



# **Dette privée immobilière : Des revenus résilients, une opportunité stratégique**

Une stratégie paneuropéenne pour les investisseurs institutionnels

## **Synopsis- Un environnement en mutation**

Le marché européen de la dette immobilière commerciale (DIC) se trouve à un tournant. Pendant des décennies, il a été dominé par les banques, qui fournissent près de 84 % de tous les prêts, un niveau de concentration bien supérieur à celui des États-Unis, où les banques ne représentent plus qu'environ la moitié du marché. Si le changement peut sembler plus marginal en Europe, ses implications sous-jacentes sont importantes : avec un encours estimé à 2 300 milliards d'euros de prêts immobiliers commerciaux, chaque variation de 1 % de la part de marché représente plus de 20 milliards d'euros de capitaux réaffectés. Cet équilibre des pouvoirs commence à changer. Les dynamiques structurelles - du resserrement de la réglementation à la réévaluation des actifs et aux échéances imminentes - remodelent la manière dont les capitaux sont obtenus, évalués et déployés. Il ne s'agit pas d'un bouleversement temporaire, mais d'une ouverture durable pour les prêteurs alternatifs, en particulier ceux qui sont capables de naviguer rapidement, de manière sélective et à l'échelle transfrontalière sur les marchés fragmentés de l'Europe.

Pour les investisseurs institutionnels, le message est clair : la dette privée immobilière est en train de passer d'une allocation de niche à un à un investissement stratégique clé. Elle offre des revenus garantis par des sûretés, une protection contre les baisses et une diversification du portefeuille, autant d'atouts essentiels pour maintenir la résilience sans compromettre les rendements.

Cet article explore les facteurs à l'origine de cette évolution et explique pourquoi la dette privée immobilière est devenue un investissement stratégique de l'allocation institutionnelle, tant au sein des portefeuilles immobiliers qu'en tant que composante des stratégies obligataires.

## De la domination bancaire à la diversification du capital : repenser le crédit immobilier en Europe

### Bâle IV : un catalyseur pour la réduction des activités bancaires

La mise en œuvre de Bâle IV marque un changement structurel dans l'économie bancaire européenne. Si l'augmentation globale des minima de fonds propres de catégorie 1 semble modérée (+7,8 % à +12,2 % à pleine capacité), son impact est loin d'être uniforme pour toutes les activités de prêt. L'immobilier commercial est l'un des segments les plus touchés, où la réforme transforme considérablement l'économie des prêts et conduit à une allocation plus sélective des fonds propres.

Pour les biens immobiliers commerciaux générateurs de revenus, Bâle IV applique un calcul plus précis des pondérations de risque basé sur l'effet de levier. Lorsque le ratio prêt/valeur (LTV) est faible à modéré ( $\leq 60\%$ ), les pondérations de risque varient généralement entre 30 et 70 %, en fonction de la qualité des actifs et de la dépendance aux flux de trésorerie. Lorsque l'effet de levier dépasse environ 60 % du LTV, les expositions passent dans des catégories réglementaires plus élevées, avec des pondérations de risque atteignant 90 %.

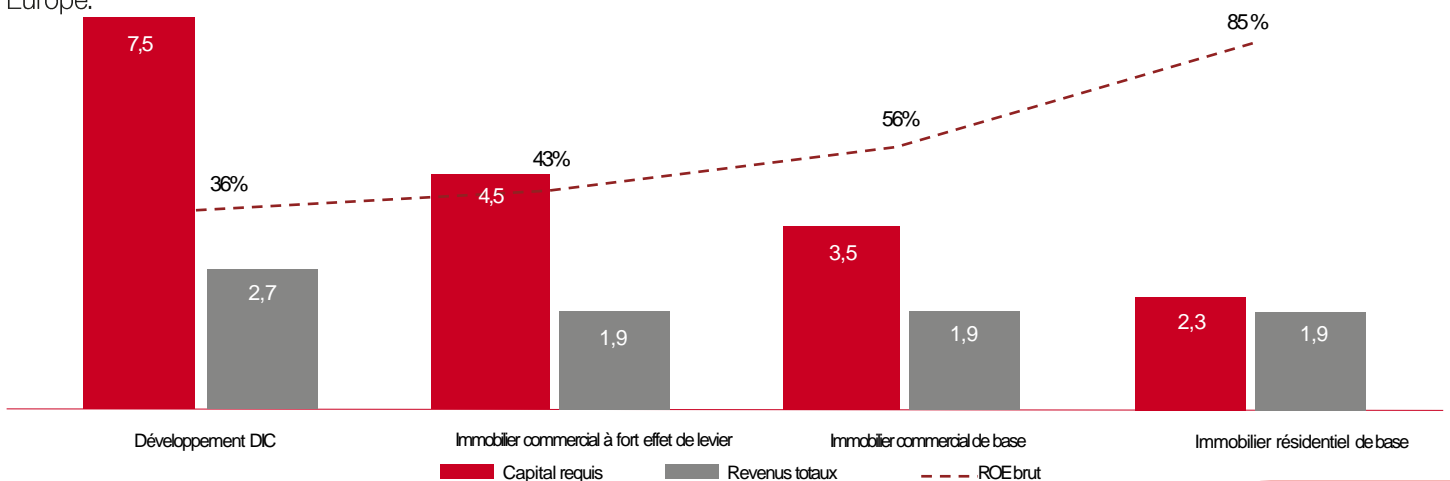
Comme l'illustre l'analyse ci-dessous, cette dispersion croissante dans le traitement du capital a des conséquences tangibles sur les décisions d'allocation des banques. Un financement de développement à environ 65 % de LTV nécessite jusqu'à trois fois plus de fonds propres réglementaires qu'un prêt résidentiel classique, et près de deux fois plus qu'une transaction immobilière commerciale classique. Même avec des marges plus élevées (+40 % par rapport à l'immobilier commercial classique), le rendement des fonds propres réglementaires diminue considérablement.

### Impact de Bâle IV sur le ROE brut : effet de la révision des pondérations de risque par type d'actif et effet de levier<sup>1</sup>

En conséquence, les banques réaffectent leur capacité bilancielle vers des segments moins risqués et plus efficaces en termes de capital, tout en s'appuyant de plus en plus sur des solutions structurées et de levier arrière pour préserver leur exposition à l'immobilier de manière optimisée.

Dans le même temps, les prêteurs non bancaires renforcent leur rôle et représentent désormais 30 à 50 % des nouveaux prêts immobiliers commerciaux accordés en Europe.

L'impact de Bâle IV est inégal à travers l'Europe, reflétant le paysage bancaire structurellement fragmenté du continent. Les cadres réglementaires nationaux, les différentes cultures locales en matière de risque et l'absence de marchés de capitaux pleinement intégrés contribuent à des résultats très variables. Il est essentiel de comprendre cette fragmentation pour identifier où et comment des sources de capitaux alternatives interviennent pour combler les lacunes émergentes.



1. ROE calculé comme le rendement du capital réglementaire consommé ( $RWA \times$  exigence CET1). Le financement du montant restant du prêt (dépôts/financement sur le marché) est exclu, conformément aux mesures standard d'allocation du capital bancaire.

2) Communication destinée aux investisseurs professionnels en France.

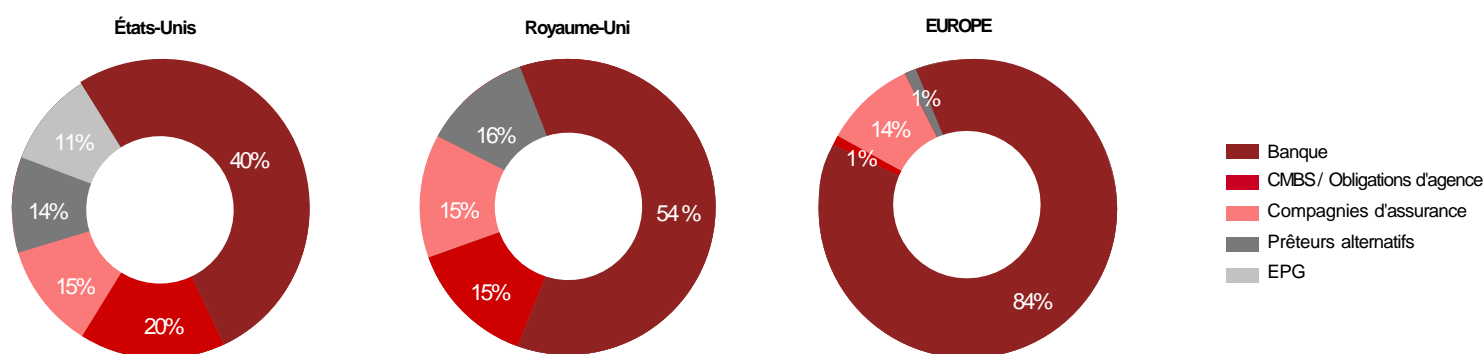
## Cartographie du crédit européen : un marché fragmenté

Contrairement aux États-Unis, où un marché des capitaux intégré permet la liquidité et la répartition des risques au-delà des frontières étatiques, le marché européen de la dette immobilière reste structurellement fragmenté, tant sur le plan institutionnel que juridique et géographique. Cette fragmentation amplifie l'impact du resserrement réglementaire et limite les flux de capitaux vers les zones qui en ont le plus besoin.

### Part de marché de la dette immobilière commerciale<sup>2</sup>

Le contraste est clair : le marché européen de la dette immobilière commerciale reste largement dominé par les banques, qui représentent environ 84 % de l'ensemble des prêts, contre environ 54 % au Royaume-Uni et seulement 40 % aux États-Unis. Cette dépendance est encore

accentuée par le fait que plus de 90% des banques européennes opèrent exclusivement sur leur marché national, ce qui renforce la fragmentation et crée des différences marquées en matière de tarification, de normes de souscription et de conditions de prêt entre les pays.



### Les prêts à travers l'Europe<sup>2</sup>

Les États-Unis bénéficient de marchés financiers profonds et liquides, soutenus par une diversité de prêteurs – comprenant des banques, des assureurs vie, des entreprises parrainées par le gouvernement (EPG) et un marché mature des CMBS – ce qui permet une large répartition des risques et un redéploiement rapide des capitaux. Le Royaume-Uni affiche un niveau de maturité similaire, avec un marché de la dette immobilière commerciale compétitif et liquide, stimulé par la titrisation, les structures de levier financier et un mélange équilibré de banques, de fonds de dette et d'assureurs.

L'Europe continentale, en revanche, reste davantage orientée vers le marché intérieur, avec une concurrence moins institutionnalisée, une plus grande dispersion des prix et un accès inégal au crédit, en particulier en Europe du Sud. Ces différences sont encore accentuées par la fragmentation structurelle : les marchés nationaux varient

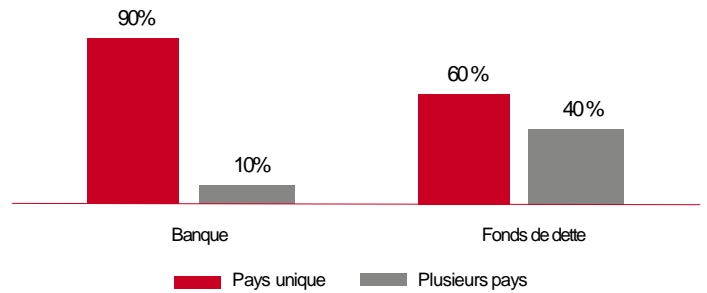
considérablement en termes d'exposition aux actifs, de profils d'échéance et d'activités de financement du développement. L'Allemagne reste ancrée dans les prêts immobiliers résidentiels à long terme, la France alloue davantage de fonds aux bureaux et au développement, tandis que le Royaume-Uni privilégie un horizon plus court et plus équilibré. Ces divergences reflètent des modèles bancaires et des cultures réglementaires distincts, ce qui se traduit par des disparités persistantes en matière de tarification, de liquidité et d'allocation de capitaux à travers l'Europe.

Avec plus de 2 300 milliards d'euros de dette immobilière commerciale en cours et 350 à 500 milliards d'euros de nouveaux prêts accordés chaque année, l'Europe représente un marché vaste mais inégal.

Dans ce contexte, la fragmentation n'est pas seulement le résultat de divergences réglementaires, économiques et institutionnelles ; elle met également en évidence les lacunes

2. LaSalle « Investir dans la dette privée », Bayes Business School « Prêts immobiliers commerciaux européens, 1er semestre 2025 ».

en matière de couverture. Les plateformes paneuropéennes de dette comblent de plus en plus ces lacunes, en réaffectant les capitaux entre les différents pays et en introduisant une plus grande cohérence dans la souscription là où les prêteurs traditionnels restent limités. C'est à ce stade que le crédit privé commence à évoluer, passant d'une participation marginale à un rôle structurel au sein de l'architecture financière européenne.



## Prêteurs alternatifs : combler le déficit de capital

La fragmentation du marché a créé des écarts persistants dans la couverture du marché et des distorsions de prix à travers l'Europe. Si le durcissement réglementaire prévu par Bâle IV accélère cette transition, des modèles hybrides apparaissent également, dans lesquels les banques cofinancent ou fournissent un effet de levier pour financer des structures.

Cette évolution ne représente pas une simple substitution, mais un réalignement complémentaire : les banques privilégient les expositions efficaces en termes de capital,

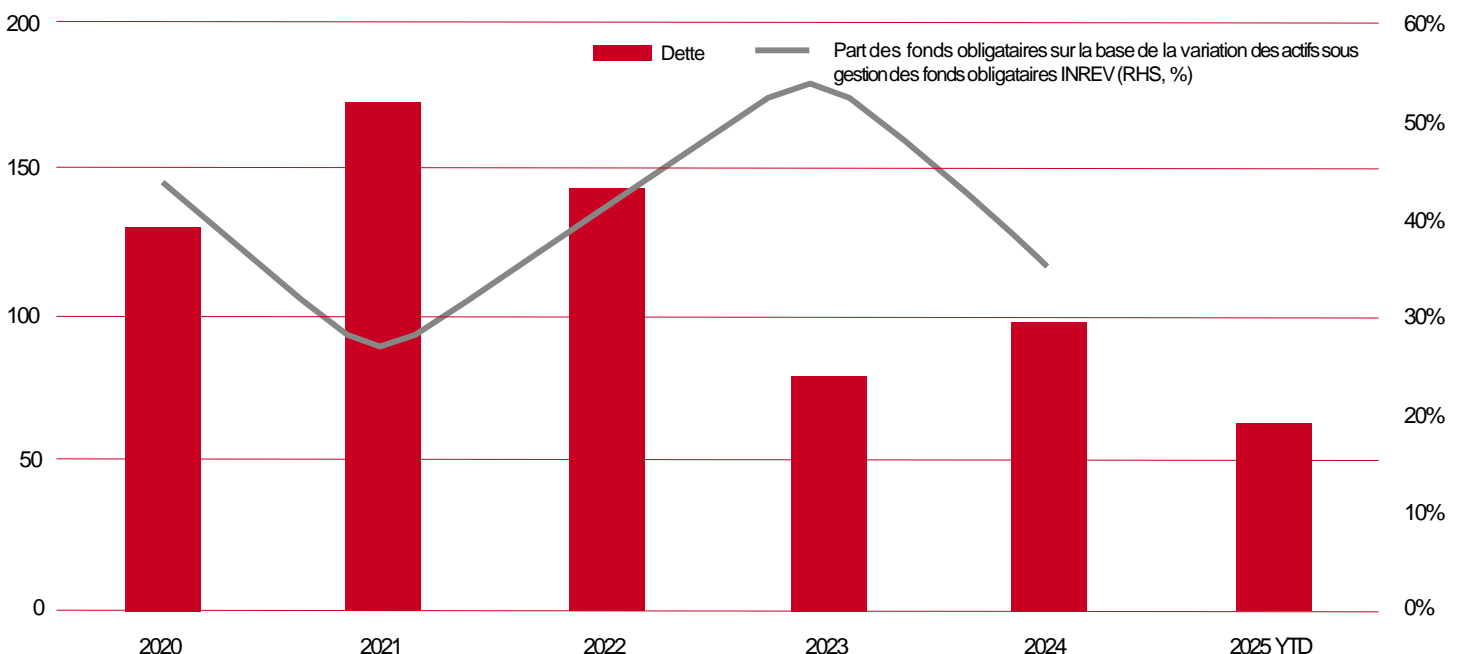
tandis que les prêteurs privés assument de plus en plus la responsabilité de l'origination, en particulier sur les marchés où la fragmentation a historiquement limité l'accès au crédit.

## Estimation du financement par emprunt des acquisitions immobilières commerciales en Europe, en milliards d'euros, et parts des fonds de dette (en %)<sup>3</sup>

Le marché européen de la dette immobilière commerciale entre dans une nouvelle phase, plus institutionnelle, plus interconnectée et structurellement plus diversifiée. La section suivante de cet article explore le deuxième pilier de cette évolution : comment les changements dans la

tarification, les besoins de refinancement et l'évolution de la dynamique d'évaluation immobilière redéfinissent les opportunités d'investissement, et pourquoi les prêteurs flexibles sont bien placés pour bénéficier de cet environnement de crédit en mutation.

FINANCEMENT DE LA DETTE ESTIMÉ POUR L'ACQUISITION DE DC EN EUROPE (EN MILLIARDS D'EUROS) ET PART DES FONDS DE DETTE (RHS, %)



3. AEW Research & Strategy, RCA/MSCI & INREV au 3e trimestre 2025.

4 | Communication destinée aux investisseurs professionnels en France

## Réévaluation, refinancement, réallocation : un nouveau cycle de crédit en marche

Le cycle actuel du crédit immobilier est marqué par une convergence rare entre perturbation cyclique et réalignement structurel.

Pour les prêteurs institutionnels, cet environnement offre une fenêtre d'opportunité façonnée par deux dynamiques qui se renforcent mutuellement : une base de valorisation

Réévaluée et un déficit de refinancement imminent.

Ensemble, ces changements redessinent les limites du risque et du rendement dans la structure du capital.

### Une nouvelle base de valorisation : redéfinir l'équation du risque

Suite à la forte hausse des taux d'intérêt, au resserrement des conditions de financement et à l'évolution du sentiment des investisseurs, l'immobilier européen a connu une réévaluation rapide et généralisée. Entre mi-2022 et mi-2024, 63 % des actifs négociés depuis 2017 ont subi une baisse de valeur, selon MSCI.

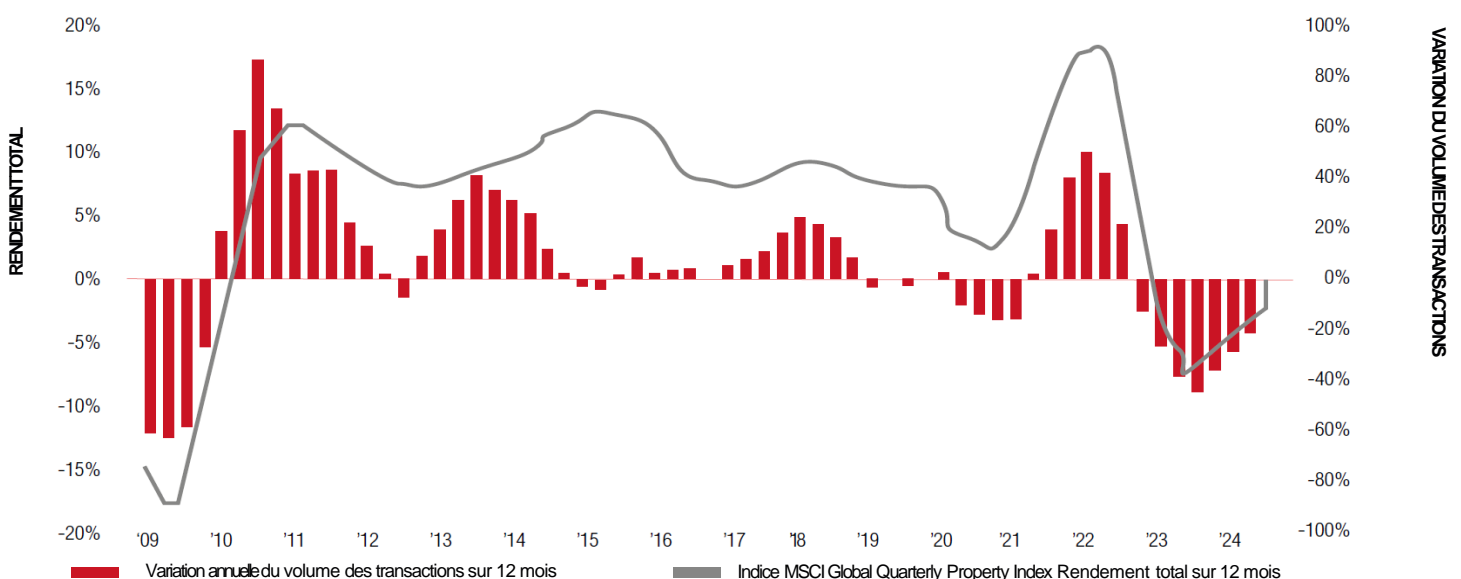
Au sein de leur indice institutionnel EMEA, la baisse moyenne a atteint -16 %. Bien que cet ensemble de données ne reflète pas l'ensemble du marché, il fournit une référence fiable quant à l'ampleur et à l'hétérogénéité des ajustements de prix dans les segments clés.

### Rendements totaux et volume des transactions, toutes régions confondues – tous types de biens immobiliers<sup>4</sup>

Cette phase de réévaluation des prix, désormais largement absorbée, a redéfini l'environnement de souscription pour les prêteurs. Les prix d'acquisition ont été revus à la baisse, les hypothèses de sortie recalibrées et les projections de flux de trésorerie révisées. Aujourd'hui, les prêts sont généralement structurés avec des ratios prêt/valeur compris entre 55 et 65 % et reposent désormais sur des valorisations de base considérablement ajustées, ce qui renforce la protection contre les risques de baisse sans comprimer les rendements.

actions ont évolué vers des stratégies plus conservatrices axées sur les revenus. Contrairement aux cycles précédents, la performance repose désormais moins sur la compression des taux de capitalisation ou la hausse spéculative, et davantage sur des flux de trésorerie stables, des garanties solides et une structuration rigoureuse. Cette nouvelle base d'évaluation offre un point d'entrée plus clair et plus transparent pour les investisseurs en crédit, en particulier dans les situations où les promoteurs cherchent à recapitaliser des actifs, à réaliser des acquisitions opportunistes ou à financer des business plans de transition.

Il est important de noter que les profils de rendement des



4. MSCI – « Real Estate in Focus: Light Is There but the Tunnel Is Long » (L'immobilier en point de mire : la lumière est là, mais le tunnel est long).

## Le mur des échéances : un déficit de refinancement croissant

Si la réévaluation a réinitialisé la base de valorisation, le deuxième facteur qui façonne le cycle de crédit actuel est le volume de la dette arrivant à échéance.

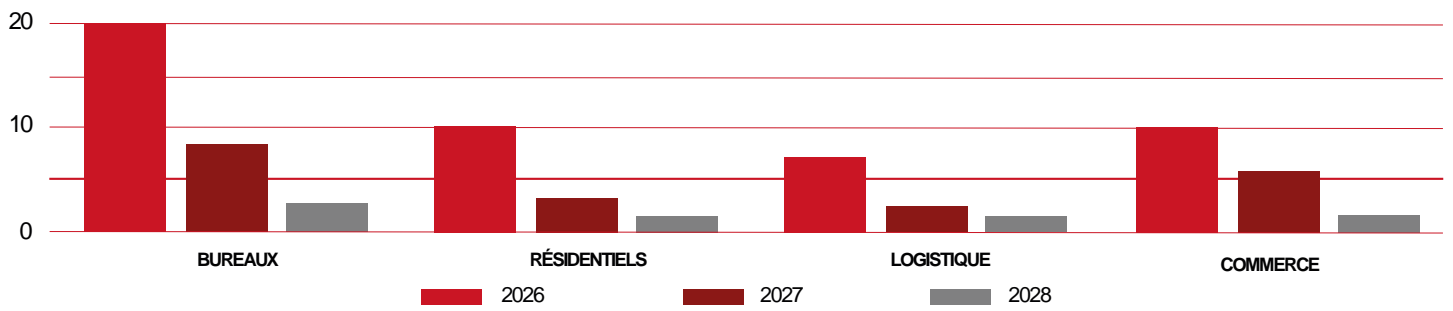
Dans toute l'Europe, environ 617 milliards d'euros de prêts immobiliers commerciaux arriveront à échéance entre 2026 et 2028. Les estimations du marché indiquent qu'environ 74

milliards d'euros, soit environ 12 %, pourraient être confrontés à un déficit de financement dans les conditions actuelles d'évaluation et de prêt.

### Déficit de financement en Europe par secteur, en milliards d'euros<sup>5</sup>

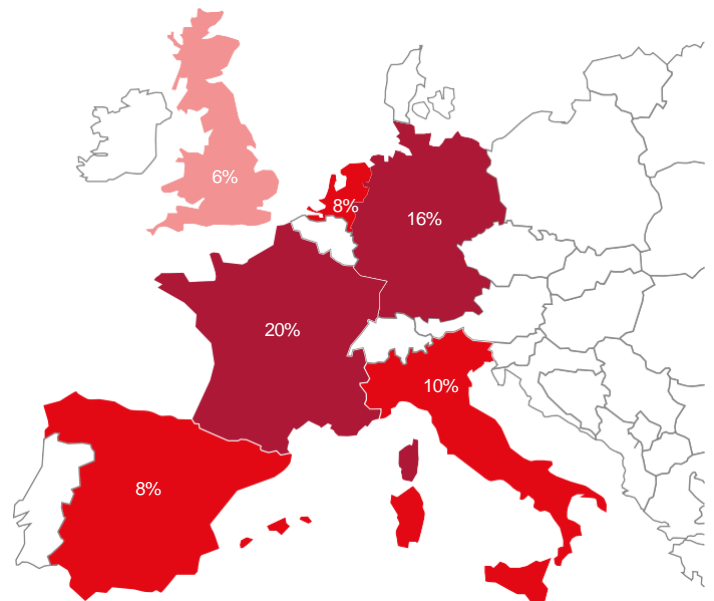
La pression se concentre sur les prêts accordés entre 2016 et 2021, une période caractérisée par des écarts de taux réduits, des ratios prêt/valeur plus élevés et des hypothèses de croissance optimistes. La hausse des taux d'intérêt, la

baisse de la valeur des garanties et l'augmentation des exigences réglementaires en matière de fonds propres ont rendu bon nombre de ces structures de capital non viables à périmètre constant.



### Écart de financement de la dette pour 2026-2028 par pays, en % du montant initial des prêts accordés<sup>5</sup>

Le déficit de refinancement n'est pas réparti de manière uniforme en Europe. Comme le montre le graphique, les déficits sont les plus importants en France et en Allemagne, tandis que le Royaume-Uni est moins exposé, bénéficiant d'une base de prêts plus diversifiée. Cette répartition géographique inégale met en évidence les zones où les tensions liées au refinancement sont les plus fortes et où les capitaux alternatifs sont les plus urgemment nécessaires. La plus part de ces opérations de refinancement sont complexes, impliquant souvent des écarts d'évaluation, des Business plan de transition ou une érosion partielle des capitaux propres. Les canaux traditionnels ont souvent du mal à offrir la rapidité et l'expertise requises. Cela ouvre la voie à des prêteurs privés qui proposent des solutions sur mesure, redonnant ainsi des options aux promoteurs et déployant des capitaux à des conditions attractives et ajustées au risque.



5. AEW « Le pire du refinancement est-il derrière nous ? ».

6 | Communication destinée aux investisseurs professionnels en France.

## Actifs en transition : une opportunité au-delà du périmètre bancaire

Au-delà des pressions liées à la réévaluation et au refinancement, l'opportunité la plus intéressante à long terme réside dans les actifs de transition et de développement, c'est-à-dire les projets nécessitant des capitaux pour se repositionner, améliorer leurs performances ESG ou construire de nouveaux bâtiments.

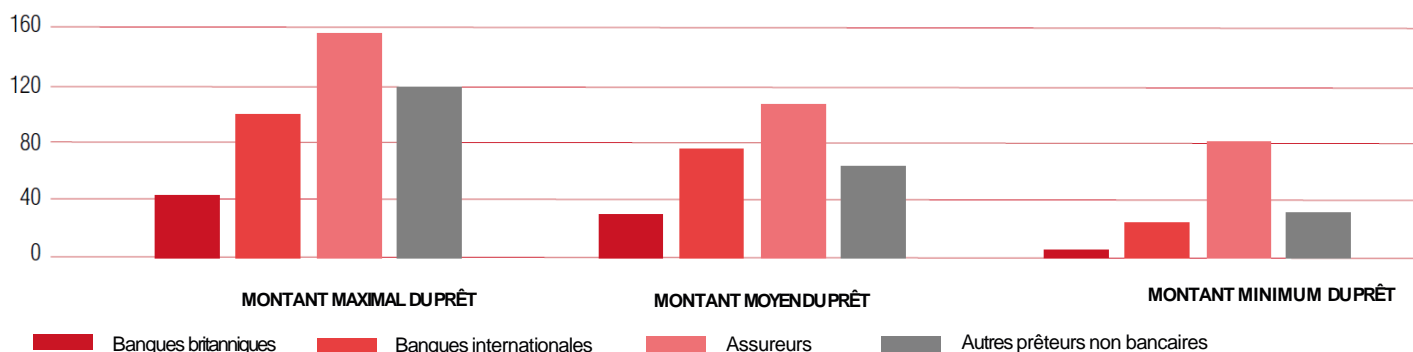
Il s'agit notamment de projets résidentiels et de réaménagements logistiques, où la demande structurelle et une visibilité plus claire sur les débouchés ont stimulé la plupart des activités actuelles en matière de dette privée. Si les bureaux et les commerces sont également représentés,

ils ont tendance à être abordés de manière plus sélective, généralement dans le cadre d'un repositionnement ou d'une conversion en profondeur, plutôt que d'une allocation générale.

### Taille moyenne des prêts au Royaume-Uni par type de prêteur, en millions de livres sterling<sup>6</sup>

Au Royaume-Uni, les assureurs et les prêteurs alternatifs jouent déjà un rôle central sur le marché immobilier commercial. Ils sont en mesure de garantir des prêts d'un montant globalement comparable à ceux des banques nationales et, surtout, d'allouer une part plus importante de leurs portefeuilles au développement, en particulier dans le

secteur résidentiel. À mesure que de nouvelles réglementations s'imposent à travers l'Europe continentale, un changement similaire devrait se produire, conférant progressivement aux prêteurs non bancaires un rôle plus important dans le financement des projets de transition et de développement.



### Exposition au marché britannique par type de prêteur, en %<sup>6</sup>

Pour les prêteurs alternatifs, le financement d'actifs transitoires offre la possibilité de réaliser des marges plus élevées grâce à des protections structurées telles qu'un effet de levier maîtrisé, des prélèvements échelonnés et des hypothèses de sortie prudentes. La capacité à opérer dans différents pays et classes d'actifs ajoute une flexibilité supplémentaire, permettant de déployer les capitaux là où les rendements ajustés au risque sont les plus attractifs.

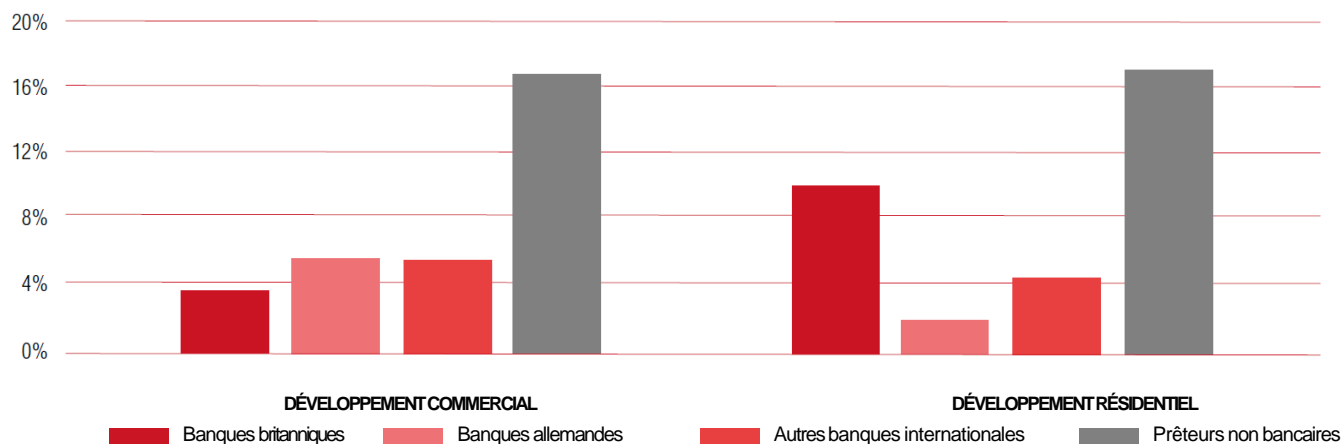
En bref, nous pensons que les actifs transitoires

concentrent les conditions mêmes dans lesquelles les prêteurs privés détiennent un avantage concurrentiel : demande de structuration sur mesure, participation bancaire limitée en raison de contraintes réglementaires et tarification qui continue de refléter la complexité plutôt que le risque pur. En combinant une souscription sélective et un déploiement flexible du capital, les prêteurs alternatifs sont bien placés pour combler le déficit de financement tout en obtenant des rendements ajustés au risque attractifs.

6. LaSalle « Investing in Private Debt », Bayes Business School « European CRE lending, H1 2025 »

Notre analyse a jusqu'à présent mis en évidence un marché en pleine transition structurelle : le durcissement de la réglementation bancaire, la fragmentation persistante et la redéfinition de l'environnement tarifaire sont en train de remodeler le financement de l'immobilier à travers l'Europe. Ces changements ont créé des conditions dans lesquelles les prêteurs privés ne sont plus une présence marginale, mais une source de capital nécessaire, capable d'opérer là

où les canaux traditionnels sont limités. L'accent est désormais mis non plus sur la dynamique du marché, mais sur la constitution de portefeuilles : dans un contexte de hausse des taux, de volatilité des marchés actions et de réévaluation des garanties, quelle place occupe la dette privée immobilière dans l'allocation institutionnelle ? Et quel rôle peut-elle jouer dans le renforcement de la résilience des différentes classes d'actifs ?



## La dette privée immobilière dans les portefeuilles institutionnels : résilience stratégique et pertinence en matière d'allocation

Les perturbations actuelles du marché ont profondément bouleversé la manière dont les investisseurs institutionnels abordent le risque, la liquidité et le rendement. Alors que la préservation du capital redevient une priorité et que l'exposition aux actions reste soumise à de fortes fluctuations de valorisation, la dette privée immobilière est de plus en plus reconnue comme un élément central des stratégies d'investissement, tant dans les portefeuilles immobiliers que dans les stratégies multi-actifs plus larges.

### Comprendre la structure du capital immobilier<sup>7</sup>

La structure du capital est le cadre fondamental du financement immobilier : une hiérarchie qui détermine qui est payé en premier, qui supporte le plus de risques et comment les rendements sont distribués. Pour les investisseurs institutionnels, il s'agit plus que d'une structure technique : c'est un plan directeur qui définit comment la valeur, la sécurité et les avantages sont répartis entre les parties prenantes.

À la base, la dette senior assure la stabilité de la structure grâce à des droits prioritaires sur les garanties, des ratios prêt/valeur prudents et des rendements stables à un chiffre. Les prêts globaux, qui combinent risque senior et risque subordonné, offrent des rendements plus élevés tout en conservant une forte protection contre les baisses. Le financement mezzanine se situe plus haut dans la structure, acceptant la subordination en échange de rendements à deux chiffres, souvent assortis de protections structurées.

7. Source : Emperia.

Les actions privilégiées font le pont entre la dette et la propriété, offrant un revenu prioritaire avec certaines caractéristiques propres aux actions. Au sommet se trouvent les actions ordinaires : elles sont pleinement exposées à la création de valeur, mais sont également les premières à absorber les pertes.

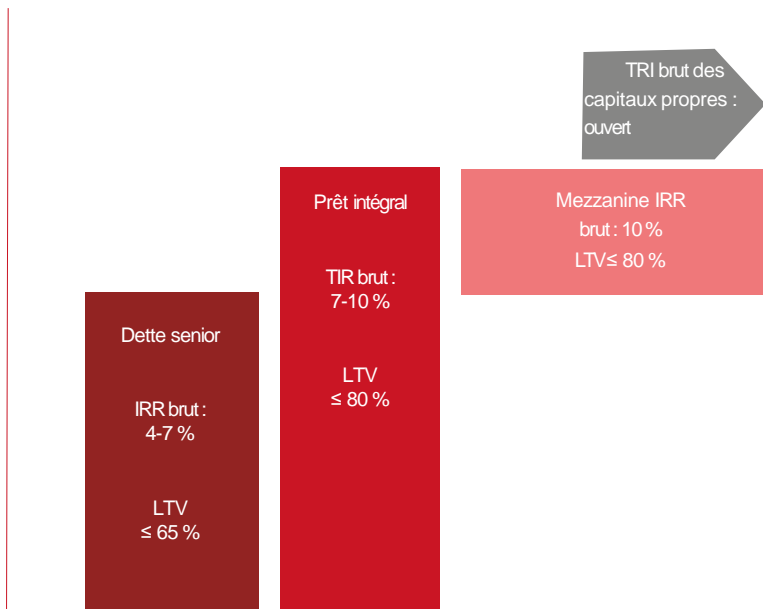
Cette hiérarchie est importante car chaque couche de la structure du capital réagit différemment aux fluctuations du marché. Les dettes à faible risque offrent des flux de trésorerie contractuels et une préservation du capital, tandis que les dettes subordonnées et les actions privilégiées offrent des rendements plus élevés, mais sont plus sensibles aux fluctuations de valeur. Pour les investisseurs, cette structure offre un large éventail de choix pour ajuster

leurs portefeuilles - équilibrer la flexibilité et le revenu avec une participation sélective à la hausse des valorisations.

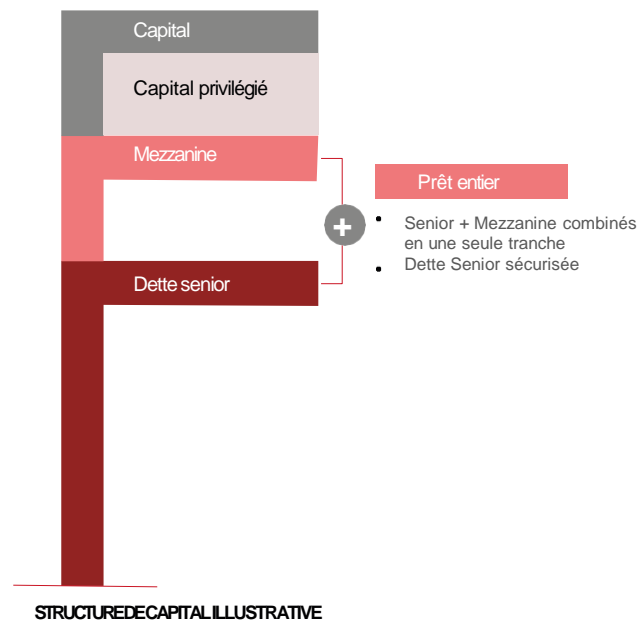
Vu sous cet angle, le caractère distinctif de la dette immobilière apparaît plus clairement. Ses couches inférieures offrent un profil risque-rendement asymétrique : des flux de revenus prévisibles, garantis par des sûretés, soutenus par une structuration prudente et souvent indexés sur l'inflation. Contrairement aux stratégies actions, dont la performance reste exposée aux cycles de marché et à des réévaluations différées, les fonds de dette offrent des flux de trésorerie contractuels ancrés dans des actifs réels et sont moins vulnérables à la volatilité des marchés.

LTV  
(Risque)

**PROFIL RISQUE-RENDEMENT DANS LA STRUCTURE DU CAPITAL**



**STRUCTURE DE FINANCEMENT IMMOBILIER**



**MSCI, avril 2025 – « Les rendements globaux des fonds obligataires ont suivi une trajectoire plus stable que ceux des fonds actions »<sup>8</sup>**

Cette tendance s'est particulièrement manifestée lors de la récente phase de réévaluation. Selon les données MSCI, alors que les fonds immobiliers ont enregistré de fortes baisses en 2023, les stratégies de dette senior ont préservé le capital et continué à générer des rendements stables. Les prêts globaux, bien que légèrement plus exposés, ont également fait preuve d'une forte résilience, malgré le fait qu'il s'agisse d'un segment plus récent avec moins de

données historiques sur les performances. L'écart de performance entre les stratégies actions et obligataires reflète non seulement une divergence cyclique, mais aussi une différence structurelle dans la manière dont chacune réagit aux perturbations des marchés.

Au sein même de la dette privée immobilière, les profils de rendement et de risque varient. La dette senior et les prêts globaux offrent le positionnement le plus défensif, avec des

8. « L'évolution de la dette privée » - Franklin Templeton (2025) ; Les rendements de la dette immobilière ont divergé alors que les actions se redressaient | MSCI.

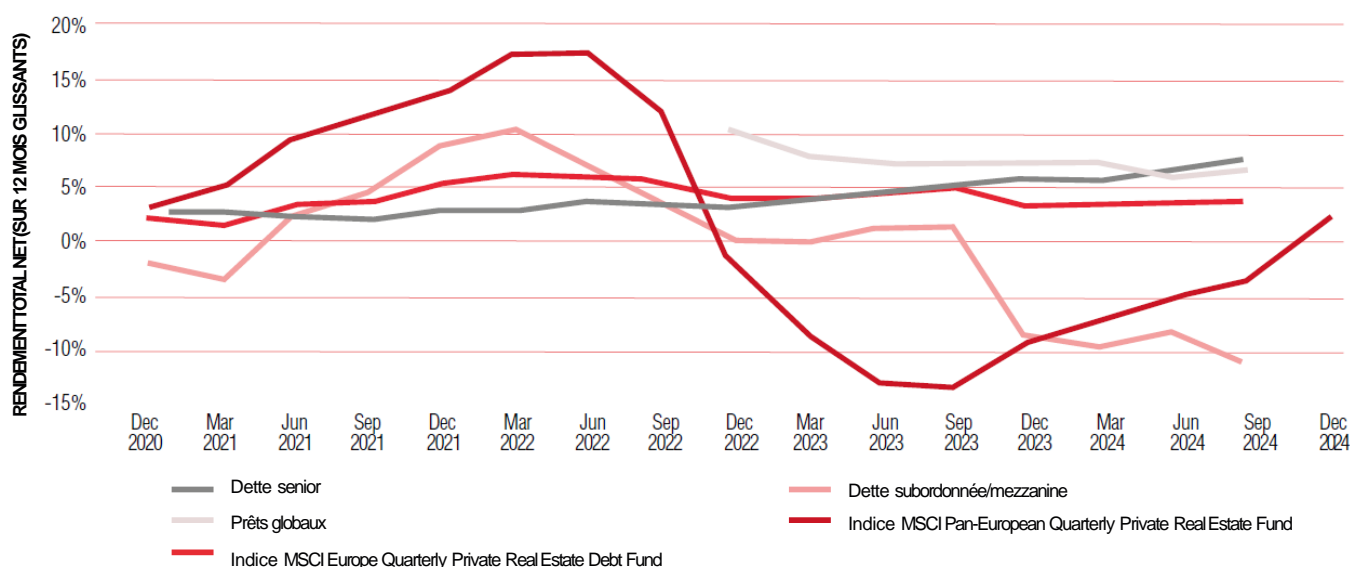
LTVs généralement inférieurs à 70 % et des créances prioritaires sur les revenus et les garanties. Les stratégies mezzanine, en revanche, sont plus sensibles à la réévaluation des actifs, comme le reflète la série MSCI.

Cependant, les prêts seniors et mezzanine conservent des protections structurelles par rapport aux capitaux propres et peuvent offrir des rendements intéressants lorsqu'ils sont utilisés de manière sélective, en particulier dans le cadre de projets présentant des fondamentaux solides et des plans d'exécution crédibles. La combinaison de ces différentes catégories (prêts seniors, prêts globaux et prêts mezzanine) permet aux investisseurs institutionnels d'optimiser à la fois la protection contre les risques de baisse et le potentiel de hausse, en fonction des objectifs de leur portefeuille et de leur appétit pour le risque.

Il est important de noter que l'ajout de dette privée à une allocation immobilière ne remplace pas les actions, mais les complète. Si les rendements des actions restent structurellement plus volatils et cycliques, ils offrent toutefois un potentiel de plus-value.

La dette, en revanche, renforce la résilience du portefeuille en garantissant des revenus prévisibles et en limitant les baisses pendant les périodes de tension sur les marchés. Une répartition bien calibrée entre les stratégies actions et obligataires rapproche les investisseurs de la frontière efficiente, en équilibrant la génération de rendement et la préservation du capital.

Cette complémentarité est encore plus évidente dans les portefeuilles multi-actifs. Les observations de Franklin Templeton mettent en évidence deux enseignements clés pour la construction stratégique d'un portefeuille :



## Corrélations faibles à négatives avec les actifs traditionnels

Ce graphique met en évidence l'une des caractéristiques structurelles les plus intéressantes de la dette immobilière commerciale dans les portefeuilles multi-actifs : sa corrélation faible à négative avec les actions et les obligations traditionnels sur le long terme.

En 2022, année où les actions et les obligations ont subi des baisses importantes, cette caractéristique s'est avérée particulièrement précieuse. La stratégie traditionnelle du portefeuille reposait largement sur les obligations pour amortir les chocs lorsque les actions chutaient. Mais dans un environnement de hausse des taux et de pression

inflationniste, cet effet de diversification s'est effondré. La dette DIC, en revanche, a conservé son rôle stabilisateur.

Ce décalage observé illustre la raison pour laquelle la dette immobilière commerciale n'est pas seulement un catalyseur de rendement, mais un véritable facteur de diversification. Ses moteurs de performance – revenus contractuels, garanties et caractéristiques de taux variable – sont structurellement distincts de ceux des actions ou des obligations cotées en bourse. Cela la rend particulièrement efficace pour atténuer la volatilité du portefeuille lors

d'événements macroéconomiques stressants ou de cycles de réévaluation liés à la politique monétaire.

En résumé, ce graphique confirme la justification d'intégrer la dette immobilière dans les stratégies multi-actifs :

introduire une classe d'actifs qui conserve sa stabilité lorsque les mécanismes de couverture traditionnels, tels que les obligations, ne remplissent pas leur fonction.

	Equities	Aggregate Bonds	High Yield Bonds	Leveraged Loans	Private Credit: Direct Lending	Private Real Estate	Private Real Estate Debt	Private Distressed Debt	Asset-Based Finance
Equities		0.46	0.77	0.89	0.62	-0.17	-0.17	-0.13	0.46
Aggregate Bonds	0.46		0.61	0.46	0.12	-0.39	-0.39	-0.41	0.30
High Yield Bonds	0.77	0.61		0.89	0.52	-0.57	-0.57	-0.47	0.68
Leveraged Loans	0.89	0.46	0.89		0.72	-0.30	-0.36	-0.21	0.56
Private Credit: Direct Lending	0.62	0.12	0.52	0.72		-0.19	-0.38	-0.28	0.64
Private Real Estate	-0.17	-0.39	0.57	-0.30	0.19		-0.40	-0.75	-0.20
Private Real Estate Debt	-0.17	-0.39	0.57	-0.36	-0.38	0.40		0.37	-0.78
Private Distressed Debt	-0.13	-0.41	-0.47	-0.21	0.28	0.75	0.37		-0.06
Asset-Based Finance	0.46	0.30	0.68	0.56	0.64	-0.20	-0.78	-0.06	

« Dette immobilière commerciale : une autre façon d'accéder à l'immobilier »  
Franklin Templeton

## Impact immédiat sur la performance du portefeuille

Ce tableau illustre clairement comment la dette privée immobilière peut améliorer la performance d'un portefeuille. En réaffectant 10 % d'un portefeuille composé à 50/50 d'actions et d'obligations à la dette immobilière commerciale, ce qui donne une structure 60/30/10, le portefeuille offre des rendements plus élevés, une volatilité moindre et un ratio de Sharpe plus élevé, tant aux États-Unis qu'à l'échelle mondiale.

À première vue, on pourrait penser que l'augmentation de la part des actions de 50 % à 60 % entraînerait naturellement une hausse des rendements attendus et que ce changement à lui seul pourrait fausser la comparaison. Cependant, cela rend le résultat encore plus convaincant : malgré la pondération plus élevée des actions, la volatilité globale du portefeuille diminue toujours. Cela renforce l'argument central : la dette immobilière commerciale agit non seulement comme un catalyseur de rendement, mais aussi comme un amortisseur de volatilité, même lorsque l'exposition aux actions augmente.

Cela est particulièrement vrai dans le contexte actuel. Les marchés obligataires ayant perdu une partie de leur rôle historique de stabilisateurs de portefeuille, comme on l'a vu en 2022, la dette immobilière commerciale apparaît comme une alternative intéressante, voire préférable. Ses structures à taux variable indexées sur l'inflation, associées à une forte protection contre les baisses grâce à une souscription prudente, contribuent à un profil risque-rendement plus stable et plus efficace.

D'un point de vue institutionnel, la conclusion est claire : la dette immobilière commerciale remodèle l'architecture de la construction des portefeuilles. Elle offre une source de performance structurellement différenciée qui complète, plutôt que remplace, les classes d'actifs traditionnelles, aidant ainsi les investisseurs à construire des allocations plus équilibrées et plus fiables dans un contexte macroéconomique en mutation.

### COMPARAISONS AUX ÉTATS-UNIS COMPARAISONS MONDIALES

ALLOCATION DU PORTEFEUILLE	50 % Actions 50 % Obligations 0 % Produits alternatifs	60 % Actions 30 % Obligations 0 % de dette immobilière privée	50 % Actions 50 % obligations immobilières alternatives	60 % Actions 30 % obligations immobilières privées
RENDEMENTS ANNUELS	8,02	8,62	6,25	6,95
ÉCART-TYPE ANNUEL	10,06	9,97	11,58	11,25
RATIO D'FORMATION	0,65	0,72	0,41	0,48

« Dette immobilière commerciale : une autre façon d'accéder à l'immobilier » Franklin Templeton

## Plateforme de dette immobilière commerciale de Generali Real Estate : une plateforme conçue pour le marché actuel

Ce qui a été précédemment analysé a mis en évidence une transformation structurelle du marché européen du crédit immobilier : réglementation bancaire plus stricte, fragmentation persistante, réévaluation des garanties et évolution vers des prêts plus sélectifs et axés sur les revenus. En conséquence, la dette immobilière privée n'est plus marginale ; elle est devenue un élément stratégique des portefeuilles institutionnels, offrant une préservation du capital, des rendements stables et une diversification à la fois dans l'immobilier et dans les allocations multi-actifs.

Lancée en 2019, la plateforme "GRE CRE Debt" a été conçue dans cette optique. Elle repose sur la conviction fondamentale que les prêts garantis de premier rang disciplinés peuvent constituer une source de performance résiliente et sous-utilisée, même en période de changement

De cycles du marché. La stratégie vise à générer des revenus prévisibles, à protéger contre les baisses et à optimiser l'efficacité du capital, trois priorités qui correspondent directement aux exigences institutionnelles actuelles.

### Conçue pour la complexité européenne

Le marché européen de la dette immobilière reste structurellement fragmenté, façonné par des pratiques bancaires, des régimes réglementaires et des flux de capitaux divergents. Pour faire face à cette complexité, il faut à la fois une connaissance approfondie du marché local et une envergure institutionnelle.

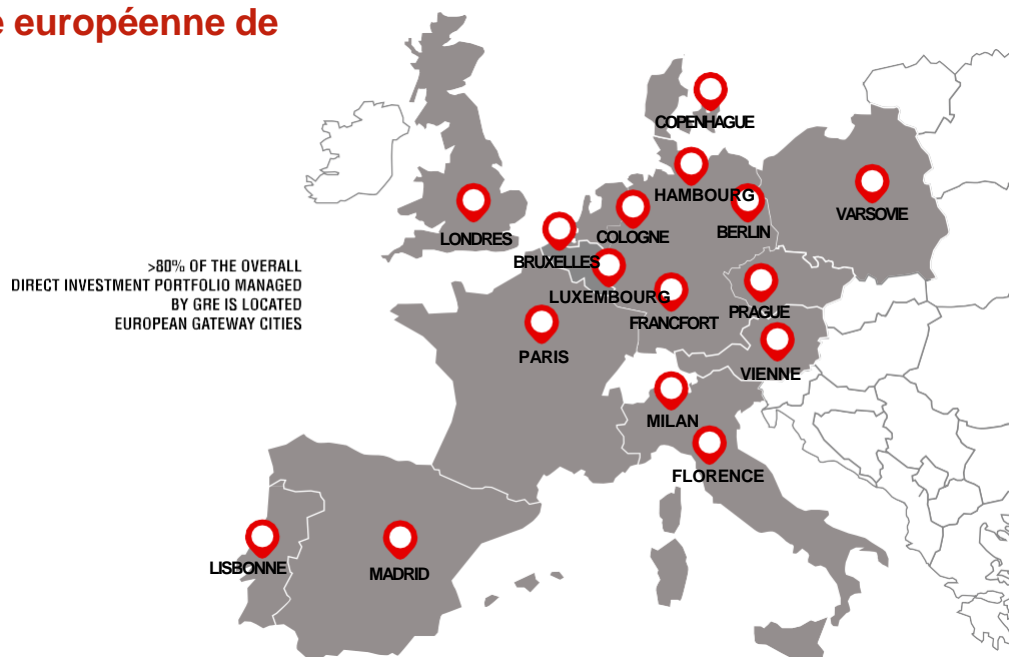
La plateforme "GRE CRE Debt" est organisée en conséquence :

- Une plateforme paneuropéenne axée principalement sur des marchés clés tels que la France, l'Allemagne, l'Italie et le Royaume-Uni, où la plateforme est déployée de manière particulièrement active

- Une plateforme intégrée, couvrant la création, la souscription, la gestion de portefeuille et la gestion des risques
- Une présence sur le terrain grâce aux équipes d'investissement locales de Generali Real Estate.

Cette approche permet un sourcing sélectif, une exécution rapide, une gestion des risques et une structuration sur mesure, autant de fonctionnalités essentielles pour mener à bien des transactions complexes et saisir la valeur relative dans différentes juridictions.

### Présence européenne de GRE



## Une stratégie sélective, adaptée à l'environnement de risque actuel

La plateforme "GRE CRE Debt" se concentre sur les prêts garantis de premier rang avec des LTVs faibles (généralement 55 à 60 %), des garanties de haute qualité et une visibilité claire sur le remboursement. Ses principaux thèmes d'investissement ciblent :

- Les promoteurs Core+ à valeur ajoutée avec des Business plan clairs et des capitaux propres engagés.
- Les secteurs soutenus par des fondamentaux solides : logistique, commerce de détail de première nécessité, bureaux haut de gamme présentant un potentiel de

valeur ajoutée ou de modernisation, et marchés résidentiels en situation de sous-offre

- des actifs en transition, où la sophistication (améliorations ESG, location, pré-stabilisation) peut libérer de la valeur sans diluer la protection des créanciers privilégiés.

Chaque prêt est souscrit sur la base de critères fondamentaux : durabilité des revenus, crédibilité des dépenses d'investissement et clarté de la sortie. Cette stratégie prudente permet d'obtenir des rendements attractifs tout en préservant le capital des prêts seniors.

## La durabilité comme discipline de crédit

Aujourd'hui, pour évaluer la qualité du crédit, il faut aller au-delà des flux de trésorerie immédiats. La performance à long terme d'un actif immobilier dépend de plus en plus de sa capacité à s'adapter à l'évolution de la réglementation, des normes d'exploitation et des attentes du marché. Dans ce contexte, ce que l'on qualifie d'ESG prend toute son sens dans la plateforme "GRE CRE Debt", non pas en tant qu'objectif stratégique à part entière, mais dans le cadre de la discipline de souscription.

Dans la plateforme, l'ESG est évalué à travers le prisme des fondamentaux du crédit. La question centrale est de savoir si un projet

- grâce à des mises à niveau, à la conformité réglementaire ou à des améliorations opérationnelles - peut maintenir la valeur de l'actif pendant toute la durée du prêt. Plutôt que d'appliquer l'ESG comme une superposition thématique, celui-ci est intégré dans le processus de souscription en tant que facteur clé pour évaluer la viabilité à long terme,

parallèlement à la solidité des flux de trésorerie, à la qualité du promoteur et aux conditions de sortie.

Cette approche s'applique à la fois aux actifs transitoires et aux actifs stabilisés du portefeuille. Dans les cas transitoires, les améliorations en matière d'efficacité énergétique ou les processus de certification peuvent être pris en compte par le biais de clauses restrictives, de prélèvements échelonnés ou de conditions d'investissement. Pour les actifs générateurs de revenus, l'accent est mis sur la résilience : données de consommation, exposition réglementaire et évolution des exigences des locataires, afin d'atténuer le risque d'obsolescence potentielle. Les considérations ESG sont donc adaptées au Business plan et ne sont pas traitées comme un élément distinct. Elles font partie intégrante de l'évaluation des risques qui guide les décisions en matière d'allocation de capital et de tarification.

## Alignement sur les objectifs institutionnels

Sur le marché actuel, les investissements institutionnels recherchent la stabilité, la visibilité et le contrôle des risques. La plateforme "GRE CRE Debt" est bien placée pour répondre à ces attentes : avec un TRI brut cible de 4,5 à 5,0 % et des marges comprises entre 200 et 225 points de base, la stratégie offre des performances attractives, sans effet de levier et sans prendre de risque similaire à celui des actions.

Du point de vue de l'allocation, « la plateforme » joue un rôle stabilisateur : elle permet d'ancrer les revenus, d'atténuer les baisses et de compléter les stratégies plus directionnelles en matière d'actions ou de mezzanine. Dans un marché en pleine réévaluation, où la sélectivité et la discipline en matière de capital sont des conditions préalables, la plateforme "GRE CRE Debt" offre une opportunité d'investissement cohérente et spécialement conçue à cet effet.

## A retenir

Dans cet article, nous avons examiné la transformation structurelle du marché européen du crédit immobilier, sous l'effet du durcissement de la réglementation bancaire, de la fragmentation persistante du marché et d'une réévaluation généralisée des actifs. Nous avons analysé comment ces dynamiques, conjuguées à un mur de refinancement imminent et au retrait des banques des prêts à la transition et au développement, renforcent le rôle des prêteurs privés à travers le continent.

Les chiffres montrent que la dette privée immobilière offre une combinaison unique d'avantages en termes de revenus contractuels, de préservation du capital et de diversification, avec un profil risque-rendement qui s'est révélé solide malgré les récentes perturbations du marché. Son intégration dans les portefeuilles institutionnels, que ce soit dans le cadre d'une allocation immobilière ou une stratégie

multi-actifs plus large peut améliorer les rendements, réduire la volatilité et améliorer l'efficacité globale du portefeuille.

Enfin, nous avons souligné comment des plateformes telles que la plateforme « GRE CRE Debt », grâce à leur portée paneuropéenne, leur souscription rigoureuse et leur concentration sur les prêts garantis de premier rang, sont bien placées pour saisir ces opportunités de manière sélective. Dans un environnement caractérisé par des taux plus élevés, une base de garanties réévaluée et un écosystème de crédit structurellement rééquilibré, la dette immobilière privée n'est plus seulement une option attrayante, elle devient un pilier essentiel des allocations institutionnelles résilientes à long terme.

### Autres sources

« Shifting Dynamics in the CRE Lending Market » (Évolution du marché des prêts immobiliers commerciaux) - Neuberger Berman, Bayes 2025. Graphique tiré de « Private RE Credit as a Replacement to Traditional Fixed Income Investments » (Le crédit immobilier privé en remplacement des placements à revenu fixe traditionnels) – Fiera Real Estate.

Quel sera l'impact des nouvelles réglementations Bâle IV sur le financement immobilier ?, Demary, Markus ; Voigtländer, Michael (2020) : L'impact de Bâle IV sur le financement immobilier, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Cologne.

### Informations importantes

La présente communication concerne les entités énumérées ci-dessous et ne constitue pas une communication marketing relative à un fonds, un produit d'investissement ou des services d'investissement dans votre pays. Le présent document n'a pas pour objectif de fournir des conseils en matière d'investissement, de fiscalité, de comptabilité, de nature professionnelle ou juridique.

Generali Real Estate SGR S.p.A. (« Generali Real Estate ») est agréée en tant que gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) en Italie, réglementée par la Banque d'Italie  
- Via Machiavelli 4, Trieste, 34132, Italie - CM : 15249 - LEI : 8156006D61AB65BBC492

Generali Investments Luxembourg S.A. est une société anonyme de droit luxembourgeois, agréée en tant que société de gestion d'OPCVM et gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) au Luxembourg, réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) - Code CSSF : SO0000988 LEI : 222100FSOH054LBKJL62.

Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio est une société italienne de gestion d'actifs réglementée par la Banque d'Italie et désignée pour agir en tant que promoteur commercial du Fonds dans les pays de l'UE/EEE où le Fonds est enregistré pour la distribution - Via Niccolò Machiavelli 4, Trieste, 34132, Italie - C.M.  
n° 15376 - LEI : 549300DDG9IDT00X8E20.

Les opinions ou prévisions fournies sont valables à la date indiquée, peuvent être modifiées sans préavis, ne préjugent pas des résultats futurs et ne constituent en aucun cas une recommandation ou une offre de produits ou services d'investissement. Le présent document est destiné exclusivement aux investisseurs professionnels. Il n'est pas destiné aux investisseurs particuliers ni aux personnes américaines, telles que définies dans le règlement S du Securities Act américain de 1933, tel que modifié. Les informations sont fournies par Generali Real Estate SGR S.p.A. (l'« Émetteur »). Sauf indication contraire, toutes les données utilisées dans le présent document sont fournies par l'Émetteur. Ce document et son contenu ne peuvent être reproduits ou distribués, en tout ou en partie, sans l'autorisation écrite expresse de l'Émetteur.