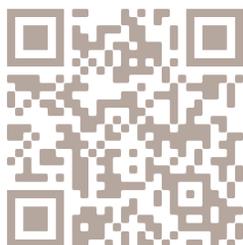




GENERALI REAL ESTATE



www.generalirealestate.com

Part of



GENERALI
INVESTMENTS

Aprile 2022

PRIVATE COMMERCIAL REAL ESTATE DEBT
Un'alternativa redditizia alle obbligazioni *investment grade*
Introduzione

In un contesto contraddistinto da bassi rendimenti dei titoli di Stato, gli investitori istituzionali stanno progressivamente aumentando la loro *asset allocation* strategica a favore di *asset class alternative*, che sono tipicamente meno volatili ma comunque in grado di generare un maggior rendimento rispetto ai titoli obbligazionari. Nell'ambito di questo mercato, il settore immobiliare sta riscuotendo grande interesse presso gli investitori. I **finanziamenti garantiti da ipoteca su immobili («CRE», *commercial real estate debt*) costituiscono un'ampia porzione del mercato.**

A causa dei vincoli normativi e della scarsa propensione al rischio da parte del settore bancario europeo nel corso degli ultimi anni, i ***lender* non bancari hanno l'opportunità di colmare il *financing gap* riscontrato recentemente nel settore immobiliare.**

Il mercato dei prestiti garantiti da ipoteca su immobili è diventato sempre più ampio e presenta un ampio **potenziale di crescita**. Contrariamente al mercato statunitense ove la presenza di *lender* alternativi è maggiormente consolidata, **ad oggi sul mercato europeo del debito immobiliare si muovono per lo più *lender* tradizionali.**

Nonostante nell'ultimo decennio ci sia stata una costante riduzione dei tassi d'interesse, i margini sui *senior loan* immobiliari sono rimasti abbastanza stabili, rendendo interessante l'asset class del debito real estate se messa in relazione al basso profilo di rischio.

Alla luce dei bassi rendimenti obbligazionari nel mercato europeo, il «CRE *debt*» è in grado di offrire agli investitori rendimenti attraenti e stabili, dimostrandosi **complementare al mercato dell'equity immobiliare.**

 Figura 1 – Vantaggi offerti da un *asset manager* in ambito immobiliare

 I *lender* alternativi si avvalgono di solide competenze interne per analizzare gli investimenti in CRE *debt*
FINANZIATORE

Forte visibilità sul mercato sottostante

- Rapporto esistente con il prenditore
- Esperienza e competenza


GESTIONE DEI «DOWNSIDE»

- Capacità di asset management
- Elaborazione di strategie e relativa implementazione


ASSET SOTTOSTANTE

Esperienza nel campo degli investimenti immobiliari diretti

- Fondamentali di mercato
- Ubicazione/ settore/ qualità
- Capacità di generare *cash flow*


CONDIZIONI DEL DEBITO

Competenze di gestione del rischio

- *Loan-to-value*
- Indice di copertura degli interessi
- Scadenza



PRIVATE COMMERCIAL REAL ESTATE DEBT
Un'alternativa redditizia alle obbligazioni *investment grade*
Il mercato del debito immobiliare

Il mercato del debito immobiliare in Europa è stato storicamente dominato dalle banche che, dalla crisi finanziaria globale, hanno deciso di implementare significativi cambiamenti strutturali. Inoltre, la pandemia ha accelerato i *trend* preesistenti ed oggi il sistema bancario europeo è sempre più impegnato a sostenere la ripresa delle imprese e dell'economia reale.

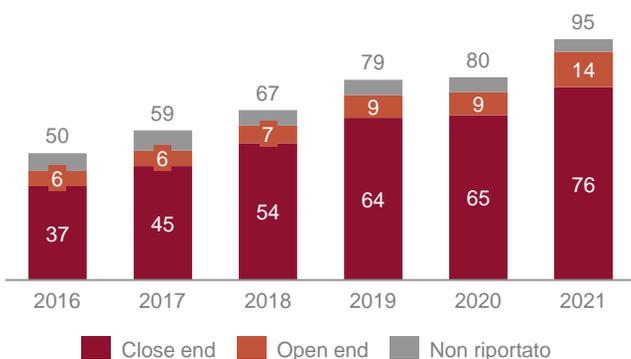
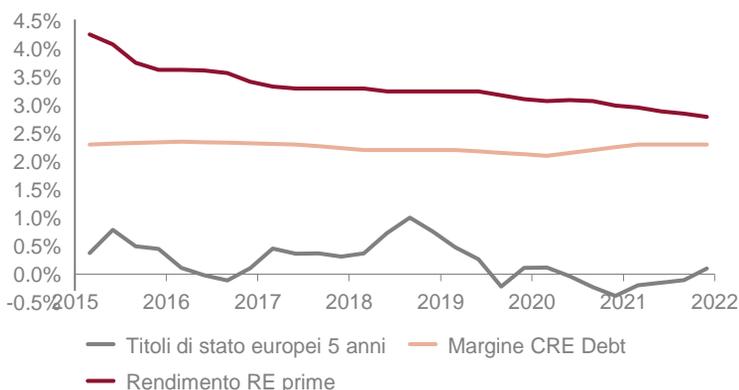
Dalla crisi finanziaria globale del 2008, le banche hanno ridotto l'indebitamento nei loro bilanci nonché la loro esposizione ai finanziamenti immobiliari in seguito alla modifica di normative sempre più stringenti in tal senso. Gli accordi di Basilea II e III hanno penalizzato i finanziamenti delle banche con sottostante immobiliare che sono caratterizzati da maggiore assorbimento. Da qui è nata una grande opportunità per i lender non bancari: entrare in un mercato in crescita grazie al crescente appeal del mercato immobiliare e alla scarsa concorrenza da parte degli istituti di credito tradizionali. Come dimostrano i dati di INREV in relazione al mercato immobiliare non quotato europeo (si veda la Figura 2), il numero dei veicoli di debito nel 2021 è pari a 95, quasi raddoppiando il dato del 2016.

Tuttavia, il mercato del debito immobiliare può presentare delle criticità a causa dei rischi correlati al potenziale deterioramento del valore degli asset sottostanti e delle condizioni dell'economia in generale. Questi rischi possono essere mitigati mediante progetti di finanziamento caratterizzati da un'alta qualità del sottostante (e.g. ubicazione, *tenant*, caratteristiche tecniche dell'immobile), negoziando stringenti clausole protettive (e.g. ipoteche di primo grado/ LTV) e costruendo un portafoglio ben diversificato (e.g. debitori, tipologie di asset e territorio geografico).

Alla luce di queste opportunità, nel corso degli ultimi anni, gli investitori si sono rivolti al debito immobiliare principalmente per le seguenti ragioni:

- i rendimenti sono più interessanti rispetto ai titoli obbligazionari governativi (i rendimenti dei titoli di Stato sono stati a lungo in terreno negativo, si veda la Figura 3);
- la possibilità di limitare il *downside risk* qualora il valore degli immobili dovesse diminuire;
- la relativa breve durata protegge da un eventuale rialzo dei tassi d'interesse.

In sostanza, i fondi di investimento in debito immobiliare rappresentano un'opportunità di investimento redditizia ed allo stesso tempo garantiscono una buona protezione contro il *downside risk*. Questo vale soprattutto per l'esposizione del debito immobiliare senior, ove un "cuscinetto" tipicamente maggiore del 30/40% di equity/ mezzanino, protegge gli investitori. Inoltre, il ricorso al mercato del debito tipicamente immobiliare, consente agli investitori di diversificare la propria esposizione da eventuali perdite.

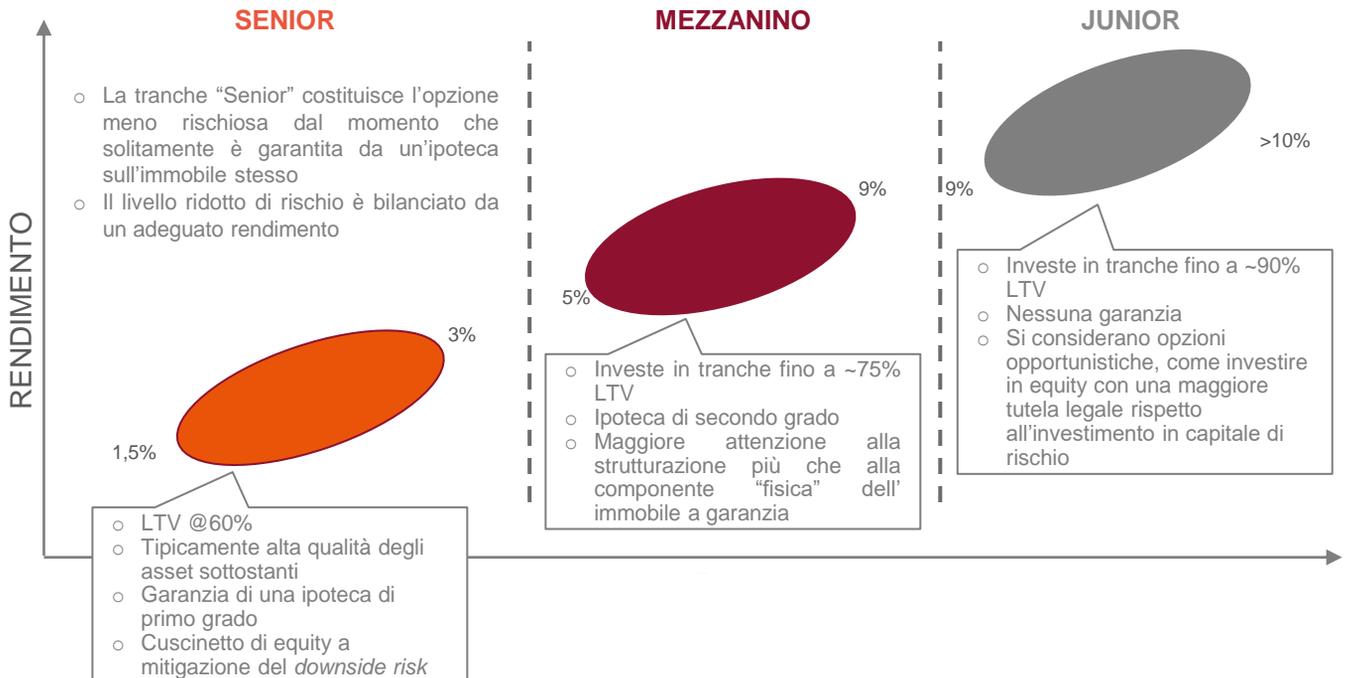
Figura 2 - Numero dei veicoli di debito di INREV¹

Figura 3 - Confronto tra rendimenti immobiliari prime e titoli di Stato & rendimenti di debito CRE²


1. INREV "Debt Vehicles Universe 2021" Report; 2. Analisi interna Generali Real Estate; CBRE, Bloomberg. Si osservi che il Rendimento Real Estate Prime e i titoli di Stato europei a 5 anni sono ponderati in base all'esposizione geografica del fondo di debito Generali Real Estate

PRIVATE COMMERCIAL REAL ESTATE DEBT
Un'alternativa redditizia alle obbligazioni *investment grade*

Il debito immobiliare trova applicazione in tutta la catena del valore dell'industria immobiliare, tra cui l'acquisto di immobili (solitamente più stabili e meno rischiose dato che si basano su un immobile che produce reddito), i progetti di valorizzazione (che solitamente prevedono la ristrutturazione/ il riposizionamento dell'immobile) e gli sviluppi immobiliari. A seconda della propensione al rischio, gli investimenti in debito CRE possono essere suddivisi in tre tranches (Figura 4).

Figura 4 - Panoramica delle tranches del capitale di debito CRE



Il mercato europeo del debito CRE senior

Nonostante la significativa diminuzione dei tassi d'interesse, i margini del debito immobiliare sono recentemente rimasti abbastanza stabili. Secondo i dati forniti dall'*advisor* di servizi immobiliari CBRE, i margini medi dei finanziamenti immobiliari *senior* in Europa, variano tra i 90 bps della Danimarca, i 110 bps della Germania, i 130 bps della Francia e i 220 bps dell'Italia, a seconda dell'*asset class* e della collocazione geografica.

Il mercato del debito real estate, in quanto garantito da beni immobili e/o progetti di sviluppo immobiliare, è direttamente influenzato dai *trend* economici scaturiti a seguito della pandemia da Covid-19 e relativi alle specifiche *asset class* immobiliari:



UFFICI

Si privilegiano edifici di elevata qualità e comfort dotati di soluzioni high-tech e localizzati in buone *location*



LOGISTICA

Le mutate esigenze dei consumatori e il consolidarsi di determinate tendenze – si pensi all'e-commerce – contribuiscono al potenziamento e a maggiori investimenti nel settore della logistica



RETAIL

Alla luce dei cambiamenti avvenuti nel comportamento dei consumatori, il settore *retail* si sta adattando rapidamente ai nuovi *trend* di mercato e la strategia vincente è l'omnicanalità

PRIVATE COMMERCIAL REAL ESTATE DEBT
Un'alternativa redditizia alle obbligazioni *investment grade*

Sebbene l'investimento nel mercato del debito presenti un profilo di rischio più basso rispetto all'investimento in equity, è comunque possibile attuare una strategia di mitigazione del rischio tramite diversificazione, creando portafogli con un approccio multisettoriale ed internazionale, con un ampio numero di debitori/ *sponsor*.

È inoltre fondamentale la gestione della leva finanziaria (LTV, *loan-to-value*). Prima della crisi finanziaria globale, i *lender* concedevano prestiti con un LTV molto elevato (fino al 90% in alcuni mercati come quello tedesco). Ad oggi, il LTV medio per i *senior loan* in ambito immobiliare in Europa equivale a circa il 60% del valore degli immobili sottostanti¹; questo consente di proteggere i *lender* da una riduzione fino al 30-40% dei valori del *collateral*. I livelli di LTV più bassi che vediamo oggi, sono una diretta conseguenza degli importanti interventi di natura normativa che stabiliscono requisiti patrimoniali più elevati, nonché della maggiore vigilanza a cui sono soggette le attività bancarie, anche in seguito alle turbolenze derivanti dalla crisi pandemica si pone maggiore attenzione all'andamento dei livelli di LTV.

Con l'aumento dei prezzi di mercato osservato in media nel corso degli ultimi anni, è essenziale che le stime immobiliari siano accurate e che si adotti un'efficiente procedura di *due diligence*. In sede di chiusura dei finanziamenti, con il *borrower* devono essere debitamente stipulati *covenant* appropriati, ovvero clausole specifiche che testino sia il valore dell'immobile sia la sua capacità di generare *cash flow*.

Come illustrato nella tabella sottostante, i rendimenti stabili e resilienti del debito immobiliare possono essere un'attrattiva per gli investitori a lungo termine, specialmente se garantiti da asset liquidi/ di elevata qualità ubicati nelle principali città europee.

Figura 5 – Principali indicatori dei finanziamenti immobiliare *senior* [%]²

Città	Prime Office			Prime Retail			Prime Logistics		
	LTV	Margine	Costo totale del debito	LTV	Margine	Costo totale del debito	LTV	Margine	Costo totale del debito
Parigi	60	1,20	1,30	55	1,30	1,40	60	1,20	1,30
Francoforte	60	1,00	1,14	60	1,20	1,38	60	1,00	1,10
Amsterdam	60	1,20	1,27	55	1,50	1,60	60	1,10	1,17
Bruxelles	60	1,20	1,27	55	1,50	1,60	60	1,10	1,17
Londra	55	1,65	2,49	50	3,00	3,90	60	1,65	2,49
Copenaghen	60	0,90	1,03	60	0,90	1,03	60	0,90	1,03
Milano	55	1,80	1,95	50	3,00	3,20	60	1,70	1,85
Madrid	55	1,50	1,65	60	1,50	1,65	55	1,50	1,65
Varsavia	60	1,80	1,92	-	-	-	60	1,70	1,82
Vienna	65	1,95	2,05	65	2,20	2,30	65	1,95	2,05
Praga	62,5	2,05	2,15	60	2,20	2,30	62,5	2,05	2,15

PRIVATE COMMERCIAL REAL ESTATE DEBT
Un'alternativa redditizia alle obbligazioni *investment grade*
Situazione macroeconomica e impatto a medio termine sul debito CRE

Nella seduta di Dicembre del 2021, la BCE ha annunciato lo stop del QE (Quantitative Easing) «pandemico». Infatti, alla fine del mese di marzo del 2022, viene sospeso il Programma di acquisto per l'emergenza pandemica ("PEPP", Pandemic Emergency Purchase Programme).

Alla luce della ripresa economica e dell'aumento dell'inflazione, le banche centrali hanno iniziato ad abbandonare la politica monetaria ultra tollerante adottata in seguito allo scoppio dell'epidemia da Covid-19 ed alla successiva contrazione del PIL avvenuta nel 2020. Nel medio periodo, si prevede un aumento dei tassi d'interesse che limiteranno l'espansione economica, mentre i rendimenti dei titoli di Stato dovrebbero rimanere a livelli storicamente bassi.

In un ambiente caratterizzato dall'aumento dei tassi d'interesse, il debito immobiliare, strutturato in forma di prestiti a tasso variabile, offre agli investitori la possibilità di evitare il rischio connesso alla *duration* finanziaria e quindi di ottenere interessi aggiuntivi a seguito di ulteriori aumenti dei tassi (si veda la Figura 7).

POLITICA MONETARIA

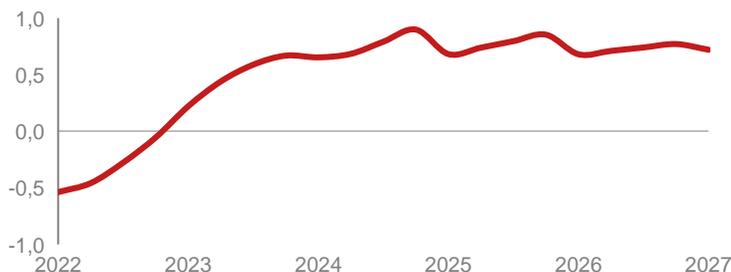
Dopo un lungo periodo di politiche molto accomodanti, le banche centrali dovrebbero alleggerire la loro politica monetaria nel 2022

Figura 6 – Andamento dei tassi d'interesse¹

Indici principali	2021	2022 Δbps	2023 Δbps
UK 1 10 Yr Corp	2,64%	+3	+8
UK 10 Yr Corp	1,25%	+11	+11
Euro High Yield	2,71%	+18	-131
1-Mo LIBOR	0,08%	-	(7)
Titoli di Stato 10anni			
Austria	0,12%	+12	+51
Belgio	0,19%	+11	+53
Danimarca	0,15%	+6	+59
Finlandia	0,12%	+13	+50
Francia	0,22%	+11	+52
Germania	(0,11%)	+11	+46
Irlanda	0,26%	+12	+48
Italia	0,97%	+18	+21
Paesi Bassi	0,02%	+13	+49
Norvegia	1,73%	+27	+99
Svizzera	(0,08%)	+9	+45
Spagna	0,51%	+10	+32
Svezia	0,40%	+6	+40
Regno Unito	1,14%	+22	+86
USA	1,63%	+19	+79

OPPORTUNITÀ OFFERTE DAL DEBITO CRE

Il debito immobiliare ha dimostrato stabilità in termini di margini nonostante una diminuzione dei rendimenti sia per quanto riguarda il real estate equity sia sul lato obbligazionario. In futuro, si prevede un incremento, seppur limitato

Figura 7 – Tassi forward Euribor 3 mesi (prossimi 5 anni a partire da febbraio 2022)² [%]


PRIVATE COMMERCIAL REAL ESTATE DEBT**Un'alternativa redditizia alle obbligazioni *investment grade*****Approccio alla sostenibilità del debito CRE**

Il tema della sostenibilità, nel mercato del debito immobiliare, dipende direttamente dalle caratteristiche ambientali dell'asset sottostante. Per soddisfare gli standard più attuali in materia di sostenibilità, gli immobili devono possedere un elevato grado di efficienza energetica, che consente di ridurre le emissioni di gas serra. Qualora vi sia necessità di uno sviluppo immobiliare/ riqualificazione, i progetti ed i relativi materiali devono conformarsi a stringenti standard ambientali e tecnici.

Tra le linee guida ambientali che lo *sponsor* dell'iniziativa può implementare sull'immobile, vi sono: (i) progettazione sostenibile di ogni nuovo sviluppo; (ii) investimenti finalizzati ad assicurare la riduzione del consumo energetico e l'emissione di gas serra; (iii) ottimizzazione della prestazione tramite un sistema di monitoraggio e (iv) stipulazione di contratti di locazione *green* con i conduttori, così da sensibilizzare l'approccio ai consumi.

Per valutare in maniera indipendente le caratteristiche ESG di un immobile, i *lender*, solitamente, si rivolgono a società internazionali specializzate in valutazioni ambientali come Leed o BREEAM, affinché conducano le loro analisi ed emettano la certificazione «green» dell'immobile.

La visione di Generali Real Estate sul debito: dalla teoria alla pratica

Generali Real Estate, nel corso del 2019, ha lanciato una strategia dedicata al debito immobiliare con il fondo d'investimento "GREDIF I" (Generali Real Estate Debt Investment Fund I). La strategia si fonda sulla pluriennale esperienza nel settore dei finanziamenti immobiliari diretti (più di €1 miliardo di finanziamenti in tutta Europa) per conto del Gruppo Generali.

La strategia del fondo GREDIF I, mira a generare e distribuire reddito agli investitori in maniera stabile e con bassa correlazione rispetto al mercato dell'equity real estate. La politica d'investimento prevede l'esposizione a senior loan con scadenza media tra cinque e sette anni, garantiti da asset sottostanti con diversi profili di rischio (core, core plus, value add) e diversificazione geografica internazionale.

Alla fine del 2021, il fondo GREDIF I ha investito circa €900 milioni in 20 *loans* con immobili sottostanti localizzati in Francia, Germania, Italia, Regno Unito, Spagna, Finlandia e altri paesi dell'UE, con un margine medio del 2,3% e un LTV medio ponderato del 50%.

L'ESPERIENZA DEL GRUPPO GENERALI E LA SOTTOSCRIZIONE DI GENERALI REAL ESTATE

Con un team specializzato in equity e *private debt* in campo immobiliare, Generali Real Estate, che conta circa 370 professionisti in 9 uffici europei, ha le *skills/* capacità per poter valutare ogni collaterale/ investimento sfruttando le proprie competenze nella gestione degli investimenti, al fine di analizzare l'affidabilità e la solidità del progetto sottostante. Durante la fase di sottoscrizione, ad esempio, grazie alle conoscenze e competenze approfondite nel mercato dell'equity immobiliare, il team è in grado di comprendere se il *business plan* del *lender* si basa su ipotesi ragionevoli/ sostenibili e se la valutazione dell'immobile è in linea con i trend di mercato.

COINVOLGIMENTO DI PIÙ SPONSOR/ BANCHE

Il team ha un'ottima visibilità sul mercato europeo grazie alle ampie relazioni instaurate nel corso degli anni con solidi finanziatori, istituti di credito e partner internazionali. Le transazioni si svolgono sia direttamente tramite l'approccio diretto dei creditori e tramite i finanziatori, sia indirettamente tramite un pool di banche.

PRIVATE COMMERCIAL REAL ESTATE DEBT
Un'alternativa redditizia alle obbligazioni *investment grade*
La piattaforma *private debt* di Generali Real Estate: implementare i criteri ESG sia a livello di sottostante che di sponsor

Le tematiche ambientali, sociali e di governance sono al centro della strategia immobiliare di Generali. Nell'ambito del percorso che il Gruppo Generali sta intraprendendo verso la sostenibilità, Generali Real Estate ha progettato uno specifico *framework ESG* per il fondo GREDIF I, in linea con i Principi dei Green Bond elaborati dall'International Capital Market Association (ICMA).

Il fondo ha così ottenuto la seguente valutazione da un importante consulente internazionale in materia ESG: *“Il Framework ESG GREDIF I è credibile e di forte impatto e avrà effetti positivi sull'ambiente. Riteniamo che i principi di impatto ambientale e trasparenza che ispirano il settore degli investimenti verdi e socialmente responsabili nonché molte delle sue norme e dei suoi standard, siano applicabili ai fondi di debito green e che il Fondo aderisca pienamente a questi principi”*.

Ad oggi, oltre il 70% degli asset sottostanti il fondo GREDIF I, possiede la certificazione «green» rilasciata dai più importanti organismi di certificazione del settore.

Il prossimo fondo di debito immobiliare di GRE, denominato “GREDIF II” e basato sulla stessa strategia del fondo GREDIF I, verrà lanciato nel secondo trimestre 2022. La sostenibilità sarà una priorità del fondo ed infatti, sarà classificato conformemente all'Articolo n. 8¹ della *Sustainable Finance Disclosure Regulation* («SFDR»)².

Gli investimenti del fondo GREDIF II riguarderanno esclusivamente prestiti garantiti da immobili con credenziali ESG oggettive. Al fine di sviluppare questa strategia, **Generali Real Estate ha elaborato una scorecard proprietaria basata su una serie di KPI di sostenibilità; come già detto, quest'ultima costituirà un elemento vincolante del processo decisionale di investimento.**

Le caratteristiche ESG dei progetti sottoposti a valutazione vengono analizzate durante il processo di sottoscrizione in base a (i) le caratteristiche ambientali e sociali degli asset sottostanti e (ii) l'impegno del *lender* a favore della sostenibilità all'interno dei propri processi e politiche. La decisione di investire nel progetto proposto avrà esito positivo solo se il punteggio raggiungerà **la soglia minima ESG**.

Figura 8 – Funzionamento della scorecard di Generali Real Estate sul debito CRE

Perimetro di valutazione	Ambiente	Sociale	Governance	PUNTEGGIO		Approvato	Rifiutato
				Qualità	Intervallo		
Punteggio dell'asset	XX	XX	XX	Molto buono	XX- 100	Approvato	
Punteggio del finanziatore	XX	XX	XX	Buono	XX- <XX		
				Sufficiente	XX - <XX	Rifiutato	
				Insufficiente	0 - <XX		

1. Un prodotto finanziario promuove, tra l'altro, caratteristiche ambientali o sociali o una combinazione delle stesse.

2. Per ulteriori informazioni sul Framework SFDR di Generali Real Estate si rimanda alla Policy “Sustainability policy and adverse sustainability impact statement implementation of regulation (EU) 2019/2088 art. 3 e art. 4” al seguente link: <https://www.generali realestate.com/regulatory/>

PRIVATE COMMERCIAL REAL ESTATE DEBT**Un'alternativa redditizia alle obbligazioni *investment grade*****Il Fondo di emergenza di Generali da 3 milioni di euro e la Campagna globale di raccolta fondi per le famiglie e i bambini dell'Ucraina**

In linea con il nostro *purpose* e il nostro impegno a sostenere le comunità quando ne hanno più bisogno, Generali ha deciso di creare un Fondo di Emergenza da 3 milioni di euro per sostenere i programmi per i rifugiati in prima linea nella risposta umanitaria in Ucraina e di lanciare una campagna globale di raccolta fondi.



Facendo leva sul network di The Human Safety Net, tutti i fondi saranno destinati a sostenere l'UNICEF nel lavoro che svolgerà nelle prossime settimane e mesi a favore delle famiglie colpite con bambini. Le donazioni raccolte saranno raddoppiate da Generali.

È possibile partecipare a questa raccolta fondi per sostenere le persone colpite dal conflitto attraverso [questa pagina](#).



Aldo Mazzocco,
GRE CEO & GM e Presidente GRE SGR
aldo.mazzocco@gre.generalis.com



Alberto Agazzi,
GRE SGR CEO & GM
alberto.agazzi@gre.generalis.com



Nicholas Garattini,
Head of Business Development &
Investor Relations
nicholas.garattini@gre.generalis.com



Nunzio Laurenziello,
Head of CRE Debt Funds
nunzio.laurenziello@gre.generalis.com

**Generali
Real
Estate**

Generali Real Estate ("GRE") è una società specializzata nella gestione di patrimoni immobiliari che gestisce attualmente attività per 36,3 miliardi di euro

GRE fa parte del Gruppo Generali, una delle principali compagnie assicurative europee

GRE ha un'impronta paneuropea unica, con un team di circa 370 persone dislocate in nove uffici europei

Storicamente, GRE ha gestito per lo più l'intero processo della catena del valore del Real Estate sviluppando capacità industriali senza pari

GRE, coerentemente con la strategia del Gruppo Generali, al servizio del Gruppo (undicesimo investitore mondiale nel Real Estate) sta ampliando il proprio catalogo prodotti grazie a dieci veicoli internazionali e rivolti a clienti esterni e istituzionali

Solo per investitori professionali soggetti alla Direttiva 2014/65/UE che agiscono in proprio o per conto di terzi su base discrezionale.

Il presente documento è a scopo informativo e non costituisce un'offerta o una richiesta. Nella preparazione del presente documento, Generali Real Estate SGR SpA "GRE SGR" ha adottato ogni ragionevole cura e diligenza per fornire al destinatario informazioni aggiornate, corrette e chiare, mentre le informazioni in esso contenute sono ritenute accurate, nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è o sarà data da GRE SGR circa l'accuratezza, la completezza o la correttezza del presente documento e nessuna responsabilità è accettata per la sua accuratezza o sufficienza o per eventuali errori, omissioni o inesattezze o negligenze.

Alcune informazioni contenute nel presente documento sono state ottenute da fonti esterne a GRE SGR. Sebbene tali informazioni siano ritenute affidabili per i loro scopi, non viene fatta alcuna dichiarazione in merito alla loro accuratezza o completezza. GRE SGR non si assume alcuna responsabilità e non ha verificato in modo indipendente tali informazioni. Inoltre, alcune informazioni in esso contenute possono rappresentare dichiarazioni previsionali e/o basate su informazioni e convinzioni. Tali dichiarazioni sono soggette a modifiche per una serie di motivi e non devono essere considerate attendibili. Ulteriori informazioni sui prodotti e servizi forniti da GRE SGR sono disponibili sul nostro sito web www.generalirealestate.com