d'économie mixte qui s'intéresse aux modalités de financement alternatif. C'est une entreprise créée en 1960 qui se positionne initialement sur une plateforme logistique unique, celle de Rungis dans le sud de la métropole parisienne, comme une société d'exploitation et non pas une société immobilière.

« Sogaris est un acteur de l'immobilier, pour une société d'économie mixte, c'est assez rare. Les textes disent que l'on poursuit un besoin d'intérêt général, ce qui signifie très directement que ce besoin d'intérêt général doit s'incarner dans l'économie et que nous devons porter des valeurs d'intérêt général qui sont directement celles de nos mandants, dans un monde qui est en fait un monde totalement concurrentiel. » Entretien E14, Directeur général d'une foncière du domaine de la logistique.

Pour y parvenir, SOGARIS a notamment recours à des sources de financement alternatives, en particulier l'émission d'obligations vertes, à l'instar de la RATP.

SOGARIS a progressivement développé d'autres plateformes logistiques à proximité de plusieurs métropoles françaises en plus de celles de Paris. Ses actionnaires principaux sont la ville de Paris (qui détient 49,5% des parts) et les départements des Hauts-de-Seine, du Val-de-Marne et de la Seine-Saint-Denis (30,5%). En 2015, ces actionnaires initiaux décident de capitaliser la société en apportant les terrains de Rungis en pleine propriété à la société (qui était concessionnaire de

l'exploitation du site jusqu'à 2020)¹⁹. C'est lors ce processus de recapitalisation que la Caisse des Dépôts augmente sa part dans l'actionnariat de la société (à hauteur de 17,7 %) en 2019 :

« Il y a eu un apport des terrains par les collectivités locales actionnaires et une augmentation de capital réalisée dans la foulée, puisqu'en apportant leur terrain, la participation des collectivités locales est passée au-dessus des 85 % légalement admis. Il a donc fallu les ré-diluer via une augmentation de capital. Et c'est la Caisse des Dépôts qui était déjà actionnaire de la société qui a finalement conforté sa position au sein de Sogaris en réinjectant plusieurs dizaines de millions d'euros. » Entretien E14, Directeur général d'une foncière du domaine de la logistique.

Cette société d'économie mixte est spécialisée en logistique urbaine. Elle a la vocation d'aménager, développer, exploiter et gérer des biens immobiliers de transport de marchandises comme des gares routières ou des centres et plateformes logistiques de stockage et de distribution. Son produit d'exploitation annuel est de 25 millions d'euros en 2018. Cette entreprise opère principalement en France et plus particulièrement dans la métropole parisienne, avec la volonté de devenir le leader de la logistique urbaine du Grand Paris : *« Aujourd'hui, Sogaris c'est un peu moins de 700 000 m². 75 % c'est le Grand Paris. C'est un foncier qu'on a vocation à conserver quand on peut. »*. Entretien E14, Directeur général d'une foncière du domaine de la logistique.

Pour le financement de ses activités, SOGARIS avait recours à l'endettement auprès des banques. Comme la SEMAPA, l'entreprise explore la possibilité d'émettre des titres obligataires : *« Là, on s'est financé sur le marché bancaire pur. Cinq banques nous financent sur un triennal d'investissement. Par contre, pour la suite, chercher sans doute d'autres formes de financement que simplement de l'endettement. Avec les obligations et les greens bonds, vous avez d'autres problématiques qui peuvent être assez avantageuses pour nous dans la mesure où on a fait de la question environnementale un sujet. C'est la raison pour laquelle nous avons lancé cette année la structuration de notre stratégie RSE avec l'objectif d'arriver peut-être demain à prétendre à des financements de type green bonds. Nous avons lancé notre marché d'AMO la semaine dernière pour être accompagné sur la définition de notre stratégie RSE. Et ensuite, sur la saisie de la bonne agence. »* Entretien E14, Directeur général d'une foncière du domaine de la logistique.

❖ Eléments de conclusion sur la SEMAPA et SOGARIS

Les exemples de la SEMAPA et la Sogaris, deux acteurs de l'économie mixte, montrent une certaine ouverture et un intérêt marqué pour les outils de financement alternatifs à l'emprunt. Le

¹⁹ Source : Entretien E14, Directeur général d'une foncière du domaine de la logistique

recours aux marchés financiers, qui signe une forme de désintermédiation bancaire, complète en effet les instruments classiques et offre en outre des marges de manœuvre complémentaires pour pérenniser l'activité et le développement de ces organisations, qui bénéficient par ailleurs de garanties solides. Le rendement est faible, mais sûr. En raison des caractéristiques particulières des activités d'aménagement, il est difficile d'envisager une remontée massive des investisseurs sur ce type d'opérations, dont les caractéristiques ne répondent pas aux critères d'engagement, en particulier en matière de risque. Les gestionnaires de LBO, qui ont pourtant pris des positions en amont de la phase d'aménagement, expliquent ainsi que c'est la présence d'un locataire solide, garantissant des rentrées de loyer régulières, qui a justifié leur prise de position. « *Encore une fois nous [dans notre opération d'aménagement], on avait un contexte très particulier, mais pour moi, l'aménagement est difficilement financiarisable. Nous, on avait beaucoup de loyers. Donc, ça a été possible, mais encore une fois, on ne serait jamais allés sur une opération d'aménagement classique. Financiariser ce genre d'opération, étant donné le temps, les risques, c'est délicat* » Entretien E8, Directrice immobilière de société de gestion d'actifs d'investissement.

Si les traductions urbaines de cette évolution du circuit de financement de l'aménagement ne sont pas évidentes à saisir en pratique, il est à noter toutefois que cette innovation conduit à augmenter significativement les capacités d'investissement des organismes concernés et leurs possibilités de prendre en charge l'aménagement de nouvelles opérations. Ainsi, il importe d'être attentif à d'éventuels changements d'échelle dans la temporalité et la taille des projets d'aménagement, en lien avec ces nouvelles capacités de financement. En lien avec d'autres mutations, en particulier la centralisation régionale des ressources foncières publiques, assistera-t-on à une montée en puissance de certains opérateurs publics en mesure de lever des capitaux plus rapidement et dans des quantités plus importantes que ce qui était permis jusqu'alors par les accords financiers européens (en particulier les accords prudentiels Bâle II et Bâle III) ?

Contrairement à ce qui a pu être observé dans d'autres contextes territoriaux ou pour certains types d'actifs comme la logistique (Raimbault, 2019 ; O'Neil, 2019), il n'est pas certain que la financiarisation des circuits de financement de l'aménagement conduise, lorsque ces derniers sont médiés par des acteurs et des institutions publiques, à un transfert de propriété et de compétences vers le secteur privé, comme ce qui a pu être observé en Italie par exemple (Savini et Aalbers, 2016). Il est tout aussi possible d'envisager, en parallèle de ces transferts, un renforcement de la présence d'opérateurs publics dans des opérations de grande ampleur, soutenu par l'accès à des circuits de financement non-bancaires. Pour autant, la distribution de la propriété foncière n'est pas la seule modalité d'intervention des acteurs de l'investissement en situation d'aménagement. La circulation de certaines conventions, en particulier celles qui sont issues du secteur professionnel de l'immobilier financiarisé, peut également influencer la forme de certains projets contemporains (Guironnet, 2018).

3. La reconfiguration de la chaîne de l'aménagement et de son financement dans une perspective historique

Après ce premier temps sur l'identification des investisseurs dans le Grand Paris et avant de présenter de façon plus détaillée les études de cas, il nous est paru intéressant de resituer, dans une perspective historique, à la fois les modalités de financement de l'aménagement et la place des investisseurs. Cette partie permet de caractériser leurs différentes positions occupées dans le processus d'aménagement (absents, en retrait, à l'aval de la chaîne, au sein des groupements) et d'en retracer les principales évolutions. Deux périodes sont ici identifiées, permettant de comprendre comment le maintien de certaines pratiques peuvent contribuer à expliquer des prises de position encore assez peu fréquentes en amont des projets d'aménagement de la part des investisseurs.

La première période (3.1) revient sur le développement d'une économie de l'aménagement d'après-guerre essentiellement soutenue par des capitaux publics et sa progressive libéralisation à partir des années 1980. La seconde (3.2) reprend les principales évolutions du cadre d'aménagement depuis le début des années 2000 et identifie les facteurs pouvant favoriser des prises de position en amont. La partie suivante s'efforce de dresser un panorama d'investisseurs (publics et privés) intervenant actuellement en situation d'aménagement dans le périmètre du Grand Paris. Leurs prises de positions, leurs modalités d'action et leurs horizons d'attente font l'objet d'une analyse synthétique.

Cette partie met par ailleurs en perspective les pratiques observées dans le Grand Paris avec celles qui ont cours dans le contexte d'urbanisme négocié anglo-américain. L'histoire de l'aménagement et de son financement montre, en France, que les prises de position d'investisseurs privés en amont du processus d'aménagement sont récentes et encore peu fréquentes, contrairement à ce qui peut s'observer dans des contextes où l'investissement sur le territoire est majoritairement, et de longue date, pris en charge par les marchés de capitaux. La comparaison avec la situation britannique, en particulier quelques exemples londoniens, illustre l'importance que conservent, dans le contexte français, les financements publics pour soutenir une vision à long terme de l'investissement et de la gestion du territoire.

3.1. De l'aménagement public centralisé à l'arrivée des premiers investisseurs privés internationaux

Nous avons pris le parti de démarrer cette mise en perspective historique à partir de l'après-guerre qui signe les premières grandes opérations d'aménagement d'ensemble sur tout le territoire et une forme d'institutionnalisation du métier d'aménageur public. La première période s'étend des « Trente Glorieuses », pendant lesquelles se met en place les cadres d'un financement de

l'aménagement par des capitaux exclusivement publics, aux années 1980, caractérisées par l'arrivée de nouveaux acteurs de l'aménagement et par celle des premiers investisseurs internationaux dans le marché immobilier francilien.

Durant cette période, le paysage des acteurs de l'aménagement se structure sous l'influence d'une intervention publique puissante, où l'Etat planifie, régule, subventionne, mais s'appuie également sur des ressources financières privées. Ce contexte favorise la naissance et la structuration de la profession de promoteur, ainsi que l'entrée massive des groupes bancaires et financiers dans le secteur immobilier, via la création de filiales d'investissement immobilier (SII).

La configuration "canonique" de la chaîne de l'aménagement se met en place, dans laquelle l'aménageur, alimenté en foncier par l'Etat ou les collectivités, transmet au promoteur trois types de valeur ajoutée : une unité foncière restructurée, viabilisée et juridiquement constructible. Le promoteur construit et à son tour, vend à l'acquéreur final, le plus souvent des ménages et des entreprises, mais aussi des investisseurs à l'aval de la chaîne.

❖ Interventionnisme foncier et aménagement urbain

Dans la période qui s'étend des années 1950 aux années 1970, l'implication financière de la puissance publique dans l'aménagement concerne principalement la gestion et la régulation des ressources foncières, afin que celles-ci ne constituent pas un obstacle au développement de l'appareil industriel et à la production en masse de logements. Cette implication se caractérise en particulier par une politique d'acquisitions foncières à grande échelle, effectuée par l'Etat ou les collectivités locales, suivie d'une fabrication en masse de terrains équipés dans les ZUP, les villes nouvelles puis les ZAC.

Dans ce contexte d'effort de construction (le stock de logements double entre 1946 et 1982, passant de 12,7 à 24 millions), plusieurs acteurs clés de la chaîne de l'aménagement émergent. Le secteur de la promotion privée se structure peu à peu, à côté des nouvelles organisations de maîtrises d'ouvrage « institutionnelles » positionnées sur l'amont et l'aval de la chaîne de production des terrains aménagés. Les sociétés d'économie mixte (SEM), financées en particulier par la Caisse des dépôts (Frétiigny, 2015), endossent un rôle central dans la production de terrains urbanisables.

La SCET, filiale technique de la CDC créée en 1957, n'a pas toutefois pas le « monopole » des SEM. Comme le rappellent Da Rold (2008) et Orillard (2018 ; 2019), la CDC n'était pas la seule institution financière à intervenir au capital des SEM, la Compagnie financière de Paris et des Pays-Bas (future banque Paribas) ayant également constitué un réseau avec des sociétés de service dont la SAREF (société l'auxiliaire de rénovation et d'équipement foncier) fondée en 1963, filiale spécialisée en aménagement urbain de la SACI (société auxiliaire de construction immobilière).

Portés par les besoins de financement et la forte croissance du secteur de la construction, d'autres groupes bancaires et financiers entrent dans le champ de l'aménagement et de la promotion immobilière, parmi lesquels la Compagnie de Suez, la Banque de l'Indochine, ou l'Immobilière Construction de Paris (Avril & Roth, 1997 ; Boublil, 1980).

❖ Structuration de la promotion immobilière

Outre l'émergence des grands opérateurs publics et des acteurs de l'économie mixte, la période qui court jusqu'aux années 1980 se caractérise par l'émergence progressive d'un marché de la promotion immobilière, qui reste toutefois en retrait de l'aménagement. Des promoteurs peuvent être ponctuellement amenés à effectuer des actions d'aménagement dans le cadre de petites opérations à faible complexité foncière, mais l'essentiel de la production est effectué dans des ZAC publiques.

Le secteur de la promotion qui se développe à cette période (et dont l'activité principale est exclusivement constituée d'activités de promotion) est majoritairement constitué de petites et moyennes entreprises cloisonnées géographiquement, du fait du caractère localisé du foncier et du marché du logement, et peu outillées financièrement et techniquement pour mener des opérations d'aménagement, de surcroît à l'échelle nationale. Un nombre très réduit de promoteurs exercent leur activité dans plusieurs régions (Hesse, 1972). Leur poids dans la construction de logements n'est toutefois pas négligeable : sur un total de 9 millions de logements mis en chantier pendant la période 1950-1974, la part de la promotion immobilière est de l'ordre d'un quart, soit un peu plus de 2 millions (Avril & Roth, 1997 : 25).

En général, les promoteurs créent une société par programme de logements (des sociétés civiles directes de vente), principe qui perdure aujourd'hui par le biais des SCCV (société civile de construction vente) notamment. Cette formule a pour avantage de faciliter la réunion du « tour de table », c'est-à-dire de l'ensemble des financeurs (personnes physiques ou morales) apportant des fonds initiaux permettant de financer un programme en attendant que les acquéreurs prennent le relais. Ce dispositif permet de restreindre le risque des financeurs, ces derniers ne dépendant pas des aléas que peut subir le promoteur sur d'autres opérations. C'est également un moyen pour le promoteur disposant de fonds propres limités de développer son activité.

Soulignons par ailleurs que la minimisation de la mise de fonds propres est également facilitée par de nouveaux mécanismes de financement mis en place par la loi du 21 juillet 1950, qui institue les primes et les prêts du Crédit foncier de France (à tout constructeur respectant certaines normes de coût), avec pour objectif de financer le logement par le marché financier et ainsi prendre le relais des aides budgétaires de l'Etat (Effosse, 2013). Ces mécanismes d'aides à la pierre ont joué un rôle déterminant dans le développement de l'accession à la propriété et par voie de conséquence de la promotion immobilière (Avril & Roth, 2001 ; Pollard, 2018).

Les prêts d'origine bancaire vont progressivement se substituer à ce mécanisme de quasi-subsidation, remis en cause à partir des années 60. D'après E. Trouillard (2014), la part des crédits d'origine bancaire pour la construction neuve passe de 8,9% à plus de 50% entre 1957 et 1968. On comprend dès lors l'essor et la concurrence accrue des banques sur le marché des prêts immobiliers, et les alliances avec les promoteurs, élément à prendre en considération dans la structuration de la chaîne de l'aménagement.

Parallèlement à la production de logements, l'immobilier d'entreprise connaît aussi un véritable essor pendant la période 1968-1974 (les surfaces autorisées de bureaux passent de 1 à 4,6 millions de m²). Un premier mouvement de diversification s'opère en outre vers l'immobilier de loisirs, du tourisme, puis des centres commerciaux jusqu'aux premières tours de bureaux. Cette stratégie de diversification s'intensifie après la crise de 1973.

Durant cette période, l'intervention massive de l'Etat et, à partir des lois de décentralisation, des collectivités publiques, solvabilise une demande de logements en forte progression et assure la production régulière de terrains équipés (villes nouvelles, ZAC etc.). Une telle organisation permet d'être moins vulnérable face aux cycles immobiliers et aux crises qui les ponctuent, à l'inverse d'autres économies uniquement régulées par le marché, comme celle des Etats-Unis où les cycles étaient particulièrement fréquents et violents (Gerber & Vilmin, 2000).

❖ Emergence des aménageurs privés, décentralisation et premiers investisseurs internationaux

A partir des années 1980, le paradigme « post-keynésien » néolibéral s'impose dans beaucoup de pays. Le recours au marché devient plus systématique, jugé plus efficace que l'Etat dans l'allocation et la production des ressources. En France, ce nouveau paradigme a coïncidé avec la décentralisation qui livre *de facto* le foncier au marché, l'Etat s'étant désengagé et les communes n'ayant pas eu les moyens ou la volonté d'intervenir. A l'inverse de la période précédente, l'absence de régulation a laissé la concurrence des opérateurs privés établir, dans la plupart des secteurs, des prix de référence déduits des prix immobiliers. Ces raisonnements, dans lesquels les prix sont fixés en fonction d'anticipation d'usages futurs, nourrissent des effets inflationnistes désormais bien connus (Llorente & Vilmin, 2010).

Une troisième voie apparaît alors entre urbanisme opérationnel public et urbanisme purement réglementaire, voie que l'on peut qualifier d'aménagement privé. Dans cette configuration, la collectivité n'est pas à l'initiative de la transformation des terrains, mais s'efforce d'orienter leur destination et les formes urbaines par la négociation. Les lois de décentralisation de l'urbanisme (1983) et la loi Aménagement (1985) reconnaissent cette troisième voie en attribuant un statut juridique à des pratiques qui s'étaient développées spontanément : possibilité de doter les zones d'urbanisation future d'un règlement (zones NA dites « alternatives » ou « à règlement ») pour

éviter la procédure de ZAC, programme d'aménagement d'ensemble (PAE) pour encadrer les participations au financement des équipements publics en dérogation à la TLE, dont les montants sont devenus insuffisants. Ces dispositifs demeurent unilatéraux (incitation réglementaire), dans la tradition du droit public à la française, alors qu'ils recouvrent le plus souvent des processus négociés.

Le seul véritable contrat d'aménagement reste alors la convention de ZAC, outil que les opérateurs privés les plus importants exploitent lors du boom immobilier de la deuxième partie des années 1980. La procédure leur donne en effet un avantage pour la fabrication des supports fonciers dont ils ont besoin. En effet, le statut d'aménageur de ZAC les met dans une situation de quasi-monopole pour l'achat des terrains bruts et leur permet d'obtenir une modification du droit des sols à leur profit, le PAZ (Plan d'Aménagement de Zone) faisant alors figure d'urbanisme dérogatoire. Bien que formellement créées par les collectivités, ces ZAC d'initiative privée sont parfois qualifiées de « fausses ZAC » ou de « ZAC privées ». En parallèle, de nouveaux acteurs privés internationaux entrent dans le marché immobilier tertiaire francilien. Ces premiers investisseurs étrangers (Japon et Moyen-Orient) ciblent surtout le centre de l'agglomération. Au-delà du QCA et de la Défense, on assiste à une tertiarisation progressive de la première couronne de la région parisienne.

Plusieurs projets de ZAC, privées comme publiques, s'interrompent dans la décennie 1990. Le retournement du marché immobilier tertiaire à la suite d'un cycle spéculatif qui s'était déployé entre 1985 et 1991 explique cette évolution. L'emballement des prix immobiliers s'est répercuté sur les prix fonciers dans une proportion encore plus forte (mécanisme de l'effet levier). Les opérateurs qui s'étaient lancés dans des maîtrises foncières complexes et longues se sont ainsi retrouvés à découvert en bas de cycle, avec des prix de revient des terrains trop élevés pour équilibrer leurs opérations. Plusieurs promoteurs et aménageurs privés ont fait faillite, des SEM ont été dissoutes, d'autres ont vu leur déficit comblé par leurs actionnaires. Les villes (qui garantissaient l'endettement des SEM à hauteur de 75% - 80%) ont elles-mêmes dû faire appel à l'emprunt ou à l'impôt, se retrouvant finalement dans la position du payeur en dernier ressort.

La fin des années 90 voit par ailleurs l'arrivée d'une première vague de fonds d'investissement nord-américains (comme La Salle, Morgan Stanley, Carlyle, Goldman Sachs, GE ou Lehman), accompagnés de leurs banques d'affaires anglo-américaines. Même s'ils ne connaissaient a priori pas grand-chose au marché immobilier français, ces fonds arrivent forts de leur technicité financière acquise au gré des crises cycliques (la gestion des créances douteuses étant devenue une de leurs spécialités). A ce moment-là, en bas de cycle, les actifs immobiliers ont perdu de leur valeur, ce qui attire ces investisseurs disposant d'importantes liquidités. Ils vont chercher à reprendre avec une importante décote les créances immobilières des banquiers et assureurs français (Barclays, GAN, AXA, UAP...), qui par ailleurs cherchent à se délester d'une partie de leur patrimoine devenu cher à entretenir et nécessitant de lourds travaux de réhabilitation

(Landriève, 2016). Ce moment est mis en avant comme marqueur des mutations profondes qui gagnent le secteur de l'immobilier en France (Nappi-Choulet, 2013).

3.2. Transformation du cadre de l'aménagement (francilien) depuis 2000

❖ Pilotage par l'amont / pilotage par l'aval

Au tournant des années 2000 s'affirme une séparation plus nette entre aménagement public et aménagement privé. Les opérateurs privés réduisent leurs engagements à des fonciers simples leur permettant de livrer des opérations dans un temps court tout en conservant une « visibilité commerciale », pratique identifiée comme un « pilotage par l'aval » ou par le marché. Les opérations d'aménagement privées sont montées comme des opérations de promotion immobilière définies en fonction du marché local, le prix du foncier brut se déduisant d'un calcul à rebours après déduction des recettes escomptées de toutes les dépenses (travaux, études, honoraires, frais de structure, frais de commercialisation, frais financiers et marges).

Les fonciers complexes, incertains, dont l'aménagement se conçoit à moyen ou long terme sont laissés à la responsabilité des collectivités locales qui peuvent cependant s'appuyer sur des établissements publics fonciers de plus en plus nombreux pour le portage des terrains et l'ingénierie foncière. Plus généralement, les collectivités publiques se retrouvent en charge des opérations les plus complexes et les plus longues pour lesquelles aucune visibilité commerciale n'est assurée. Seuls acteurs à pouvoir assumer ces opérations, certaines se situant « hors marché » (les opérateurs privés ne sont pas prêts à y venir spontanément), elles prennent en charge un processus d'aménagement qui ne peut pas être planifié et programmé avec certitude au départ. Dans ces opérations longues et complexes, la réalisation doit pouvoir rétroagir sur la conception en fonction d'évolutions et d'événements non prévus, de la participation des habitants, des alternances politiques, etc. Dans ce contexte, des contrats passés avec des aménageurs privés ne pourraient être que des contrats très incomplets. Il s'agit donc d'un « pilotage par l'amont » dans lequel le projet politique prime sur la notion d'équilibre du bilan de l'aménagement (Llorente & Vilmin, 2010).

Comme il s'agit d'opérations en général lourdement déficitaires et ayant des implications politiques évidentes, les collectivités préfèrent en garder la maîtrise en continu et pour cela contrôler de l'intérieur les opérateurs qui en sont chargés. Pour désigner la conduite de ces processus complexes de renouvellement urbain, qui diffèrent de l'aménagement opérationnel classique, le terme de « maîtrise d'ouvrage urbaine » va progressivement s'imposer, recouvrant deux notions fortement imbriquées, le portage politique et le pilotage technique (Frébault, 2005).

❖ Evolution des cadres législatifs et développement de l'urbanisme négocié

Cette période est aussi marquée par une production législative importante, traduisant notamment la montée en puissance des préoccupations environnementales. La loi SRU (Solidarité et Renouvellement Urbain) de décembre 2000 établit le principe de mixité sociale avec l'obligation pour les communes de disposer sur leur territoire d'au moins 20% de logements locatifs sociaux. Elle supprime le caractère dérogatoire du plan d'aménagement de zone de la ZAC, qui entre dès lors dans le droit commun des documents d'urbanisme. Ces derniers sont aussi profondément transformés dans leur esprit et dans leur contenu, les POS devenant les plans locaux d'urbanisme (PLU) et accordant une importance particulière à l'affichage du projet urbain dans le programme d'aménagement et de développement durable (PADD) avec ses déclinaisons juridiques, et opposables, dans le règlement et dans les orientations d'aménagement et de programmation (OAP). Les PLU font l'objet d'études assez fines qui se traduisent par des gabarits, des plans masses et des orientations d'aménagement qui encadrent de manière détaillée la mutation spontanée des tissus urbains. Cette incitation réglementaire conduit les collectivités à un certain interventionnisme qui se limite toutefois aux équipements et aux espaces publics. Elle ne s'accompagne pas d'une maîtrise foncière d'ensemble par un aménageur comme dans l'urbanisme opérationnel classique, qu'il soit privé ou public.

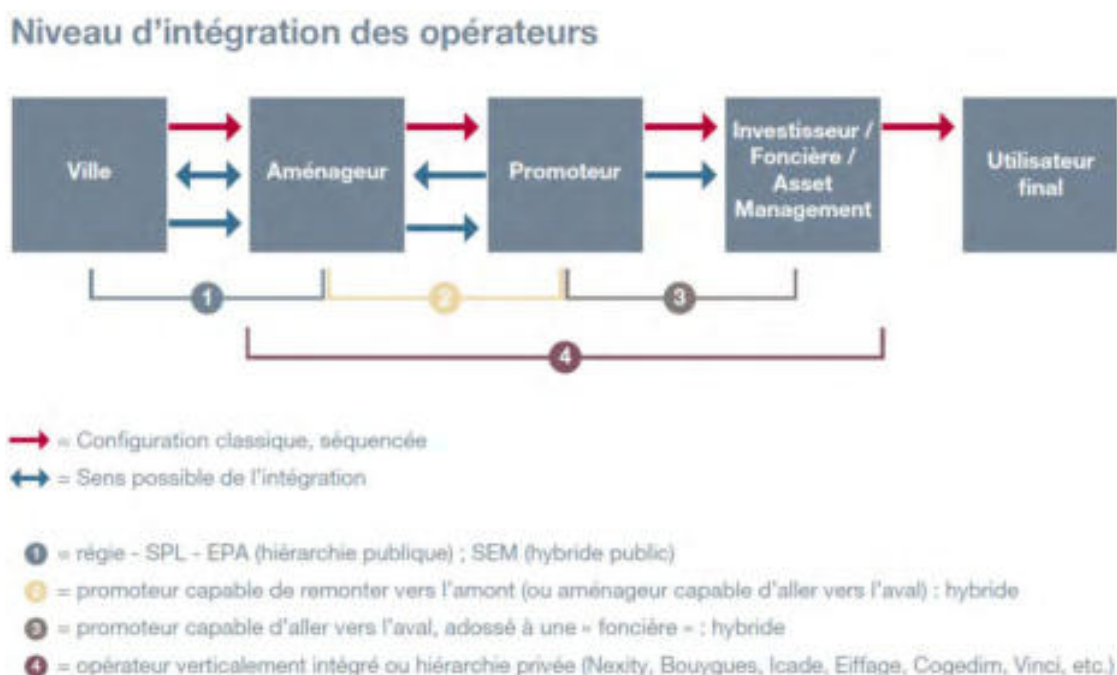
L'institution du projet urbain partenarial (PUP) par la loi MOLLE de 2009, est une première reconnaissance de l'aménagement privé négocié, dont la portée et les modalités de mise en œuvre sont modifiées et élargies par la loi ALUR en 2014. Le PUP reste toutefois limité à des aspects financiers de participations aux dépenses d'équipements publics, même s'il peut emporter en marge de sa négociation -qui se matérialise sous la forme d'une convention- d'autres considérations autour du projet (densité, mixité, etc.) et de son évolution (clauses de revoyure, etc.), à l'instar, comme on le verra plus loin, du projet des Mathurins. Le PUP pourrait évoluer vers un contrat d'aménagement privé plus complet, similaire à ce qui existe dans beaucoup de pays européens (par exemple, les « *planning agreements* » en Grande-Bretagne).

Depuis le début des années 2000, la filière dite de l'aménagement négocié a donc pris une ampleur croissante. L'obligation de mise en concurrence des concessions d'aménagement en 2005 a sensiblement modifié le paysage des acteurs avec l'arrivée de nouveaux aménageurs privés (souvent d'anciens promoteurs ayant remonté la chaîne de production de l'immobilier). Les SEM perdent leur situation de quasi-monopole qu'elle partage dès lors avec des « ensembliers », au sens d'opérateurs intégrés effectuant des opérations l'aménagement et de promotion. Toutefois, les opérateurs privés conduisant des opérations d'aménagement en Île-de-France ne sont pas si nombreux (moins d'une dizaine) et effectuent ces opérations dans le but d'alimenter en supports fonciers les sociétés de promotion de leur groupe (Llorente & Vilmin 2012). Cela leur permet d'éviter la concurrence sauvage qui sévit sur les terrains constructibles en diffus, objets de surenchères auprès des propriétaires, comme on le constate toujours aujourd'hui dans

de nombreuses communes de la première couronne (phénomène bien décrit par D. Lorrain -2018- sur la commune de Villiers-sur-Marne).

Dans les groupes de BTP, les filiales de promotion ont à leur tour pour finalité de faire travailler les entreprises de construction du groupe. Pour ces opérateurs privés, l'aménagement (au sens économique de vente de charges foncières), n'est donc pas une fin en soi. La marge nette apparaîtra davantage en aval dans les comptes des promoteurs et des entreprises de travaux qu'en amont dans le bilan d'aménagement. L'opérateur privé raisonne ainsi selon un bilan intégrant aménagement et promotion, selon un raisonnement de type compte à rebours, dans lequel sont anticipés des prix de sortie sur le marché immobilier (ORF, 2014). Cette intégration plus forte des métiers de l'amont et de l'aval (voir Figure 4) s'est traduite au sein de ces structures par un élargissement du spectre de compétences, notamment sur les sujets d'aménagement pur et sur les « grands projets » avec des directions dédiées. On observe aussi certaines spécialisations, ou la frontière avec la figure de l'investisseur devient ténue. C'est le cas par exemple d'Altarea Cogedim ou Novaxia qui ont créé en leur sein des fonds d'investissement pour pouvoir acquérir le cas échéant des terrains et les porter en attente de développement, comme nous l'avons vu précédemment. Ce mouvement d'hybridation s'est poursuivi sous l'impulsion des appels à projet des collectivités, dans un contexte de raréfaction des subsides publiques et de difficulté à sortir des fonciers complexes, comme on l'a bien vu dans les études de cas. Ces consultations ont encouragé des réponses en groupement, alliant un ensemble de compétences et de ressources, aussi bien financières qu'en ingénierie de toute nature.

Figure 4. La chaîne de l'aménagement et ses recompositions



Source : Llorente & Vilmin, 2011

❖ Invariants de l'aménagement urbain : des freins à la remontée des investisseurs

Les différents épisodes permettent finalement de mettre l'accent sur certaines spécificités économiques de l'aménagement urbain, qui ont tendance à être sous-estimées en période haussière. Le processus même de l'aménagement (acquisitions foncières, remise en état des sols, viabilisation...) est long et se traduit par des dépenses très lourdes dans les premières phases d'un projet, tandis que l'encaissement des premières recettes de cession des charges foncières est bien plus tardif, générant un décalage de trésorerie important qu'il faut gérer. L'aménagement repose ainsi sur une équation économique complexe, dont l'équilibre se joue entre deux moments clés, mais très éloignés dans le temps : en amont le prix du foncier brut à aménager et en aval le marché immobilier. La durée des projets augmente mécaniquement l'incertitude qui entoure les transactions. L'aménagement est ainsi particulièrement exposé au risque de retournement de cycles, que seuls des opérateurs robustes économiquement peuvent traverser. C'est donc un secteur d'activité assez sélectif et plutôt oligopolistique.

Pour les investisseurs privés, les activités d'aménagement dépassent bien souvent leur horizon et présentent bien trop d'incertitudes, ce qui explique un positionnement longtemps limité à l'aval du processus, tributaire des promoteurs. C'est à la faveur de contextes opérationnels et de montages qui réduisent leur exposition au risque qu'ils se positionnent plus en amont, comme le confirment les études de cas. Dans la chaîne de l'aménagement, l'investisseur est finalement le maillon qui présente la plus grande mobilité. Il est celui qui dispose du plus grand nombre de stratégies de rechange puisqu'il peut se placer rapidement sur d'autres secteurs de l'économie.

4. La spécificité du foncier comme facteur de repositionnement des acteurs du système d'aménagement

Le Grand Paris, comme de nombreuses régions européennes, connaît un processus de métropolisation qui se matérialise notamment par le développement de grands projets de régénération urbaine localisés dans la première couronne métropolitaine. Cette tendance à la densification et au renouvellement urbain a pour conséquence une raréfaction progressive du foncier urbanisable à proximité du centre de la métropole.

Le positionnement sur des emprises foncières ayant un fort potentiel de développement constitue ainsi un objectif non seulement pour les opérateurs traditionnels de la chaîne de l'aménagement (aménageurs et promoteurs), mais aussi pour des investisseurs ou gestionnaires de fonds, et cela malgré les incertitudes que comporte le développement d'un projet urbain. Les modèles d'entreprise et les expertises différenciées conduisent toutefois au développement de stratégies propres. Tous ces acteurs sont finalement en concurrence pour trouver des supports fonciers qui leur permettent de développer leur activité. Cette tension sur les marchés fonciers et immobiliers couplée à une insuffisance de l'offre entraîne une tendance haussière des prix, aux conséquences néfastes pour les acquéreurs les plus modestes qui doivent renoncer à la centralité.

L'un des investisseurs institutionnels interviewés rend bien compte de l'importance du prix du foncier et des charges foncières dans le coût de production final des projets urbains : *« En fait, ce n'est pas tant le coût de construction le vrai sujet. C'est le coût auquel vous avez acheté le foncier. Et le coût des aménagements et le coût de construction. Un immeuble de bureau, on sait combien ça coûte, c'est 2 000 euros du mètre. Ça peut être 2 200... Mais on le sait. L'aléa n'est pas dans le coût de construction. L'aléa, là où vous êtes contraint, c'est quand vous avez payé la charge foncière trop chère. C'est ce qui s'est passé à Pleyel. A Pleyel, nous étions, dans l'appel d'offre, on a vu les prix. Donc, le problème de l'aménagement, c'est toujours la même chose, c'est à quel prix vous achetez la charge foncière. Plus vous l'achetez cher et plus ensuite vous avez des travaux d'aménagement, de viabilisation qui sont chers. Après de toute façon le coût de construction, c'est là où vous avez le moins de marge de manœuvre parce que votre logement, il faut bien qu'il ait du parquet, de l'électricité... Enfin, vous pouvez jouer dessus à la marge, mais franchement sur un projet, ça reste à la marge. Ce qui pose problème, c'est le foncier et la mise en état de ce foncier. Donc nous, c'était un site privé, on n'a pas fait d'appel d'offres, etc., mais pour nous, le poids du foncier était une donnée. Ce qui a coûté cher, c'est ce sujet sous-sol, les carrières, etc., mais pas le coût de construction, pour moi, c'est faux de dire ça... L'équation sur certains quartiers aujourd'hui est rendue difficile à cause de ces inflations sur le foncier. »* Entretien E8, Directrice immobilière de société de gestion d'actifs d'investissement.

Dans la partie suivante, nous identifions différentes finalités et modalités de remontée de la chaîne en fonction des investisseurs.

4.1. Assurer le déploiement de produits immobiliers spécifiques

Une première finalité derrière ce repositionnement est la volonté pour les investisseurs de s'assurer de nouvelles opportunités qui leur permettront de déployer leurs produits immobiliers spécifiques, dans une stratégie de différenciation. Ils essayent donc de se sourcer plus tôt en foncier.

Certains continuent à rechercher la création de valeur par le développement de produits immobiliers tertiaires, des bureaux, des activités commerciales ou des opérations multi-produits en ciblant l'utilisateur final et en essayant de comprendre finement leurs attentes : *« Là où j'ai de la valeur ajoutée, c'est d'essayer de penser un projet pour un campus tertiaire. Donc, choisir un architecte, ensuite trouver un utilisateur... Donc nous, on se recentre là, sur la partie nord, le projet campus et la recherche d'utilisateurs. »* Entretien E8, Directrice immobilière de société de gestion d'actifs d'investissement.

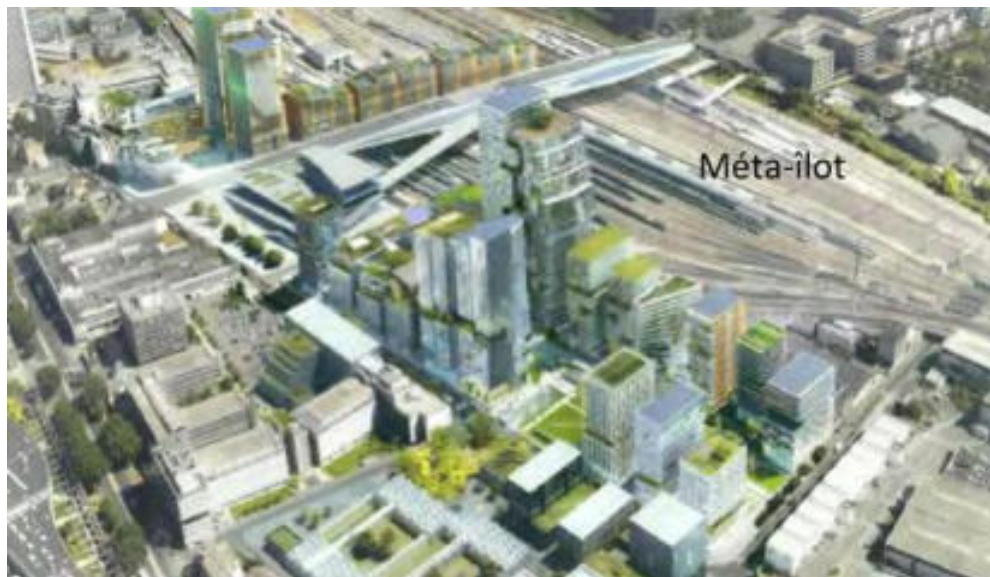
Concernant la production du bâti d'activités tertiaires, des promoteurs insistent sur les attentes des investisseurs en termes de qualité de conception architecturale notamment et des abords des immeubles : *« Pour déménager un siège, des conditions doivent être réunies. Alors, on a un parc, je pense que cela va être important ; la proximité de la gare qui permet aux salariés d'arriver rapidement, facilement ; et puis, on ambitionne d'avoir des immeubles de qualité architecturale suffisante pour donner une bonne image des entreprises qui vont s'installer là. Et c'est dans ce sens que les investisseurs, forts de cela, nous ont suivi parce qu'ils ont confiance dans le produit qui va être mis sur le marché ; sur la capacité de Sogelym Dixence (SD) par rapport au coût. SD revient sur la partie tertiaire, parce que nous sommes majoritaires dessus, c'est notre savoir-faire. Et donc c'est nous qui sommes à la manœuvre sur ce sujet-là. »* Entretien E6, Directeur délégué d'entreprise de promotion immobilière.

D'autres investisseurs se focalisent sur des produits de l'immobilier résidentiel spécifiques, comme par exemple La Française REIM, avec son montage innovant de la « FlexiPropriété » qui est un modèle alternatif au choix binaire entre la location classique et la pleine propriété. C'est une solution de démembrement qui est aujourd'hui possible et compatible avec le droit en vigueur. Par rapport à la pleine propriété, ce dispositif sacrifie uniquement la fonction de transmission. Le dispositif comporte un bail emphytéotique d'une durée de 50 ans, librement cessible et un usufruit successif. La Française l'a proposé dans l'un des projets étudiés, en mettant en avant l'avantage économique important procuré aux futurs occupants : *« Avec la 'FlexiPropriété', La Française invente une solution permettant de remplir deux objectifs : le logement immédiat et l'assurance vieillesse. La Française vend aux ménages des logements 30% à 40% moins chers "pour la vie" et non "pour l'éternité". Pendant toute la durée du contrat,*

le preneur se comporte en propriétaire : il peut choisir d'occuper le logement, de le louer à un tiers, il peut y faire tous les travaux qu'il souhaite, il participe aux délibérations de la copropriété. Au terme du contrat, la propriété revient à La Française. »²⁰ Ce dispositif vise à permettre au bénéficiaire, le preneur, d'acquérir des droits réels sur un bien immobilier pour la durée du contrat uniquement. La dénomination « FlexiPropriété » ne désigne donc pas la pleine propriété, mais uniquement un moyen d'accéder à une forme de propriété, limitée dans le temps et ne saurait donc être entendue comme la propriété au sens commun et juridique du terme. Pour le preneur, cela signifie privilégier la valeur d'usage à la valeur patrimoniale²¹.

Pour une entreprise comme La Française, qui provient du monde de la finance, le positionnement sur ces fonciers permet d'assurer le suivi et l'orientation de la maîtrise d'œuvre des opérations afin de garantir les caractéristiques de qualité du bâti et de l'environnement urbain que l'entreprise veut associer à ses produits. Son rôle en amont du développement des projets a aussi pour objectif d'obtenir et de légitimer leurs compétences dans le milieu de l'aménagement et l'urbanisme, aspect que nous développerons dans la partie concernant les modalités de gouvernance.

Figure 5. Image du futur quartier des Lumières Pleyel, dont la maîtrise d'une partie du foncier du secteur du méta-îlot a été possible par l'activité de veille et l'acquisition de terrains par l'EPFIF et la Foncière Commune



Sources : Les Lumières Pleyel / Sogelym Dixence - SnØhetta – Baumschlager Eberle Architekten – Chaix & Morel et Associés – Ateliers 2/3/4 – Mars architectes – Maud Caubet Architectes – Moreau Kusunoki, juillet 2017 ; et dossier de création de la ZAC Pleyel.

²⁰ Projet de candidature à l'IMGPI : Les Lumières Pleyel (2017, p.13). Source : Archives de la Chaire Aménager le Grand Paris

²¹ Source : <<https://www.la-francaise.com/fr/nous-connaître/nos-expertises/la-flexipropriete/>> (accès : 05/08/2020)

4.2. Investir dans le développement d'un quartier de ville

Les opportunités d'acquérir des sites suffisamment grands pour développer des projets urbains dans la première couronne métropolitaine sont rares dans le Grand Paris. Aussi, s'inscrire dans la dynamique de développement d'un quartier de ville au sein d'un tissu urbain consolidé constitue une opportunité presque inédite pour des investisseurs provenant du monde de la finance.

Le projet des Mathurins, où LBO France se porte acquéreur d'un ancien site industriel (15,6 ha), est un exemple quasiment unique qui montre comment des investisseurs institutionnels arrivent à se positionner sur un site assez vaste pour réaliser un éco-quartier dans la proche banlieue sud de la métropole (à Bagneux). Ce projet urbain constitue un nouveau type de produit à long terme dans leur portefeuille d'actifs. Ce choix s'appuie sur les garanties d'avoir constitué un partenariat depuis le début de l'opération avec un développeur bien ancré sur le territoire, comme Linkcity, et d'avoir trouvé un accord de principe avec les collectivités locales, notamment avec la mairie, sur le développement futur du quartier :

« Chez nous, ça a été de A à Z les mêmes personnes. C'est un travail qu'on a fait en partenariat avec la ville de Bagneux et avec Bouygues, donc plutôt les équipes Linkcity, opérateur urbain, qui nous a accompagnés, qui étaient un peu notre bras armé technique. C'est-à-dire que ce n'est pas le tout de dire : "Il faut des logements, des bureaux", etc., après il faut tracer des routes, faire des plans de quartiers, travailler avec les urbanistes, les architectes. Donc notre bras armé d'étude, notre bras armé technique, c'était les équipes de Linkcity. » Entretien E8, Directrice immobilière de société de gestion d'actifs d'investissement.

Une autre caractéristique essentielle de ce projet a été le fait d'être situé sur un grand tènement foncier appartenant à un propriétaire unique (d'abord Thomson SA, puis la Financière Centuria, contrôlée par un fond qatari) et occupé par la Direction Générale de l'Armement (DGA), seul locataire. L'assurance pour l'investisseur d'avoir un rendement locatif a contribué à sécuriser le montage de l'opération d'aménagement :

« [Intervieweur : question sur à quel moment un investisseur se met en situation d'aménagement] [C'est] moins courant, oui, parce que généralement le temps est long. En fait, on a pu le faire sur ce dossier parce qu'il y avait un locataire en place. Donc, quand on a acheté, c'était en 2012 et la DGA devait partir sur Balard, on le savait, mais c'était plutôt 2016. Donc, on savait qu'on avait au moins quatre ans de portage du site, mais avec un loyer en face. Donc, on avait le temps de la réflexion. Nous n'aurions pas, je pense, été sur un projet de cette ampleur s'il avait fallu acheter et porter la charge foncière vide pendant quatre ans, cinq ans, parce que le temps de l'aménagement, c'est ça. C'est un temps long. On est en 2020, donc huit ans après, on y est encore. » Entretien E8, Directrice immobilière de société de gestion d'actifs d'investissement.

Pour ce type d'investisseurs, la phase de prospection est essentielle pour trouver ce type d'opportunités et en ce sens, le lien avec d'autres opérateurs urbains semble indispensable. S'assurer de la faisabilité du projet est une phase essentielle, en évaluant notamment les risques politiques et la possibilité de faire évoluer le droit des sols. La mobilisation de spécialistes en montage opérationnel et développement de projets urbains complexes permet aussi de sécuriser ces choix, de se positionner sur ces sites et de co-piloter des opérations d'aménagement assez larges.

Figure 6. Rendu 3D du projet urbain du futur quartier des Mathurins à Bagneux, porté par les investisseurs LBO France et BNP Paribas Real Estate



Source : Plaquette du projet des Mathurins, réalisée par la ville de Bagneux, et dossier d'étude d'impact du projet, 2016 (Accès : 28/11/2019).

4.3. Réinvestir des friches et des terrains pollués : de la contrainte opérationnelle à la création de valeur

Une autre modalité d'investissement est celle réalisée sur des fonciers difficiles à restructurer et qui impliquent un haut niveau d'expertise et de savoir-faire, ainsi que des investissements lourds pour aller au terme d'un projet de régénération urbaine. Les sites sous-utilisés ou désaffectés de certaines industries ou liées à des infrastructures de transport présentent souvent ces caractéristiques, en plus d'un niveau très important de pollution générateur de coûts importants.

Des entreprises assez atypiques et qui s'apparentent à des investisseurs se sont spécialisées sur ces fonciers. Habituellement domaine d'intervention réservé aux aménageurs, ces quelques entreprises prennent en charge tout le processus de l'aménagement, de l'acquisition jusqu'à la promotion, avec un enjeu particulier sur la dépollution.

La société Brownfields, qui se définit comme un fond d'investissement écologique (capitalisé en outre par la Caisse des Dépôts, la Banque Européenne d'Investissement, les Fonds de Réserve des Retraites...) est un exemple de ce type d'investisseur qui s'est spécialisé sur l'acquisition et le portage de fonciers très pollués. Elle se focalise sur des parcelles d'une emprise assez importante (plusieurs hectares) et qui représentent un investissement assez fort (supérieur à 5 millions d'euros) et bien entendu générateur d'un retour sur investissement. Ce type de fortes contraintes matérielles et environnementales requiert une expertise technique spécifique et de grande valeur ajoutée (les fondateurs de Brownfields sont deux ingénieurs, spécialisés dans le traitement des déchets et la dépollution des sols qui se sont entourés d'experts de l'environnement et de l'immobilier pour couvrir toute la chaîne). La capacité de Brownfields pour intégrer l'ensemble des activités du processus d'aménagement jusqu'au développement urbain et la gestion de portefeuilles d'actifs immobiliers et financiers est tout à fait singulière et cette intégration très poussée lui permet d'avoir un meilleur contrôle et d'atteindre les niveaux de rendements recherchés. Brownfields vise des performances de ses actifs qui ne sont pas nécessairement très élevées (à la hauteur des rendements attendus par la Caisse de Dépôts, l'un de ces investisseurs) et cherche à être « extrêmement vertueux » dans la durabilité environnementale de ses opérations de développement.

Les fonds Ginkgo (I et II) sont des véhicules du même type. L'entreprise Ginkgo (plateforme d'investissement créée en 2010 en partenariat avec E. de Rothschild) cherche également à revaloriser des sites pollués, en particulier des friches industrielles en milieu urbain (où il y a une espérance de valorisation compatible avec les objectifs de rendement). Son expertise interne est pointue sur la dépollution tandis qu'il sollicite des équipes externes pour la maîtrise d'œuvre et la promotion le cas échéant. Ginkgo I était doté de 80 millions et Ginkgo II de 160 millions d'euros.

Sauf à pouvoir réaliser des péréquations sur un panier de fonciers, ces fonds n'iront pas sur des friches déficitaires, dont le modèle économique du recyclage reste à trouver, à l'heure de l'objectif affiché dans les politiques publiques de tendre vers Zéro Artificialisation Nette (ZAN)...

Figure 7. Photographie de dépollution dans un projet d'aménagement et régénération urbaine sur des fonciers pollués d'anciennes usines de gaz d'Engie, réalisé par Brownfields.



Source : Descriptif des opérations de dépollution et construction complexe d'anciennes usines de gaz d'Engie dans le site web de Brownfields : <<https://www.brownfields.fr/references/engie>> (Accès : 05/08/2020)

4.4. Réinventer la logistique urbaine en ciblant des fonciers spécifiques : l'exemple de SOGARIS

De la même façon, les anciennes parcelles liées aux infrastructures de transport présentent des conditions de départ compliquées pour développer de nouveaux usages. Mais pour certains opérateurs, notamment de la logistique, elles ont aussi des caractéristiques très intéressantes en termes d'infrastructures bâties, de dimensions, de localisation et de potentiel d'accessibilité, très recherchées pour l'installation de nouvelles activités car sources d'avantages compétitifs. Néanmoins, cela nécessite de mobiliser une expertise spécifique pour engager la reconversion de ce type de fonciers ou pour faire des nouveaux développements orientés vers la logistique.

Dans le contexte des zones denses du Grand Paris, la société d'économie mixte Sogaris est précisément l'un de ces acteurs. Elle présente une stratégie d'acquisition foncière et immobilière double : en se focalisant sur des sites qui présentent des possibilités de développement d'activités de logistique urbaine et en se concentrant principalement sur le territoire du Grand Paris. Les localisations privilégiées sont situées à proximité des centres-villes ou dans les portes d'entrée des cœurs métropolitains, par rapport aux principaux axes de transport. Le critère de dimension de l'emprise des fonciers sera discriminant selon le type d'implantation visés. En dehors des

grands centres logistiques, comme celui de Rungis ou de Chapelle International, les surfaces sont inférieures à celles des grands opérateurs de la logistique :

« Notre stratégie se structure autour de 2 grandes priorités qui sont le Grand Paris et la logistique urbaine. Et derrière, ce que déroule Sogaris c'est un projet industriel, de développement d'un réseau de sites à l'échelle du Grand Paris, et ce réseau de sites, je dirais, on le hiérarchise, on le structure notamment en différentes typologies d'actifs à développer en fonction du contexte et de la qualité (...). Sogaris aujourd'hui a porté l'image d'un réseau à 3 niveaux :

-Des grands centres logistiques et urbains, bien positionnés à l'intersection des grandes autoroutes urbaines (...)

-Puis, quand on va rentrer dans la ville, on va développer des bâtiments ou des sites qui vont être davantage contextualisés et plus urbains. Donc, c'est ce qu'on appelle nous les hôtels logistiques, en bref sur des jauges comprises entre 10 000 et 40 000 m² (...)

-Et puis encore une échelle plus fine. On va avoir des espaces, qu'on appelle des espaces de proximité, dont je dirai qu'ils se conforment bien à l'échelle du centre-ville. Ils sont situés entre 1000 et 5000 m². Vous avez un développement très fort de la part des acteurs de la livraison express, principalement. Mais je dirais que les choses changent, la grande distribution aussi, elle est en train de regarder les petits formats pour avoir notamment des zones tampon bien organisées (...) un certain nombre d'autres sites sur lesquels on travaille soit en acquisition pure, soit en développement des espaces neufs. Entretien E14, Directeur général d'une foncière du domaine de la logistique.

L'acquisition des immeubles logistiques en bon état ou qui doivent être rénovés, ou le développement d'actifs neufs permettent le développement d'une maille hiérarchisée de centres correspondant à de nouvelles demandes liées à la logistique urbaine, à proximité des consommateurs. Cet opérateur a aussi l'objectif d'être performant du point de vue environnemental, selon les exigences des politiques de transition écologique :

« Sogaris se développe de deux manières, à la fois, en développant des actifs neufs, comme on fait sur Chapelle, comme on fait sur Ardoines, comme on fait sur Bercy, sur d'autres sites, comme Pantin, par exemple.

Et en même temps, on se positionne très directement sur le marché immobilier, parce que la logistique urbaine, vous l'avez compris, c'est un sujet qui est déjà là. Donc la conviction de Sogaris c'est que ce réseau pour qu'il soit un bon réseau, il faut qu'il intègre les sites stratégiques de logistique urbaine à l'échelle du Grand Paris. Ces stratégies soit on les crée nous-même, soit alors on les acquiert quand elles sont déjà présentes. » Entretien E14, Directeur général d'une foncière du domaine de la logistique.

L'expertise et la vision stratégique de Sogaris sur la place et le rôle de la logistique aujourd'hui en font un acteur reconnu. Par ce savoir-faire et l'expérience acquise ces dernières années, ils ont été progressivement intégrés à des groupements d'acteurs pour développer la partie logistique dans des opérations d'aménagement complexes. Ainsi, ils ont participé à des candidatures lauréates de différents APUI comme celui d'Inventons la Métropole du Grand Paris 1 : le projet d'Hôtel logistique à Bercy-Charenton ou le projet dans le secteur Pleyel à Saint-Denis.

Figure 8. Infographie du projet logistique de Chapelle Internationale, réalisé par Sogaris.



Source : Plaquette technique de l'hôtel logistique de Chapelle International (Sogaris, 2017) <http://www.sogaris.fr/wp-content/uploads/2017/03/Plaquette_Chapelle_International.pdf> (accès : 05/08/2020)

4.5. Acquérir et porter les fonciers stratégiques sur le long terme pour limiter les processus spéculatifs

Concernant les acteurs publics et parapublics, il faut préciser le rôle de la Foncière Commune, les EPF ou l'Établissement Public Foncier d'Île-de-France (EPFIF), qui sont des établissements ou des sociétés destinés à se positionner sur des fonciers stratégiques pour la métropole ou pour certaines collectivités dans un territoire donné (comme en Île-de-France).

La création de la Foncière publique d'Île-de-France en 2019 est l'un des nouveaux outils qui ont pour objectif de répondre aux difficultés des collectivités de réaliser leurs opérations d'aménagement dans un contexte de grande tension dans le marché foncier métropolitain. À la différence de l'EPF, qui est un établissement public, la Foncière publique d'Île-de-France est une société commerciale financée partiellement par la Caisse des Dépôts. Elle a la volonté de compléter le travail de l'EPF en assurant des opérations d'acquisition et portage foncier sur le très long terme, qui sont loués pendant un minimum de 9 ans et qui se concentrent sur des activités économiques. Le rôle principal de la Foncière publique est d'appuyer les collectivités en menant

l'acquisition et le portage de fonciers dans des secteurs qui présentent un fort risque de spéculation et qui sont spécialement importants pour le développement de projets stratégiques. Cette activité aurait comme objectif de réguler les prix du marché foncier en évitant des processus de spéculation et de rétention foncière par d'autres acteurs. Leur stratégie est l'anticipation à des opérations d'aménagement pour 10 ou 15 ans sur des tissus urbains compliqués. Des fonciers sur des pôles gares du Grand Paris Express ou des secteurs de l'arc est jusqu'à l'A86 constituent des zones sur lesquelles des acquisitions foncières sont envisagées.

Toute la difficulté est d'identifier ces fonciers et de cibler les acquisitions dans la bonne temporalité, le niveau d'incertitude étant assez élevé compte tenu de l'horizon des développements possibles ou envisagés. S'il existe bien sûr un certain nombre d'outils d'observation foncière, les personnes interviewées de cette foncière soulignent aussi la nécessaire mise en contact avec les acteurs du territoire et une certaine dose d'intuition pour mener à bien ce travail prospectif. Finalement, même s'ils cherchent à obtenir des rendements, ceux-ci sont plus faibles que ceux qui seraient attendus par des investisseurs privés. Concernant les modalités de cession, on peut ajouter que la Foncière commune revend le foncier à prix coûtant (soit le coût d'acquisition et les frais de portage) et il n'y a pas de plus-value sur les cessions.

❖ Conclusion de partie

Par rapport à une vision assez linéaire et séquentielle de l'aménagement, cette exploration témoigne finalement d'une certaine diversité dans les figures d'investisseurs et dans les positionnements multiples dans la chaîne. À cet égard, il ressort que le foncier représente désormais un actif stratégique dans la chaîne de création de valeur pour certains investisseurs, malgré le niveau de risque qui y est associé. Ce risque se justifie par la possibilité de se prémunir, dans le contexte grand parisien fortement compétitif, d'une mise en concurrence finale par les développeurs, au moment de l'acquisition des actifs. Il se justifie également par la possibilité de contrôler les modes de création de valeur, en imposant par exemple certaines normes (écoquartier, immobilier tertiaire labellisé) qui permettent par la suite d'attirer des capitaux « verts », cherchant des débouchés dans des placements bénéficiant de ce type d'étiquetage. Un expert du financement de l'aménagement public souligne toutefois que ces stratégies d'investisseurs sont celles d'acteurs ancrés dans le territoire, proches du milieu des développeurs et familiers de leurs modes de raisonnement. Leurs pratiques diffèrent de celles des investisseurs plus distants des territoires, en particuliers étrangers, pour lesquels les décisions d'investissement se prennent en fonction de critères normalisés et de valeurs de références établies. Dans le cas de l'investissement foncier, en aval du processus d'aménagement, les valeurs de référence sont peu nombreuses. Si les valeurs immobilières peuvent être anticipées par comparaison avec des opérations d'envergure similaire, les écoquartiers de ce type étant désormais assez nombreux en première couronne, les valeurs foncières sont en revanche plus difficiles à fixer. Chaque aménageur (ou développeur) connaît évidemment l'importance des aléas et les difficultés à

pouvoir fixer un prix standard pour le financement des équipements. Les exemples récents de négociations de PUP de grande ampleur en Île-de-France témoignent de la complexité de ces évaluations *a priori*. En raison de cette faible normalisation des évaluations des coûts de développement, ces derniers sont intégrés au bilan des opérations des développeurs pour chaque opération, selon des normes qui leurs sont propres (Citron, 2016).

Loin de témoigner de l'émergence d'une vision du foncier qui serait propre aux investisseurs et qui se traduirait par des techniques de valorisation particulières selon des critères et des ratios propres, ces éléments révèlent plutôt une acculturation des investisseurs en situation d'aménagement aux pratiques et aux modes de raisonnement des promoteurs et des aménageurs. Les outils qui accompagnent habituellement les raisonnements de ces acteurs de la finance de marché, en particulier immobilière (Duros, 2019), ne se substituent pas à la méthode du compte à rebours, mais néanmoins ils dialoguent avec, car l'investisseur n'abandonne pas pour autant ses critères d'arbitrages, qui *in fine* restent guidés par les taux de rentabilité.

L'investisseur vérifiera que la charge foncière issue du raisonnement au compte à rebours, qui est d'ailleurs parfois non négociable dans certains appels à projet, est compatible avec les niveaux de loyers et de rendement attendus pour le bien immobilier dont il va se porter acquéreur. Et pour déterminer le prix de ce bien immobilier, il applique la méthode du rendement (ou par capitalisation).

Autrement dit, les investisseurs en situation d'aménagement raisonnent de manière imbriquée, en faisant se rencontrer leur propre logique financière et celle des promoteurs concernant l'analyse de l'attractivité d'un site et son potentiel de développement. S'ils sont conduits à faire du portage sur une longue durée (ce que ne fait pas un promoteur), ils cherchent des garanties maximales, en particulier des locaux occupés générateurs d'un rendement locatif assuré.

5. Les investisseurs dans la reconfiguration des modes de gouvernance des projets d'aménagement du Grand Paris à travers deux études de cas : le projet Pleyel à Saint-Denis et des Mathurins à Bagneux

Cette partie examine de manière plus approfondie deux configurations distinctes de remontée de la chaîne, en revenant plus précisément sur les études de cas réalisées et déjà mentionnées dans les parties précédentes. Elles illustrent différentes modalités d'intégration des investisseurs dans le processus d'aménagement, qui se caractérisent soit par une intervention dans les phases de conception ou de montage des projets ou, de façon bien plus exceptionnelle, par l'acquisition foncière et la prise de risque sur le changement du droit des sols. À partir de l'analyse comparée de ces deux opérations, il s'agit ici de mettre l'accent sur quelques apprentissages communs pouvant nourrir les réflexions sur le Grand Paris, sans prétendre à l'exhaustivité et en restant prudents dans les montées en généralité.

Différentes configurations d'acteurs président aux deux projets étudiés, reflétant des contextes de production urbaine assez différents. Au-delà de cette diversité, nous faisons l'hypothèse que la participation des investisseurs dans le processus d'aménagement a pour effet de modifier les modes de gouvernance, c'est-à-dire la coordination, le pilotage et la direction (Le Galès, 2011) des projets urbains concernés. Bien que le degré d'implication des investisseurs varie dans les phases initiales des projets, nous retrouvons une caractéristique commune qui concerne l'attention portée aux modalités de sécurisation des opérations. Elles semblent particulièrement jouer sur les relations du système d'acteurs qui pilotent habituellement l'aménagement des grands projets urbains à maîtrise foncière complexe. Dans un premier temps, nous restituons les objectifs stratégiques des projets, avant de considérer les spécificités des opérations dans leurs contextes territoriaux, puis d'examiner la diversité des acteurs impliqués et leurs relations lors des phases de montage et de développement. Ces trois étapes nous ont permis d'identifier la nature des risques et des incertitudes liés à chaque configuration, en fonction des coûts de production et de transactions attendus.

5.1. Présentation des études de cas

❖ Deux projets de création de pôles économiques et résidentiels

Le projet urbain de Pleyel a pour but de créer un pôle d'attractivité économique autour d'une des gares emblématiques du Grand Paris Express, à travers la requalification complète de ce quartier et en développant une programmation urbaine mixte. Il doit répondre à l'enjeu territorial majeur de désenclaver ce secteur situé entre l'autoroute A86 et le réseau de voies ferrées en établissant une liaison entre d'une part, le centre historique de Saint Denis, La Plaine et le centre-ville de Saint-Ouen et d'autre part, entre le village olympique et les principaux sites des JO 2024. Ce projet a aussi l'ambition d'« *incarner le territoire de la Culture et de la Création, en favorisant le développement d'activités créatives, artistiques et numériques en lien avec les habitants* »²² tout en proposant une diversité morphologique et une mixité sociale (avec une offre de logements dits abordables, en accession ou proposés à des bailleurs sociaux). Finalement, les collectivités cherchent à améliorer le cadre de vie sur la base du renforcement des modalités de mobilité douce, de la fourniture d'espaces publics et de la construction d'une trame verte et bleue.

Le deuxième projet d'aménagement étudié est celui de la colline des Mathurins (O'Mathurins), ayant pour objectif stratégique de désenclaver et de réaménager un site surplombant la partie sud de la ville. Dans les études préalables, il est identifié comme l'un des lieux emblématiques de la vallée scientifique de la Bièvre, présentant un potentiel de développement pour un nouveau centre économique en lien avec l'identité scientifique et technologique du territoire²³. L'objectif pour la ville de Bagneux est de créer un quartier mixte socialement et fonctionnellement, qui valorise les qualités paysagères et la vue panoramique depuis ce belvédère, en retravaillant son articulation avec les espaces verts environnants. Le projet représente une occasion de développer des activités économiques dans ce secteur tout en répondant aux besoins d'augmentation des équipements publics, notamment éducatifs, dans un cadre architectural et urbain de qualité et de « haute performance environnementale »²⁴. Nous renvoyons le lecteur à la figure 1 (page 6) pour la localisation des études de cas.

²² Source : Plaine Commune (2019) Projet de dossier de création de la ZAC Pleyel. p.13.

²³ Références présentes dans l'approbation de la convention entre la mairie et la SAS Bagneux (LBO) pour l'aménagement du site.

²⁴ La convention du PUP reprend les objectifs stratégiques de l'accord et la convention d'objectifs signés par la commune avec le propriétaire et aménageur du site.

Tableau 2. Comparatif des orientations, acteurs et outils/méthodes de l'aménagement des projets à Pleyel (Saint Denis) et à la colline des Mathurins (Bagneux)

	<i>Pleyel</i>	<i>O'Mathurins</i>
<i>Orientations et objectifs stratégiques</i>	Affirmer la centralité de Pleyel autour du pôle d'échanges de la gare du GPE ; réaffirmer / maintenir l'identité populaire de Saint Denis ; favoriser l'idée de territoire de la Culture et Création ; améliorer le cadre de vie des habitants	Récupérer et désenclaver un secteur urbain industriel ; bâtir un quartier mixte du point de vue social et fonctionnel ; créer un point de vue panoramique pour les habitants ; retravailler le rapport entre la ville et la nature
<i>Situation</i>	Saint Denis (EPT Plaine Commune) - Première couronne au nord	Bagneux (EPT Vallée Sud-Grand Paris) – Première couronne au sud
<i>Maîtrise d'ouvrage (pilotage du projet)</i>	SPL Plaine Commune Aménagement (Sogelym Dixence – mandataire du groupement Lumières Pleyel)	SAS Bagneux (LBO France) avec Linkcity
<i>Maîtrise d'œuvre</i>	Snohetta et partenaires (secteur ZAC) et Marc Mimram (FUP)	Reichen et Robert & Associés (architecte coordinateur)
<i>Outils d'aménagement et de financement</i>	ZAC Pleyel et DUP avant l'ouvrage d'art du Franchissement Urbain Pleyel (FUP)	PUP des Mathurins
<i>Autres acteurs urbains</i>	EPT Plaine Commune EPFIF – Foncière Commune	Commune de Bagneux, EPT Vallée Sud-Grand Paris
<i>Investisseurs principaux (et sources d'investissement identifiées), publics et privés</i>	<ul style="list-style-type: none"> ● AIREF, La Française, Engie, Europequipements et Sogaris (investisseurs principaux de la partie résidentielle tertiaire et logistique) ● Assurances Crédit Mutuel, Crédit Agricole Assurances (investisseurs secondaires déclarant leur intérêt pour le projet) ● UBS Real Estate GmbH, Pleyel Investissement ; LBO France (autres investisseur dans le secteur environnant, surtout dans des bureaux et offre hôtelière) ● Ville de Saint-Denis; EPT Plaine Commune (équipements scolaires et espaces publics); Département Seine-Saint-Denis et Région Île-de-France (Franchissement Urbain Pleyel, avec les autres collectivités); Société du Grand Paris (Gare Pleyel) 	<ul style="list-style-type: none"> ● LBO France (partie du Campus Tertiaire) ; BNP Paribas Real Estate (partie résidentielle); ● Ville de Bagneux, EPT Vallée Sud-Grand Paris (espaces publics); région Île-de-France (équipements scolaires et Lycée, avec la contribution des acteurs privés dans le cadre du PUP)
<i>Méthodes pour le montage financier de l'opération par les acteurs privés</i>	Compte à rebours promoteur	Compte à rebours promoteur
<i>Procédure de désignation des développeurs du projet : appel à projets ou concours</i>	Inventer la Métropole du Grand Paris 1	Discussion entre la mairie de Bagneux et le nouveau propriétaire du terrain (LBO France) Concours promoteur restreint pour la partie logement
<i>Études ou diagnostics préalables</i>	Étude de l'agence AUC et Une Fabrique de la Ville	Étude de faisabilité de la commune et recherche de partenariats publics et parapublics

Sources : dossier de création de la ZAC Pleyel (Plaine Commune, 2018) ; dossier de candidature Lumières Pleyel de l'IMGP 1, convention d'objectifs entre mairie de Bagneux et SAS Bagneux ; Convention de PUP ; document d'approbation de la mairie de la Convention avec la SAS Bagneux.

Ces deux projets présentent de forts enjeux pour les collectivités et les territoires concernés. Il s'agit de réaliser deux quartiers mixtes voués à devenir des pôles économiques importants tout en améliorant le cadre de vie des habitants (avec la création d'équipements publics et la production d'espaces publics et verts de qualité) et en garantissant des objectifs de mixité à travers la programmation de logements « abordables » (sociaux, en accession à prix maîtrisé). Du point de vue métropolitain, le projet Pleyel présente une configuration particulière et des enjeux multi-niveaux. Situé dans l'un des territoires présentant des inégalités sociales parmi les plus fortes d'Île-de-France, c'est un territoire sur lequel interviennent des acteurs de tous niveaux administratif (national, régional et local). Il se situe par ailleurs à proximité d'autres projets métropolitains, en particulier la Gare Pleyel du GPE et les futurs sites des JO 2024.

❖ Situation foncière des projets

Le cas de Pleyel présente une localisation de bonne qualité pour profiter des synergies et des éventuelles plus-values créées par les projets métropolitains environnants. Les acteurs identifient ce projet comme l'un des plus attractifs en raison des potentialités d'amélioration de l'accessibilité prévues par la construction du tri-pôle des transports en commun autour de la Gare Pleyel (4 lignes du réseau Grand Paris Express, RER, métro). Ce dernier permettra une connexion rapide entre ce quartier, le centre de la métropole, le quartier de la Défense et l'aéroport de Roissy. Il est dépendant du développement des travaux sur l'ouvrage d'art du Franchissement Urbain Pleyel (FUP) pour relier ce secteur à la Plaine de Saint Denis et de l'avancement des chantiers de la Gare du GPE. Les promoteurs du projet Lumières Pleyel soulignent ainsi l'importance de ce facteur pour le développement de leur projet autour de cette future Gare du Grand Paris :

« On a réuni, assez aisément, les investisseurs institutionnels²⁵ qui avaient compris, tout comme nous, l'intérêt qu'il y avait à développer une offre tertiaire à cet endroit-là. Le Grand Paris est un accélérateur de création de zones tertiaires. Ce n'est pas vrai que toutes les gares du Grand Paris donneront lieu à un pôle tertiaire. Enfin, avec celui-ci, eu égard à ce que je vous ai dit en amont, que le Landy était déjà situé à proximité d'un pôle tertiaire constitué, va être complété. Le pôle sera également complété par cet élément extrêmement structurant qu'est le Franchissement Urbain Pleyel pour lequel Plaine Commune et Patrick Braouezec se sont battus de longues années, pour créer ce lien Est-Ouest [entre ces deux parties de Saint Denis]. Et cela, ce pont, pour nous c'est un élément majeur de notre offre. On ne peut pas considérer notre offre

²⁵ Sans faire des références explicites à des investisseurs concrets à ce moment, l'interlocuteur citera l'AIREF et la Française comme des partenaires et membres du groupement. Il insistera sur l'intérêt d'autres investisseurs qui avaient participé à la consultation d'IMGP1 avec d'autres groupements.

de développement tertiaire si ce pont n'existe pas, parce qu'il crée la réalité du pôle du Landy et [la possibilité de] son extension vers l'ouest. Aujourd'hui le Landy est desservi par le RER et demain grâce à ce pont, à ce Franchissement Urbain Pleyel, il sera desservi par les lignes 14,15,16 et 17 et la 13 qui n'est pas très loin, non plus. Donc ce pont, ce trait d'union est majeur. » Entretien E6, Directeur délégué d'entreprise de promotion immobilière.

Figure 9. Photographie du chantier de la Gare Pleyel (avec la Tour Pleyel au fond) depuis la zone d'entrepôts du futur secteur du « Méta-îlot ».



Source : Vila Vázquez (17/12/2019)

Si la localisation est un facteur favorable, les deux terrains présentent en revanche des degrés de pollution importante, conséquence des anciennes fonctions industrielles et logistiques, en particulier de stockage, qui ont eu lieu pendant une bonne partie du XX^{ème} siècle. La pollution est toujours une source de dérapage des coûts, en particulier si les campagnes de sondage sont insuffisantes ou trop aléatoires en amont.

Dans le cas des Mathurins, le risque souterrain est également présent. Des travaux supplémentaires de stabilisation et consolidation du terrain sont à envisager en raison des activités extractives réalisées historiquement dans ce secteur. « *Il y a un risque dans l'aménagement, c'est le terrain, le sous-sol, parce qu'on a trois niveaux de carrière sur le site, et il y avait un peu de pollution* » Entretien E8, Directrice immobilière de société de gestion d'actifs d'investissement.

Figure 10. Dépollution et mise à niveau des sols dans le site des Mathurins (Bagneux)



Source : Vila Vázquez (01/02/2020)

Tableau 3. Programmation et orientation urbaines des projets de Pleyel (Saint Denis) et des Mathurins (Bagneux)

	<i>Pleyel</i>	<i>O'Mathurins</i>
<i>Programme de l'opération (Périmètre, usages prévus, répartition des SDP, etc.)</i>	ZAC ²⁶ sur un périmètre de 13,6 ha. Développement de 310 000m ² sdp nouveaux, dont : Bureaux : 155 000m ² Logements (familial diversifié, étudiant) : 80 000m ² , dont 30-40% logements sociaux Hôtellerie, commerces et autres activités : 25 000m ² Activités liées à la culture et la création : 14 000m ² Équipements collectifs : 36 000m ² (groupe scolaire, équipements sportifs, médiathèque et autres « espaces hybrides et modulaires » comme fablabs, makerspaces ou living lab) Espaces verts : 1,5 ha (autour de 4,8 % du total des m ² sdp prévues), dont 7 000 m ² en pleine terre.	PUP sur un périmètre de 15,6 ha. Développement de 300 000 m ² sdp nouveaux (hors équipements publics), dont : Activités économiques (bureaux...) : 100 000m ² (25-30%) Logements : 200 000m ² (70-75%), dont : <ul style="list-style-type: none"> • 25% logements sociaux (incl. 20% logements familiaux et en habitat participatif) • Logements d'accession libre, dont 5% PSLA ou à prix maîtrisés • Logements locatifs libres (acteurs institutionnels pérennes) • Résidences services dédiées aux besoins des jeunes Équipements collectifs : deux centres scolaires et un lycée. Espaces verts : 5 ha (autour du 16,6% du total des m ² sdp prévues)
<i>Indications portant sur la conception architecturale et urbaine</i>	Réalisation du projet autour de la nouvelle gare du GP ; urbanisation verticale (notamment dans le méta-îlot, correspondant au projet de Lumières Pleyel) ; définition d'une trame verte avec inclusion d'un parc urbain dans le centre du méta-îlot ; caractère qualitatif et emblématique du design et haute qualité des matériaux employés.	Le site présente un intérêt paysager particulier en raison de sa position de belvédère. Réalisation d'un quartier mixte, qui accueillera 4 000 emplois et 6 500 habitants. Les acteurs insistent sur le « caractère qualitatif du point de vue architectural, urbain, paysager et environnemental » ²⁷ et envisagent l'obtention du label Éco-quartier.

Sources : dossier de création de la ZAC Pleyel (Plaine Commune, 2018) ; dossier de candidature Lumières Pleyel de l'IMGP 1, convention d'objectifs entre mairie de Bagneux et SAS Bagneux ; Convention de PUP ; document d'approbation de la mairie de la Convention avec la SAS Bagneux.

Les différences plus significatives entre ces deux projets ayant des emprises semblables (13,6 ha de la ZAC Pleyel et 15,6 ha du PUP des Mathurins) relèvent de la structure de la propriété et du découpage parcellaire. Le projet à Bagneux est constitué d'une parcelle unique mono-proprétaire

²⁶ La ZAC Pleyel englobe le périmètre du projet Lumière Pleyel, qui représente autour de 176 000 m² sdp.

²⁷ Source : Convention de PUP des Mathurins.

; dans le cas de Pleyel, il existe un découpage foncier complexe avec une multiplicité de propriétaires. Sur le site de Saint Denis, les collectivités locales avaient envisagé d'intervenir sur ce secteur dès les années 1990, pour réaliser un franchissement Est-Ouest des voies ferrées en provenance de la Gare du Nord et de la Chapelle. Demeurées longtemps au stade de projet, ces intentions, exprimées dans le développement d'études préalables d'aménagement sur ce secteur, vont être progressivement opérationnalisées. L'EPT Plaine Commune va notamment à faire appel à l'EPFIF pour maîtriser le foncier et en assurer le portage, via la Foncière commune. Les acquisitions foncières commencent dans ce secteur en 2010. L'intervention de l'EPFIF et de la Foncière Commune vise à réduire le coût du portage foncier. En juillet 2018, l'EPFIF avait acquis 3,7 ha et transféré 0,87 ha à la Foncière commune pour le développement futur du projet²⁸. De son côté, l'EPT Plaine commune a mis en place une DUP (Déclaration d'Utilité Publique) pour pouvoir acquérir à l'amiable ou via des procédures d'expropriation les parcelles restantes auprès de propriétaires privés dans le périmètre de la ZAC Pleyel.

Figure 11. Plan du périmètre de la ZAC Pleyel et schéma de la programmation, précisant la partie correspondante au projet de Lumières Pleyel.



Source : les auteurs à partir des plans du document de création de la ZAC Pleyel (EPT Plaine Commune), basé sur l'étude préalable réalisée par l'AUC.

²⁸ Source : Projet de dossier de création de la ZAC Pleyel (p.25).

❖ Montage et configuration d'acteurs

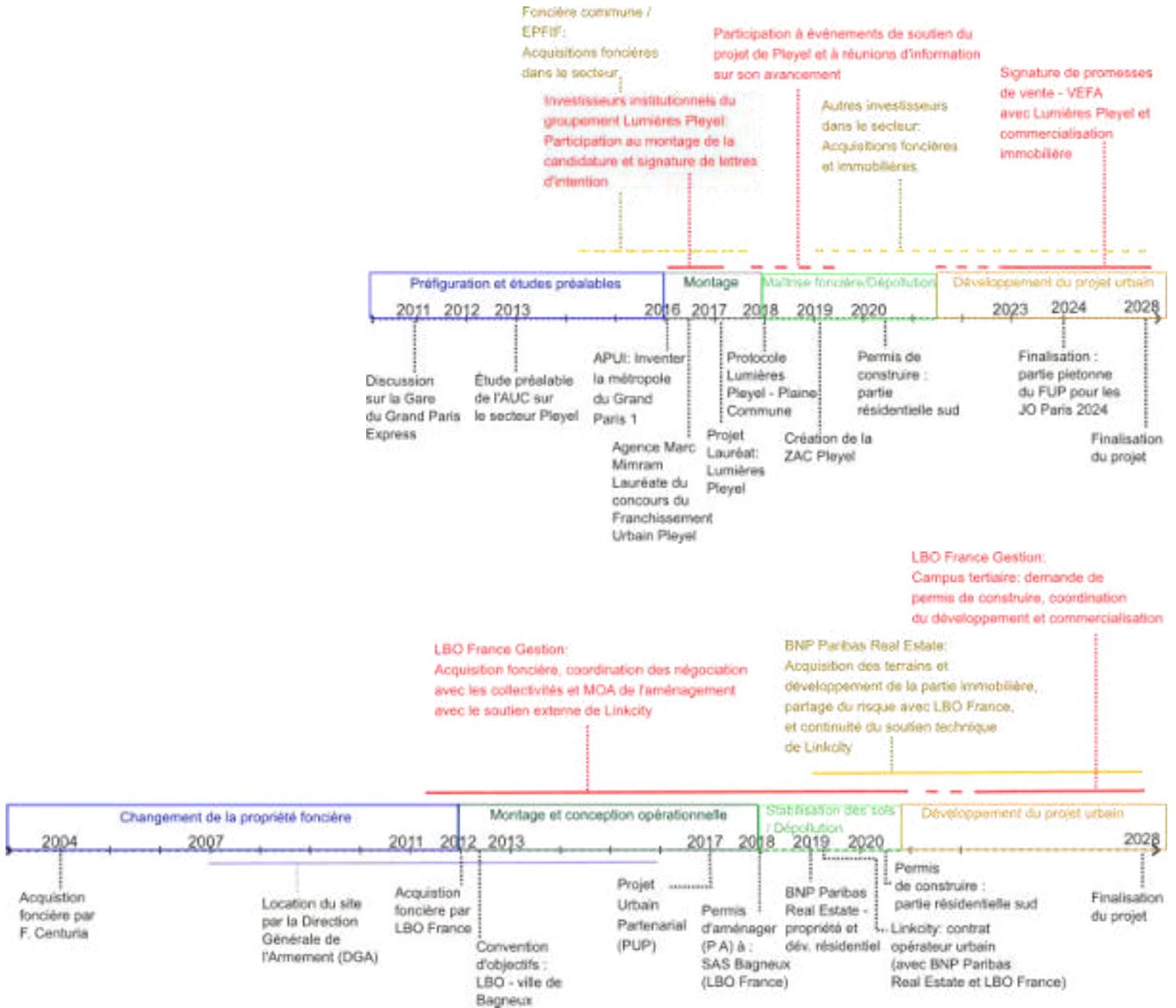
Le nombre d'acteurs et d'échelons territoriaux participant à ces opérations sont différents, mais ces deux cas mettent en évidence des évolutions dans le protocole de montage et dans la gouvernance, ce qui peut en partie s'expliquer par la participation des investisseurs dès les phases amont des projets.

Tableau 4. Dates clés pour la préfiguration, le montage et le déroulement du projet

<i>Pleyel</i>	<i>O'Mathurins</i>
2011-Discussion sur la gare du Grand Paris Express	1957 – Thomson-Thalès (activité industrielle)
2013- Étude préalable de l'AUC (en 2018, avec Une Fabrique de la Ville)	2002-Vente du site à un fonds d'investissement américain
2016 – Appel à projets : Inventer la Métropole du Grand Paris 1	2004-Vente du site à la Financière Centuria (initialement capital majoritairement qatari). Puis propriété achetée par Al Rayyan Bagneux SAS
2016- Agence Marc Mimram Lauréate du Franchissement Urbain Pleyel (FUP)	2007-2016 - Location à la Direction Générale de l'Armement
2017- Groupement Lumières Pleyel lauréat de l'appel IMGP 1	2010 – Contrat de Développement Territorial (CDT)
2018- Protocole Lumières Pleyel – Plaine Commun	2011– 2012 Mise en vente du site
2019- Création de la ZAC Pleyel	2011 – LBO France constitue la SAS Bagneux
2019- Déclaration d'utilité publique (DUP) pour l'ouvrage d'art du Franchissement Urban Pleyel (FUP)	2012 – Achat par LBO France (DIA reçue par la Ville le 13/02/2012)
2020- Premiers permis de construire	2013 – Convention cadre Ville-CDT Sud Seine-LBO France
	2017 – Signature du PUP
	2018/06 – Permis d'aménager
	2018 – Consultation restreinte investisseur-développeur de la partie logement
	2019 – Acquisition foncière par BNP Paribas Real Estate après lauréat de la consultation
	2019 – Contrat d'opérateur urbain : Linkcity (désigné par LBO et BNP Paribas Real Estate)
	2020 - Premiers permis de construire (partie résidentielle)

Sources : dossier de création de la ZAC Pleyel (Plaine Commune, 2018) ; dossier de candidature Lumières Pleyel de l'IMGP 1, convention d'objectifs entre mairie de Bagneux et SAS Bagneux ; Convention de PUP ; document d'approbation de la mairie de la Convention avec la SAS Bagneux et Thibault (2017).

Figure 12. Frises chronologiques qui précisent les types et degrés d'intervention des principaux investisseurs dans les phases des projets urbains à Pleyel (en haut) et aux Mathurins (en bas).



Sources : élaboration des auteurs

Pleyel

Dans le projet à Pleyel, les études préalables sur ce secteur se concrétisent grâce à deux faits principaux : d'une part, la décision de réaliser une nouvelle gare du réseau de métro du GPE du côté ouest du faisceau des voies ferrées dans le secteur Pleyel (initiative portée par les collectivités locales pour légitimer la liaison stratégique du Franchissement Pleyel). D'autre part, la proposition de ce site dans l'appel à projets innovants de l'IMGP1, porté par la Métropole du Grand Paris. De nombreuses candidatures répondent à cet appel en incluant des groupements d'acteurs de différents types qui vont de la promotion immobilière, des entreprises de construction, des agences d'architecture et d'ingénierie, aux exploitants finaux, en passant par des investisseurs institutionnels. Dès la consultation, il y a une attente forte. L'accent mis sur la participation des investisseurs vise à garantir la faisabilité de la réalisation des projets de développement urbain stratégiques à l'échelle métropolitaine. La candidature lauréate pour ce site a été celle du groupement Lumières Pleyel, qui avait pour mandataire un promoteur, Sogelym Dixence (spécialiste de l'immobilier tertiaire), entouré d'autres promoteurs immobiliers (pour la partie résidentielle), d'investisseurs et d'exploitants inclus dans le projet. La proposition architecturale était portée par le leadership d'une agence d'architecture de renom norvégienne-états-unienne, Snohetta.

« Sogelym Dixence (SD) a agrégé autour de lui, à la fois des partenaires développeurs parce que je ne cache pas que c'est un grand morceau, quand même, et que nous n'avions pas une connaissance suffisante du logement pour partir à la foire au fusil avec une offre de logement. On a tout de suite décidé de s'associer à un promoteur de logements de grande ampleur : c'est Crédit Agricole Immobilier Promotion. Nous sommes également associés, mais c'est historique sur nos développements à Saint Denis, avec la société Européquipements, avec laquelle on a fait déjà deux immeubles, d'ailleurs on en démarre un troisième à Saint Denis. Et puis enfin, la division de développement du groupe Engie, qui s'appelle Aire Nouvelle, qui nous accompagne également sur ce dossier, fort de son expertise sur tout ce qui est du développement durable, énergies renouvelables et autres. Donc ce quarteron de promoteurs a, sous le label de SD, [réuni] un certain nombre d'investisseurs avec lesquels nous avons l'habitude de travailler et avec lesquels une relation de confiance s'était nouée, qui fait qu'on peut former un ancrage en pleine connaissance des moyens, des savoirs des uns et des autres. » Entretien E6, Directeur délégué d'entreprise de promotion immobilière.

Figure 13. Programmation et distribution de volumes proposée par le groupement Lumières Pleyel dans la candidature lauréate de l'appel IMGP1 (en haut), reprise globalement dans la ZAC Pleyel (en bas).

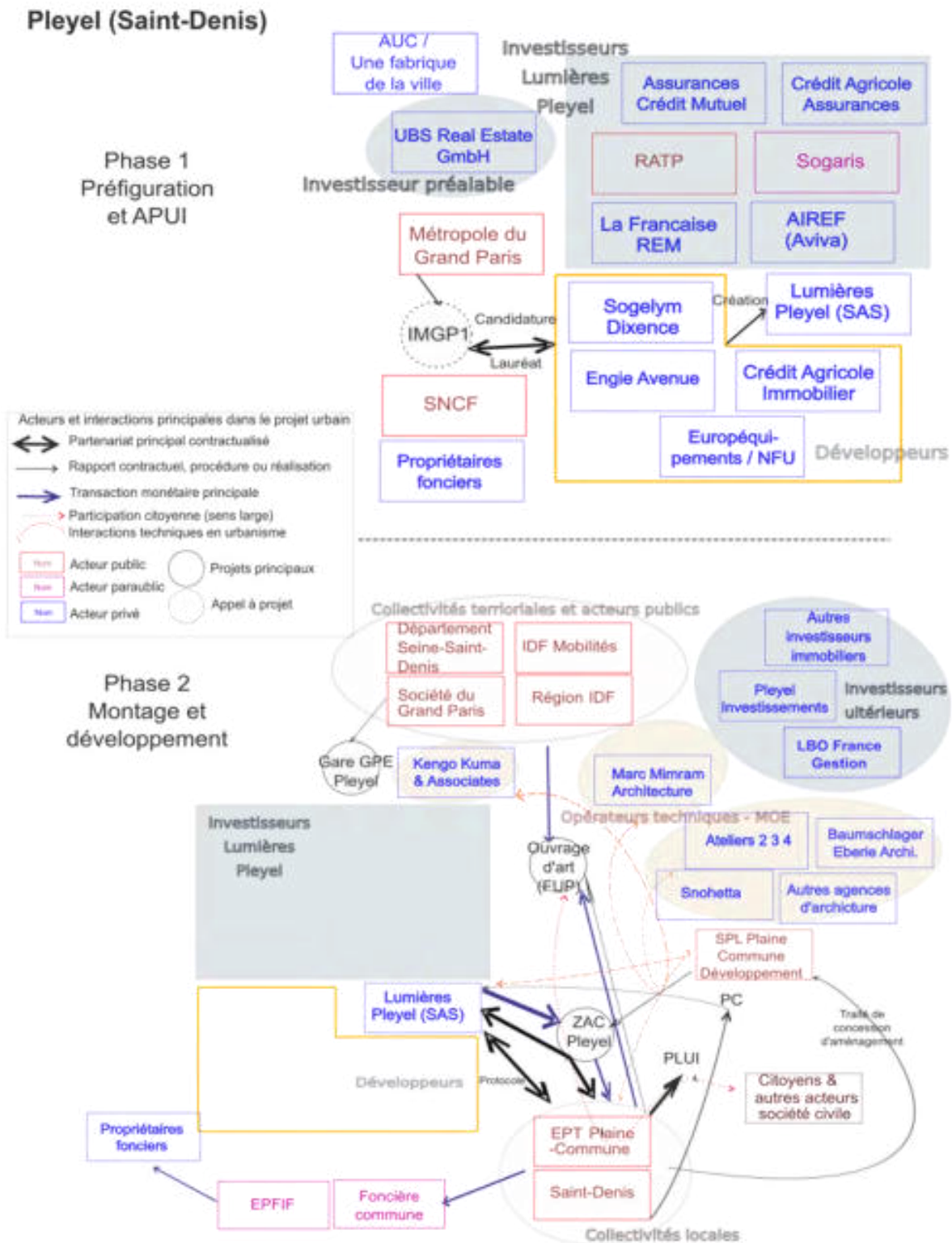


Sources : Candidature Lumières Pleyel de 2017 (Métropole du Grand Paris, à travers l'archive de la Chaire Aménager le Grand Paris); Open Street Map; Géoportail; IAU; APUR; Ile-de-France Mobilités; les auteurs.

Parmi le réseau d'acteurs concernés, il faut inclure également ceux qui participent au projet de la Gare Pleyel, soit la Société du Grand Paris (SGP) et Ile-de-France Mobilités, acteur national et régional, en plus des collectivités locales appartenant à l'EPT Plaine Commune et la Foncière commune. La décision de mettre en œuvre le projet des Lumières Pleyel a par la suite impliqué des discussions entre les mandataires du groupement, Sogelym Dixence, et les services de Plaine Commune, depuis 2017. La création de la ZAC Pleyel est effective en 2019, sur la base de la candidature de l'appel à projets, bien que la première inclut un espace plus vaste (voir Figures 12). Après une mise en concurrence, l'aménageur désigné pour cette opération est la SPL Plaine Commune Développement, bras armé de la collectivité. Compte tenu des enjeux forts de ce projet et de ses spécificités, il apparaît tout à fait cohérent qu'il y ait une intervention et une maîtrise publique forte du projet d'aménagement, qui laisse toutefois la place à cette partie négociée.

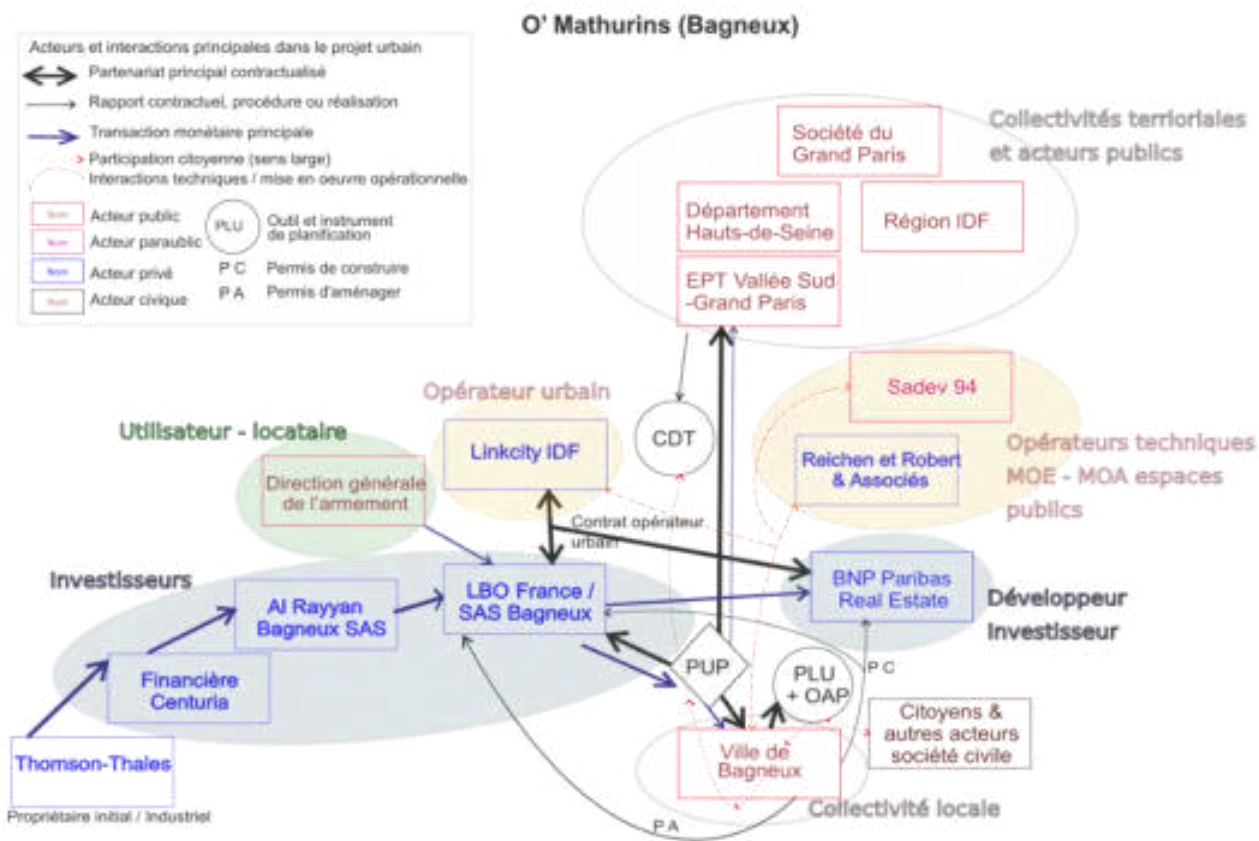
La multiplication des acteurs concernés pour anticiper et couvrir au maximum toutes les problématiques de développement des opérations, depuis la conception du projet jusqu'à la livraison, a été la caractéristique essentielle dans les appels à projets d'IMGP. Le cas de Pleyel montre comment la candidature lauréate, constituée en entité juridique sous la forme d'une SAS (Lumières Pleyel), prend part à la conception du projet urbain et comment le projet lauréat rétroagit sur le développement de l'outil d'aménagement utilisé par la collectivité locale, la ZAC Pleyel, sans toutefois modifier les grands partis-pris d'aménagement (trame viaire, espaces publics, etc.). Les interactions entre les mandataires du groupement, l'aménageur et la collectivité sont régulières, ces acteurs réalisant des réunions plusieurs fois par mois dans la phase actuelle de conception et de demande de permis de construire. Ces trois acteurs fonctionnent selon un mode projet itératif pour le montage de l'opération. A ces réunions s'ajoutent les discussions avec les collectivités locales et régionales qui sont les maîtres d'ouvrage de la réalisation du Franchissement Pleyel et la coordination entre la SGP et Plaine Commune pour la conception et articulation des espaces publics.

Figure 14. Schéma de la gouvernance du projet urbain à Pleyel, en se focalisant sur la place des investisseurs.



Sources : les auteurs, après l'analyse de la documentation et les entretiens auprès des acteurs clés autour de la ZAC Pleyel.

Figure 15 : Schéma de la gouvernance du projet urbain aux Mathurins en se focalisant sur les relations avec les investisseurs



Source: élaboration des auteurs

Dans le cas de l'opération d'aménagement des Mathurins, on observe un nombre plus réduit d'acteurs concernés. Les étapes préalables au projet ont été marquées par la décision de départ de l'activité industrielle principale sur le site (entreprises Thomson et Thalès) et le passage de la propriété à deux gestionnaires de fonds successifs, qui à leur tour souhaitaient vendre. Intéressé, LBO s'est positionné mais a adopté une posture institutionnelle, c'est à dire qu'il a rencontré la Ville pour connaître ses intentions au moment où elle recevrait la DIA (déclaration d'intention d'aliéner) : faire valoir son droit de préemption ou non. Les équipes municipales ont réfléchi aux différents scénarii possibles, au vu de la DIA déposée au prix de 102,5 M€, avec les partenaires du territoire (Préfet des Hauts de Seine, l'AFTRP, l'EPF 92, la caisse des Dépôts et consignations, la Ville et la Conférence territoriale) :

- Préempter, ce qui suppose de chercher un opérateur en capacité de porter et d'aménager le foncier. C'est à cette condition que la CDC - sollicitée - a indiqué pouvoir mobiliser sa capacité de prêt Grand Paris (le prêt Gaïa). Deux solutions de montage ont été explorées : avec Grand Paris Aménagement (ex-AFTRP) et avec l'EPF92. L'option pourtant intéressante de créer une SPLA comme montage ad hoc n'a pas été retenue compte tenu du délai court.
- Faire une offre inférieure aux attentes du vendeur, présentant à la fois l'intérêt de gagner du temps du fait du refus inévitable de ce dernier, mais en corollaire, le risque que le site devienne une friche après le départ de la DGA.
- Permettre à LBO France de devenir le nouveau propriétaire dans le cadre d'une OPCI (Organisme de Placement Collectif Immobilier), afin de développer un projet urbain négocié.

C'est ce dernier scénario qui finalement a été retenu en 2012. Les négociations principales ont eu lieu entre la mairie de Bagneux, l'EPT Vallée-Sud Grand Paris et LBO France, avec plusieurs invariants imposés par la Ville et qui figurent dans le protocole d'accord signé.

Le prix du foncier, autour des 102,5 millions d'euros, explique l'impossibilité pour la mairie de Bagneux de préempter ce site et la difficulté de bâtir les partenariats nécessaires avec d'autres acteurs publics et parapublics pour l'acquérir. Les négociations et l'accord préalable avec le potentiel acheteur ont posé les bases du futur projet urbain partenarial : « *LBO est devenu propriétaire en avril 2012, du terrain 1, donc la genèse de ce partenariat vient du moment où l'occupant précédent s'en va, où le propriétaire précédent qui n'était pas l'occupant, le propriétaire précédent cherche à vendre. On est fin 2011, début 2012, et la ville est approchée par LBO, nous disant qu'ils ont envie d'acheter ce terrain en nous demandant ce qu'en pense la ville, si la ville va s'opposer à la déclaration d'intention d'aliéner, et ce que sont les envies, les conceptions et les attentes de la ville sur ce site. Et donc, tout ne s'est pas joué dans ces 3 mois. Mais ceci dit, beaucoup du travail partenarial continue à être marqué par les discussions qui ont eu lieu en amont et qui ont conduit la ville à se mettre d'accord avec LBO sur des grands principes d'aménagement et sur des grands attendus, qui ont conduit la ville à renoncer à sa capacité éventuelle à préempter, ce qui était une option compliquée parce que le terrain est grand et cher. Mais c'est quelque chose que la ville commençait à regarder avec la région, avec la préfecture de région, avec la CDC, pour être capable de réunir potentiellement un tour de table pour se porter acquéreur du bien. La ville entre n'a donc pas complètement "subi" l'arrivée de l'aménageur, du propriétaire. Elle l'a acceptée dans des conditions négociées et des conditions publiques.* » Entretien E15, Directeur Général des Services de collectivité locale.

❖ Analyse comparée des montages

Les deux projets d'aménagement mettent en évidence l'importance des interactions en amont entre acteurs publics et privés, avant de parvenir au stade plus formel de la contractualisation du montage. Différentes configurations d'acteurs, partant de l'aval de la chaîne de l'aménagement, rendent possibles ces montages complexes, permettant d'internaliser et de minimiser une partie des coûts de transaction du montage. Plusieurs partenariats, plus ou moins formalisés, sont ainsi mis en place :

- Création de sociétés (entre investisseurs ou promoteurs) dédiées au développement des opérations : SAS Pleyel Lumières, SAS Bagneux. Ce sont ces sociétés qui sont compétentes sur le volet opérationnel et qui engagent notamment toutes les démarches techniques et administratives, dont l'obtention des autorisations d'urbanisme (permis d'aménager...).
- Partenariats contractualisés entre différents acteurs privés, pour le périmètre du projet, comme dans le cas de l'accord entre de LBO France, BNP Paribas Immobilier (lauréat de la consultation restreinte lancée en juin 2018 par LBO France, afin de céder la partie Sud du site à un autre propriétaire) et Linkcity (désigné opérateur urbain de l'opération), filiale du groupe Bouygues. Le 28 février 2019, Linkcity s'est vu confié par LBO France et BNP Paribas Immobilier un contrat d'opérateur urbain, dont les principales missions doivent permettre de mener à bien ce projet d'envergure. Linkcity devient le garant des engagements qui incluent un cahier de charges sur la partie technique de suivi de l'aménagement et du développement urbain du projet²⁹.
- D'autres contrats centrés sur la coordination de la maîtrise d'œuvre, comme ceux établis avec les agences d'architecture pour coordonner la conception des projets d'aménagement (Reichen & Robert ou Snohetta – Baumschlager Eberle Architekten, Chaix & Morel et Associés, Ateliers 2/3/4 – Mars architectes – M. Caubet Architectes).

²⁹ « C'est un vrai contrat, que l'on a appelé "Contrat d'opérateur urbain". C'est un contrat qui a été co-signé entre LBO et BNP pour mandater Linkcity. Donc, c'est un vrai contrat avec des missions de suivi des travaux de réhabilitation du site, suivi des travaux de PUP pour vérifier qu'on a toujours été dans le bon calendrier fixé, suivi du respect des objectifs de qualité urbaine, de labellisation de l'éco-quartier. Effectivement, c'est un vrai contrat formalisé avec des missions qui nous sont données et qui sont tournées vers deux pans. En principe on va dire le suivi des travaux dans leur globalité (donc travaux du PUP et travaux de mise en état du site dans un premier temps), et ce qu'on appelle la qualité urbaine. Donc, tout ce qui rentre dans les objectifs et dans les atteintes de performance qu'on a fixées depuis toutes ces années avec la ville. » Entretien E7, Directrice régionale Grands Projets urbains en entreprise de développement urbain.

- On constate également des formes de relations de dépendance établies entre acteurs publics ou parapublics :
 - entre l'aménageur désigné pour la ZAC Pleyel, la SPL Plaine Commune Développement, la collectivité commanditaire de laquelle ils dépendent et l'EPT Plaine Commune ;
 - ou à travers des formes d'externalisation d'une partie des fonctions, comme c'est le cas de Bagneux qui délègue par voie de mandat la maîtrise d'ouvrage des espaces publics à la Sadev 94 (après consultation).

Un aspect commun aux deux projets étudiés est l'importance accordée par nos interlocuteurs, pour la réussite de ces opérations, aux relations de confiance qui se sont construites au cours du temps et dans les réunions qui se tiennent régulièrement (toutes les semaines pour certaines équipes). Que ce soient les acteurs privés entre eux pour la composition de groupements ou entre les collectivités, acteurs parapublics et privés, la confiance mutuelle et la « loyauté » cimentent les négociations et le montage opérationnel. Tous les interlocuteurs insistent sur l'entente personnelle, les savoir-faire et les relations de confiance établies au cours du temps comme une base préalable aux accords et à certains engagements.

Figure 16: Schémas interprétatifs de l'intégration des investisseurs dans le jeu d'acteurs, à Pleyel et O'Mathurins.



Source : les auteurs

5.2. Degrés et modalités d'intégration des investisseurs dans le projet d'aménagement

Le cas des Mathurins montre comment un gestionnaire d'actifs, issu du monde des *asset managers*, se positionne très en amont, non seulement comme acheteur du foncier, mais également, à travers la SAS Bagneux, comme co-aménageur et promoteur à côté d'un développeur comme Linkcity³⁰. Ce dernier prend en charge les volets ingénierie technique, juridique et financière du projet d'aménagement et d'urbanisme. Un tel montage est rendu possible dans le cadre d'un urbanisme négocié, formalisé dans une convention de PUP signée entre la ville, le propriétaire et l'EPT. L'outil choisi est celui de l'établissement d'un Projet Urbain Partenarial (PUP) entre les collectivités locales, avec un poids important de la mairie, et de l'investisseur, qui fait également office d'aménageur à travers la société SAS Bagneux. Ce contrat décrit les modalités de participation au financement des équipements publics (comme c'est sa vocation première), mais également les modalités de suivi du projet ainsi que des clauses de revoyure, dans la mesure où la durée est plus longue qu'une simple opération de promotion et l'incertitude plus forte.

❖ Un instrument à l'initiative du propriétaire investisseur

Le PUP est un instrument de financement contractualisé qui présente l'énorme avantage de permettre le préfinancement des équipements publics par des opérateurs privés. Il s'agit d'un outil assez récent comme on l'a vu plus haut (Loi MOLLE de 2009) et qui a été modifié significativement par la loi d'accès pour le logement et l'urbanisme rénové (loi ALUR) de 2014 qui introduit la possibilité de créer des zones de PUP pour le financement des équipements publics dans le cadre des différentes opérations dans le secteur défini (IAU, 2018). Cet outil se concrétise à travers la signature d'une convention de PUP entre ces acteurs privés et les collectivités territoriales compétentes. Il peut être utilisé seulement dans des zones urbaines et à urbaniser définies par un PLU (Tribillon, 2016 ; Drobenko, 2019).

Le lancement de ce type d'instrument est largement d'initiative privée, comme dans le cas du PUP des Mathurins. LBO France a voulu mettre en place ce type de contrat plutôt que de recourir à des procédures jugées plus contraignantes, comme la ZAC d'initiative publique, mais peu adaptée ici. Cela a été une position ferme du propriétaire lors des négociations avec les collectivités. Pour sa part, la mairie de Bagneux avait réalisé une étude préalable en interne pour

³⁰ Développeur urbain qui est une filiale Société du groupe Bouygues Construction, filiale spécialisée sur le développement immobilier.

déterminer le coût des équipements publics et simuler le montant rapporté par la Taxe d'aménagement majorée à 20% (c'est-à-dire au plafond), inférieur à ce qu'elle pouvait obtenir via le PUP. Cela a finalement justifié le choix de ce montage. La convention de PUP transmise ne comporte pas les annexes qui indiquent la méthode d'évaluation des besoins scolaires générés par l'opération, ni le montant précis de la participation aux équipements publics. Selon la Ville, elle s'élève à environ 28 millions d'euros, ce qui est dans tous les cas supérieur à la TAM à 20% (soit environ 20 millions d'euros).

L'intérêt de l'analyse du PUP des Mathurins se justifie pour les raisons suivantes :

- La spécificité de ce projet dans le Grand Paris par sa dimension, sa structure de propriété initiale et le fait qu'il relève d'un urbanisme négocié à l'initiative d'opérateurs privés. L'opération s'étend sur une parcelle de 15,6 ha, ce qui constitue le PUP le plus vaste d'Ile-de-France.
 - Le rôle central joué dans le développement d'un projet d'aménagement sur le site d'une société de gestion d'actifs (LBO France Gestion), en tant que propriétaire du foncier.
- ❖ La convention du PUP comme contrat complet et l'effort d'anticipation du projet urbain

Une convention de PUP est un type de contrat qui permet de formaliser juridiquement un accord entre des entités publiques ou parapubliques et des acteurs privés. Ce document comporte des articles et parfois des annexes, dont le contenu varie en fonction de l'ambition programmatique du projet, sa taille, et sa durée. Mais leur objet principal est bien de s'accorder sur le programme des équipements publics, le prix de revient et surtout, la répartition des participations entre les parties prenantes, ainsi que les modalités et l'échéancier de versement.

Ici, le niveau de précision de la convention de PUP des Mathurins, signée en 2017, atteste d'une recherche de sécurisation élevée entre les deux parties. C'est le fruit d'un long processus de négociation et de définition préalable du projet urbain depuis 2012. Par exemple, la convention indique précisément tous les enjeux de phasage des travaux et la répartition des risques financiers en cas de non-respect des délais de réalisation des équipements publics qui sont du ressort de la maîtrise d'ouvrage publique. Plus généralement, la convention vise à anticiper les risques opérationnels ayant des incidences financières et surtout le partage de ces risques, et l'on conçoit aisément que ce travail ainsi que la définition des montants ont fait l'objet de nombreux allers-retours avant d'être validés par les différentes parties.

A noter également que cette convention mentionne les modalités de suivi du projet par la mise en place d'un comité de suivi. Elle va donc jusqu'à préciser les procédures d'interaction, de notifications et les modalités de circulation de l'information. Le niveau de formalisme est très poussé et tout est mis en place pour qu'il y ait une sorte de traçabilité précise du projet, probablement une attente forte du côté investisseur.

L'effort d'anticipation et de sécurisation a marqué toutes les étapes de définition, de programmation et de chiffrage du projet. Notre interlocuteur à la Ville de Bagneux³¹ souligne que ce montage partenarial oblige à être très précis, davantage selon lui qu'une concession d'aménagement dont le cadre réglementaire peut facilement évoluer. Beaucoup de discussions et de débats ont porté sur l'équilibre financier. La faisabilité financière du projet a été centrale et travaillée dès le départ, ce qui tend à garantir que le projet soit mené à son terme.

De son côté, la Ville a été particulièrement exigeante sur la programmation et la concertation (mise en œuvre de concours d'architecture citoyens). A cet égard, une convention d'objectifs a été signée entre les collectivités locales (commune de Bagneux et l'EPT Vallée-Sud Grand Paris) et LBO en avril de 2012, fixant les principaux objectifs stratégiques du projet urbain et les grandes orientations en termes de programmation, incluant une programmation mixte avec une partie « équilibrée » d'usages résidentiels, dont 25% de logements sociaux, et d'activités économiques, espaces verts et équipements publics. La constitution d'un comité de pilotage des travaux de conception et de montage de l'opération sont établis tout comme un calendrier prévisionnel pour la signature des modifications requises du PLU et l'approbation du CDT.

L'ancien PLU permettait 650 logements et 160 000 m² SDP d'activités, dont seulement 60 000 de tertiaire. La révision était requise alors pour permettre le développement d'un quartier mixte incluant environ 2000 logements et une dotation d'activités tertiaires plus importantes. Les constructions en hauteur ont été aussi permises, jusqu'à 53 m dans la partie centrale du secteur,³² 35 m pour les bâtiments de bureaux et 25 pour le reste.

La programmation du projet urbain a été l'un des points clés des négociations entre les acteurs concernés. La ville de Bagneux souhaitait au départ que la partie résidentielle représente le même poids que la partie économique. Finalement, les négociations avec les acteurs privés ont conduit à une modification de ce ratio, les activités économiques ne représentant plus qu'un tiers de la programmation, soit environ 100 000 m² de SDP et 4 000 emplois, et la partie résidentielle les

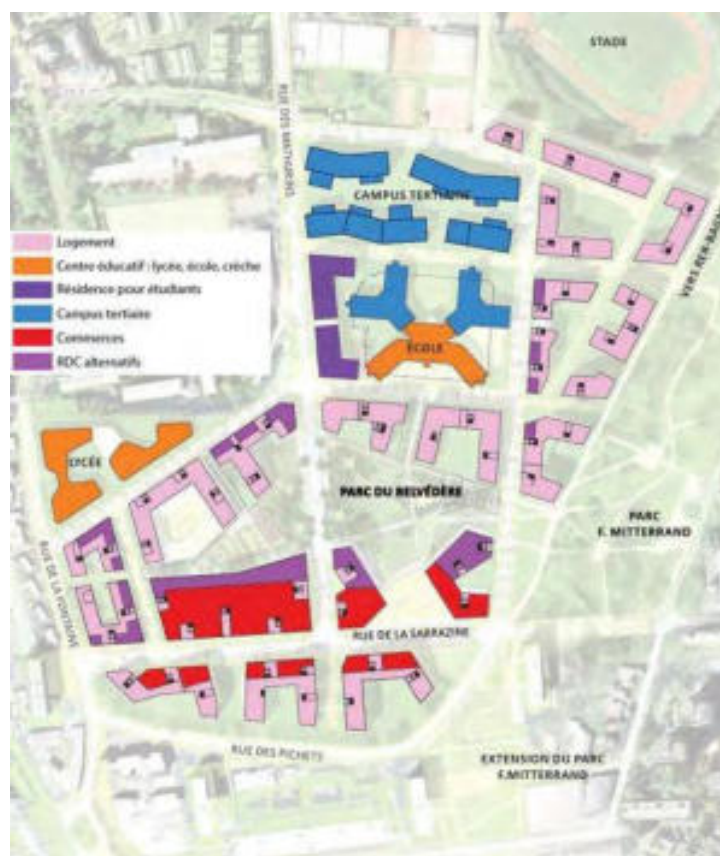
³¹ Entretien E15, Directeur Général de Services de collectivité locale.

³² Dans cette zone UMa dans le centre du site des Mathurins, le PLU permet d'atteindre cette hauteur pour des « bâtiments – signaux architecturaux forts ». Source : commune de Bagneux (2016) Plan Local d'Urbanisme.

deux tiers, soit environ 200 000 m² de SDP pouvant accueillir environ 6 500 habitants. Sur la partie résidentielle, la ville a affirmé les 25% de logements sociaux. Le programme prévisionnel de constructions est rappelé dans la convention et il en précise le contenu et la répartition :

- 25% de logements sociaux dont 20% de logements familiaux, y compris habitat participatif,
- des logements en accession libre, dont 5% en accession sécurisée ou PSLA ou à prix maîtrisés,
- des logements locatifs libres, loués par des acteurs institutionnels pérennes,
- des résidences services dédiées notamment aux besoins des jeunes.

Figure 17: Programmation prévue pour le PUP des Mathurins



Source: site web de la commune de Bagneux : <http://www.bagneux92.fr/ville-en-projet/projets-urbains/820-o-mathurins>
(Accès: 10/11/2019)

Le programme d'équipement public généré par l'opération auquel contribue l'opérateur privé comprend :

- Les voiries et réseaux divers (VRD)
- Le parc du Belvédère
- Deux groupes scolaires : 30 classes maternelles et élémentaires :

- Groupe scolaire dans le bâtiment « Y », situé dans le périmètre du projet.
- École Rosenberg, située en dehors du site des Mathurins.

En complément des équipements prévus par la Convention, il est prévu l'implantation d'un lycée public de 1 200 élèves, conformément à la décision de la Région Ile-de-France du 10 mars 2017. Cette implantation dans le périmètre du PUP a fait l'objet de longues discussions, ce nouvel équipement apportant une attractivité supplémentaire au futur quartier et à la ville, mais nécessitant une emprise foncière de taille suffisante. Tout cela s'est déroulé au stade de la définition du projet avant la signature de la convention de PUP. LBO France a finalement accepté de signer un accord avec la Région pour céder 1 ha pour le lycée. Étant donné le partenariat public-privé renforcé entre LBO France Gestion et la commune de Bagneux, celle-ci a également été incluse dans l'accord avec la Région, même si sa présence n'était pas indispensable. Finalement, la Région prend la décision de réaliser cet équipement dans le périmètre du PUP. Le lycée est cité dans le préambule de la convention, mais il n'est pas financé à travers ce mécanisme.

Ce projet négocié à travers un PUP est donc d'une ampleur inédite pour ce type de montage. L'acronyme PUP pour « projet urbain partenarial » prend ici tout son sens et ne se limite pas à un outil de financement des équipements publics. La présence d'un investisseur dans le développement de l'opération a contribué à la définition d'un degré de sécurisation financière plus détaillé que dans d'autres cas, comme le montre les termes du contrat entre le propriétaire (LBO France Gestion) et les collectivités territoriales (EPT Vallée Sud – Grand Paris et commune de Bagneux).

Dans la suite du déroulé du projet, une partie du foncier dédié aux programmes résidentiels a été cédée à BNP Paribas Real Estate. LBO France s'est concentré sur le campus tertiaire, produit immobilier qui correspond davantage à la cible investisseur. Cette cession a permis d'alléger la charge financière du portage de l'opération par LBO (entre 2012 et 2016, LBO a perçu les loyers versés par l'utilisateur des terrains, la Direction Générale de l'Armement, à hauteur de 16 millions d'euros par an). Ces choix se sont faits de concert avec Linkcity. D'autre part, l'accord avec Linkcity permet à la société de gestion d'actifs d'assurer les compétences techniques pour la maîtrise d'ouvrage du projet : *« Sur tous les points stratégiques, c'est ensemble. Et puis après, sur les points plus techniques, c'est un partenariat qu'on a fait ensemble. Pendant quatre ans, jusqu'à tant ce que l'on se mette d'accord sur une programmation avec la ville, on était une fois par semaine en réunion avec la ville. Nous, Linkcity, la ville. Donc, c'est vraiment un projet sur lequel, quand vous partez sur des projets comme ça, il faut être prêt à passer du temps avec les collectivités : le temps de la discussion, le temps de la réflexion. Réfléchir ensemble est très important. [Enquêteur/trice : Et en fait, Linkcity était depuis le début avec vous ?] Oui. [Comment vous avez choisi de travailler avec eux ?] On a fait un appel d'offres, auprès de promoteurs qui avaient des équipes d'aménagement. Entretien E8, Directrice immobilière de société de gestion d'actifs d'investissement.*

Finally, the participation of LBO France in these upstream phases of the development of the project offers the possibility of exercising a more direct control over architectural and urban quality and environmental performance. This control is partly exercised via the choice of the lead architect (Reichen and Robert & Associés) and that of the architects of the different buildings that make up the project: « [Et par rapport à la conception architecturale, la qualité urbaine dont vous parlez, est-ce qu'il y a eu des discussions à ce niveau-là avec la ville et d'autres acteurs ?] *En fait sur l'urbanisme, oui. C'est-à-dire qu'il y a un cahier des charges très détaillé lié au quartier, qui a été mis en œuvre et on a l'urbaniste coordinateur qui est Reichen, qui a son mot à dire sur tous les permis qui vont être déposés. Et donc, il va devoir être vraiment en lien étroit avec les architectes sélectionnés sur les immeubles. Pour les immeubles de logement, il y a eu des concours organisés. Il y a eu un jury citoyen et donc quelque part, chaque projet a été co-construit entre un architecte, la ville, le jury citoyen, donc les habitants de Bagneux, et le promoteur. A Bagneux, c'est quand même un management très participatif au niveau des produits. A la fois, c'est un management très participatif, mais encore une fois dans un cadre qu'avait donné Reichen. Donc dans un cahier des charges qui est assez spécifique.* » Entretien E8, Directrice immobilière de société de gestion d'actifs d'investissement.

LBO focuses in particular on its interest in the development of the tertiary part and the search for users for the tertiary campus in the north part of the site: « *Moi, je n'ai plus vraiment de valeur ajoutée [dans la partie résidentielle du projet]. Par contre, là où j'ai de la valeur ajoutée, c'est essayer de penser un projet de campus. Donc, choisir un architecte, ensuite trouver des utilisateurs.* » Entretien E8, Directrice immobilière de société de gestion d'actifs d'investissement.

❖ A Pleyel, l'intégration des investisseurs dans le groupement en réponse au cahier des charges IMGP

In what concerns the urban project at Pleyel, the intervention of investors is different. Solicited from the stage of the candidature, they are less present in the operational phase. The main institutional investors who participate are La Française and AIREF.³³ In accordance with the consultation regulation, they initially transmitted letters of intent manifesting their participation in the group or they were included as

³³ Filiale de la société d'assurance britannique AVIVA. Parmi tous les investisseurs cités dans la candidature de Lumières Pleyel, notre interlocuteur membre chez les mandataires de ce groupement cite notamment ces deux investisseurs institutionnels. Cela coïncide avec les acteurs participant à des événements du secteur, comme celui du MIPIM.

investisseurs, au même titre que Crédit Agricole Assurances, Assurances Crédit Mutuel, la RATP³⁴ ou Sogaris. Néanmoins, ils ne font pas fait partie de la société Lumières Pleyel :

« Nous portons la parole du groupement sur tout ce qui concerne la partie aménagement et suivant la taille des uns et des autres dans les opérations de développement, nous avons créé une Société par Actions Simplifiée (SAS) dans laquelle SD (Sogelym Dixence) est majoritaire et qui est une espèce d'aménageur de cet ensemble et qui est en lien avec l'Établissement public qui est le véritable aménageur. Et ensuite, chaque îlot, chaque bâtiment a son propre capital³⁵ qui n'est pas le même que dans celui de la SAS. Par exemple, dans le logement, c'est Crédit Agricole Immobilier qui est majoritaire, SD est minoritaire. Donc la voix de l'aménageur est portée par SD, la voix de la partie logement est plutôt portée par Crédit Agricole. Donc là, en ce moment, depuis 6 mois, on forme un binôme dans lequel on se rend aux réunions ensemble. Mais au bout du compte, c'est SD qui a un mandat qui lui est confié par la SAS pour piloter toute cette opération. [Dans cette SAS vous est-ce que participent tous les membres que vous avez cités, incluant la Française, AVIVA ?] Non, dans la SAS, il n'y a que SD, Crédit Agricole Immobilier Promotion, Equipements et Engie-Aire Nouvelle. Enfin, ce ne sont que des promoteurs. Mais on ne s'interdit pas de faire participer pour une réunion ou autre chose le monde investisseur. On les présente ou on les a présentés à nos côtés sur une défense de leur vision investisseur auprès de l'établissement public à plusieurs reprises. » Entretien E6, Directeur délégué d'entreprise de promotion immobilière.

Sogelym Dixence insiste sur le fait qu'ils soutiennent leurs manifestations dans des événements publics pour rassurer les autres acteurs du développement du projet, mais sans soutenir financièrement le groupement promoteur. Ils participent à des réunions d'avancement du projet réalisées par Sogelym Dixence, en s'intéressant davantage au temps de développement des phases du projet. Ces investisseurs participent rarement aux réunions techniques avec la collectivité et les aménageurs, mais ils sont régulièrement informés des avancements par les mandataires du groupement. Leur participation plutôt en retrait s'explique par leurs relations de confiance établies avec les promoteurs, suite à des collaborations préalables dans d'autres projets. Néanmoins, l'engagement de ces sociétés financières est réversible, et ne sera ferme qu'au

³⁴ Finalement la partie du projet de dépôt de bus électriques ne peut pas se réaliser pour des raisons de réglementation de sécurité d'incendies. Par conséquent, cet investisseur ne participe plus au développement du projet. Source : Entretien E6, Directeur délégué d'entreprise de promotion immobilière.

³⁵ L'interlocuteur explique que la répartition des activités et le poids des sociétés participantes au sein de la SAS Lumière Pleyel (constitué par des promoteurs immobiliers), varie en fonction des types de biens et d'immeubles que chacun des partenaires va développer. De manière générale, SD va être le leader du groupement dans les négociations avec l'aménageur et la collectivité, mais cela peut varier pour les réunions sur des projets ou types d'immeubles spécifiques dans la ZAC.

moment de la signature des promesses de vente avec les promoteurs. La prise de risque est bien moindre que dans le cas des Mathurins. Ici, les investisseurs intègrent des groupements pour garantir leur participation dans le développement de leurs produits immobiliers de bureaux, de logements ou de logistique. L'intégration est donc plus faible, toutefois, leur participation permet de sécuriser le montage d'ensemble et de rassurer la maîtrise d'ouvrage publique :

« Bien sûr, en amont de la candidature, on a répondu avec un groupement promoteur et des architectes, mais également avec des investisseurs. Ces investisseurs ont leur aura évidemment, ils se sont rapidement positionnés sur tel ou tel immeuble, donc on sait aujourd'hui, on a des accords pour vendre tel ou tel immeuble à tel ou tel investisseur. C'est parfaitement bien réparti. AVIVA sait quels immeubles ils vont avoir à acheter et La Française sait quels immeubles ils vont avoir à acheter. (...) Là la force de notre réponse c'est qu'on a répondu disant au territoire : regardez, il y a également des investisseurs avec nous, donc on est sûrs de les sortir [les bâtiments] parce qu'ils nous les achètent (...) [Et cela, d'habitude vous faites un accord vraiment signé... c'est formel ?] C'est une lettre d'intention, qui vaut ce qu'une lettre d'intention vaut, mais néanmoins il y a des engagements moraux. Ce sont... des relations affective-personnelles qui comptent pour beaucoup aussi, même si derrière, il y a des machines, des organisations, au moins. C'est la fragilité d'une lettre...comme sa solidité. »

« (...) En fait, eux [les investisseurs], leur logique c'est que lorsque j'ai signé la VEFA, je vois où je vais aller, avant je ne vois pas. VEFA c'est qu'il y a un permis, qu'il y a un projet, etc. donc cela, je pense que c'est pour cette raison-là [que les investisseurs viennent soutenir avec leurs fonds une partie des activités de Lumières Pleyel]. Sachant que ce sont des développements de longue haleine, qui peuvent être soumis aux aléas politiques, comme les aléas du marché, ça semble normal. Et c'est notre rôle de promoteurs de porter ces risques et les minimiser. C'est une incitation, finalement à accélérer de notre côté pour rentrer le plus tôt possible de fonds. »
Entretien E6, Directeur délégué d'entreprise de promotion immobilière.

A travers ces deux études de cas, il est possible d'observer deux modalités d'intégration des investisseurs dans les projets d'aménagement, avec des degrés et des niveaux de risques différents. Elles montrent une tendance à mettre l'accent (beaucoup plus que par le passé) sur les questions de faisabilité économique des projets, ce qui incite les maîtrises d'ouvrage à sécuriser la sortie des opérations en s'adossant à des investisseurs. Ces évolutions des modes de gouvernance intégrant des investisseurs plus tôt renouvellent le financement de l'aménagement et permettent d'accompagner la sortie d'opérations complexes et coûteuses. Les collectivités, via les appels à projets innovants, cherchent en partie à anticiper l'intervention et les attentes des investisseurs, pour garantir des opérations sur des sites stratégiques et partiellement contrôlés par

les acteurs publics. Le cas du PUP des Mathurins est plus singulier et il y a peu d'opportunités similaires dans le Grand Paris. L'investisseur se positionne ici en amont, pour un site offrant des potentialités de rendement à long terme, via la production et la détention des actifs immobiliers.

5.3. Nature des risques, incertitudes et coûts de transaction des opérations d'aménagement

Sur la base des entretiens, plusieurs risques peuvent être identifiés, ainsi que les stratégies mises en place pour les minimiser. Cette partie permet d'expliquer également les positions et les enjeux, pour les investisseurs et pour les aménageurs, dans ces types de montages.

Tableau 4. Nature des risques, incertitudes et coûts de transactions dans les projets urbains étudiés

<i>Nature des risques et incertitudes</i>	<i>Pleyel</i>	<i>O'Mathurins</i>
<i>Politiques</i>	<ul style="list-style-type: none"> ● Changement politique dans la commune et l'EPT 	<ul style="list-style-type: none"> ● Possibilité de changement de l'orientation politique au niveau local ● Désengagements des investisseurs de la réalisation de la partie résidentielle du projet
<i>Juridiques et administratives</i>	<ul style="list-style-type: none"> ● Besoin de modification de PLU et création du PLUi ; ● Procédure de DUP, expropriation et cession du foncier par la Foncière commune/EPFIF ● Concertation : recours des habitants et des associations ● Procédure d'obtention des permis de construire 	<ul style="list-style-type: none"> ● Procédure du DIA et droit de préemption de la commune ● Mise en place d'un outil d'aménagement nouveau pour les acteurs : PUP ● Besoin de modification de PLU, OAP, PADD ● Concertation : recours des habitants et des associations ● Procédure d'obtention des permis de construire
<i>Économique et conjoncturels</i>	<ul style="list-style-type: none"> ● Temporalités de délivrance des permis de construire ● Temporalités de construction de l'ouvrage d'art du Franchissement Pleyel et de la Gare Pleyel (GPE) ● Retard dans la sortie des utilisateurs actuels des terrains ● Aléas divers : pandémie ; crise économique 	<ul style="list-style-type: none"> ● Temporalités de réalisation des métros (ligne 4 et 15) ● Aléas divers : pandémie ; crise économique
<i>Technique, des projets connexes et de remise en état des sols</i>	<ul style="list-style-type: none"> ● Réalisation du FUP et gare du GPE – clauses suspensives ● Degré de pollution des sols 	<ul style="list-style-type: none"> ● Connexion par transports en commun, depuis le métro et les futures gares du GPE ● Problème de stabilité lié au sous-sol et degré de pollution élevé

Sources : élaboration des auteurs sur la base des documents de planification et des entretiens auprès des acteurs.

❖ Risques et incertitudes pour les différents acteurs

Si les objectifs stratégiques de ces deux projets sont partagés par l'ensemble des acteurs, des différences subsistent, comme pour tout grand projet de ce type. Leur situation métropolitaine, en première couronne francilienne, cristallise des intérêts et des intentions qui ne sont pas nécessairement compatibles et dont il importe de comprendre comment ils s'articulent et influencent les arbitrages en matière de forme urbaine, de programmation et de gestion. D'un côté, les collectivités cherchent à améliorer le réseau d'équipements des espaces publics et des espaces verts, tout en maintenant les orientations inscrites dans les documents de planification de leur territoire. De l'autre, promoteurs et investisseurs ont des attentes financières pour ces projets, envisagés à des échéances temporelles différentes, par la valorisation des terrains ou par la détention des immeubles produits et l'obtention de rentes locatives. Risques et incertitudes pour les promoteurs et les investisseurs sont ainsi liés à leur capacité à développer les projets urbains, capacités qui dépendent en partie des volontés, des orientations politiques et des procédures administratives et juridiques requises pour des projets de cette envergure.

Risque de phasage

A un niveau général, ces projets sont d'abord tributaires d'autres constructions, risque qui touche l'ensemble des acteurs impliqués. La non-réalisation d'infrastructures par d'autres acteurs (métropolitains, régionaux ou nationaux), comme par exemple celle du Franchissement Urbain Pleyel, constitue une source d'incertitude pour l'ensemble du projet, tout comme la désynchronisation entre la temporalité des projets complémentaires et celle des projets concernés (retard de la mise en fonctionnement du métro du GPE par exemple). Les projets d'infrastructures et leur temporalité propre constitue un autre risque majeur pour le développement des projets. Ils peuvent mettre en difficulté la capacité d'entreprendre les travaux, comme cela pourrait être le cas pour la partie Nord de la ZAC Pleyel. Ils créent de l'incertitude concernant la viabilité de la commercialisation des immeubles futurs. Une autre source d'incertitude liée au contexte concerne le degré de pollution et la remise en état des sols, particulièrement délicate pour ces deux projets situés sur d'anciens fonciers industriels et logistiques.

Risque partenarial

A Pleyel, les risques engendrés par la complexité de la configuration du système d'acteurs, multi-niveau et multi-partenaire, est en partie compensée par un corpus d'actes et de protocoles d'accord qui, s'ils sont peu contraignants juridiquement, permettent de se mettre d'accord avec la collectivité, même si des incertitudes demeurent : « [Le protocole avec Plaine Commune]

diminue notre risque. Notre risque c'était qu'on gagne et qu'ils nous disent : finalement ce n'est pas vous. Cela peut arriver. » Entretien E6, Directeur délégué d'entreprise de promotion immobilière.

A Bagnaux, les risques initiaux portaient sur la capacité des acheteurs à acquérir le foncier, car si l'offre était acceptée par les deux parties, la transaction pouvait être suspendue si la municipalité exerçait son droit de préemption. Dans la phase de montage initial, la réalisation d'un PUP, outil récent et peu utilisé pour des projets de cette envergure, pouvait également présenter une source d'incertitude. Toutefois, cet outil a manifestement été choisi par l'acquéreur et ses conseils en vertu de sa capacité à diminuer le risque politique associé à un montage de type ZAC. La contractualisation en aval des orientations de développement urbain et des équipements était ainsi souhaitée par les équipes du gestionnaire d'actifs : *« Les discussions probablement avec la Région, puisqu'on a offert à la Région un hectare pour que puisse être implanté à Bagnaux un lycée. Ce n'était pas forcément anticipé au départ, mais on a accepté de le faire. Le PUP, c'est quand même une belle innovation juridique, puisque c'est le plus grand PUP de France qu'on a signé. Là aussi, c'était plus aller dans un schéma un peu nouveau pour tout le monde, y compris la ville et l'EPT. Ça, ce n'était pas forcément un risque, mais il a fallu aller lentement mais sûrement, rassurer les différents acteurs... »* Entretien E8, Directrice immobilière de société de gestion d'actifs d'investissement.

Dans les deux projets, des ajustements réglementaires ont été nécessaires pour permettre le développement du projet en aval de l'acquisition et du protocole d'accord : modifications du PLU (et dans le cas de Plaine Commune, du PLUi en cours), DUP et potentielles expropriations pour la maîtrise du foncier dans le périmètre de la ZAC de Pleyel, permis de construire. Si ces étapes sont bien connues d'un aménageur, elles le sont moins de ces opérateurs qui en général arrivent après que ces risques sont purgés.

Risque investisseur

Le désengagement des investisseurs institutionnels, suite à un changement de stratégie de leur part est également évoqué : *« Aujourd'hui c'est fermé [le groupe d'investisseurs du projet urbain]. Mais pas question qu'on ne fasse pas entrer quelqu'un d'autre dans ce groupe fermé. Ce groupe est fermé par les accords que nous avons passés, mais peut, pour je ne sais quelle raison qui nous échappe et qui échapperait aux gens avec qui nous entretenons de bonnes relations, être modifié. AVIVA ou La Française tout d'un coup réorientent la stratégie sur d'autre chose et peuvent de dire : non, finalement Pleyel ne rentre plus dans ma stratégie, je fais autre chose.»* Entretien E6, Directeur délégué d'entreprise de promotion immobilière.

La contractualisation des engagements entre investisseurs et promoteurs rend ces derniers sensibles à une modification des marchés immobilier ou de la construction : « *Il y a des risques de marché. On n'est pas à l'abri d'un risque comme celui qu'on a connu en 2008 ou en 2011. Quelqu'un peut très bien avoir des investisseurs qui disent : 'oh la la, finalement ce n'est pas certain'*. Vous avez un risque politique, tous les 6 ans vous êtes en période électorale et on peut avoir un changement (...) Cela c'est partout, ce n'est pas seulement sur ce projet, et puis des risques de coûts de travaux. Puis il y a les loyers, c'est-à-dire, comme on s'est engagé sur des niveaux de loyer qui sont fixes et des taux qui sont fixes, la recette est fixe, en revanche les coûts de production, eux ils peuvent évoluer et le prix des travaux est un risque très avéré en ce moment. Il y a une forte activité du bâtiment en Île-de-France, des ressources humaines qui se raréfient et des ressources en matériaux [aussi], des carrières qui ferment, qui sont pleines... bref, c'est la fameuse règle de l'offre et de la demande. Et cela c'est un risque qu'on doit couvrir. » Entretien E6, Directeur délégué d'entreprise de promotion immobilière.

Dans ces configurations, dépendante d'un côté de la réalisation effective d'infrastructures (GPE ; Franchissement Urbain Pleyel) et de l'autre de l'aménagement foncier par la SAS Bagneux, les collectivités locales font face à des incertitudes concernant la réalisation effective du projet, le respect du phasage établi et de la réalisation des objectifs planifiés pour chaque territoire. Le désengagement partiel ou total des développeurs / financeurs constitue à ce titre un risque majeur. Si un arbitrage des investisseurs semble possible en raison d'un ancrage territorial moindre, les marchés investis étant construits à l'échelle globale, le risque d'un désengagement soudain paraît moindre du côté des développeurs, en raison d'effets de réputation pour accéder aux marchés du territoire francilien.

Dans le cas des Mathurins, le choix de réaliser un PUP a établi les bases d'un accord entre les collectivités locales et le gestionnaire de fonds/aménageur. L'incertitude concernant le contrôle du respect des caractéristiques du projet par la collectivité est plus grande que dans le cas d'un aménagement réalisé par un aménageur public ou parapublic (comme dans le cas de la ZAC Pleyel).

« *Le sentiment que je tire de ces 8 ans de travail en commun c'est qu'on s'oblige à se poser beaucoup, beaucoup plus de questions avant de passer en mode production. Et d'une certaine manière la dilution, quand je dis la dilution du jeu de décideurs, c'est-à-dire que, nous, enfin, [...] pour aller vite, nous on prend des risques dans notre modalité de travail de laisser la main aux propriétaires privés sur un certain nombre de points, OK. Mais eux, ils prennent d'une certaine manière des risques en s'engageant à haut niveau, alors qu'ils n'ont pas la main réglementaire que nous avons nous, en étant capable de modifier le PLU si on en a besoin ou*

pas. [...]. On peut considérer que c'est un risque un peu virtuel et théorique. Mais cela fait sept ans que nous travaillons, que nous discutons, que nous présentons à la population des réflexions sur l'aménagement de ce secteur. J'allais dire, demain le propriétaire. Alors maintenant, c'est un peu moins vrai, LBO ayant passé la main à BNP pour la partie résidentielle et BNP étant un acteur directement lié à cela, mais ce n'était pas le cas complètement de LBO, pendant tout le début et c'était un bout de discussion avec la personne responsable chez LBO, son équipe et nous. La question de nous assurer que LBO irait au bout du projet, et qu'ils ne nous planteraient pas au milieu de l'opération en disant : "finalement le "board" de LBO a décidé de changer de stratégie". L'investissement dans le fond, dans l'aménagement urbain, qui n'est pas notre cœur de métier n'apporte pas le taux de rentabilité qu'on attendait et on gèle l'opération et on recycle nos actifs ailleurs est un risque réel. Et face auquel nous jugions être bien démunis, j'allais dire, s'il s'était concrétisé. Et donc là le risque d'avoir porté un projet 4 ans, 5 ans, le débat avec les habitants, faire miroiter un projet et d'être plantés sans opérateur, sans propriété et sans droit, c'était un vrai risque. Donc, oui, cela, par exemple, c'est un risque majeur. » Entretien E15, Directeur Général des Services de collectivité locale.

Dans cette configuration d'acteurs où pouvoirs publics et acteurs para-publics co-pilotent les projets avec une maîtrise foncière partielle (Pleyel) ou nulle (Bagneux), le non-respect des objectifs définis dans les documents de planification territoriale, comme le pourcentage de logements sociaux par rapport au total du parc prévu, constitue un autre risque lié. Dans les deux cas étudiés, des négociations ont eu lieu à propos de la programmation des logements dans le total des m² de sdp à développer et à propos du montant et du type de logements sociaux prévus.

Urbanisme négocié, déploiement de l'investissement international et mixité sociale à Londres

Dans le cas d'une maîtrise foncière publique où la collectivité conserve la détention des fonciers aménagés jusqu'à la cession des charges foncières, la collectivité dispose d'un levier supplémentaire pour éviter les renégociations à la baisse au cours du projet, risque récurrent de l'urbanisme négocié. A Londres, dans le cas de l'aménagement du quartier Olympique, Poynter, Viehoff & Li (2015) ont ainsi montré, à travers l'étude longitudinale de quelques projets urbains, comment les développeurs avaient systématiquement majoré le logement en accession au détriment du logement social ou abordable au cours du processus d'aménagement qui s'est déroulé de 2005 à 2012. Le retournement de conjoncture du marché en 2008-2010 a offert une justification supplémentaire pour ce type de renégociation, au détriment des objectifs de mixité sociale initialement envisagés. L'absence ou la faiblesse des leviers, en particulier fonciers, n'a pas permis aux collectivités de contrôler l'offre de logements produites. Dans le contexte fortement haussier qui se développe à partir de 2012 et à la suite d'une évolution historique des prix immobiliers, les valeurs résidentielles ayant dépassé les valeurs tertiaires dans la première moitié des années 2010, les promoteurs ont fortement modifié leurs offres de logements. Les premiers projets de promotion à destination des classes moyennes accédantes ont fait place à des condominiums de grande hauteur à destination d'investisseurs individuels, des marchés locaux (pour de la location de courte durée) ou internationaux (les projets étant vendus en VEFA en Asie du Sud-Est). Plus récemment, plusieurs immeubles résidentiels de grande hauteur ont été acquis en VEFA par des investisseurs institutionnels, loués exclusivement au prix du marché.

L'expérience récente londonienne illustre le paradoxe du contexte postérieur à 2008, dans un contexte de repositionnement global des investisseurs institutionnels vers des marchés consolidés et en direction du logement, devenu une nouvelle classe d'actifs (Aalbers, 2017; Aalbers & Christophers, 2014). En charge de l'aménagement de fonciers complexes car situés dans des contextes urbains post-industriels, les développeurs privés favorisent les partenariats avec des promoteurs proposant une offre immobilière de standing, permettant de couvrir les coûts et les risques d'aménagement associés à ce type de situation urbaine. Le revers paradoxal de la croissance immobilière sur des fonciers risqués, les succès d'aménagement de sites qui avaient été laissés en friche depuis les années 1980 (Battersea, Kings Cross) ont ainsi paradoxalement renforcé la ségrégation socio-spatiale et contribué à la crise du logement actuelle, en marginalisant l'offre abordable (y compris l'offre à destination des primo-accédants). Si ce risque de remise en cause radicale des ambitions sociales d'un projet urbain est encore peu développé dans le contexte français, où les collectivités disposent d'un arsenal d'outils pour contraindre leurs partenaires, il n'est pas à exclure qu'il se développe avec la contractualisation croissante du droit de l'urbanisme.

Toutefois, les conséquences exactes des reconfigurations du système d'acteurs, qui offre aux investisseurs de nouvelles opportunités de se placer en amont de l'aménagement des projets urbains, ne sont pas évidentes a priori et nécessitent des enquêtes supplémentaires. En effet, si on peut supposer, avec d'autres, que cette évolution puisse *in fine* aboutir à amoindrir la capacité des collectivités à piloter l'ensemble du processus d'aménagement, il n'est pas dit que le rapport de force entre investisseurs et promoteurs ne

conduise pas à modifier certains modes de faire hérités et à modifier l'offre de ce qui est construit. La montée en puissance, encore discrète, des investisseurs, pourrait ainsi faire évoluer la programmation urbaine vers la production de logement en location (ou vers des dispositifs de quasi-location comme dans le cas de la propriété à vie) et l'urbanisme vers une stratégie de protection des actifs générateurs de rentes aux dépens de la construction exclusive d'une offre mixte accession / VEFA à destination des bailleurs sociaux.

5.4. Face aux risques, une prolifération de contrats entre acteurs

En plus des relations de confiance établies, il y a une recherche de garanties auprès des autres acteurs pour réduire le niveau d'incertitude concernant d'autres aspects clés du montage du projet avant le lancement des outils d'aménagement. On observe une prolifération d'accords, souvent formalisés dans des protocoles, des conventions ou des contrats, ayant pour fonction de rassurer les différents types d'acteurs face aux sources de risques identifiés. La plupart de ces accords ne sont pas opposables juridiquement, ils ont un caractère informel et sont facilement réversibles. Ils résultent de processus de négociation assez longs, se déroulant sur plusieurs mois³⁶. Tous ces documents, générés à la suite de nombreuses séances de négociation et de discussion se situent du côté d'un droit de l'urbanisme « mou » (*soft law*), peu prescriptif, et difficilement opposable en cas de rupture des engagements. Si la collectivité continue de piloter une partie des négociations, ces projets semblent évoluer dans le cadre d'un « urbanisme de la promesse » et de la clause suspensive.

Dans les deux projets étudiés, les négociations ont été menées pour contractualiser certains aspects clés devant être réalisés dans le projet et sur les engagements essentiels de chacun des acteurs participants, avant le lancement des outils d'aménagement utilisés (ZAC et PUP). Dans le cas du projet urbain de Pleyel, l'appel à projets innovants représente clairement une déclaration d'intention auprès des collectivités, pour accompagner le développement des autres projets connexes dans l'environnement proche. Dans la préparation de la candidature finalement lauréate, le mandataire du groupement a intégré également des lettres d'intention signées des investisseurs. L'objectif suivant est de parvenir à la phase de signature des promesses de vente en VEFA positive³⁷, moyen d'assurer la réalisation des ventes immobilières aux investisseurs.

³⁶ La négociation de la convention initiale de LBO France avec les collectivités territoriales pour le projet des Mathurins a duré 3 mois (source : entretien E15) ; et les négociations du protocole entre le groupement Lumières Pleyel et l'EPT Plaine Commune se sont étendues pendant une année. Source : entretiens E2 et E6.

³⁷ « Vente en État Futur d'Achèvement » qui est positive, c'est-à-dire que le jour où la VEFA est signée avec ses opérateurs urbains la société est en positif dans son bilan. Source : entretien E6.

C'est l'un des aspects économiques les plus importants pour eux dans ce type de projets complexe, le risque financier étant, pour les promoteurs, plus important que dans d'autres opérations immobilières.

Après la désignation de la candidature lauréate du concours IMGPI, les équipes juridiques de Plaine Commune et du Groupement Lumières Pleyel ont passé une année à définir le « protocole de cession de droits à construire », conçu pour le développement du projet d'aménagement. « *On a un protocole et ce protocole ne vaut pas promesse, encore. Donc, plus on avance, plus on affirme notre capacité d'entrer en possession des terres. La dernière c'est la signature de la promesse, dès lors que les conditions suspensives seront levées, bien entendu. Donc on est dans ce processus. On a signé une partie et on va signer une autre.* Entretien E6, Directeur délégué d'entreprise de promotion immobilière³⁸.

Le protocole comprend des informations concernant le montant des cessions, ayant vocation à couvrir les coûts des équipements publics et de contribuer notamment à la création d'un groupe scolaire, à la réalisation des espaces publics et de la VRD (Voirie et Réseaux Divers), de couvrir les coûts dérivés de l'acquisition foncière, les évictions commerciales ou les coûts de dépollution, entre autres. Cette contribution permet à la collectivité d'avoir un bilan d'opération qui est positif, leur permettant de faire face aux dépenses et de garantir la réalisation des principaux objectifs stratégiques de la collectivité pour ce secteur.

Un autre élément révélateur de ce document concerne l'inclusion des clauses ou des conditions suspensives, comme la réalisation du Franchissement Urbain Pleyel (FUP). En cas de non-réalisation de cette infrastructure, le groupement Lumières Pleyel pourrait arrêter son développement. Ainsi, la réalisation du FUP dans les délais prévus (la passerelle piétonne et une partie du palier sont prévus pour les JO de 2024) est considérée comme essentielle pour le développement du projet de Lumières Pleyel. Il s'agit de l'ouvrage d'art, financé essentiellement par des fonds publics à hauteur de 220 millions d'euros³⁹, nécessaire pour pouvoir relier le secteur de Pleyel au pôle économique de la Plaine de Saint Denis et le centre-ville. L'avancement de ce projet infrastructurel est indispensable pour pouvoir libérer l'espace nécessaire aux travaux de développement du secteur nord de la ZAC (autour de la Place Nord). « *Aujourd'hui on a un premier décalage qui est dû à la libération des terres. Il se trouve qu'il y avait un occupant qui n'a pas voulu partir quand l'aménageur lui a demandé. Il a demandé pendant un an. On ne va*

³⁸ Nous n'avons pas pu avoir accès à ce document, mais nous remercions nos interlocuteurs de nous avoir décrit certains des aspects clés.

³⁹ À ce projet contribuent l'Etat, la Métropole du Grand Paris, la Société du Grand Paris, la région Ile-de-France, le département de la Seine-Saint-Denis, la commune de Saint Denis et finalement l'EPT Plaine Commune. Ce dernier contribue avec autour de 40 millions d'euros.

pas le mettre dehors, donc, bon, c'est ce type de décalages. Sur une partie, jusqu'à présent on n'a que ces décalages. Après cela va dépendre de la façon dont ils vont construire le franchissement urbain, autrement dit, est-ce qu'ils libèrent la place Nord, tôt ou pas, parce qu'ils vont l'occuper pour le chantier. S'ils la libèrent suffisamment tôt, nous on peut intervenir, s'ils l'occupent on ne va pas pouvoir intervenir. Donc il y a un peu de flou sur les organisations... et on ne sait pas, il peut y avoir des recours. » Entretien E6, Directeur délégué d'entreprise de promotion immobilière.

Enfin, il faut souligner l'importance accordée dans ce protocole aux temporalités de délivrance des permis de construire aux promoteurs. Cela a été l'un des points de revendication essentiels de ces derniers lors des négociations. Le respect du calendrier et des échéances pour le passage des différentes phases du projet sont des facteurs qui permettent aux promoteurs (et aussi aux investisseurs) de minimiser leurs risques et de mieux garantir que le bilan économique de l'opération puisse être respecté, en obtenant les rendements finalement attendus. Ainsi, par exemple, les premiers permis de construire de la partie résidentielle du sud de la ZAC devaient être délivrés dans le premier trimestre de 2020.

Dans le cas du projet des Mathurins, un autre type de document sert à formaliser l'accord de principe entre le futur propriétaire du site et les collectivités territoriales, notamment la mairie de Bagneux, sur l'aménagement de ce site. La mairie a d'abord proposé un engagement de la part des différents acteurs pour signer une convention qui permette de clarifier les termes de cet accord. Un premier document présente les différents scénarios pour le développement du site et le choix d'accepter la proposition de LBO France est approuvé par le conseil municipal de Bagneux en février de 2012. Cela permet à la Maire de signer une « convention d'objectifs » en avril de 2012, en partenariat avec les autres collectivités territoriales et avec la société qui avait été bénéficiaire de la promesse de vente du site en décembre de 2011. La volonté de transparence de la municipalité a été soulignée par notre interlocuteur de la commune.

Cette convention d'objectifs marque les grandes orientations et invariants du projet, comme les besoins en termes de pourcentage de logements sociaux (25%), d'équipements scolaires (école, crèche et lycée), des espaces publics et verts, et de la participation. Elle établit aussi le principe de contribution financière du propriétaire à ces équipements et espaces publics.

Les négociations entre les acteurs locaux et le propriétaire pour monter l'opération ont donc commencé en 2012 sur la base de cette convention. Des ajustements ont été réalisés dès les premières discussions. En particulier, la volonté initiale de la commune d'avoir 50% de la superficie constructible dédiée à du logement a évolué vers un tiers et les activités économiques

représentent finalement les deux tiers de l'opération, afin d'équilibrer économiquement l'opération pour la SAS Bagneux tout en réalisant partiellement le modèle de développement souhaité par la collectivité⁴⁰.

« On n'a pas réussi à tenir le 50 – 50 [répartition de la partie résidentielle et des activités économiques]. La ville a choisi plutôt de modifier la répartition de la programmation que d'augmenter la densité globale du secteur. Donc, c'était une déclaration d'intentions, peut-être, mais qui a aidé la ville à pouvoir bâtir assez vite ses invariants. D'autre part, la réalisation des espaces verts a été garantie, au détriment d'un développement en hauteur de certains îlots. » Entretien E15, Directeur Général des Services de collectivité locale.

La convention d'objectifs constitue la base sur laquelle les différents acteurs ont travaillé pour la signature du Projet Urbain Partenarial entre la SAS de Bagneux (société créée par LBO France), la commune de Bagneux et l'EPT Vallée Sud –Grand Paris, en 2017. En 2017, la convention fixe les aspects clés de la programmation (voir Tableau 3), le calendrier de l'opération et des engagements principaux des différents acteurs. Les résultats du développement du PUP sont évalués de manière positive par les différents acteurs. Pour la commune de Bagneux, cet outil a permis d'éviter les contraintes budgétaires qu'ils auraient eu avec l'application de la taxe d'aménagement majorée :

« Si je continue sur les enjeux des positionnements, des objectifs et des perceptions, le travail partenarial nous a quand même permis de signer avec LBO et puis avec LBO et BNP un PUP qui financièrement assure un niveau de financement qu'on trouve correct, objectif. Le PUP a été un bon outil de transparence et de clarification de la proportionnalité des équipements publics, des espaces publics. Et il a permis de dépasser des contraintes que nous n'aurions pas pu dépasser avec la taxe d'aménagement. » Entretien E15, Directeur Général des Services de collectivité locale.

L'ingénierie financière publique, en mesure de quantifier les besoins en équipement, apparaît à ce titre fondamental pour permettre une négociation transparente et équitable pour les pouvoirs publics. Le cas de Bagneux illustre ainsi le rôle stratégique de l'expertise publique lorsque l'ingénierie d'aménagement est transférée à des acteurs privés, investisseurs ou développeurs.

⁴⁰ Informations fournies par l'un de nos interlocuteurs dans la collectivité locale. Source : Entretien E15, Directeur Général des Services de collectivité locale.

5.5. La rencontre émergente du monde de la finance de marché et de celui de l'aménagement

Finalement, nous constatons que l'intérêt des professionnels du monde de l'aménagement pour les investisseurs est assez récent et largement stimulé par la vague des APUI, le cas du PUP des Mathurins restant assez isolé. Les aménageurs sont curieux de connaître l'impact du recours aux investisseurs pour le développement de leurs projets. Inversement, les investisseurs semblent s'intéresser à certains grands projets à long-terme ou à des échelles qui ne leur sont pas familières, car cela constitue pour eux une opportunité de « *sourcing* », dans un contexte de raréfaction des opportunités foncières à un coût compatible avec l'équilibre des opérations. Entre ces deux secteurs d'activité de la production urbaine, certains professionnels deviennent des passeurs grâce à leur formation ou des expériences professionnelles dans l'une ou l'autre des sociétés de ces deux secteurs.

Pour les aménageurs comme les promoteurs qui répondent à des consultations, la présence des investisseurs dans les groupements contribue à sécuriser les projets et permet d'apporter une certaine visibilité sur les utilisateurs / investisseurs finaux. Une initiative mise en place récemment par CDC habitat vise à renforcer la mise en relation de ces deux types d'acteurs situés à chaque extrémité de la chaîne de l'aménagement. A la fois partenaire des collectivités et connaisseur du monde des investisseurs, CDC Habitat est parfaitement positionné pour travailler le lien entre aménageurs et investisseurs, et favoriser des partenariats par le biais d'une « plateforme » qui permettrait de fluidifier la mise en relation. Il s'agit d'abord de bâtir un réseau d'investisseurs par typologies de produits (logements, bureaux, logistique, etc.), composée d'une douzaine de sociétés. L'idée consiste à mettre en lien ces deux mondes : investisseurs et aménageurs, pour le développement de projets urbains de différente nature⁴¹.

Toute la littérature scientifique sur la question de la financiarisation indique un changement de logique dans la production urbaine⁴². Dans le contexte de l'aménagement de la métropole parisienne, loin d'un phénomène massif d'arrivée des investisseurs institutionnels dans les phases amont de la chaîne de l'aménagement, nous observons plutôt des prises de position encore ponctuelles et dans des circonstances très précises. Les investisseurs eux-mêmes semblent être assez mesurés sur l'idée d'une évolution massive sur ce type de produits à très long-terme.

⁴¹ Source : entretien E1, Directrice d'aménagement et innovation d'un investisseur institutionnel.

⁴² Pour une approche large de la financiarisation à travers les transformations des pratiques, théories et instruments entraînés, il faut consulter, par exemple, les travaux d'È. Chiapello (2017).

Néanmoins, l'intérêt des aménageurs et des collectivités pour assurer le développement de projets complexes d'un côté et la volonté de diversifier les portefeuilles d'actifs par les investisseurs institutionnels de l'autre, produisent une conjoncture favorable pour des modalités de participation de ces acteurs dans le montage d'opérations urbaines. Il est donc important d'analyser plus finement les évolutions à l'œuvre dans l'organisation interne de ces sociétés qui s'intéressent aux projets d'aménagement, vus comme des opportunités de « *sourcing* » et de diversification ; au fonctionnement des véhicules d'investissement pour ce type de produits ; et à la manière dont certains acteurs de l'aménagement du Grand Paris s'intéressent ou proposent des innovations sur le plan de financement.

Conclusion

Les modalités d'intégration des investisseurs institutionnels dans les projets d'aménagement constituent un phénomène finalement modeste dans le contexte du Grand Paris. L'intérêt des investisseurs identifiés est souvent concentré sur la partie immobilière, à l'aval de la chaîne de production. Le positionnement de ces acteurs dans des projets d'aménagement semble s'expliquer avant tout par la nécessité de « se sourcer » en amont, dans un contexte à la fois de raréfaction des opportunités foncières et de concurrence sur les secteurs porteurs du Grand Paris (en particulier à proximité de certaines gares du GPE). A cette occasion, certains gestionnaires d'actifs et sociétés foncières cherchent à augmenter la visibilité de l'entreprise, à monter en compétences dans la maîtrise d'ouvrage et mettent ainsi en place une stratégie de diversification de leurs portefeuilles.

I. Résultats

Nous constatons une volonté croissante de sécurisation des investissements sur des projets urbains de la part de ces investisseurs (pas si nombreux il faut le souligner), sachant que cette échelle temporelle et surtout ce domaine de l'aménagement (et moins celui de l'immobilier) sont assez inhabituels pour eux. D'autre part, les collectivités et d'autres acteurs concernés par ces projets veulent garantir l'équilibre financier, la faisabilité et la réalisation de ces projets urbains avec l'engagement des investisseurs. Les principaux résultats en termes d'évolution des « activités » d'investissement dans les projets d'aménagement portent sur trois dimensions :

(A) l'accès au foncier, en tant qu'actif stratégique constitue, dans le contexte du Grand Paris, un facteur et un vecteur de repositionnement des investisseurs ;

(B) lorsque les investisseurs sont présents en amont des phases d'aménagement, on constate des évolutions de la configuration des modes de gouvernance des projets urbains ;

(C) l'évolution de la structure d'organisation interne et du capital des acteurs concernés, où les équipes des investisseurs s'adaptent à la participation sur des projets d'aménagement, créent de véhicules d'investissement dédiés et des aménageurs explorent des modalités de financement par les marchés financiers.

A. Modalités du repositionnement des investisseurs sur le foncier

Les investisseurs se positionnent par le biais de montages spécifiques sur des fonciers de la métropole pour répondre à différents objectifs stratégiques :

- le positionnement dans un groupement pour déployer des produits immobiliers spécifiques (soit tertiaires –Aviva à Pleyel-, soit résidentiels –« flexipropriété » de La Française-) ; le portage foncier en vue du développement d’un quartier de ville mixte qui diversifie le portefeuille d’actifs (LBO aux Mathurins) ; la reconversion et réutilisation de fonciers complexes et pollués qui requièrent une expertise technique élevée mais avec une espérance de rendement importante (Brownfields) ou qui sont liés à des activités de logistique (Sogaris) ;
- la création de société foncière pour limiter le processus spéculatif sur des futurs sites de développement de projets urbains stratégiques (Foncière commune, EPFIF).

B. Reconfiguration des modes de gouvernance

La sécurisation économique et la réalisation des projets varient en fonction des modes de gouvernance. Nous avons mené une comparaison de deux montages d’opérations d’aménagement (Pleyel, à Saint Denis et O’Mathurins, à Bagneux), représentatives de la participation d’investisseurs, qui nous permet d’évaluer les risques, les coûts de transaction et l’efficacité de ces modes de gouvernance par rapport aux objectifs stratégiques.

L’intégration des investisseurs dans le processus est de différents degrés et varie entre les deux opérations, mais elles permettent aussi d’observer des tendances communes d’ajustements dans les jeux d’acteurs pour faire face aux nouvelles sources d’incertitude apparues.

Pleyel

Le cas de Pleyel, représente bien l’incitation des appels à projets innovants, comme celle d’Inventons la Métropole du Grand Paris 1 (IMGP 1) à l’origine de ce projet, où la puissance publique a obligé à inclure des investisseurs dans les groupements d’acteurs présents dans les candidatures. Ce projet est donc très avancé dans sa conception avant la maîtrise foncière complète (dû à la complexité du découpage foncier) par l’aménageur et le lancement des outils d’aménagement. Il s’agit d’une modalité de participation négociée et réversible des investisseurs principaux, notamment AIREF et La Française, qui accompagnent et soutiennent le groupement de développeurs : Lumières Pleyel. Mais l’engagement contractualisé de ces investisseurs serait dans la phase des promesses de vente.

O'Mathurins

Pour sa part, le PUP des Mathurins, représente une intégration plus forte de l'investisseur dans la mesure où il se porte acquéreur du site et co-pilote l'aménagement avec son partenaire Linkcity. Une phase initiale de ce projet a été marquée par l'incertitude juridico-politique jusqu'à ce que la mairie lève le droit de préemption et autorise la modification du PLU, pour formaliser ensuite les engagements dans la convention cadre entre l'investisseur et propriétaire (LBO France) et les collectivités locales. Le positionnement de ce gestionnaire d'actifs est en partie possible car le foncier est peu complexe (mono-propiétaire) et cette société perçoit des rendements locatifs réguliers de l'utilisateur du site (Direction Générale de l'Armement) durant les premières années de montage de la convention du Projet urbain partenarial (PUP), entre 2012 et 2016, ce qui limite son exposition au risque.

C. Évolutions organisationnelles et des modes de financement de l'aménagement

Une troisième dimension des résultats concerne la structure interne des sociétés qui réalisent des activités d'investissement dans des grands projets d'aménagement. Nos entretiens reflètent qu'elles ont vécu dans certains cas des restructurations internes. Des départements spécifiques concentrés sur l'immobilier ou des Grands Projets sont créés au sein de foncières privées, gestionnaires d'actifs ou des développeurs (Compagnie de Phalsbourg, Linkcity ou La Française). Cela vient aussi accompagner, dans certains cas, un recrutement de personnels avec un profil d'aménagement et urbanisme qui n'était pas commun auparavant dans ces sociétés.

Ces adaptations vont de pair avec la création de véhicules d'investissement dédiés qui incluent des grands projets immobiliers et des projets d'aménagement urbain. En ce sens, nous avons identifié le Fond Grand Paris Patrimoine (La Française) ou le Fond Lapillus (LBO), qui illustrent l'inclusion de l'échelle spatio-temporelle de l'aménagement avec des rendements à long terme. Un autre type de fonds, comme ceux de Brownfields, incluent aussi des garanties de participation dans des projets sur des sites très fortement pollués qui auront une grande performance environnementale. Cette recherche de la labellisation de société d'investissement responsable du point de vue environnemental, social et de la gouvernance (ESG), constitue une tendance récente pour les investisseurs institutionnels.

Enfin, il faut aussi souligner l'évolution du plan de capitalisation des sociétés étudiées. Une tendance émergente consiste à s'intéresser aux modalités d'inclusion des capitaux provenant des marchés financiers dans les plans de financement d'entités ou sociétés liées à des projets d'aménagement, afin de réduire la part des emprunts bancaires. C'est le cas par exemple de l'émission de titres obligataires, comme des *green bonds*. Ainsi, des établissements publics (comme la Société du Grand Paris) ou des sociétés parapubliques (comme la Semapa qui est une SPL et échappe à l'obligation de mise en concurrence) utilisent ces outils. Des sociétés

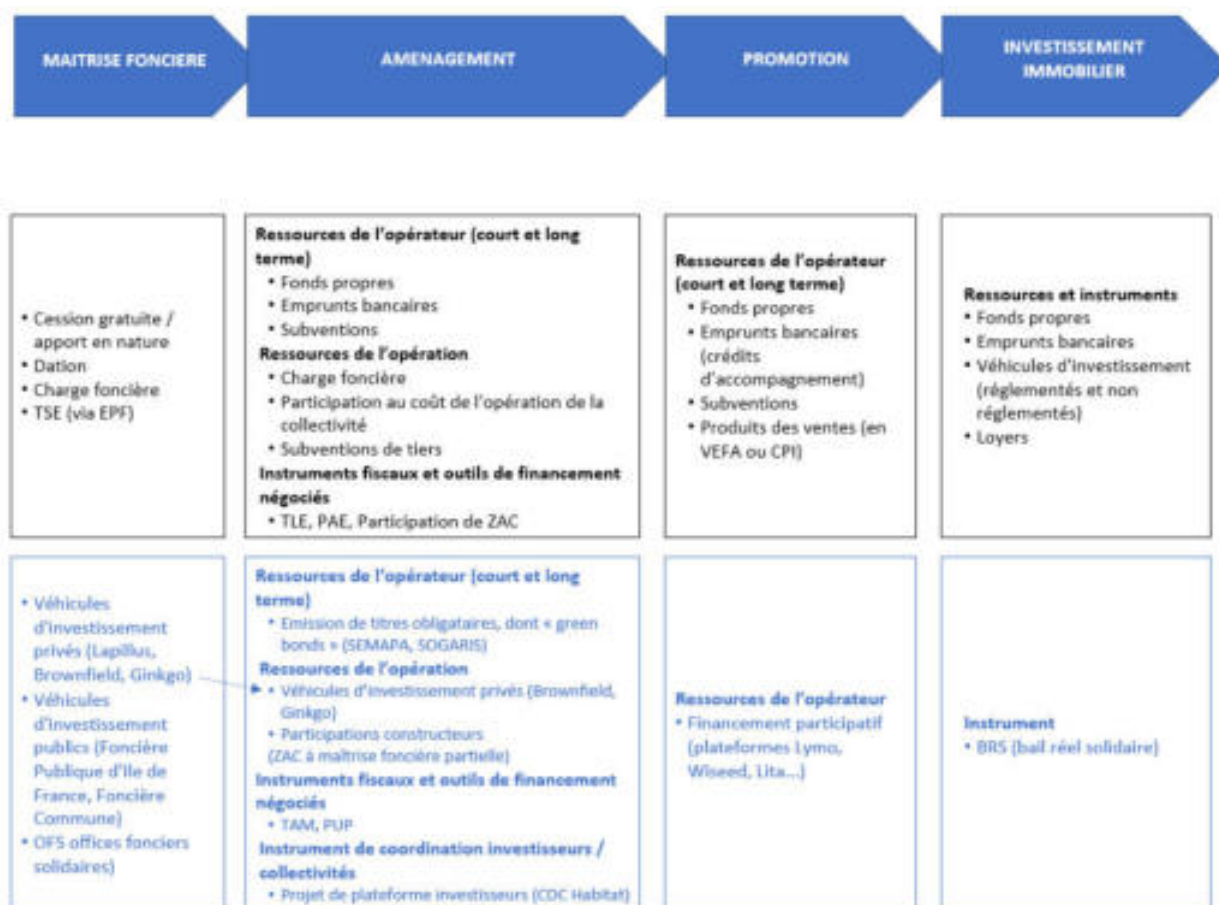
d'économie mixte, comme la Sogaris, ont aussi lancé des études en vue de commander leur notation financière.

II. Une diversité de prises de position des investisseurs

L'analyse, d'une part, des logiques, des stratégies et des rôles joués par les investisseurs dans les projets d'aménagement et, d'autre part, de l'évolution dans les montages opérationnels de ces opérations, a permis d'identifier certaines tendances.

Ces évolutions analysées nous permettent de constater des formes d'intégration des investisseurs dans le processus de production urbaine qui varient en prise de risque et en fonction des montages opérationnels. Nous observons des tendances communes d'ajustement dans les jeux d'acteurs pour faire face aux nouvelles sources d'incertitude apparues.

Figure 18. Le financement direct et indirect de l'aménagement : une diversification récente des modalités d'investissement



Sources : élaboration des auteurs

III. « Valeurs urbaines » vs. valeurs immobilières

Des pistes de recherche s'ouvrent toutefois sur ce qui semble être un déplacement dans les orientations des investisseurs institutionnels privés. Ce ne sont plus seulement la localisation et les qualités intrinsèques de l'immeuble qui conditionnent les arbitrages, mais aussi d'autres dimensions relevant de la qualité urbaine du projet et son fonctionnement futur. Autrement dit, les investisseurs cherchent à capter de la « valeur urbaine » et s'intéressent à des éléments de composition, de mixité des fonctions et de présence d'aménités. Les perspectives d'investissement dans un « panier de biens de quartier » (commerce, résidence gérées, logements, etc.) constituent à cet égard un levier possible de remontée de la chaîne de l'aménagement, mais probablement réservés aux investisseurs qui ont une culture urbaine. Le positionnement de ces acteurs sur des projets urbains mixtes à l'échelle des quartiers peut constituer alors une tendance récente en lien avec la diversification des actifs (voir encadré 1). En ce sens, il faut se demander d'abord quel est l'ancrage territorial de ces investisseurs et des perspectives de durabilité des investissements. Puis, les recherches peuvent explorer la manière dont ils établissent et garantissent, en interaction avec les autres acteurs de la production urbaine, l'obtention de standards élevés de qualité architecturale et urbaine et de hauts degrés de performance environnementale.

« On a besoin de construire des morceaux de ville, des quartiers de villes qui soient très mixtes. Et vous avez certains investisseurs qui disent : “Mais ça, ça peut être une diversification pour nous”. C'est-à-dire certes, je prends le risque de l'aménagement, de la promotion et donc, c'est un risque long. Ça veut dire que je m'engage sur le temps de l'aménagement qui n'est pas forcément le temps d'un certain nombre d'investisseurs, parce que c'est un temps de 20-30 ans. Enfin, ça peut être ça. Ça peut être 10, 20, 30 ans. Mais à l'inverse, si j'investis dans la création d'un quartier, je vais avoir à la fois des bureaux, des commerces, des logements. Donc, une diversification est réalisée dans ce portefeuille, et dans ce quartier. Néanmoins, et c'est là qu'il me semble que pour l'instant, encore peu d'investisseurs se lancent dans ces projets, qui demandent des savoir-faire très forts. Prenons l'exemple d'une compagnie d'assurance; soit elle entre dans un champ qui est dédié à cela, dans lequel elle reconnaît qu'il y a des compétences, des gens qui savent apprécier la qualité des projets, etc., soit elle entre dans un pool composé de promoteurs, d'investisseurs, etc. Mais pas en solitaire. » Entretien E12, DGA d'institut d'analyse du secteur immobilier.

Au terme de ce travail exploratoire, il est possible de formuler une synthèse des prises de position des divers types d'investisseurs en situation d'aménagement dans le Grand Paris en fonction de leurs horizons d'attente et des valeurs recherchées (voir Tableaux 5 et 6).

Tableaux 5 et 6. Caractérisation des investisseurs privés et des acteurs publics et parapublics qui réalisent des activités d'investissement en situation d'aménagement dans le Grand Paris

	Investisseur privé (en situation d'aménagement)	
<i>Position de l'investisseur dans la chaîne de l'aménagement / stratégie</i>	Pilotage par l'amont (marché du foncier brut) avec faible visibilité sur l'aval	Pilotage par l'aval (marché du foncier promoteur / charge foncière)
<i>Durée / temps de détention / portage</i>	Long terme	Moyen terme
<i>Valeur attendue</i>	Exprimée en valeur de rendement	Idem + attention portée aux « valeurs urbaines »
<i>Attitude / risque</i>	Changement droit des sols	Réversibilité des engagements, clauses suspensives
<i>Exemple</i>	Brownfields, Ginkgo	La Française

	Acteur public / parapublic (foncier, équipements publics)		
<i>Type d'institution</i>	Foncière	Collectivités territoriales	SPL / SEM
<i>Durée de portage</i>	Long terme / pré-opérationnel	Indéfinie	Court-moyen-long terme
<i>Valeur attendue</i>	Rendement financier Intérêt général	Intérêt général	Intérêt général / Rendement financier
<i>Attitude / risque</i>	Assumé par les actionnaires	« payeur en dernier ressort »	Demande de soutien des collectivités / prêts garantis
<i>Exemple</i>	Foncière Commune, Foncière publique d'Ile de France	Commune, EPT	Semapa / Sogaris

Source : les auteurs

Annexes

Tableau 7. Personnes interviewées sur les investisseurs en projets d'aménagement du Grand Paris⁴³

<i>Identifiant anonymisé</i>	<i>Statut/Position et type d'institution</i>	<i>Type d'entretien</i>	<i>Date</i>
E1	Directrice d'aménagement et innovation d'un grand investisseur institutionnel	Panorama des investisseurs	24/10/2019
E2	Cheffe de projet dans une collectivité	Etude de cas – rôle des investisseurs	18/12/2019
E3	Directrice de foncière avec participation publique	Panorama des investisseurs – création et stratégie de la foncière	14/01/2020
E4	Chercheuse en sociologie économique, experte	Panorama des investisseurs, pratiques des acteurs de marché	22/01/2020
E5	Directeur financier et administratif d'une société d'aménagement	Panorama des investisseurs, pratiques et outils de financement des opérations d'aménagement	27/01/2020
E6	Directeur délégué d'une entreprise de promotion immobilière	Etude de cas – rôle des investisseurs dans le Groupement	04/02/2020
E7	Directrice régionale du service des Grands Projets urbains dans une grande entreprise de développement urbain	Etude de cas - montage	18/02/2020
E8	Directrice du service immobilier, société de gestion d'actifs	Etude de cas - montage et coordination	06/02/2020
E9	Responsable des investisseurs dans une entreprise de promotion immobilière	Panorama des investisseurs	27/02/2020
E10	Directrice de projets dans une société d'aménagement	Etude de cas – rôle des investisseurs	03/03/2020
E11	Directeur de l'aménagement et du développement dans une société d'aménagement	Panorama des investisseurs	19/02/2020
E12	Directeur général adjoint (DGA) d'un institut d'analyse du secteur immobilier	Panorama des investisseurs	27/03/2020
E13	Directeur du service des Grands projets urbains d'une foncière	Panorama des investisseurs	25/02/2020
E14	Directeur général d'une foncière du domaine de la logistique	Panorama des investisseurs, pratiques et outils de financement	03/03/2020
E15	Directeur d'une collectivité locale	Etude de cas - montage et rôle des investisseurs	01/04/2020
TR1	Directrice d'aménagement et innovation d'un grand investisseur institutionnel, représentant d'une société de gestion d'actifs et membre d'un établissement foncier public	Panorama des investisseurs et projets d'aménagement	13/11/2019
TR2	Directrice aménagement d'un établissement public national, ex-DG d'un organisme public de financement et de gestion	Panorama des investisseurs et projets d'aménagement	04/11/2020

Source : élaboration des auteurs

⁴³ Les noms des interlocuteurs et des entreprises ou organismes ont été remplacés par des identifiants anonymisés. La liste inclut des entretiens semi-directifs (E), mais elle inclut aussi des entretiens collectifs sous forme de table-ronde (TR) avec des experts sur la question parmi les partenaires de la Chaire Aménager le Grand Paris.

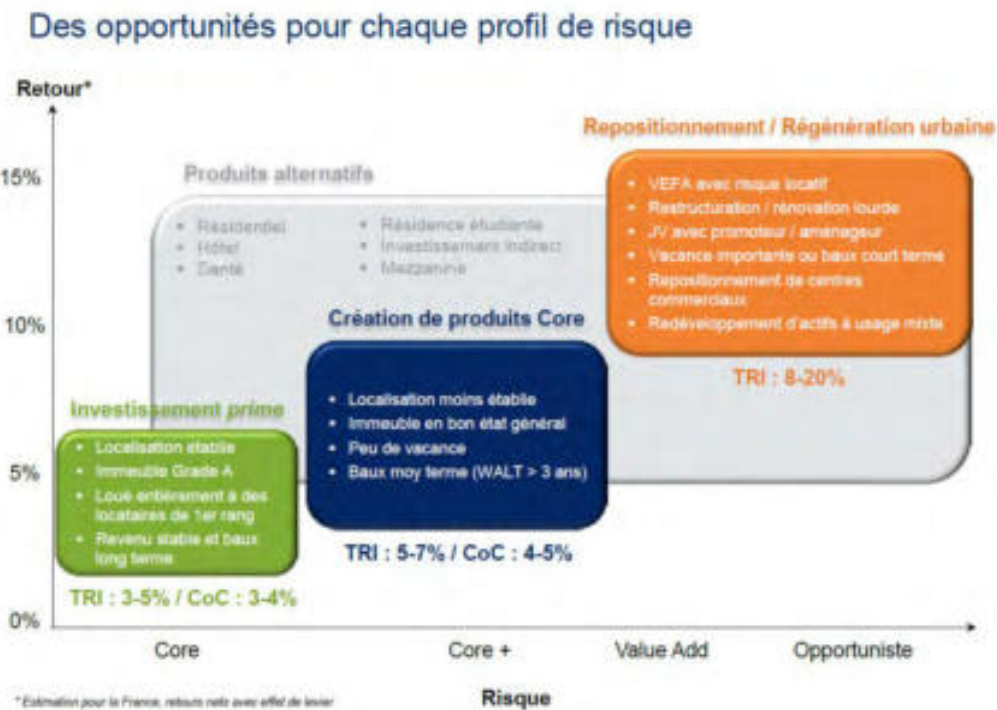
Tableau 8. Les investisseurs dans la liste des offres lauréates pour l'appel IMGP 1 disponibles dans la documentation de la Chaire Aménager le Grand Paris ⁴⁴

<i>Investisseur (identifié comme tel)</i>	<i>Classement</i>	<i>Nombre de groupements</i>
CDC Habitat (« groupe SNI – Grand Paris Habitat – Efidis - OSICA »)	Investisseur, bailleur, opérateur immobilier logement	6
Codeurs et compagnie	Co-investisseur, co-promoteur de l'opération globale	5
Poste Immo	Co-promoteur, investisseur commerces	5
La Française REM	Investisseur	3
SOGARIS	Investisseur, bailleur pour l'activité logistique urbaine	3
I3F / 3F Résidences sociales de France	Investisseur, bailleur	2
ICADE (Management, Promotion)	Co-investisseur	2
Compagnie de Phalsbourg	Promoteur, investisseur, investisseur commerces, co-promoteur opération globale	2
Emerige Residentiel / Emerige	Co-investisseur	2
Le Grand Réservoir Immobilier / Le Grand Réservoir	Investisseur	2
Altea Cogedim Grands Projets/ Cogedim Paris Métropole SNC	Promoteur, investisseur	2

Source : Base de données des acteurs des offres finalistes de l'IMGP - Documentation de la Chaire Aménager le Grand Paris (2019/10/18) et échange avec les partenaires de la Chaire.

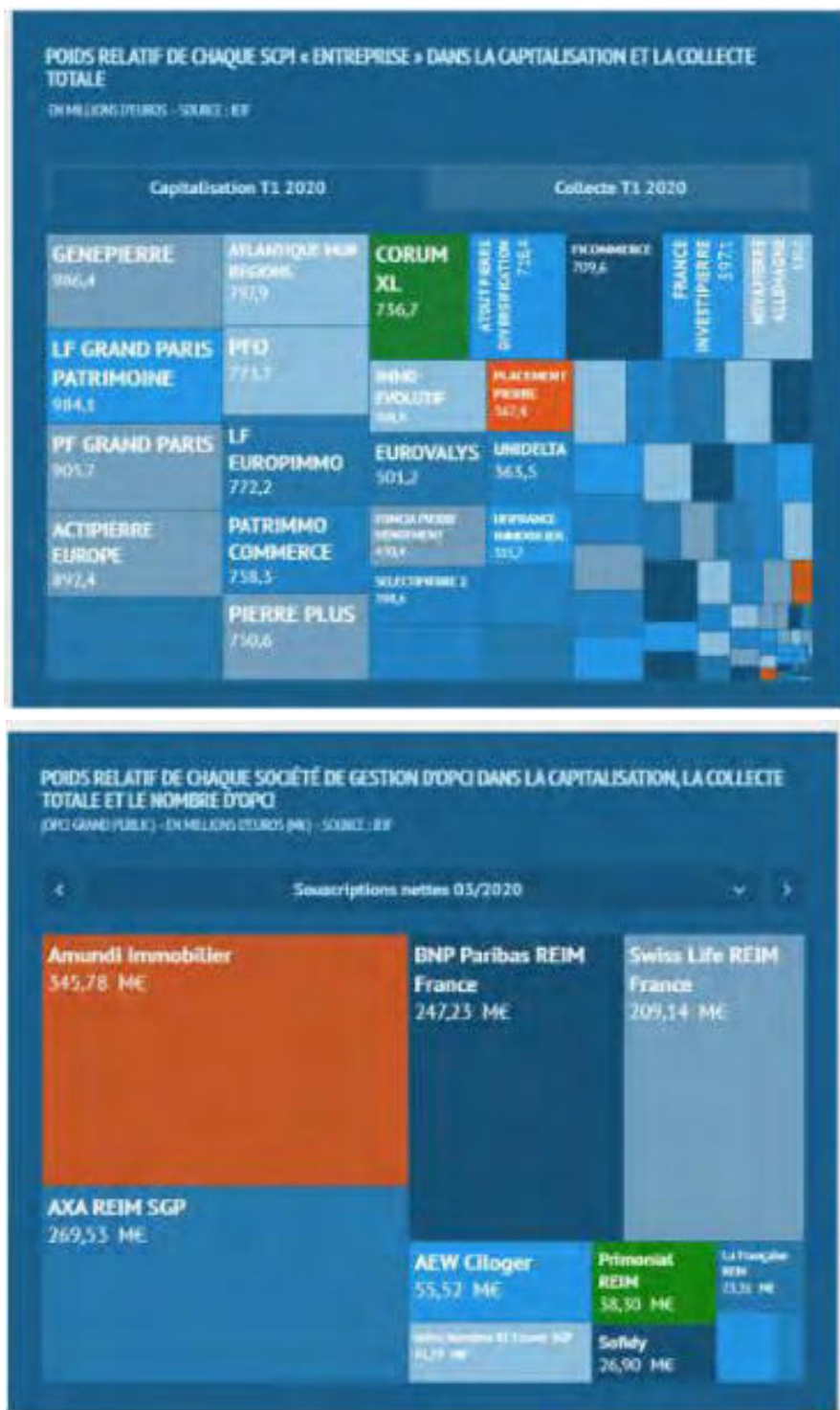
⁴⁴ Ce tableau incorpore les firmes identifiées comme investisseurs, parmi leurs fonctions majeures dans les groupements finalistes de l'appel Inventer la Métropole du Grand Paris 1. Les firmes comme Bouygues Immobilier ou Nexity ne sont pas incluses pour détenir avant tout les fonctions de promotion immobilière (même s'ils ont été des mandataires dans certains groupements) et faire notamment appel à investisseurs extérieurs pour le développement de leurs activités.

Figures 19 et 20. Caractérisation des types de fonds d'investissement par profils selon leur rapport au risque et aux retours attendus.



Source : LaSalle Investment Management | IEIF | Les fonds européens : stratégies et différenciations, présentation du 15 décembre 2016 <<https://www.ieif.fr/wp-content/uploads/2016/12/2016-12-15-SDuhamel-KHabra.pdf>> (accès: 24/11/2020)

Figures 21 et 22. Les véhicules d'investissement et les fonds dédiés à des projets d'aménagement ou grands projets immobiliers.



Source : Les chiffres clés des SCPI et des OPCI Grand Public SCPI <<https://www.ieif.fr/actualites/les-chiffres-cles-des-scp#tab-id-4>> ; <<https://www.ieif.fr/actualites/chiffres-cles-opci-grand-public#tab-id-5>> (accès : 23/07/2020)

Liste des principaux gestionnaires d'actifs (*assets managers*)

Le classement qui suit des *assets managers* est issu de la liste mondiale (IPE Research). Ils sont classés en fonction du montant global d'actifs sous gestion et par pays d'implantation du siège social et/ou de la principale domiciliation en Europe. Le montant total d'actifs gérés par ce groupe des 400 pèse €65.7trn début 2018 (€63.3trn début 2017).

Nous avons extrait les *assets managers* français de cette liste et laissé à titre indicatifs ceux qui devancent le premier qui est Amundi. Il se situe à la 9^e place mondiale, avec 1 426 milliards d'actifs sous gestion. C'est le leader européen et compte six plateformes de gestion principales (Boston, Dublin, Londres, Milan, Paris et Tokyo) et est présent dans 36 pays. Cela donne une idée de l'ampleur de ce groupe, qui toutefois est loin des 5 315 milliards d'actifs de BlackRock.

La Française est loin derrière, avec « seulement » 66,2 milliards d'actifs sous gestion à fin 2017, la part des actifs immobiliers s'élevant à 16,2 milliards. A cette date, Axa, BNP Paris Real Estate et La Banque Postale Asset Management sont respectivement à la 19^eme, 28^eme et 77^eme place mondiale, avec 746 milliards d'euros d'actifs, 569 milliards et 216 milliards.

Nous avons également reporté le gestionnaire d'actifs allemand Allianz Global Investor, dont la société mère est Allianz (rachat des AGF en 2007 ; BlackRock est un actionnaire de Allianz...) et SwissLife (suisse), un des acteurs de référence sur les marchés de l'assurance patrimoniale en vie et retraite et de l'assurance santé et prévoyance en France.

Tableau 9. Asset managers français parmi les 400 premiers au monde en 2018

Classement	Nom	Pays	2018 au 31/12/17 (€million)	2017 au 31/12/16 (€million)
1	BlackRock	US/UK	5,315,409	4,884,550
2	Vanguard Asset Management	US/UK	4,090,010	3,727,455
3	State Street Global Advisors	US/UK	2,316,533	2,340,323
4	Fidelity Investments	US	2,003,270	2,129,650
5	BNY Mellon Investment Management	US/UK	1,585,920	1,518,420
6	Capital Group	US	1,504,359	1,401,780
7	J.P. Morgan Asset Management	US/UK	1,471,226	1,479,125

8	PIMCO	US/Ger/UK	1,462,446	1,406,350
9	Amundi	France	1,426,107	1,082,700
14	Natixis Investment Managers	France/US	830,847	831,501
19	AXA Investment Managers	France	745,912	699,628
28	BNP Paribas Asset Management France	France	569,332	559,964
30	Allianz Global Investors	Germany	498,000	480,135
52	Ostrum Asset Management*	France	346,600	337,100
77	La Banque Postale Asset Management	France	216,000	179,202
86	Swiss Life Asset Managers	Switzerland	191,100	190,300
107	LyxorAsset Management	France	132,200	118,600
133	Groupama Asset Management	France	99,838	96,751
141	Covéa Finance	France	93,300 (6)	93,300
165	OFI Asset Management	France	68,696	66,500
166	Rothschild Asset Management	France	66,600 (8)	54,000
168	La Française	France	66,150	59,949
173	CM-CIC Asset Management	France	63,000	63,700
181	Oddo BHF Asset Management	France	59,666	-
186	Carmignac Gestion	France	56,553	58,442
211	CPR Asset Management	France	46,069	39,183
253	Comgest	France	28,276	21,792
255	AEW Europe*	France	27,700	26,000
261	DNCA Investments*	France	25,300	19,800
270	Axeltis*	France	24,200 (11)	24,200
318	SCOR Investment Partners	France	13,990	14,355
362	Ecofi Investments	France	9,125	8,154
365	Mirova*	France	9,000	6,400

367	La Financière de l'Echiquier	France	8,974	7,572
372	Access Capital Partners	France	8,300	7,600
375	Sycomore Asset Management	France	8,103	5,080
377	TOBAM	France	7,934	7,510
382	Seeyond*	France	7,400	14,700

(6) As at 31/12/16 - (8) As at 31/03/17 - (11) As at 30/06/16

*Total also included in figure for parent company

Source : d'après IPE Research: »The Top 400 Assets Managers 2018. <<https://www.ipe.com/Uploads/k/x/x/Top-400-Ranking.pdf>> (accès: 08/07/2019)

Poster de synthèse de la recherche

Dans le cadre de l'exposition « Le Grand Paris, Chemin Faisant » organisée par la Chaire Aménager le Grand Paris en 2021, un poster a été élaboré par les auteurs pour synthétiser certains résultats de la présente recherche. Il est accessible avec le lien suivant :

<https://chaire-grandparis.fr/les-investisseurs-dans-les-projets-du-grand-paris/>

Bibliographie

Numéros spéciaux

Bidou-Zachariasen, C., & Dubois, J. (dir.) (2018). Financer la ville, les mutations des circuits de production du logement. *Espaces et Sociétés*, 174 (3).

<<https://www.editions-eres.com/ouvrage/4282/financer-la-ville-les-mutations-des-circuits-de-production-du-logement>>

Drozdz, M., Guironnet, A., & Halbert, L. (dir.) (2020). Les villes à l'heure de la financiarisation. *Métropolitiques*. <<https://metropolitiques.eu/Les-villes-a-l-ere-de-la-financiarisation.html>>

Halbert, L., & Attuyer, K. (dir.) (2016). The financialization of urban production. *Urban Studies*, 53(7). <<https://doi.org/10.1177/0042098016635420>>

Halbert, L., & Le Goix, R. (dir.) (2012). La ville financiarisée. *Urbanisme*, 384. <<https://www.urbanisme.fr/la-ville-financiarisee/dossier-384>>

Autres références

Aalbers, M. (2017). *The financialization of housing: a political economy approach*. London New York, NY: Routledge. 158p.

Aalbers, M. B., & Christophers, B. (2014). Centring Housing in Political Economy. *Housing, Theory and Society*, 31(4), pp. 373–394.

<<https://doi.org/10.1080/14036096.2014.947082>>

Aveline-Dubach, N. (2017). L'articulation des marchés fonciers et immobiliers à l'heure de la financiarisation. *La revue foncière*, (19), pp. 6–9.

<<https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-02308511/document>>

Aveline-Dubach, N., Le Corre, T., Denis, É., & Napoléone, C. (2020). Les futurs du foncier : Modes d'accumulation du capital, droit de propriété et production de la ville. In F. Adisson, S. Barles, N. Blanc, O. Coutard, L. Frouillou, & F. Rassat (dir.), *Pour la recherche urbaine* (pp. 313-335). Paris : CNRS Éditions.

<<http://books.openedition.org/editions-cnrs/37238>>

Avril, B., & Roth, B. (1997). *La promotion immobilière: construire pour autrui*. Paris : Presses Ponts et Chaussées. 287p.

Baraud-Serfati, I., & Ibcity. (2019). *Les investisseurs au défi de l'aménagement urbain*. (Note) Paris : Réseau National des Aménageurs.

<<http://www.reseanationalamenageurs.logement.gouv.fr/les-investisseurs-au-defi-de-l-amenagement-a-163.html>>

Bigorgne M., & Le Corre, T. (à paraître), Une tentative de financiarisation du logement en France: le Fonds de logement intermédiaire de la CDC, *Métropolitiques*.

- Boisnier, C. (2011). Portrait d'entreprise. Les sociétés immobilières d'investissement cotées (SIIC) ou French REITs: foncière des régions et Unibail-Rodamco. *Flux*, n° 85-86(3), pp. 89–104. <<https://doi.org/10.3917/flux.085.0089>>
- Boublil, A. (1980). *Construction, cadre de vie et croissance*. Paris : PUF. 264p.
- Boyer, R., & Orléan, A. (1991). Les transformations des conventions salariales entre théorie et histoire d'Henry Ford au fordisme. *Revue économique*, 42(2), pp. 233–272.
- Campagnac, É. (2009). Contribution à l'analyse des contrats de partenariat public-privé en France et au Royaume-Uni. *Revue française d'administration publique*, 130(2), pp. 365–382. <<https://doi.org/10.3917/rfap.130.0365>>
- Casanova Enault, L., Boulay, G., & Coulon, M. (2019). Une aubaine pour les géographes ? Intérêts des fichiers open DVF sur les transactions foncières et immobilières et précautions d'usage. *Cybergeo : European Journal of Geography*. <<http://journals.openedition.org/cybergeo/33602>>
- Chiapello, È. (2017). La financiarisation des politiques publiques. *Mondes en développement*, 2, pp. 23–40. <<https://doi-org/10.3917/med.178.0023>>
- Citron, P. (2016). Produire la ville grâce aux opérateurs immobiliers : quel modèle pour l'aménagement privé en zone dense ? *Métropoles*. <<http://journals.openedition.org/metropoles/5461>>
- Coulondre, A. (2017). La création de profit par les promoteurs immobiliers. *Revue française de sociologie*, 58(1), pp. 41–69.
- Coulondre, A. (2018). Ouvrir la boîte noire des marchés du logement. *Métropolitiques*. <<https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01838393>>
- Da Costa, S. (27 octobre 2017). « Les stratégies des grands investisseurs pour revenir dans le logement ». CFNEWS immobilier & infrastructures. <https://www.ieif.fr/revue_de_presse/strategies-grands-investisseurs-revenir-logement>
- Da Rold, J. (2008). *Les sociétés d'économie mixte locales: acteurs et témoins des politiques urbaines et territoriales.» Quelle légitimité entre Partenariat Public Privé et Entreprise Publique Locale?»* Thèse de Doctorat. Université Michel de Montaigne – Bordeaux III. <<https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00343880v2/document>>
- De Marignan, C.-H. (2018, août). Le patrimoine immobilier des grands investisseurs français, *Les analyses de l'IEIF*, IEIF, 4p. <<https://www.ieif.fr/wp-content/uploads/2018/09/patrimoine-immobilier-grands-investisseurs-2018-chiffres-cles.pdf>>
- Doganova, L. (2014). Décompter le futur. *Sociétés contemporaines*, 93(1), pp. 67–87. <<https://www.cairn.info/revue-societes-contemporaines-2014-1-page-67.htm>>
- Drobenko, B. (2019). *Droit de l'urbanisme (Intègre les dispositions de la loi ELAN et les premiers textes d'application)*. Paris : Gualino.

- Duros, M. (2019). L'édifice de la valeur. Pratiques de valorisation dans le secteur de l'immobilier financiarisé. *Revue française de socio-économie*, 23(2), pp. 35–57.
<<https://doi.org/10.3917/rfse.023.0035>>
- Effosse, S. (2013). *L'invention du logement aidé en France: L'immobilier au temps des Trente Glorieuses*. Paris : Institut de la gestion publique et du développement économique. 604p.
- Estrosi, D. (19 décembre 2017). *Faire revenir les investisseurs institutionnels sur le marché locatif résidentiel ?* Sénat, Rapport d'information, n°180 (2017-2018), 28p.
<https://www.senat.fr/rap/r17-180/r17-180_mono.html>
- Ferlazzo, E. (2018a). La forme financiarisée de la relation de crédit des collectivités locales. De la crise à l'institutionnalisation. *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, (24). <<http://journals.openedition.org/regulation/14280>>
- Ferlazzo, E. (2018b). *La forme financiarisée de la relation de crédit des collectivités locales françaises. De la crise à l'institutionnalisation*. Thèse de Doctorat. Paris Sciences et Lettres (ComUE) & EHESS. <<https://www.theses.fr/2018PSLEH142>>
- Frébault J. (dir.) (2005). *La maîtrise d'ouvrage urbaine*. Paris: Le Moniteur, 148p.
- Frétiigny, R. (2015). *Financer la cité: la Caisse des dépôts et l'économie politique du développement urbain*. Thèse de Doctorat, Université Lyon 2.
<<https://www.theses.fr/2015LYO20124>>
- Frétiigny, R. (2016). La ville saisie par la finance publique ? La Caisse des dépôts et les politiques urbaines depuis la Seconde Guerre mondiale. *Métropolitiques*.
<<https://metropolitiques.eu/La-ville-saisie-par-la-finance.html>>
- Guelton, S. (2018). Les lauréats d'«Inventons la Métropole du Grand Paris»: le milieu de l'aménagement entre innovations et continuités. *Métropolitiques*.
<<http://www.metropolitiques.eu/Les-laureats-d-Inventons-la-Metropole-du-Grand-Paris-lemilieu-de-l-amenagement.html>>
- Guironnet, A., Attuyer K. & Halbert L. (2015). Building cities on financial assets: The financialisation of property markets and its implications for city governments in the Paris city-region. *Urban Studies*, 53(7), pp.1442-1464
<<https://doi.org/10.1177/0042098015576474>>
- Guironnet, A. (2016). Une financiarisation si discrète ? La circulation des standards de la filière d'investissement en immobilier tertiaire dans les politiques de développement urbain du Grand Lyon. *Métropoles*, 19. <<https://doi.org/10.4000/metropoles.5371>>
- Guironnet, A. (2017). *La financiarisation du capitalisme urbain : Marchés immobiliers tertiaires et politiques de développement urbain dans le Grand Paris et le Grand Lyon, les projets des Docks de Saint-Ouen et du Carré de Soie*. Thèse de doctorat, Université Paris Est.
<<http://www.theses.fr/2017PESC1093>>

- Halbert, L. (2013). Les acteurs des marchés financiers font-ils la ville ? Vers un agenda de recherche. *EspacesTemps*, 9. <<https://www.espacestemp.net/articles/les-acteurs-des-marches-financiers-font-ils-la-ville/>>
- Hesse, C. (1972). La promotion immobilière en 1970. *Economie et statistique*, 36(1), pp. 39–47.
- IAU Île-de-France (2018). *Financement des équipements publics: Quels outils pour accompagner l'effort de construction?* Paris: IAU Île-de-France. <https://www.iau-idf.fr/fileadmin/NewEtudes/Etude_1467/Etude_Financement_EqP_VFin2.pdf>
- Juillard, C. (2019). *Le tournant numérique des données immobilières : permanence et recomposition*. LIFTI, PUCA, Urbanics, 85p. <<http://www.i-read.io/etudes.html>>
- Landriève, S. (2016). *L'immobilier ; une passion française*. Paris : Demopolis. 129p.
- Le Corre, T. (2019). Paris à tous prix. Analyse des inégalités par une géographie de l'investissement sur le marché immobilier résidentiel en Île-de-France. Thèse de Doctorat. Université Paris 1. <<https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-02298354/>>
- Le Galès, P. (2011). *Le retour des villes européennes: sociétés urbaines, mondialisation, gouvernement et gouvernance*. Paris : Presses de Sciences Politiques. 486p.
- Llorente, M., & Vilmin, T. (2010). *Analyse économique de l'aménagement urbain - Une lecture néo-institutionnelle*. CSTB, Programme « Villes et Territoires Durables. », 79p.
- Llorente M. & Vilmin T. (2011). Nouveau regard sur l'aménagement urbain. *Études Foncières* n°. 153, pp. 23-30.
- Llorente M., & Vilmin T. (2012). *Analyse socio-économique de projets urbains complexes : facteurs et conditions de réussite*. PUCA, Programme « L'urbanisme de projet en chantier », 63p.
- Lorrain D. (2018). *L'urbanisme 1.0, enquête sur une commune du Grand Paris*. Paris : Raisons d'agir, 232p.
- Nappi-Choulet, I. (2010). *L'immobilier d'entreprise: analyse économique des marchés*. Paris: Economica. 256p.
- Nappi-Choulet, I. (2012). Le logement, laissé-pour-compte de la financiarisation de l'immobilier. *Esprit*, (1), pp. 84–95. <<https://doi.org/10.3917/espri.1201.0084>>
- Nappi-Choulet, I. (2013). La financiarisation du marché immobilier français: de la crise des années 1990 à la crise des subprimes de 2008. *Revue d'économie financière*, 110(2), pp. 189–206. <<https://doi.org/10.3917/ecofi.110.0189>>
- O'Neill, P. (2019). The financialisation of urban infrastructure : A framework of analysis. *Urban Studies*, 56(7), pp. 1304-1325. <<https://doi.org/10.1177/0042098017751983>>
- ORF. (2014). La relance de l'urbanisme opérationnel : Quelles pistes d'innovation ? Observatoire régional du foncier en Ile-de-France, 62p.

- Orillard, C. (2018). Les appels à projets innovants : un renouveau de l'articulation public–privé dans l'aménagement urbain ? *Métropolitiques*. <<https://metropolitiques.eu/Les-appels-a-projets-innovants-un-renouveau-de-l-articulation-public-privé-dans.html>>
- Orillard C. (2019). « L'économie mixte au sein de la galaxie Paribas : entre immobilier et urbanisme », *Journée d'étude des GT « Inventer le Grand Paris » et « Production Urbaine & Marchés »*, Labex Futurs Urbains (UPE) - Aménager la banlieue parisienne : les mondes de l'économie mixte et leurs histoires, 28 mars 2019
<<http://podcast.u-pem.fr/channelcatmedia/19/MEDIA190515134441675>>
- Pollard J. (2018). *L'État, le promoteur et le maire : La fabrication des politiques du logement*. Paris : Presses de Sciences Po. 216p.
- Poynter, G., Viehoff, V., & Li, Y. (2015). *The London Olympics and urban development: the mega-event city*. London ; New York : Routledge. 361p.
- Raco, M., Livingstone, N., & Durrant, D. (2019). Seeing like an investor: urban development planning, financialisation, and investors' perceptions of London as an investment space. *European Planning Studies*, 27(6), pp. 1064–1082.
<<https://doi.org/10.1080/09654313.2019.1598019>>
- Raimbault, N. (2016). Ancrer le capital dans les flux logistiques: la financiarisation de l'immobilier logistique. *Revue d'Economie Regionale Urbaine*, (1), pp. 131–154.
<<https://doi.org/10.3917/reru.161.0131>>
- Raimbault, N. (2019). La privatisation silencieuse de la production des espaces logistiques. *Métropolitiques*. < <<https://metropolitiques.eu/La-privatisation-silencieuse-de-la-production-des-espaces-logistiques.html>>
- Rosenberg A. (9 septembre 2018). « Investissement immobilier : acteurs et stratégies d'un marché dynamique. » Alumneye.
<<https://www.alumneye.fr/investissement-immobilier-acteurs-et-strategies-dun-marchedynamique/>>
- Savini, F., & Aalbers, M. B. (2016). The de-contextualisation of land use planning through financialisation: Urban redevelopment in Milan. *European Urban and Regional Studies*, 23(4), pp. 878–894. <<https://doi.org/10.1177/0969776415585887>>
- Spy, A. & Sebag, S. (23 mars 2015). « Investisseurs institutionnels : Un secteur en recomposition. » Option Finance. <<https://www.optionfinance.fr/asset-management/investisseurs-institutionnels/investisseurs-institutionnels-un-secteur-en-recomposition.html>>
- Theurillat, T., Crevoisier, O., & Salomon, V. (2017). Finance de marché et fonds d'investissement durables : La coupure au territoire. *Géographie, économie, société*, 19(4), pp. 537-560. <<https://doi.org/10.3166/ges.19.2017.0024>>

- Thibault, J. (2017). *De la financiarisation du foncier à la négociation du projet urbain. Le cas du site des Mathurins à Bagneux (92)*. Mémoire de Master en Urbanisme et Aménagement. Université Paris 1.
- Topalov, C. (1974). *Les promoteurs immobiliers. Contribution à l'analyse de la production capitaliste du logement en France*. Paris: Mouton. 413p.
- Tribillon, J.-F. (2016). *Le droit nuit gravement à l'urbanisme*. Paris : Éditions de la Villette. 279p.
- Trouillard, E. (2014). *La production de logements neufs par la promotion privée en Île-de-France (1984-2012): marchés immobiliers et stratégies de localisation*. Thèse de Doctorat. Université Paris 1. < <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01101951> >
- Vilmin, T., & Gerber, C. (2000, février). *Les maîtrises d'ouvrage face aux cycles conjoncturels*. Alphaville.
- Vilmin T., & Llorente M. (2017). Stratégies de renouvellement urbain de l'Epifif. *La revue foncière*, 19, pp.10-15. <https://www.revue-fonciere.com/RF19/RF19_Vilmin.pdf>

Table de matières

Introduction.....	2
Enjeux de la recherche	3
Structure du rapport	4
Sources mobilisées.....	4
1. Investisseurs en situation d'aménagement : une typologie en construction	7
1.1. Un intérêt académique renouvelé, mais qui n'est pas centré sur l'aménagement urbain7	
❖ Les investisseurs saisis sous l'angle de la « financiarisation » de la ville.....	7
❖ Les investisseurs paradoxalement peu analysés dans les travaux sur les partenariats publics-privés ou les « nouveaux montages ».....	8
❖ Des travaux ciblés de type « portraits d'entreprise ».....	9
1.2. Panorama des investisseurs en situation d'aménagement à partir des catégories existantes.....	9
❖ Les Investisseurs institutionnels	10
❖ Les sociétés foncières	13
❖ Les sociétés de gestion de portefeuille (<i>asset management</i>)	15
❖ Les fonds d'investissement	15
❖ Les figures d'investisseurs repérés à partir des stratégies d'investissement : core, core +, value-added, opportuniste.....	16
2. Prises de position d'investisseurs dans le périmètre du Grand Paris	19
2.1. Des données difficiles d'accès dans le contexte francilien	19

2.2. Tendances récentes de l'investissement immobilier et prises de position des investisseurs	21
2.3. Le cas de LBO France	24
2.4. Les véhicules d'investissement et les fonds dédiés à des projets d'aménagement ou grands projets immobiliers.....	26
❖ Le fond Lapillus au sein de LBO France Gestion	26
❖ Les fonds dédiés Grand Paris gérés par La Française REM.....	29
❖ Les fonds FPCI pour la dépollution et la régénération urbaine chez Brownfields...	31
2.5. Le financement des sociétés d'aménagement : une participation encore limitée des marchés financiers mais de nouvelles expérimentations	34
❖ Émissions obligataires de la SEMAPA : une innovation du mode de financement dans le monde des SPL.....	34
❖ SOGARIS : l'augmentation de capital et l'exploration de financements alternatifs en lien avec la politique RSE.....	37
❖ Éléments de conclusion sur la SEMAPA et SOGARIS	38
3. La reconfiguration de la chaîne de l'aménagement et de son financement dans une perspective historique	40
3.1. De l'aménagement public centralisé à l'arrivée des premiers investisseurs privés internationaux	40
❖ Interventionnisme foncier et aménagement urbain	41
❖ Structuration de la promotion immobilière	42
❖ Emergence des aménageurs privés, décentralisation et premiers investisseurs internationaux	43
3.2. Transformation du cadre de l'aménagement (francilien) depuis 2000	45
❖ Pilotage par l'amont / pilotage par l'aval	45
❖ Evolution des cadres législatifs et développement de l'urbanisme négocié.....	46

❖	Invariants de l'aménagement urbain : des freins à la remontée des investisseurs....	48
4.	La spécificité du foncier comme facteur de repositionnement des acteurs du système d'aménagement.....	49
4.1.	Assurer le déploiement de produits immobiliers spécifiques.....	50
4.2.	Investir dans le développement d'un quartier de ville	52
4.3.	Réinvestir des friches et des terrains pollués : de la contrainte opérationnelle à la création de valeur.....	53
4.4.	Réinventer la logistique urbaine en ciblant des fonciers spécifiques : l'exemple de SOGARIS	55
4.5.	Acquérir et porter les fonciers stratégiques sur le long terme pour limiter les processus spéculatifs	57
❖	Conclusion de partie	58
5.	Les investisseurs dans la reconfiguration des modes de gouvernance des projets d'aménagement du Grand Paris à travers deux études de cas : le projet Pleyel à Saint-Denis et des Mathurins à Bagneux.....	60
5.1.	Présentation des études de cas.....	61
❖	Deux projets de création de pôles économiques et résidentiels.....	61
❖	Situation foncière des projets	63
❖	Montage et configuration d'acteurs.....	68
❖	Analyse comparée des montages.....	76
5.2.	Degrés et modalités d'intégration des investisseurs dans le projet d'aménagement....	78
❖	Un instrument à l'initiative du propriétaire investisseur.....	78
❖	La convention du PUP comme contrat complet et l'effort d'anticipation du projet urbain ⁷⁹	
❖	A Pleyel, l'intégration des investisseurs dans le groupement en réponse au cahier des charges IMG ^P	83

5.3. Nature des risques, incertitudes et coûts de transaction des opérations d'aménagement	87
❖ Risques et incertitudes pour les différents acteurs.....	88
5.4. Face aux risques, une prolifération de contrats entre acteurs.....	93
5.5. La rencontre émergente du monde de la finance de marché et de celui de l'aménagement	97
.....	97
Conclusion	99
I. Résultats.....	99
A. Modalités du repositionnement des investisseurs sur le foncier.....	99
B. Reconfiguration des modes de gouvernance	100
C. Évolutions organisationnelles et des modes de financement de l'aménagement....	101
II. Une diversité de prises de position des investisseurs.....	102
III. « Valeurs urbaines » vs. valeurs immobilières.....	103
Annexes.....	105
Bibliographie.....	113
Table de matières	119

CHAIRE
D'AMÉNAGEMENT
le GRAND
PARIS



L'aménagement urbain, une nouvelle étape de la diversification d'actifs ? Les investisseurs dans les projets du Grand Paris, de Marie Llorente, Martine Drozd et José Ignacio Vila Vázquez est mis à disposition selon les termes de la licence Creative Commons Attribution 4.0 International.