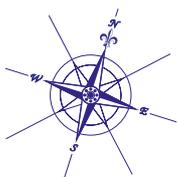


# Immobilier Dette privée : Un privilège rare ?

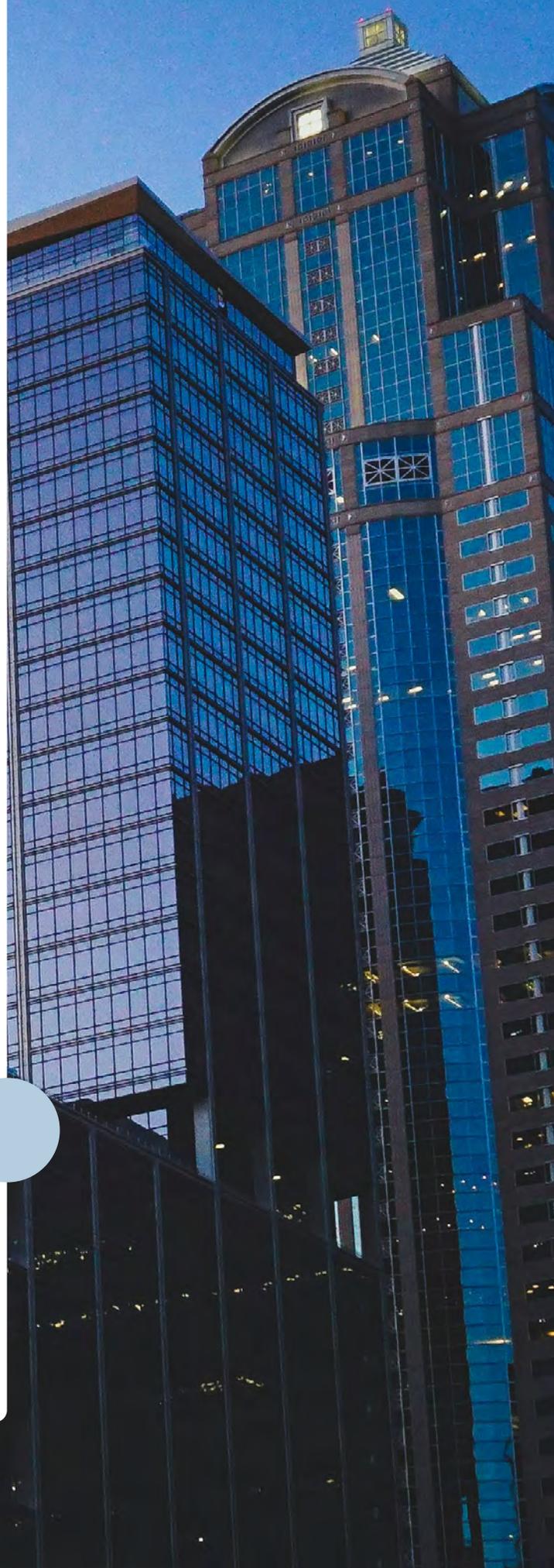


**TRISTAN**  
CAPITAL PARTNERS



**FÉVRIER 2024**

Communication publicitaire



# À propos des auteurs.

## Simon Martin

Senior Partner, Chief Investment Strategist, and Head of Research, **Tristan Capital Management**



Simon a rejoint Tristan au moment de sa création en 1999 et a participé à toutes les transactions réalisées depuis par la société. Il se concentre sur l'investissement et la recherche de Tristan et travaille également en étroite collaboration avec l'équipe en charge du développement commercial.

Avant de rejoindre Tristan, Simon a participé à la création de Curzon Global Partners, une société prédécesseur de Tristan, à Londres en 1999. Il a également travaillé dans l'équipe Stratégie de DTZ et CB Hillier Parker.

Simon a occupé une série de postes universitaires à l'université de Cambridge, à l'université de Kingston et à la Henley Business School, et il enseigne à la Cass Business School et à la Saïd Business School.

## Fabrice Sauzeau

Deputy Head of Pension and Insurance Relations, **Candriam**



Fabrice est adjoint au responsable des relations avec les caisses de retraite et les assureurs depuis 2022. Il a rejoint Candriam en 2012 et a exercé un large éventail de fonctions d'ingénierie financière, y compris le développement de solutions d'investissement sur mesure et de stratégies axées sur le passif pour les assureurs et les fonds de pension, ainsi que la conception de stratégies d'investissement innovantes.

Fabrice a commencé sa carrière en 2009 en tant qu'actuaire au sein du département de supervision financière des fonds de pension d'Alstom.

Fabrice est titulaire d'un master en gestion de l'ESSEC et d'un certificat d'actuaire de l'ISUP de la Sorbonne.

# Table des matières.

<b>En résumé</b>	<b>04</b>	<b>Investir dans le secteur de la dette sur l'immobilier commercial</b>	<b>22</b>
<b>Paysage de la dette privée immobilière</b>	<b>06</b>	Quels actifs sous-jacents?	<b>22</b>
Actifs immobiliers	<b>06</b>	Choisir le bon compromis risque/rendement	<b>23</b>
Dettes immobilières	<b>08</b>	<b>Conclusion : Un alignement rare</b>	<b>25</b>
<b>Dettes privées sur l'Immobilier Commercial : Pourquoi Maintenant ?</b>	<b>14</b>	<b>Notes &amp; références</b>	<b>26</b>
L'inadéquation entre l'offre et la demande entraîne une augmentation des marges de crédit sur les biens immobiliers	<b>14</b>		
Les avantages de la dette immobilière dans l'environnement actuel	<b>18</b>		

# En ré-

## En résumé.

# sumé

**Les opportunités sont rares, en particulier sur les marchés cycliques.** L'immobilier commercial en Europe, et le crédit immobilier commercial, connaissent de profondes mutations. On assiste simultanément à un changement de régime des taux d'intérêt, une réévaluation des prix de l'immobilier commercial, une augmentation de la demande de crédit, une réduction des prêts bancaires et de faibles émissions d'emprunts immobiliers publics.

**L'immobilier commercial offre de nombreuses opportunités d'investissement : non seulement en actifs immobiliers, mais aussi en dette et en actions offrant un rendement absolu attrayant avec une faible volatilité et une faible corrélation avec les autres classes d'actifs financiers.** Le marché de l'immobilier commercial européen est profond et diversifié, et les instruments financiers de dette et d'actions utilisés pour son financement offrent donc un large éventail de véhicules d'investissement, en particulier pour les investisseurs tels que les compagnies d'assurance et les fonds de pension.

**Les investisseurs prudents peuvent être récompensés par une meilleure performance.** La nature spécifique des actifs sous-jacents nécessite une gestion opérationnelle adaptée et se traduit par des instruments financiers qui requièrent une certaine expertise en analyse et en gestion financière. Ce n'est pas un hasard si les investisseurs qui ont le mieux performé sont également les plus patients.

**Dans les segments de la dette, l'inadéquation entre l'offre et la demande est en faveur des investisseurs.**

Le marché européen de la dette immobilière commerciale entre dans une phase de croissance séculaire, avec une demande croissante de financement par la dette et d'une plus grande variété d'instruments de dette. Dans le même temps, les banques commerciales réduisent leurs prêts immobiliers.

**Y a-t-il un avantage au "premier arrivé" ?** Comme il s'agit d'un segment relativement jeune, les données sur les rendements européens sont limitées et manquent de fiabilité. Le marché européen est plus récent que celui d'Amérique du Nord, mais suit une trajectoire similaire. Les indices américains peuvent donc être une source d'enseignements.

**Ce segment est encore inefficace et les segments à risque faible ou modéré peuvent offrir une configuration intéressante.** Historiquement, les résultats ajustés du risque ne sont pas linéaires et nous pensons qu'il existe un "point d'équilibre" en termes de risque/rendement au-delà duquel le rendement attendu ne rémunère pas suffisamment le risque..

**Cela crée un environnement très attractif pour la dette privée en immobilier commercial. Nous pensons que cette dynamique se poursuivra au cours des périodes à venir.**



# Paysage de la Dette Privée Immobilière.

L'immobilier privé offre une combinaison rare de rendement absolu et de faible corrélation avec les autres classes d'actifs. La plupart des investisseurs institutionnels incluent l'immobilier dans leur allocation d'actifs, soit via la détention directe de biens immobiliers, soit via l'investissement dans des fonds de private equity ou de dette privée immobilière.<sup>1</sup>

Le marché de l'immobilier est à la fois profond – environ 10 % du PIB des pays développés européens est directement lié à la construction – et diversifié, la localisation et le secteur étant parmi les principaux déterminants de la valorisation des biens<sup>2</sup>. Les rendements de l'immobilier sont généralement une combinaison d'un rendement de type revenu fixe (loyers) et d'une appréciation nominale de type 'action' (provenant de la croissance des revenus). Les flux de trésorerie sont contractuels, mais les conditions de location varient considérablement d'un marché à l'autre. La croissance des revenus n'est pas toujours acquise et doit être gérée activement.

## Actifs Immobiliers

L'intérêt pour les investisseurs d'investir dans des actifs immobiliers privés réside dans une configuration de risque, de rendement et d'opportunités idiosyncrasiques qu'il est difficile de trouver sur d'autres marchés.

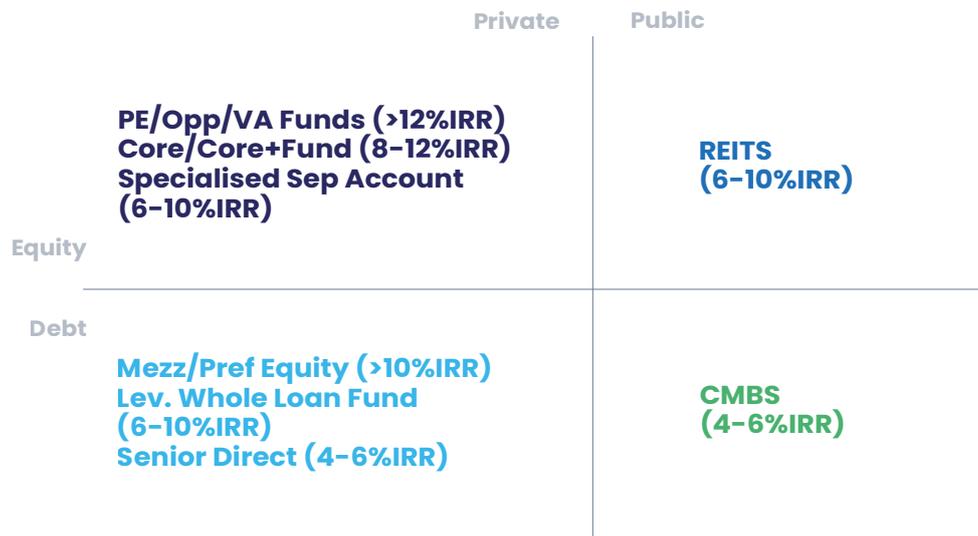
Le secteur offre des possibilités d'investissement en dette et en actions dans la palette la plus complète de risques et de rendements, tout en proposant de nombreuses voies d'accès à la propriété sur les marchés publics et privés. De nombreux investisseurs considèrent ce secteur à travers un prisme classique à quatre quadrants.

La plupart des investisseurs conservent une exposition à l'immobilier tout au long du cycle économique, en faisant essentiellement une moyenne des coûts sur les différents millésimes. Afin d'optimiser leur profil de risque dans différentes conditions de marché, ils ajustent leurs stratégies et leurs allocations pour bénéficier à la fois de différents millésimes et de différents profils de risque/rendement.

### Illustration 1:

Catégories d'investissement immobilier – Rendements nominaux attendus sur un cycle économique complet

■ Private Equity    ■ Private Debt  
■ Public Equity    ■ Public Debt



**PE** = Private Equity

**Opp** = Opportunistic higher-risk, higher-return portfolios

**VA Funds** = Value-Add Real Estate, or growth-focused and higher

**Core** = Core, or income-focused

**Core+** = Core plus, or growth and income

**Specialised Sep Account** = Specialised Separate Accounts, for example, sector-focused portfolios

**REITS** = Real Estate Investment Trusts

**Mezz** = Mezzanine Debt

**PrefEquity** = Preferred Equity

**Lev. Whole Loan Fund** = Leveraged Whole Loan Fund

**Senior Direct** = Senior Direct Loans

**CMBS** = Commercial Mortgage-Backed Securities

**IRR** = Internal Rate of Return

Les rendements nominaux attendus ne sont pas garantis. Ni la performance visée ni la performance passée ne sont indicatives des résultats futurs et il n'y a aucune garantie que la stratégie atteindra des résultats comparables.

Source : Tristan

Cela inclut diverses stratégies sur les actions et la dette, et certains investisseurs peuvent varier leur effet de levier dans le cadre de ce processus.

De ce fait, de nombreux portefeuilles institutionnels ont une exposition à chaque élément de cette gamme de stratégies, depuis les stratégies à faible risque/rendement, telles que le marché hypothécaire de premier rang avec un rendement attendu de 4 %, jusqu'aux stratégies à risque élevé, telles que les actions de sociétés d'entreprises immobilières visant un rendement net de 15 %.<sup>3</sup> En pratique, cela signifie que les limited partners (LPs) les plus expérimentés dans l'immobilier opèrent exactement comme sur les autres marchés financiers, en ajustant leur exposition aux risques macroéconomiques, séculaires et sectoriels au fur et à mesure de l'évolution des cycles, le tout dans le cadre d'un plan

d'allocation à long terme en immobilier.

Les investisseurs doivent être conscients des défis que pose l'immobilier lorsqu'ils choisissent d'investir dans ce secteur. Ces investissements sont idiosyncratiques, granulaires et nécessitent un certain niveau de capital et d'analyse. Les investissements immobiliers peuvent être cycliques, mal valorisés et illiquides. Le secteur exige une expertise spécialisée en matière de gestion opérationnelle et d'investissement, ainsi qu'un horizon d'investissement flexible. Compte tenu du risque de liquidité et des montants de capitaux requis, les investisseurs (en particulier les investisseurs à effet de levier) doivent être bien capitalisés. Ce n'est pas un hasard si les investisseurs immobiliers qui réussissent le mieux sont des spécialistes, patients et ayant des ressources.

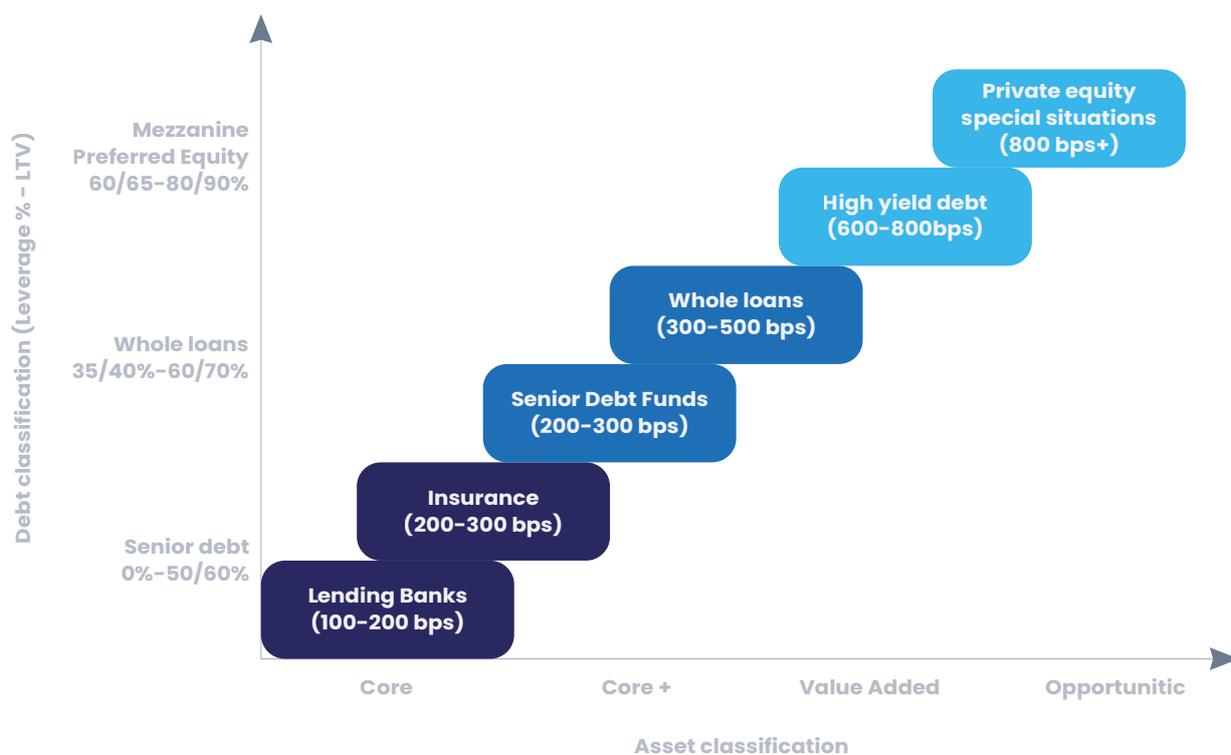
# Dette immobilière

## Catégories de prêts et historique performances

Le marché européen de la dette sur immobilier commercial (CRE) peut être divisé en trois grandes catégories en fonction de la structure du capital et du risque - la dette senior, les prêts unitranche (Whole Loan Direct Lending) et les prêts mezzanine. Le graphique stylisé ci-dessous compare les structures de ces segments et donne une idée des rendements relatifs pour ces catégories.

### Illustration 2:

Structure du capital et catégories de dette immobilière – Spread contre le taux à 3 mois



**LTV** = Loan to value (montant emprunté / Valeur de l'actif financé).

Les rendements attendus sont basés sur les performances passées, et la structure du marché et les conditions économiques actuelles.

Les rendements nominaux attendus ne sont pas garantis. Ni la performance visée ni la performance passée ne sont indicatives des résultats futurs et il n'y a aucune garantie que la stratégie atteindra des résultats comparables.

Source : Tristan

## Prêts de premier rang (Senior Loans)

En tant que dette de premier rang, avec un droit de premier rang sur la valeur de l'actif et le flux de trésorerie, les prêts de premier rang (Senior Loans) ont donc généralement une qualité de crédit élevée (de qualité "investment grade"). Les prêteurs de ce segment opèrent de manière bilatérale, c'est-à-dire directement et uniquement avec le propriétaire du bien immobilier/emprunteur, et demandent généralement à l'emprunteur d'injecter des fonds propres importants. Dans la plupart des cas, les fonds propres doivent représenter au moins la moitié de la valeur de l'actif. Le prêteur principal contrôle la relation avec l'emprunteur, négocie le contrat et sa documentation et détient tous les droits d'exécution. Les investisseurs dans ce type de prêts sont en concurrence directe avec les grandes banques européennes et les grandes sociétés d'assurance, qui peuvent toutes trois proposer des prix compétitifs pour certains prêts répondant à des critères de qualité stricts.

## Prêts mezzanine

Ces prêts ont une séniorité inférieure à celui de la dette de premier rang en ce qui concerne la valeur de l'actif et les flux de trésorerie. Un prêteur « mezz » complète généralement la part de dette dans le capital après que les prêteurs principaux ont atteint la limite de ce qu'ils sont prêts à prêter. À ce stade, l'emprunteur ne peut offrir au prêteur ou à l'investisseur que des fonds propres limités (généralement moins de 30 % de la valeur de l'actif)<sup>4</sup> et a besoin d'un effet de levier supplémentaire.

Les prêteurs de premier rang ne sont pas toujours favorables à l'utilisation de la dette mezz, car elle complexifie la documentation et les accords entre créanciers. La dette mezzanine n'intéresse qu'un nombre limité d'emprunteurs pour les mêmes raisons. Les prêteurs mezzanine sont généralement des "preneurs de marché" de l'effet de levier et des conditions de prêt, en ce sens qu'ils ont un contrôle limité de la relation avec l'emprunteur et de l'amplitude de leur exposition. Toute action visant à protéger les droits du prêteur, y compris la mise en œuvre de la garantie, est contrôlée par le prêteur principal.

Les prêts mezzanine doivent donc offrir des rendements en lien avec leurs risques supplémentaires, qui sont souvent significatifs. La dette « mezz » est souvent considérée comme chère par les emprunteurs, et les rendements *attendus* par les prêteurs ou les investisseurs sont nettement supérieurs à ceux d'autres types de dette.



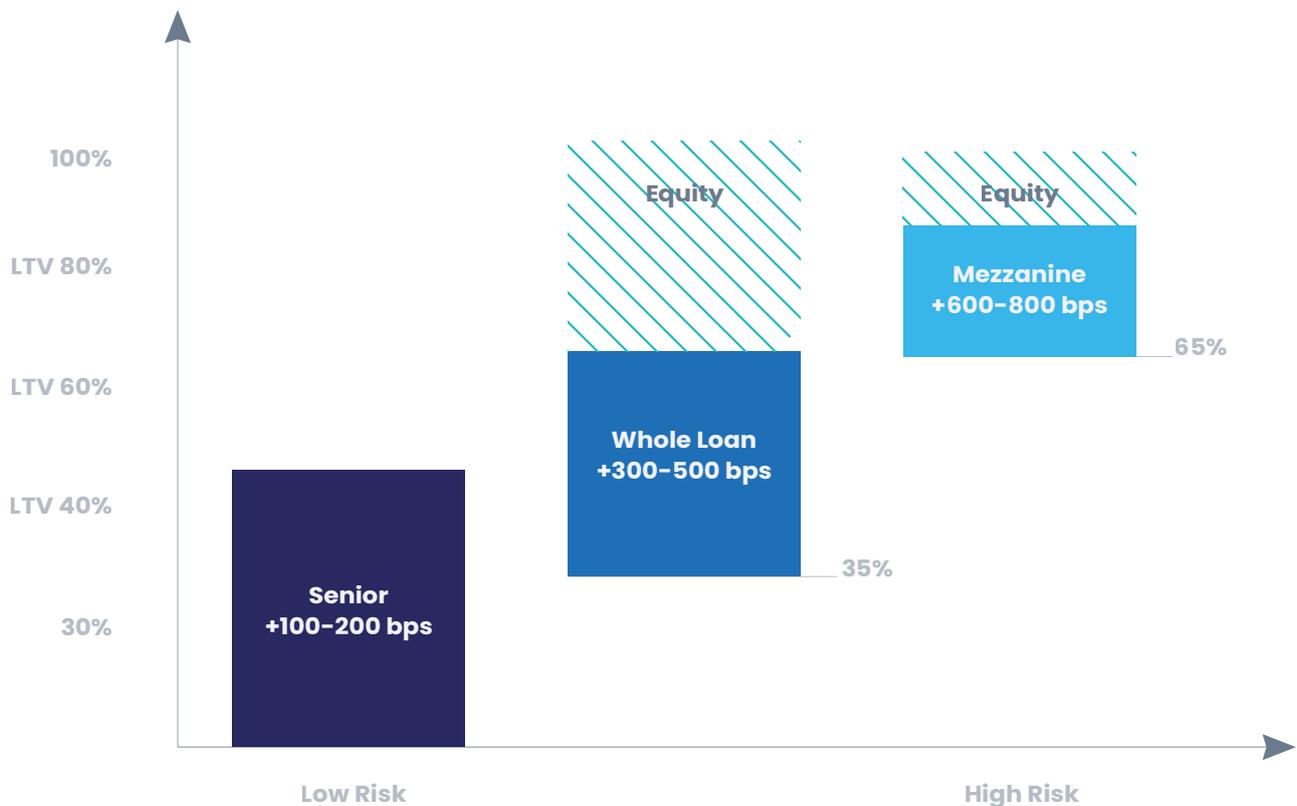
### Whole loans et Whole Loans à effet de levier

Les Whole loans et Whole loans à effet de levier constituent une position intermédiaire entre les prêts de premier rang (senior loans) et les prêts mezzanine. Les prêteurs whole loan négocient la documentation et des dispositions de contrôle similaires à celles des senior loans, puis réempruntent une partie de leur investissement, ce qui est parfois appelé un "prêt sur prêt". Il en résulte une créance de second rang adossée à la valeur de l'actif et au flux de trésorerie. Comme les prêteurs whole loans peuvent contrôler la séniorité de leur exposition résiduelle dans la structure d'endettement, ils sont en mesure d'ajuster leur risque et leur coût du capital en conséquence (illustration 11 et note de bas de page 9).

Les whole loans à effet de levier ont tendance à attirer un large éventail d'emprunteurs car ils sont simples et similaires à un processus de senior loan. Les prêteurs whole loans à effet de levier peuvent également contrôler la relation avec l'emprunteur et gérer toute action de protection du prêteur, y compris la mise en œuvre de la garantie. Toutefois, le prêteur whole loan à effet de levier doit gérer la relation avec un prêteur de premier rang (senior loan). Les types de clauses restrictives ainsi que le recours du prêteur de premier rang varient d'un prêteur à l'autre.

#### Illustration 3 :

Prototype de pile de capital pour les prêteurs CRE



Les rendements nominaux attendus ne sont pas garantis. Ni la performance visée ni la performance passée ne sont indicatives des résultats futurs et il n'y a aucune garantie que la stratégie atteindra des résultats comparables.

Source : Tristan

## Caractéristiques des prêts en Europe

À l'instar d'une hypothèque, le principal avantage pour tous les prêteurs privés de biens immobiliers commerciaux est que les prêts sur l'immobilier commercial peuvent être garantis par des actifs immobiliers de haute qualité, et que le prêteur est en mesure de constituer un coussin à partir de fonds propres important, généralement compris entre 30 et 50 % de la valeur brute de la garantie.

En Europe, les taux d'emprunt sont généralement variables (avec un taux plancher) et sont généralement assortis d'une durée de 3 à 5 ans. Les taux sont fixés par référence aux taux à 3 mois et reflètent donc les variations des courbes des taux à terme, qui elles-mêmes intègrent les attentes en matière d'inflation.

Dans la plupart des cas, les clauses restrictives des prêts obligent les emprunteurs à couvrir leurs risques de taux variables par des swaps ou des caps, achetés auprès des banques. Les prêteurs sont protégés contre les risques de mauvaise performance par des clauses spécifiques adaptées à la fois à la garantie immobilière sous-jacente et à l'emprunteur. Ces clauses peuvent être liées à des objectifs financiers, tels que les ratios prêt/valeur (LTV) ou la couverture du service de la dette, et/ou à des objectifs de portefeuille pour les actifs immobiliers, tels que l'obtention d'accréditations spécifiques en matière d'efficacité énergétique, ou à des objectifs liés au business plan (par exemple, des objectifs de location ou de capex).

**Il existe une prime à l'expérience et à la discipline dans la négociation et la gestion des prêts.** La nature idiosyncrasique des actifs immobiliers et des conditions de prêt fait que la plupart des investisseurs s'appuient fortement sur des gérants experts. Les conditions de prêt et les clauses sont très détaillées et négociées bilatéralement. L'expérience montre qu'un contrat soigneusement négocié peut réduire considérablement le risque de baisse lié aux défauts, car ces clauses et mesures de gouvernance sont conçues pour donner au prêteur le moyen de prendre rapidement le contrôle de l'actif. En conséquence, le prêteur est en mesure de piloter la reprise des actifs, et leur performance, en cas de défaut.



**Les indices américains peuvent fournir des informations sur les performances du marché européen.**

## Risque et rendement dans le temps

L'un des principaux défis associés à l'investissement dans la dette privée immobilière est sa relative jeunesse *en Europe*. Alors que les banques disposent en interne de nombreuses données de performances sur les prêts européens, les données de performance sur la dette privée en immobilier commercial sont rares. Pour comprendre le potentiel de performance, les investisseurs doivent extrapoler à partir de données historiques relatives aux obligations émises par le secteur de l'immobilier européen et des données relatives aux prêts privés américains sur l'immobilier commercial.

Compte tenu des similitudes dans la structure du marché et les pratiques de prêt, ainsi que des niveaux élevés de corrélation entre les marchés du crédit immobilier dans les différents marchés

développés, nous pensons que les indices américains peuvent fournir des indications sur les cycles de performance et aider les investisseurs à positionner stratégiquement l'immobilier commercial européen dans leurs allocations d'actifs globales. Une fois corrigées des différences d'inflation et de taux d'intérêt, nous pensons que les données américaines peuvent également fournir une approximation raisonnable à long terme des rendements européens.

Les données sur le crédit privé émis par le secteur de l'immobilier commercial aux États-Unis sont relativement riches, et des indices sont disponibles, à la fois sur les segments senior et junior. Les données de performance historiques du secteur montrent clairement qu'il suit l'évolution du crédit aux entreprises dans le temps.

### Illustration 4 :

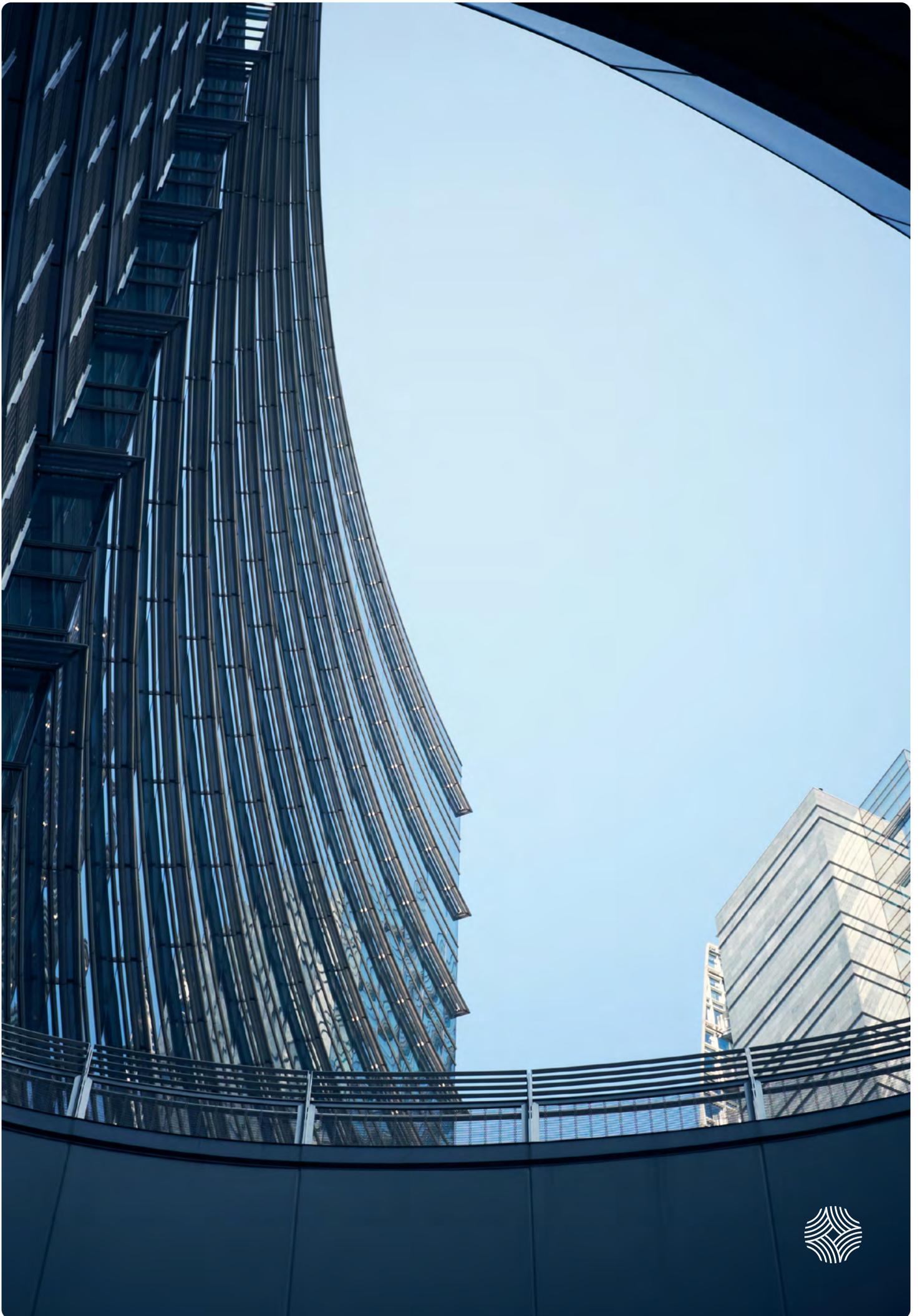
Performances historiques par type, rendement total annualisé, USDs

	Senior CRE	Junior CRE	CMBS	HY Corp
5 yr	3,6 %	8 %	2,5 %	4,3 %
10 yr	4 %	8,6 %	2,8 %	5,5 %
Since Inception (2010)	4,7 %	8,6 %	4,7 %	6,4 %

Données à juin 2023.

Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs et ne sont pas constantes dans le temps.

Source : Tristan<sup>6</sup>



# Dette privée sur l'Immobilier Commercial : Pourquoi Maintenant ?

Nous pensons que le crédit immobilier privé offre actuellement une opportunité qui peut s'avérer unique parce qu'**elle repose sur plusieurs moteurs de performance, notamment en Europe**. Les marchés européens du financement de l'immobilier commercial entrent dans une nouvelle phase de maturité, de transition vers une plus grande diversité de sources de financement, à l'instar de ce qui s'est passé aux États-Unis. Simultanément, les banques européennes réduisent leurs prêts immobiliers, ce qui pèse sur l'offre globale de crédit.

Les rendements proposés dans le secteur sont en outre soutenus par les conditions de marché (examinées plus en détail ci-dessous) et peuvent atteindre des niveaux à deux chiffres pour les whole loans à effet de levier. Ces niveaux de rendement attendus sont exceptionnels par rapport aux performances passées de la dette immobilière. Compte tenu de la certitude et de la stabilité relatives des rendements dans le temps, cette marge de surperformance attendue par rapport aux normes historiques est très inhabituelle.<sup>7</sup>

## L'inadéquation entre l'offre et la demande entraîne une augmentation des marges de crédit sur les biens immobiliers

### Baisse des prêts bancaires à l'immobilier

En Europe, le crédit immobilier a toujours été l'apanage des banques et d'une poignée de grandes institutions financières. Le marché de la dette privée est relativement jeune – les fonds de crédit privés sur l'immobilier commercial et



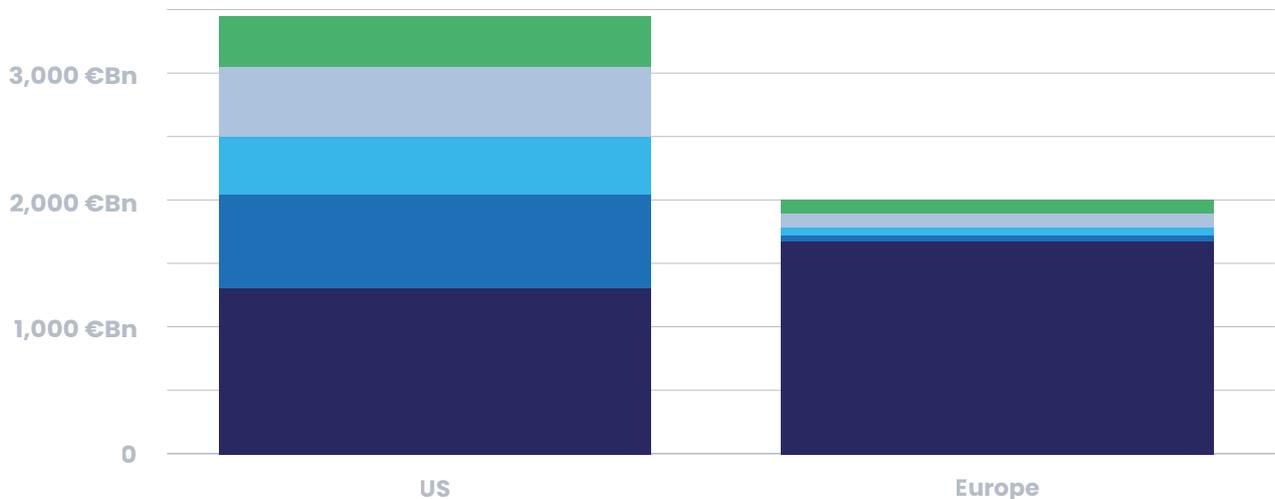
les institutions financières non bancaires de plus petite taille n'ont pénétré le secteur à grande échelle qu'après la grande crise financière et la crise bancaire européenne.

À notre avis, nous entamons en ce moment une grande transition sur les marchés européens du crédit. Structurellement, le marché européen de la dette immobilière commerciale est insuffisamment couvert par les capitaux privés. Des transitions similaires ont eu lieu aux États-Unis au cours de la dernière décennie. Le marché américain est aujourd'hui plus efficient et plus diversifié. Simultanément, les prêteurs dominants - les banques traditionnelles - réduisent leur exposition à l'immobilier commercial pour répondre aux exigences de Bâle IV. Les besoins de financements sur certains segments du marché ne peuvent être comblés que par les prêteurs privés.

**Illustration 5 :**

Part du crédit privé sur l'immobilier commercial, États-Unis contre UE -- milliards d'euros, 2021

- Banks
- Private Debt Funds
- CMBS
- Insurance companies
- Agencies



Source : Candriam, World Economic Outlook Database (imf.org)



**Cela crée un environnement d'investissement très intéressant pour les prêteurs privés de crédit immobilier commercial. Nous pensons que cette dynamique se poursuivra au cours des prochaines années.**

Notre expérience directe de cette évolution nous laisse à penser qu'une évolution similaire est en cours dans le domaine de la dette privée sur l'immobilier commercial en Europe. Nous pensons que les investisseurs qui vont se positionner en ce moment sur le segment de la dette privée immobilière en Europe vont bénéficier d'un avantage au premier entrant. Les rendements des capitaux employés sont élevés, en absolu comme en relatif, et sont en augmentation.

Outre ce facteur structurel, le déficit d'offre de crédit se creuse. Nous constatons que le capital devient de

plus en plus rare. Les banques resserrent leurs normes de prêt en réponse au risque de récession et à l'augmentation des normes réglementaires en matière de fonds propres. En particulier, les banques sont réticentes à accorder des prêts dont le ratio prêt/valeur est supérieur à 40 % et souhaitent réduire leur exposition à des actifs nécessitant du capex, un crédit-bail et une gestion active. Dans le même temps, les marchés de capitaux sont pratiquement fermés à toute nouvelle émission de dette sur l'immobilier commercial.

#### Illustration 6 :

Prêts dans l'UE, hors titrisation et ventes, mrd's d'euros, moyenne mobile sur 3 mois



Source : Candriam, BNEF, décembre 2023

Cela crée un environnement d'investissement très attractif pour les prêteurs privés sur l'immobilier

commercial. Nous pensons que cette dynamique se poursuivra au cours des prochains trimestres.

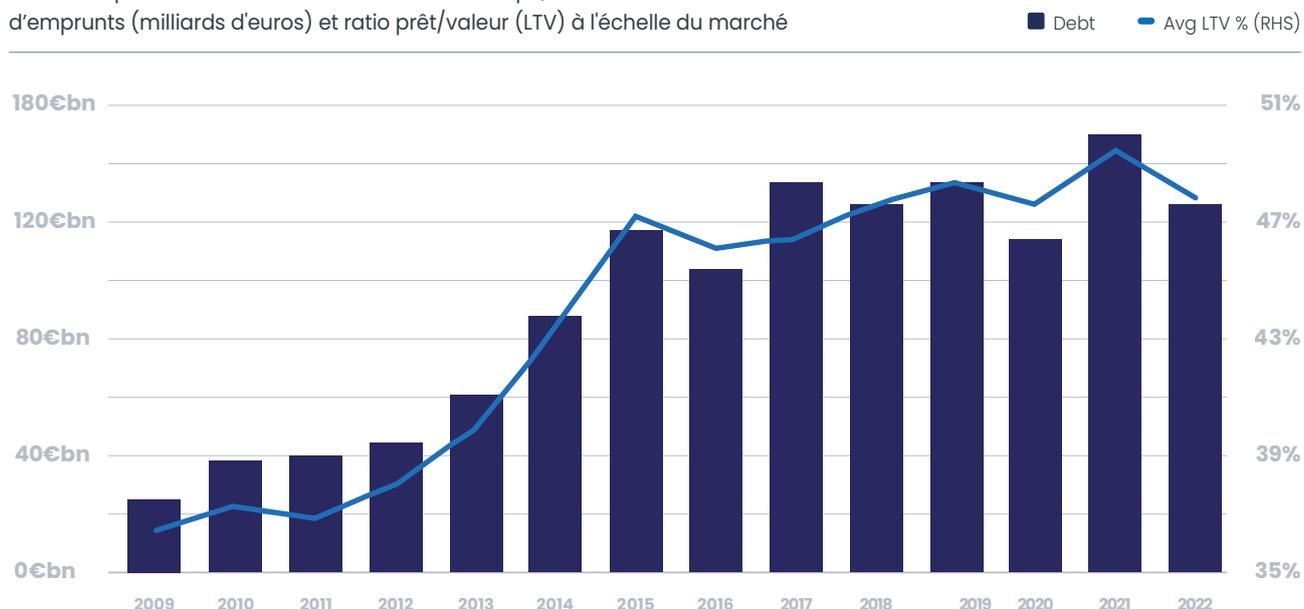
## Hausse de la demande de crédit

Le secteur de l'immobilier commercial génère une hausse de la demande de crédit en Europe, tant pour le refinancement que pour les nouveaux capitaux. L'augmentation des prêts au cours de la période 2016-2020 génère aujourd'hui un important besoin de refinancement. Dans le même temps, des

capitaux supplémentaires sont nécessaires pour soutenir les initiatives en matière d'efficacité énergétique et de développement durable au niveau des biens physiques. L'ampleur de ce besoin de capitaux est illustrée par l'illustration 7.

### Illustration 7 :

Nouveaux prêts à l'immobilier commercial en Europe, émissions annuelles d'emprunts (milliards d'euros) et ratio prêt/valeur (LTV) à l'échelle du marché



Source : RCA, MSCI, novembre 2023

Tristan estime que 150 milliards d'euros de refinancement seront nécessaires pour chacune des cinq prochaines années. Une grande partie de ce financement devra être adaptable et flexible, afin de faire face aux défis structurels et de long terme auxquels sont confrontés les propriétaires et leurs locataires.

Dans le même temps, les données relatives à la collecte de capitaux privés dans le domaine de la

dette immobilière commerciale indiquent que le montant global de capitaux disponibles, levés mais non encore investis, est en baisse, comme le montre l'illustration 8. Par ailleurs, les nouvelles levées de fonds sur les marchés publics ont également été modestes depuis 2018.

Cette situation a créé un décalage clair entre l'offre et la demande de capitaux qui, selon nous, peut être exploité aujourd'hui.



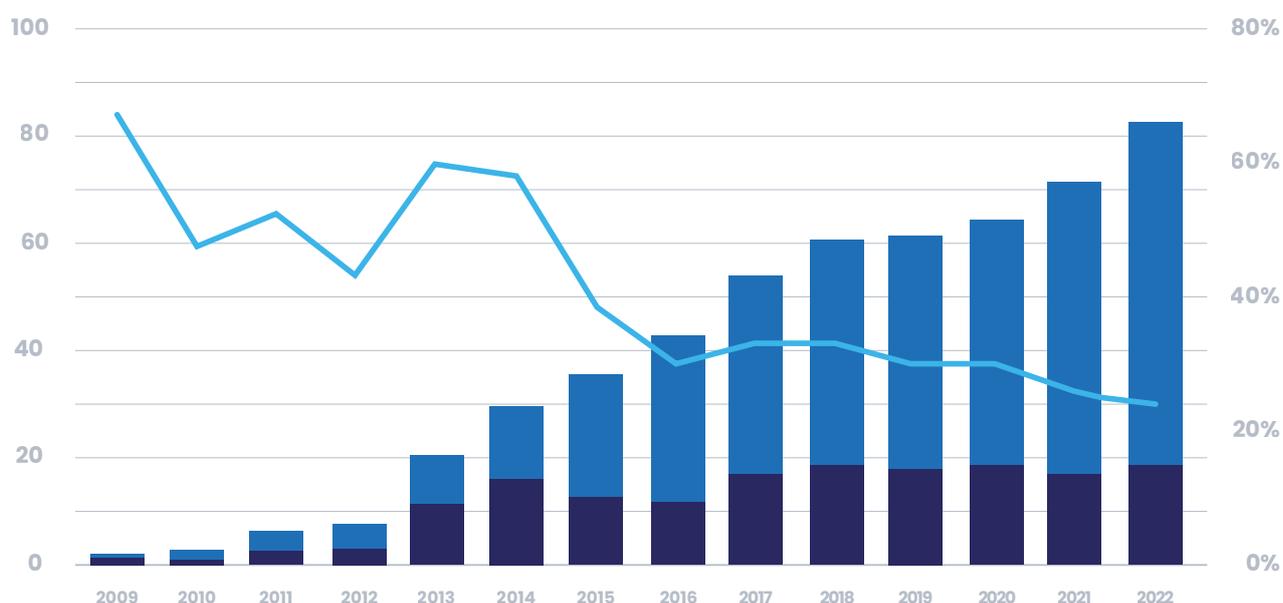
Cette situation a créé un décalage clair entre la l'offre et la demande de capitaux, qui, selon nous, peut être exploité.



### Illustration 8 :

Dette privée immobilière en Europe, milliards de dollars levés vs. investis

■ Dry Powder ■ Unrealised Value  
— % Dry Powder (RHS)



Source : Tristan, Prequin, novembre 2023.

## Les avantages de la dette immobilière dans l'environnement actuel

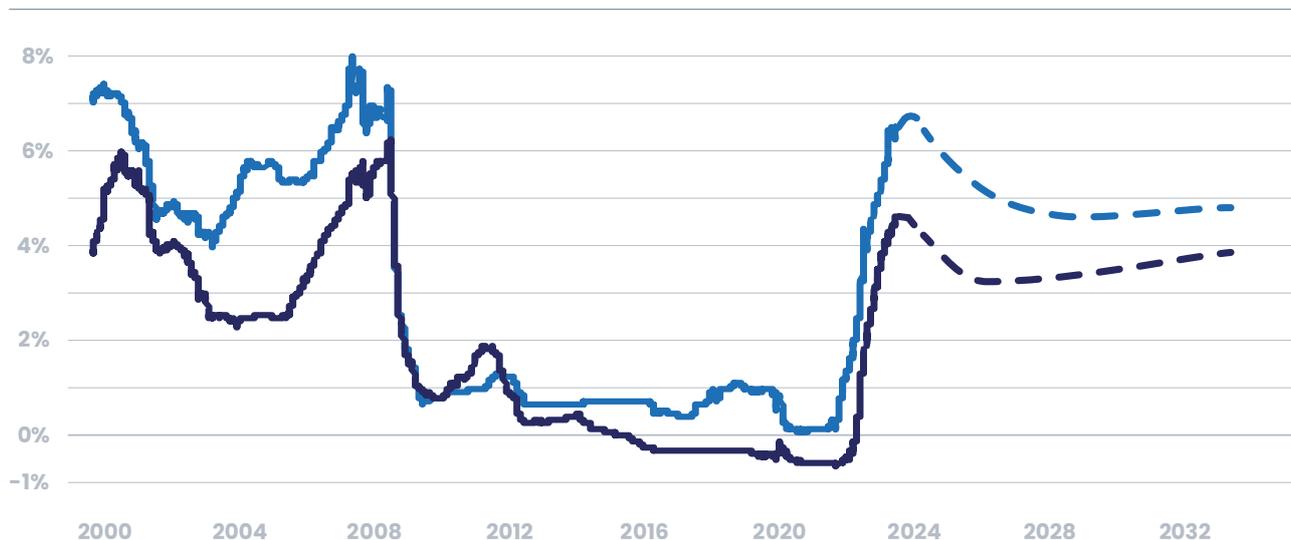
### Des taux de base plus élevés

L'évolution rapide des taux d'intérêt et des courbes de rendement au cours des deux dernières années a augmenté les rendements disponibles pour les prêteurs. Même si les taux ne restent pas sur leurs niveaux de fin 2023, les courbes à terme suggèrent que les investisseurs pourront bénéficier de coupons plus élevés pendant un certain temps (illustration 9).

### Illustration 9 :

Taux d'intérêt et perspectives, Euro et Livre sterling 3 mois spot et à terme

EUR GBP



Au 30 septembre 2023.

Source : Bloomberg

Par rapport à la décennie précédente, nous pensons que les taux de base continueront à soutenir les rendements des prêts hypothécaires commerciaux. En outre, grâce à la possibilité de négocier des taux de base "plancher" proches du taux de base actuel, les prêteurs ont la possibilité de structurer des prêts sur l'immobilier commercial avec des coupons minimums plus élevés. Cela permettrait aux prêteurs/investisseurs de continuer à bénéficier de l'environnement de taux de base actuellement élevés sur les nouvelles opérations, même si les taux de base venaient à diminuer.

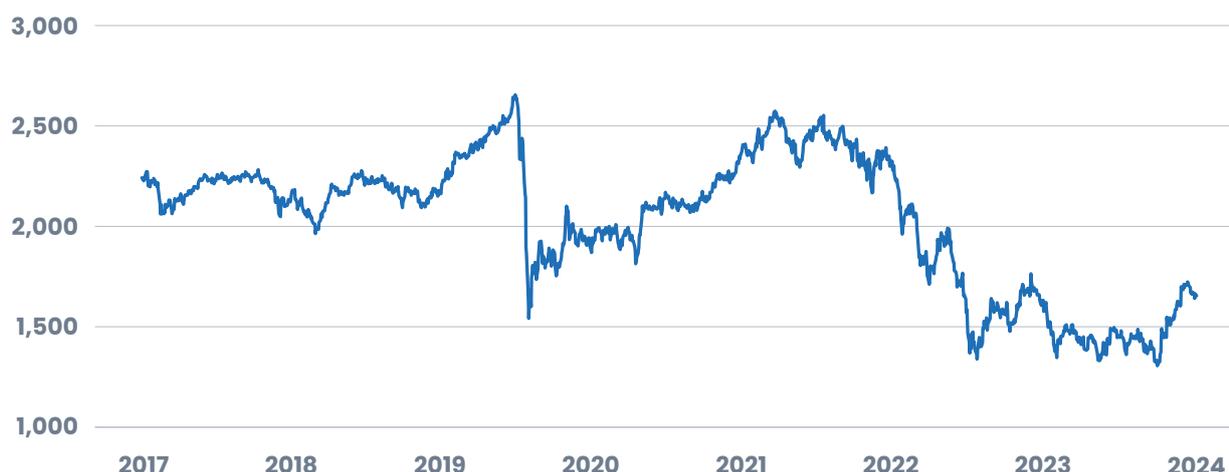


## De meilleures conditions d'ancienneté et de risque

La pandémie et les hausses de taux d'intérêt ont provoqué un ajustement significatif des valorisations sur le marché de l'immobilier commercial, et la concurrence entre les prêteurs s'est considérablement réduite. Les performances des actifs immobiliers ont fortement divergé, entraînant une baisse des valorisations en Europe.

### Illustration 10 :

Prix de l'immobilier européen - Actions cotées



Source : Bloomberg, FTSE EPRA Dev Europe Index. Données au 11 janvier 2024.

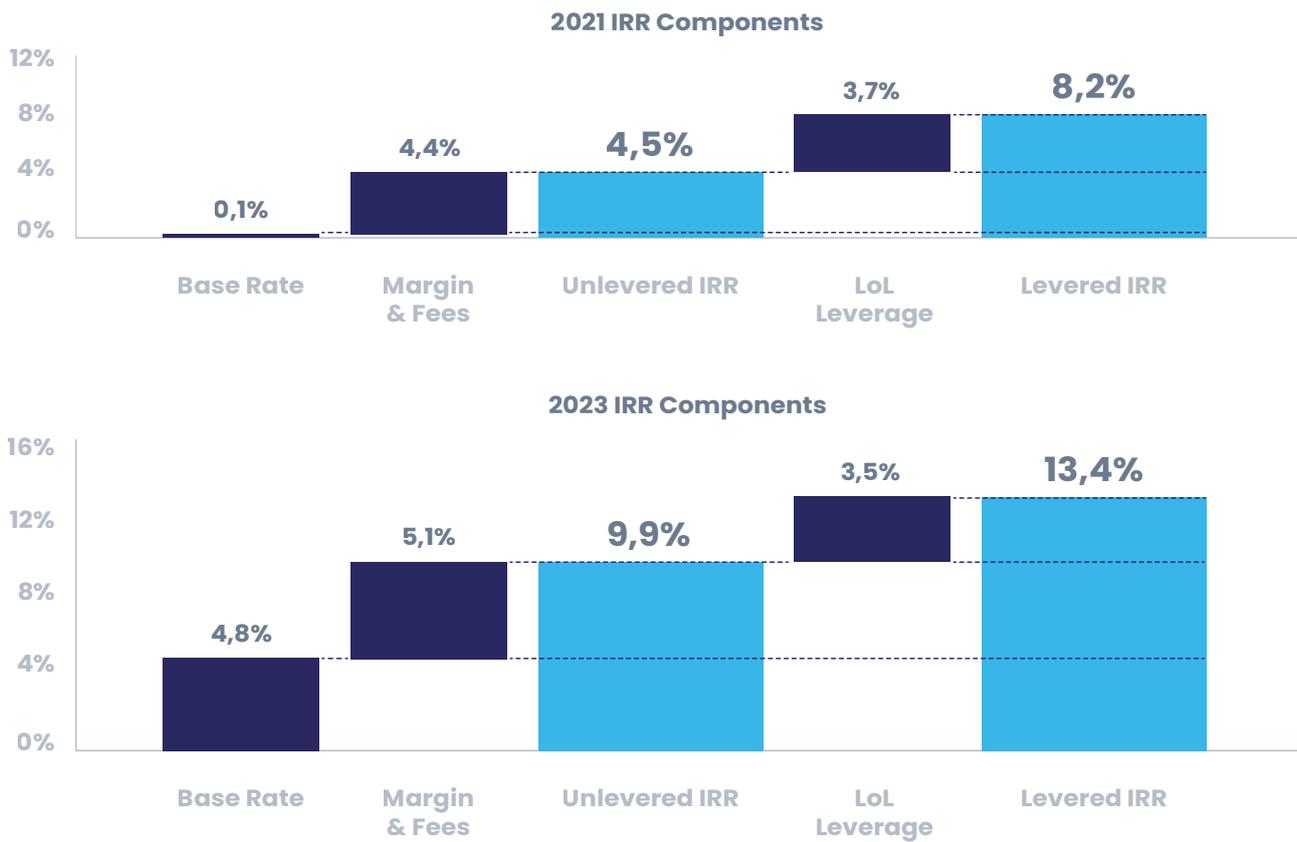
Les prêteurs privés peuvent désormais octroyer des prêts à des taux de LTV prudents et avec des marges plus élevées, sur des collatéraux dont la valeur a déjà été revue à la baisse. Avec l'indexation des loyers depuis 2019 et l'augmentation des marges et des taux de base, l'effet de rebasage accumulé crée des rendements de la "dette" intéressants,<sup>8</sup> particulièrement par rapport à la période pré-pandémie. Ceci, ajouté à l'importante réserve de fonds propres associée à des LTV prudents, implique un équilibre risque/rendement global nettement amélioré pour les prêteurs/investisseurs. Les rendements de la dette nous semblent ainsi aujourd'hui proches de ceux des actions. L'illustration 11 compare les rendements de whole loans à effet de levier, avec 35 % de points d'"attachement" et 55 % de points de "détachement".<sup>9</sup>

### Illustration 11 :

Effets des changements de marché sur deux prêts

Prêt 2021 avec un rendement de la dette<sup>[8]</sup> de 7,9%, et prêt 2023 avec un rendement de la dette de 10,3%.

Whole loan à effet de levier, attaché à 35% attaché/ détaché à 55%<sup>9</sup>



Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs et ne sont pas constantes dans le temps.

Source : Tristan, expérience de deux prêts sous gestion.

# Investir dans le secteur de la dette immobilière commerciale.

## Quels actifs sous-jacents ?

Tous les segments du secteur de l'immobilier commercial ne sont pas à mettre dans le même sac. Bien entendu, il ne s'agit pas d'un marché unique - les valorisations des bureaux du centre de Paris ont baissé de moins de 10 % depuis le milieu de l'année 2022, tandis que les valorisations dans les zones périphériques ont enregistré une baisse à deux chiffres. En Allemagne, les fondamentaux du secteur commercial résidentiel sont les plus solides depuis des décennies, avec des taux d'inoccupation extrêmement bas. La leçon évidente est que les investisseurs doivent être sélectifs.

Le choix des actifs sous-jacents est essentiel pour investir dans la dette immobilière, et certains éléments doivent être considérés avec attention :

- les marchés où l'offre est limitée, avec de faibles taux d'inoccupation et des obstacles aux nouvelles offres
- les tendances de long terme soutenant la demande de locataires
- les actifs pérennes en termes de durabilité et de risque climatique
- les villes et types d'actifs répondant à des facteurs démographiques positifs

En tant que prêteur, l'accent doit être mis sur l'équilibre entre la *génération de flux de trésorerie* et le *potentiel de création de valeur* afin de garantir la viabilité du prêt et de protéger la position de levier en cas de volatilité potentielle du marché et/ou de la valeur des actifs.

Nous pensons que le financement de business plans transitoires visant à upgrader les actifs situés dans des endroits centraux, tels que les stratégies de "verdissement", est particulièrement intéressant.

# Choisir le bon compromis risque/rendement

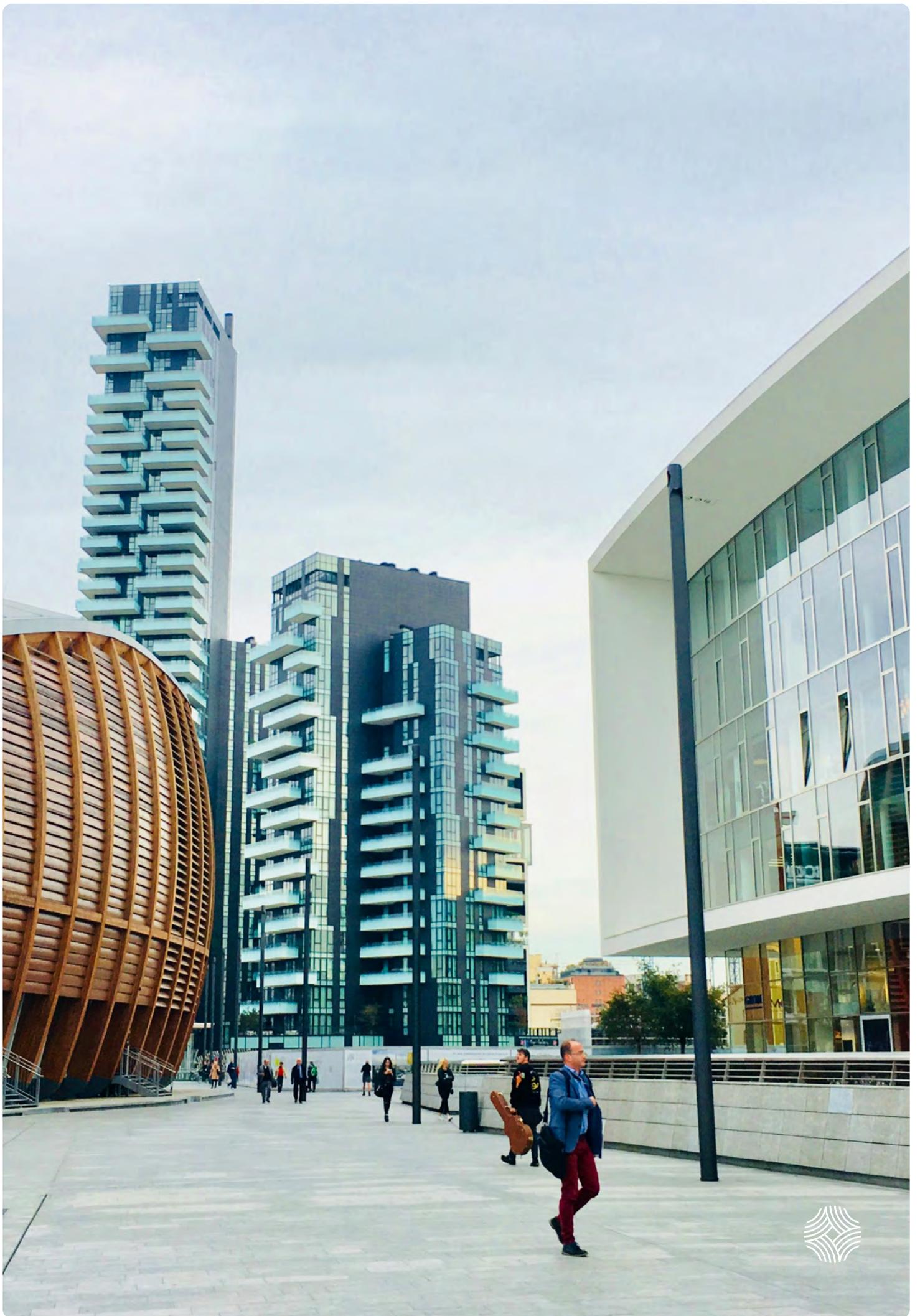
Compte tenu de la diversité des styles et des options d'investissement disponibles, les investisseurs en crédit immobilier commercial doivent définir comment ils souhaitent allouer leur capital. Nous pensons qu'examiner les données historiques américaines aide à se faire une opinion sur les différentes stratégies en Europe.<sup>10</sup>

Le marché senior est important et bien couvert par les banques, avec des rendements modestes et très similaires à ceux des crédits de qualité investment grade. Il est possible d'accéder à ce secteur directement par le biais de prêts directs senior ou via des titres tels que les CMBS ou les obligations.

Notre analyse se concentre donc sur les segments de prêts à risque plus élevé qui constituent généralement la majorité du marché privé et qui sont plus petits et moins harmonisés. Les capitaux sont répartis de manière inégale et, compte tenu de la jeunesse du marché, les nouveaux capitaux sont souvent alloués de manière inefficace. Comme le montrent les illustrations 2 et 3, le secteur se répartit grossièrement entre les whole loans à effet de levier pour les actifs peu risqués, et, du côté plus risqué, les prêts mezzanine, les financements de développement immobilier et les actions.

Les défis associés à la gestion de ces différentes catégories de risques sont importants. Par conséquent, le choix de la stratégie et le risque lié à la sélection des gestionnaires sont des facteurs majeurs qui déterminent l'expérience des investisseurs dans le domaine des prêts juniors, tout comme pour les stratégies actions. Dans la pratique, cela reflète également la réalité des prêts sur le marché intermédiaire, où les prêts sont plus petits, de gré à gré et assortis de caractéristiques idiosyncrasiques.

Dans le monde réel, l'immobilier n'est pas un marché efficient. La prise de risque paie jusqu'à un certain point, comme attendu, mais au-delà de ce point, le risque supplémentaire peut ne pas être suffisamment rémunéré. Nous estimons que les whole loans à effet de levier constituent la meilleure solution. Cela signifie que les investisseurs qui envisagent une allocation stratégique au crédit immobilier commercial doivent réfléchir très attentivement à leur profil de risque et au segment sur lequel ils souhaitent se positionner pour maximiser leurs rendements, ajustés au risque et absolus.



# Conclu-

## Conclusion : Un alignement rare.

En raison de **facteurs structurels et cycliques simultanément favorables**, la **dette immobilière commerciale privée offre actuellement une opportunité d'investissement rare et potentiellement unique** pour les investisseurs qui cherchent à générer des rendements élevés et prévisibles avec une protection importante contre les baisses.

Les rendements historiques suggèrent que les whole loans à effet de levier sont dans une bonne configuration en termes de rendements ajustés au risque, par rapport à la dette obligataire senior ou aux structures mezzanine à haut risque. Compte tenu de la complexité et de la nature idiosyncrasique du marché, il est essentiel de sélectionner le bon partenaire, doté des compétences et du track-record appropriés, pour gérer les risques idiosyncrasiques et capturer les rendements disponibles.

**L'investissement immobilier comporte des risques, notamment le risque de perte en capital, le risque de taux d'intérêt, le risque de crédit, les risques opérationnels, le risque de liquidité, les risques macroéconomiques, y compris l'inflation, et autres.**

# Notes & références.

- 1** Pour plus d'informations sur les allocations en actifs illiquides, voir le livre blanc de Candriam de février 2022, Portfolio Insights : L'intégration d'actifs illiquides dans un portefeuille mondial multi-actifs [https://www.candriam.com/siteassets/medias/insights/topics/asset-allocation/2022/illiquids/2022\\_02\\_illiquids\\_investments\\_fr\\_web.pdf](https://www.candriam.com/siteassets/medias/insights/topics/asset-allocation/2022/illiquids/2022_02_illiquids_investments_fr_web.pdf)
- 2** Source : Datastream Refinitiv, investissements résidentiels et non résidentiels en pourcentage du PIB de la zone euro et du Royaume-Uni de 2000 à 2023.
- 3** Source : Tristan. Les rendements nominaux attendus ne sont pas garantis. Ni les objectifs de performance ni les performances passées ne sont indicatifs des résultats futurs et rien ne garantit que la stratégie permettra d'obtenir des résultats comparables
- 4** Source : Tristan.
- 5** Source : Tristan.
- 6** Données de performance de la dette privée sur l'immobilier commercial en Amérique du Nord, compilées par Gilberto Levy. Tous les rendements indiqués sont nominaux en USD à des fins de comparaison. Les données de performance du crédit immobilier commercial ne sont pas encore disponibles sur une base standardisée en Europe. Les corrélations entre les données américaines et les marchés publics et entre les marchés publics européens et les marchés américains suggèrent que les marchés ont des fonctionnements similaires et qu'ils valorisent le risque de la même manière, avec toutefois des ajustements pour différentes courbes de rendement (USD/EUD/GBP). Indice CMBS, données Bloomberg Barclays. Indice High Yield, données Bloomberg Barclays pour les obligations à moyen terme.

- 7** Les rendements nominaux attendus ne sont pas garantis. Ni l'objectif de performance ni la performance passée ne sont indicatifs des résultats futurs et il n'y a aucune garantie que la stratégie atteindra des résultats comparables.
- 8** Revenu net d'exploitation du bien, divisé par le montant du prêt – un ratio de couverture, qui donne une indication du rendement potentiel pour le prêteur en cas de défaut de l'emprunteur et de reprise du bien par le prêteur.
- 9** Les points d'attachement et de détachement représentent des seuils dans la structure du capital, le point d'attachement étant le seuil à partir duquel les pertes dans le projet immobilier sous-jacent seraient d'abord affectées au prêt et le point de détachement étant le seuil à partir duquel les pertes dans le projet immobilier sous-jacent entraîneraient une perte totale du capital investi. Un point d'attache de 35 % signifie qu'il existe des prêteurs junior, par exemple des fournisseurs de fonds propres, pour 35 % du financement total du projet et que l'ensemble du prêt whole loan pourrait être déprécié si le bien immobilier sous-jacent perdait 35 % de sa valeur ou plus. Le point de détachement de 55% signifie qu'une partie du prêt whole loan est refinancée par un prêt bancaire senior pour 45% = 1-55% du financement total du projet, et que le whole loan pourrait être entièrement perdu si le projet immobilier sous-jacent perdait 55% ou plus.
- 10** Les données de performances de la dette privée senior et junior aux États-Unis sont disponibles pour l'Amérique du Nord, compilées par Giliberto Levy pour Tristan. Tous les rendements indiqués sont nominaux en USD à des fins de comparaison. Les données sur la performance du crédit immobilier commercial ne sont pas encore disponibles sur une base standardisée en Europe. Les corrélations entre les données américaines et les marchés publics et entre les marchés publics européens et les marchés américains suggèrent que ces marchés sont similaires en termes de fonctionnement et valorisent le risque de manière similaire, avec toutefois des ajustements pour différentes courbes de rendement (USD/EUD/GBP). Indice CMBS, données Bloomberg Barclay. Indice High Yield, données Bloomberg Barclays pour les obligations à moyen terme. *Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs et ne sont pas constantes dans le temps.*



**144 Mds €**

**d'actifs sous gestion  
Juin 2023\***



**+600**

**experts  
à votre service**



**+25 ans**

**Leader dans  
l'investissement responsable**

**Il s'agit d'une communication marketing.** Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre d'achat ou de vente de produits financiers. Il ne s'agit pas non plus d'une recommandation d'investissement ou d'une confirmation d'une quelconque transaction. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et les sources dans ce document, les erreurs ou omissions ne peuvent être exclues a priori. Candriam ne peut être tenu responsable des pertes directes ou indirectes résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment. Le contenu de ce document ne peut être reproduit, sans accord écrit préalable.

**Avertissement :** Les performances passées d'un instrument financier ou d'un indice donné ou d'un service ou d'une stratégie d'investissement, ou simulations de performances passées, ou prévisions de la performance future, ne permet pas de prédire les rendements futurs. Les performances brutes peuvent être influencées par des commissions, frais et autres charges. Les performances exprimées dans une devise autre que celle du pays de résidence de l'investisseur sont soumises aux fluctuations des taux de change, avec un impact négatif ou positif sur les gains. Si ce document fait référence à un traitement fiscal particulier, une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et peut évoluer.

L'investisseur supporte le risque de perte en capital.

\* À compter du 31/12/2022, Candriam a apporté des modifications à sa méthodologie de calcul des actifs sous gestion (AUM), qui incluent désormais certains actifs tels que les AUM non discrétionnaires, la sélection de fonds externes, les services d'« overlay », y compris les services de sélection ESG, les services de [conseil en gestion], les services en marque blanche et les services de conseil en portefeuille modèle qui ne sont pas qualifiés d'actifs sous gestion réglementaires, tels que définis dans le formulaire ADV de la SEC. Les actifs sous gestion sont déclarés en USD. Les actifs sous gestion non libellés en USD sont convertis au taux spot du 31/12/2023.