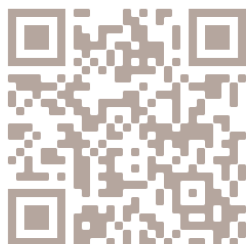




GENERALI REAL ESTATE



www.generalirealestate.com

Part of



GENERALI
INVESTMENTS

Avril 2022

DETTE PRIVÉE IMMOBILIÈRE COMMERCIALE

Une alternative aux obligations investment grade grâce à des rendements plus élevés

Résumé

Dans un environnement où les rendements des obligations d'État sont historiquement bas, les investisseurs institutionnels augmentent leurs allocations d'actifs stratégiques au profit d'actifs alternatifs, qui sont habituellement moins corrélés aux investissements traditionnels et peuvent générer une prime par rapport aux titres à revenu fixe traditionnels.

L'immobilier est l'un des secteurs qui suscitent un intérêt constant des investisseurs. **Les financements adossés à l'immobilier commercial représentent une part substantielle de l'univers immobilier.**

Les contraintes réglementaires et le déclin de l'appétit pour le risque dans le secteur bancaire européen ces dernières années ont créé, **pour les prêteurs non bancaires, une opportunité de combler l'écart d'offre de financement immobilier qui avait émergé depuis quelques années.**

Le marché européen du financement de l'immobilier commercial et résidentiel est désormais un univers d'investissement de premier plan, marqué par un **énorme potentiel de croissance**. Contrairement au marché américain, où les prêteurs alternatifs sont plus présents, **le marché européen de la dette immobilière commerciale reste principalement l'apanage des prêteurs traditionnels.**

Malgré la compression constante des taux d'intérêt constatée depuis plusieurs dizaines d'années, les marges des prêts immobiliers seniors sont restées plutôt stables, rendant cette catégorie d'actifs intéressante sur une base ajustée du risque.

Alors que les rendements sont faibles partout en Europe, la dette immobilière a aujourd'hui le potentiel de générer des rendements attractifs et stables, tout en étant **devenue une catégorie d'actifs complémentaire de l'investissement immobilier.**

Figure 1 – Bénéfices d'un gestionnaire d'actifs immobiliers

Les prêteurs alternatifs profitent habituellement de compétences robustes en interne leur permettant d'analyser les investissements dans la dette immobilière commerciale

EMPRUNTEUR

Forte visibilité sur le marché sous-jacent

- Relation existante avec l'emprunteur
- Historique et expertise


ACTIF SOUS-JACENT

Historique dans les investissements immobiliers directs

- Emplacement/secteur/qualité
- Capacité à générer des flux de trésorerie
- Fondamentaux de marché

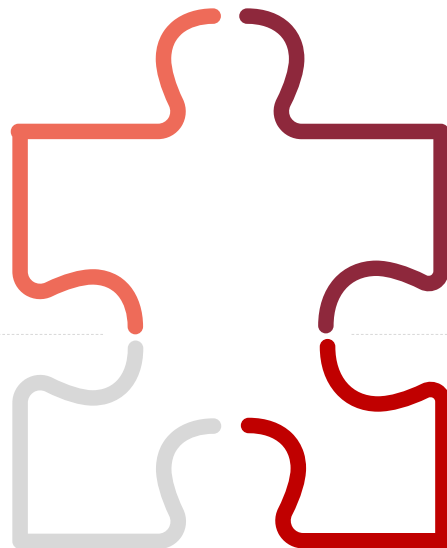

SCÉNARIO PESSIMISTE

- Capacités de gestion d'actifs
- Définition et mise en œuvre de la stratégie


CONDITIONS DE FINANCEMENT

Compétences dans la gestion du risque

- Ratio de levier (LTV)
- Ratio de couverture des intérêts (ICR)
- Garanties
- Échéance



DETTE PRIVÉE IMMOBILIÈRE COMMERCIALE

Une alternative aux obligations investment grade grâce à des rendements plus élevés

L'environnement de la dette immobilière commerciale

Le marché du financement immobilier commercial en Europe est historiquement dominé par les banques. Or, ces dernières ont connu des changements structurels significatifs depuis la crise financière mondiale. La pandémie a accéléré des tendances préexistantes ; ainsi, le système bancaire européen se recentre davantage sur le soutien aux entreprises et à la reprise économique.

Depuis la crise financière mondiale et le durcissement de la réglementation bancaire, les banques ont réduit leurs bilans et leurs expositions à la dette immobilière. Les Accords de Bâle II et Bâle III ont durci les exigences applicables aux prêteurs immobiliers en termes de capital, en particulier ceux présentant des ratios LTV élevés. Cet environnement a renforcé les opportunités, pour les prêteurs non bancaires, de pénétrer un marché affichant une croissance structurelle en raison d'un appétit accru des investisseurs pour l'immobilier qui vient s'ajouter à une moindre concurrence de la part des banques traditionnelles. Comme le montrent les données de l'INREV sur le marché non coté de l'immobilier européen (figure 2), le nombre de fonds de dette a presque doublé en cinq ans, passant de 50 en 2016 à 95 en 2021.

Cependant, le marché de la dette immobilière reste complexe et présente des risques, notamment liés à une possible détérioration de la valeur des sous-jacents immobiliers et, plus généralement, aux aléas de la conjoncture économique. Toutefois, ces risques peuvent être atténués en finançant des projets bénéficiant de bons fondamentaux (localisation, qualité des locataires, caractéristiques techniques des actifs, etc.), en négociant des clauses solides et protectrices (hypothèques de premier rang, ratios financiers de types LTV et ICR, etc.) et en constituant un portefeuille diversifié (p. ex., selon les emprunteurs, les catégories d'actifs et les zones géographiques).

Les investisseurs se tournent depuis quelques années vers la dette immobilière commerciale, notamment pour les raisons suivantes :

- Les rendements sont plus attractifs que sur les marchés des titres à taux fixe traditionnels (avec les rendements des obligations d'États qui restent le plus souvent en territoire négatif, voir la figure 3) ;
- La capacité de limiter le risque baissier en cas de chute de la valeur des actifs immobiliers ;
- La durée courte agit comme une protection contre la hausse des taux d'intérêt.

Les fonds de dette immobilière offrent aux investisseurs des revenus attractifs tout en limitant les risques baissiers. Ceci est particulièrement vrai pour la dette senior qui bénéficie de LTV bas avec un minimum de 40 % d'apport en capitaux propres/dette mezzanine. De plus, la dette immobilière commerciale permet aux investisseurs de diversifier davantage leur profil de risque/rendement.

Figure 2 – Nombre de véhicules de dette répertoriés par l'INREV¹

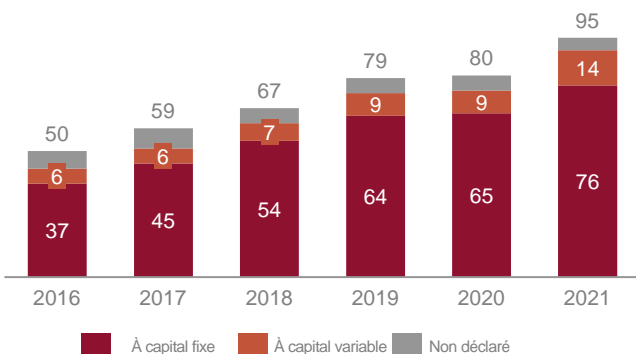
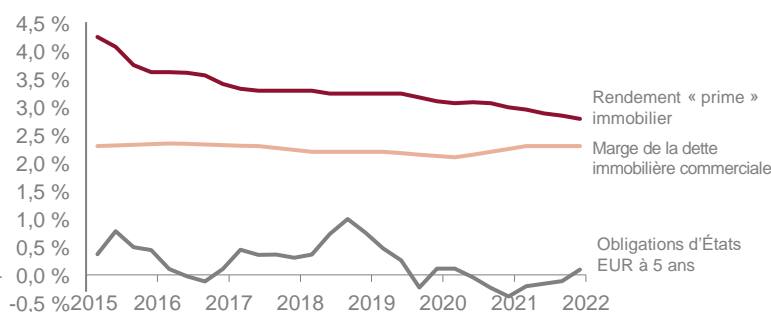


Figure 3 – Rendements « prime » immobiliers par rapport aux rendements de la dette immobilière commerciale et des obligations d'État²



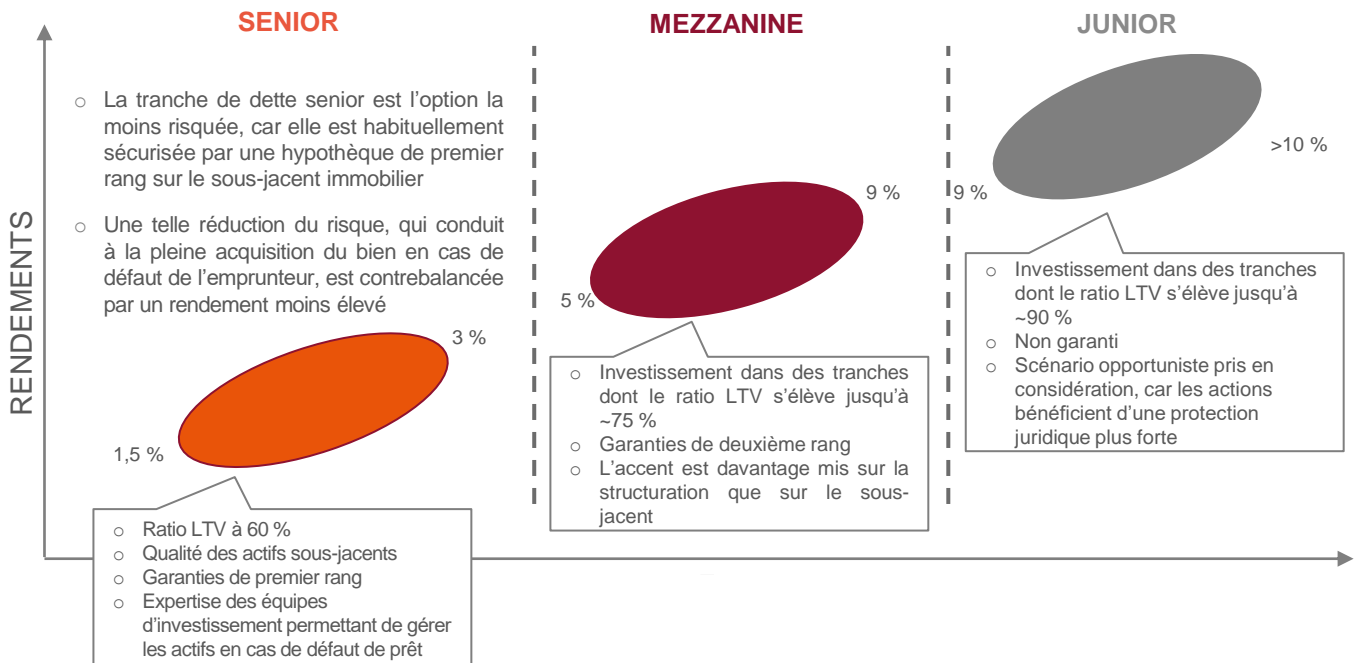
1. D'après le rapport de l'INREV sur l'« univers des véhicules de dette en 2021 » ; 2. Analyse interne de Generali Real Estate Research ; CBRE, Bloomberg. À noter que le rendement « prime » immobilier et les obligations d'États en euros à 5 ans sont pondérés en fonction de l'exposition géographique du fonds Generali Real Estate Debt.

DETTE PRIVÉE IMMOBILIÈRE COMMERCIALE

Une alternative aux obligations investment grade grâce à des rendements plus élevés

La dette immobilière commerciale couvre l'ensemble du spectre immobilier, incluant l'acquisition d'actifs stabilisés (plus stables et moins risqués, car adossés à des actifs générateurs de revenus), des projets à valeur ajoutée (actif à rénover/repositionner) et du développement immobilier. En fonction de l'appétit pour le risque, les investissements en dette immobilière se divisent traditionnellement en trois tranches de capital (figure 4).

Figure 4 – Aperçu des tranches de capital de la dette immobilière commerciale



Marché de la dette immobilière senior en Europe

Malgré la baisse significative des taux d'intérêt, les marges de la dette immobilière commerciale restent plutôt stables. D'après les données de CBRE, les marges « prime » moyennes pour la dette immobilière senior en Europe fluctuent de 90 points de base (pb) au Danemark à 220 pb en Italie, en passant par 110 pb en Allemagne et 130 pb en France, et varient en fonction de la catégorie d'actifs et de l'emplacement.

La dette immobilière étant adossée à des immeubles ou des projets, peut être impactée par des facteurs économiques, dont certains sont devenus évidents avec la pandémie de Covid-19.



BUREAUX

Les occupants **privilégieront des immeubles de grande qualité, vecteurs de bien-être et dotés de technologies récentes** qui sont situés dans une localisation attractive.



LOGISTIQUE

Les évolutions de la demande des consommateurs et la consolidation de tendances comme le commerce en ligne permettent au secteur de la logistique de consolider ses points forts et de déployer des capitaux pertinents.



COMMERCES

Au vu des changements de comportements des consommateurs, le secteur s'adapte rapidement aux nouvelles tendances de marché et la stratégie omnicanale est clé. La polarisation va continuer à mesure que les gagnants et les perdants émergeront.

DETTE PRIVÉE IMMOBILIÈRE COMMERCIALE
Une alternative aux obligations investment grade grâce à des rendements plus élevés

Bien que la dette présente un risque moins élevé que les actions, il est toujours possible de diversifier de manière adéquate les portefeuilles en construisant des portefeuilles de prêts avec une approche multi-secteurs et multi-pays ainsi qu'un grand nombre d'emprunteurs, et de répartir le risque en conséquence.

De plus, il est primordial de rester discipliné sur les ratios LTV. En effet, avant la crise financière mondiale, les prêteurs offraient des ratios LTV plus élevés (jusqu'à 90 % sur certains marchés comme l'Allemagne). Désormais, le ratio LTV moyen pour la dette immobilière senior en Europe tourne aux alentours de 60 % (d'après les données de CBRE) permettant de protéger les prêteurs contre une chute de 30 à 40 % de la valeur des actifs. Les ratios LTV plus faibles que nous voyons aujourd'hui sont le résultat direct du durcissement de la réglementation, notamment des exigences plus strictes en matière de capital, ainsi que de la surveillance accrue des activités bancaires de financement immobilier. Les turbulences créées par la crise de la Covid-19 ont également engendré un regain de prudence sur les ratios LTV.

Alors que les valorisations sur le marché européen ont augmenté ces dernières années, une expertise précise des actifs et une diligence efficace sont indispensables pour éviter d'investir dans des transactions surévaluées. Néanmoins, les ratios financiers (« covenants »), qui permettent de tester à la fois la valeur des biens et leur capacité à générer du cash flow, doivent être adaptés et négociés de la meilleure façon avec l'emprunteur.

Comme le montre le tableau ci-dessous, les rendements stables et résilients de la dette immobilière peuvent s'avérer attractifs pour les investisseurs à long terme, en particulier si cette dette est garantie par des actifs de grande qualité/liquides situés dans les meilleures localisations européennes.

Figure 5 – Conditions financières de la dette immobilière senior [en %]¹

Ville	Bureaux « prime »			Commerces « prime »			Logistique « prime »		
	LTV	Marge	Coût total de la dette	LTV	Marge	Coût total de la dette	LTV	Marge	Coût total de la dette
Paris	60	1,20	1,30	55	1,30	1,40	60	1,20	1,30
Francfort	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
Londres	55	1,65	2,49	50	3,00	3,90	60	1,65	2,49
Copenhague	60	0,90	1,03	60	0,90	1,03	60	0,90	1,03
Milan	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
Varsovie	60	1,80	1,92	-	-	-	60	1,70	1,82
Vienne	65	1,95	2,05	65	2,20	2,30	65	1,95	2,05
Prague	62,5	2,05	2,15	60	2,20	2,30	62,5	2,05	2,15

1. Source : Carte de la dette européenne de CBRE, deuxième trimestre 2021

DETTE PRIVÉE IMMOBILIÈRE COMMERCIALE

Une alternative aux obligations investment grade grâce à des rendements plus élevés

Données macroéconomiques et impacts à moyen terme sur la dette immobilière commerciale

Lors de sa réunion de décembre, la Banque Centrale Européenne a annoncé la sortie de l'assouplissement quantitatif d'urgence. La BCE mettra un terme à son programme d'achats d'urgence face à la pandémie « PEPP » en mars 2022.

Au vu de la reprise économique et de la hausse de l'inflation, les banques centrales ont commencé à revenir sur leurs politiques monétaires ultra-accommodantes adoptées face à la pandémie de Covid-19 et à la contraction du PIB en 2020. Alors que la plupart des économies connaissent des niveaux d'endettement élevés, il faut s'attendre à une nette hausse des taux d'intérêt pour limiter l'expansion économique. Les taux des obligations d'État devraient donc rester à des niveaux historiquement bas à moyen terme.

Dans un environnement de hausse des taux, la dette immobilière, structurée sous forme de prêts à taux variable (« floating rate »), offre aux investisseurs la possibilité d'échapper au risque de durée, ajoutant un intérêt supplémentaire à cette typologie d'investissement (voir la figure 7).

POLITIQUE MONÉTAIRE

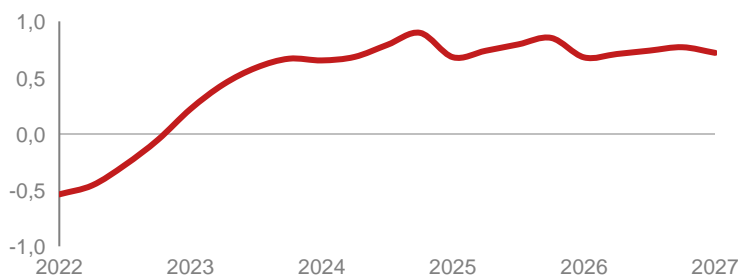
Après une longue période extrêmement accommodante, les banques centrales devraient resserrer leurs politiques monétaires en 2022, même si aucun relèvement des taux n'est à l'ordre du jour dans la zone euro.

 Figure 6 – Tendances des taux d'intérêt¹

Indices clés	2021	Δ pb 2022	2023 Δ pb
R.-U., 1-10 ans, entreprises	2,64 %	+3	+8
Euro, 10 ans, entreprises	1,25 %	+11	+11
Euro, haut rendement	2,71 %	+18	-131
LIBOR, 1 mois	0,08 %	-	(7)
Obligations d'États, 10 ans			
Autriche	0,12 %	+12	+51
Belgique	0,19 %	+11	+53
Danemark	0,15 %	+6	+59
Finlande	0,12 %	+13	+50
France	0,22 %	+11	+52
Allemagne	(0,11 %)	+11	+46
Irlande	0,26 %	+12	+48
Italie	0,97 %	+18	+21
Pays-Bas	0,02 %	+13	+49
Norvège	1,73 %	+27	+99
Suisse	(0,08 %)	+9	+45
Espagne	0,51 %	+10	+32
Suède	0,40 %	+6	+40
Royaume-Uni	1,14 %	+22	+86
États-Unis	1,63 %	+19	+79

DETTE IMMOBILIÈRE COMMERCIALE

Les marges de la dette immobilière commerciale se sont avérées stables, malgré la compression des taux des actions et des obligations. Pour l'avenir, une hausse est attendue même si elle devrait être limitée.

 Figure 7 – Taux forward Euribor 3m (pour les 5 prochaines années à compter de février 2022)² [en %]


DETTE PRIVÉE IMMOBILIÈRE COMMERCIALE**Une alternative aux obligations investment grade grâce à des rendements plus élevés****Objectifs de la dette immobilière en matière de développement durable**

L'impact du développement durable sur la dette immobilière dépend principalement des caractéristiques environnementales des actifs sous-jacents. Pour respecter les exigences les plus récentes en matière de développement durable, les actifs immobiliers doivent se caractériser par une performance énergétique élevée et des émissions de gaz à effet de serre faibles. Lorsque les actifs ont besoin d'être repositionnés/développés, les projets et les matériaux utilisés doivent respecter les normes techniques et environnementales strictes.

Les emprunteurs doivent notamment mettre en œuvre les lignes directrices suivantes: (i) une conception responsable des nouveaux développements; (ii) des dépenses d'investissement assurant le meilleur résultat possible en matière de consommation d'énergie et d'émissions de gaz à effet de serre; (iii) des améliorations continues de la performance opérationnelle des bâtiments et leur optimisation grâce à un suivi robuste et (iv) l'intégration de clauses vertes aux baux commerciaux («green leases») afin d'assurer une performance optimale des immeubles.

Pour obtenir une notation indépendante des caractéristiques environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) d'un actif, les emprunteurs mandatent une agence internationale de notation environnementale, telle que LEED ou BREEAM, afin d'effectuer une évaluation et d'attribuer une certification environnementale.

La vision de la dette de Generali Real Estate: de la théorie à la pratique

Generali Real Estate a lancé en 2019 une stratégie dédiée à la dette immobilière commerciale avec le fond Generali Real Estate Debt Investment Fund («GREDIF I»). Cette stratégie s'appuie sur une longue expérience en matière de financement immobilier en direct et de gestion de prêts (> 1 milliard d'euros de financements, avec des actifs immobiliers situés dans toute l'Europe) pour le compte des investisseurs du Groupe Generali.

L'objectif de la stratégie du fonds GREDIF I est de générer une distribution de revenus stables et réguliers, faiblement corrélés au marché de l'investissement immobiliers. La stratégie cible une exposition à la dette senior avec une échéance moyenne de cinq à sept ans et couvre l'ensemble du spectre de risque des actifs sous-jacents («core», «core plus» et «value add», adossés à de bonnes localisations).

À la fin de l'année 2021, le fonds GREDIF I avait déployé ~900 millions d'euros à travers 20 financements dont les actifs sous-jacents se situent en France, en Allemagne, en Italie, au Royaume-Uni, en Espagne, en Finlande et dans des pays d'Europe Centrale et de l'Est, avec une marge moyenne de 2,3 % et un ratio LTV moyen de 50 %.

S'APPUYER SUR L'EXPERTISE DU GROUPE GENERALI ET DE GENERALI REAL ESTATE

Grâce à l'expertise des équipes d'investissement immobilier et de dette privée (environ 370 professionnels dans 9 bureaux européens), Generali Real Estate est parfaitement en mesure d'évaluer chaque opportunité d'investissement et d'analyser la solvabilité et la solidité du projet sous-jacent. A titre d'exemple, au cours de la phase d'analyse («underwriting»), l'expertise des équipes d'investissement immobilier permet de déterminer si le plan stratégique de l'emprunteur repose sur des hypothèses durables/ raisonnables et si la valorisation des actifs est cohérente avec les tendances du marché.

RECHERCHER DES EMPRUNTEURS/BANQUES

L'équipe a une excellente compréhension du marché européen actuel grâce à son réseau et ses contacts permanents avec les acteurs du marché incluant les emprunteurs, les banques et les partenaires financiers au niveau international. Les transactions sont sourcées directement auprès des emprunteurs et des conseillers spécialisés dans la dette, et indirectement à travers les syndications bancaires.

DETTE PRIVÉE IMMOBILIÈRE COMMERCIALE

Une alternative aux obligations investment grade grâce à des rendements plus élevés

Plateforme de dette immobilière de Generali Real Estate: évaluation des critères ESG au niveau de l'emprunteur et de l'actif

Les enjeux ESG sont au cœur de la stratégie immobilière de Generali. Dans le cadre de l'engagement du Groupe Generali en faveur du développement durable, Generali Real Estate a conçu, pour le fonds GREDIF I, un cadre ESG en adéquation avec les principes applicables aux obligations vertes («Green Bond Principles») de l'International Capital Market Association (ICMA).

C'est ainsi que le fonds a reçu l'évaluation suivante d'un consultant ESG international de premier plan : *«Le cadre ESG du fonds GREDIF I est aussi crédible que percutant. Il aura globalement des effets positifs sur l'environnement. Nous sommes d'avis que les principes d'impact et de transparence relatifs au secteur de l'investissement écologique et responsable, mais aussi nombre de ses normes et standards, sont applicables aux fonds de dette verts, et que le fonds est aligné sur ces principes».*

Actuellement, plus de 70 % des actifs sous-jacents du fonds GREDIF I disposent d'une certification verte délivrée par les organismes de certification les plus réputés du secteur.



Le prochain fonds, «GREDIF II», dont le lancement est prévu au deuxième trimestre 2022 et qui répliquera la stratégie du fonds GREDIF I, sera classé conformément à l'article 8¹ du règlement européen sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (règlement SFDR)².

Les investissements du fonds GREDIF II se concentreront exclusivement sur des prêts adossés à des critères ESG objectifs et mesurables. Afin de développer une telle stratégie, **Generali Real Estate a élaboré une méthodologie d'évaluation («scorecard») exclusive fondée sur une série d'indicateurs clés de performance ESG et qui constitue un élément contraignant dans le processus de prise de décisions d'investissement.**

Les caractéristiques ESG des projets évalués sont analysées dans le détail au cours de la phase d'étude, sur la base (i) des caractéristiques environnementales et sociales des actifs sous-jacents et (ii) des engagements de l'emprunteur sur les questions ESG.

La décision d'investir dans le projet proposé sera prise uniquement si le score ESG atteint **un seuil minimum**.

Figure 8 – Fonctionnement du scorecard de Generali Real Estate pour la dette immobilière

Périmètre évalué	Environnement	Social	Gouvernance	SCORE		
				Très bon	XX- 100	Feu vert 
Actif	XX	XX	XX	Bon	XX- <XX	
				Moyen	XX - <XX	Rejeté 
Emprunteur	XX	XX	XX	Faible	0 - <XX	

1. Un produit financier qui promeut, entre autres, des caractéristiques environnementales ou sociales, ou une combinaison des deux.

2. Pour plus d'informations sur le cadre SFDR de Generali Real Estate SGR, veuillez vous référer aux documents Politique de développement durable et Déclaration d'impact négatif en matière de développement durable pour la mise en œuvre des articles 3 et 4 du Règlement (UE) 2019/2088, à l'adresse <https://www.generalirealestate.com/regulatory/>

DETTE PRIVÉE IMMOBILIÈRE COMMERCIALE

Une alternative aux obligations investment grade grâce à des rendements plus élevés

Fonds d'urgence de 3 millions d'euros et levée de fonds mondiale de Generali pour les familles et les enfants d'Ukraine

Conformément à son Objectif et à son engagement à soutenir les communautés quand elles en ont le plus besoin, Generali a décidé de créer un fonds d'urgence de 3 millions d'euros pour soutenir les programmes destinés aux réfugiés. Cette initiative prévoit notamment un don à l'Agence des Nations Unies pour les Réfugiés (UNHCR), qui est actuellement en première ligne de la réponse humanitaire en Ukraine, et le lancement d'une campagne mondiale de récolte de fonds ouverte à toutes les personnes liées à Generali.

En s'appuyant sur le réseau The Human Safety Net, tous les fonds seront déployés pour soutenir le travail de l'UNICEF au cours des semaines et des mois à venir auprès des familles avec enfants victimes du conflit en Ukraine.

Vous pouvez participer à cette levée de fonds et apporter votre soutien aux personnes touchées par le conflit en vous rendant sur [cette page de dons](#).



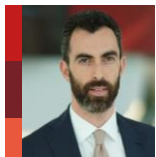
Aldo Mazzocco,
Président-Directeur Général de
GRE et Président de GRE SGR
aldo.mazzocco@gre.generalicom



Alberto Agazzi,
Président-Directeur Général de
GRE SGR
alberto.agazzi@gre.generalicom



Nicholas Garattini,
Directeur du Développement Commercial
et des Relations Investisseurs
nicholas.garattini@gre.generalicom



Nunzio Laurenziello,
Directeur des Fonds de Dette Privée
Immobilière
nunzio.laurenziello@gre.generalicom

**Generali
Real
Estate**

Generali Real Estate («GRE») est un spécialiste de la gestion d'actifs immobiliers avec, actuellement, 36,3 milliards d'actifs sous gestion

GRE fait partie du Groupe Generali, l'une des compagnies d'assurances leader en Europe

GRE jouit d'une empreinte pan-européenne unique, avec une équipe de 370 collaborateurs opérant dans 9 bureaux en Europe

Historiquement, GRE gère la totalité du processus de chaîne de valeur immobilière et a développé des capacités inédites dans le secteur

En accord avec la stratégie du Groupe Generali, GRE sert le Groupe (le onzième investisseur immobilier dans le monde) en étoffant son catalogue de produits grâce

à dix véhicules transfrontaliers, et en ciblant des clients externes, les institutionnels en particulier

Réservé aux investisseurs professionnels soumis à la Directive 2014/65/UE qui agissent pour eux-mêmes ou pour le compte de tiers sur une base discrétionnaire.

Le présent document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation. En préparant ce document, Generali Real Estate SGR SpA (« GRE SGR ») a apporté tout le soin et a effectué toutes les vérifications raisonnables pour fournir au destinataire des informations à jour, correctes et claires. Toutefois, bien que toutes les informations contenues dans ce document soient considérées comme exactes, GRE SGR n'apporte ni n'apportera aucune garantie, expresse ou implicite, quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou l'impartialité de ce document, et n'assume aucune responsabilité quant à son exactitude ou son caractère suffisant, ou pour toute erreur, omission ou inexactitude, qu'elle soit due à la négligence ou à un autre facteur.

Certaines informations contenues dans le présent document ont été obtenues auprès de sources extérieures à GRE SGR. Bien que ces informations soient considérées comme fiables aux fins de leurs objectifs, nous ne garantissons nullement leur exactitude ou leur exhaustivité. GRE SGR n'assume aucune responsabilité pour ces informations et ne les a pas vérifiées de manière indépendante. De plus, certaines informations contenues dans le présent document peuvent représenter des déclarations prospectives ou des déclarations fondées sur des informations et des croyances. De telles déclarations peuvent évoluer pour de nombreuses raisons et vous ne devez pas vous fier à elle pour prendre des décisions. Vous trouverez de plus amples informations sur les produits et services fournis par GRE SGR sur notre site web www.generalirealestate.com.