

AVRIL  
2026

# In conver- sation with



EDOARDO CROTTA



SÉBASTIEN COSSU

## CAPITAL RARE, MARCHÉ EN RECOMPOSITION :

le crédit alternatif au cœur d'un nouveau  
souffle immobilier

**TK** TIKEHAU  
CAPITAL

# In conver- sation with



**EDOARDO  
CROTTA**

Responsable de l'activité  
de dette immobilière



**SÉBASTIEN  
COSSU**

Co-responsable  
des Acquisitions Immobilières

# CAPITAL RARE, MARCHÉ EN RECOMPOSITION :

le crédit alternatif au cœur d'un nouveau souffle immobilier

## Introduction

Le marché immobilier n'est pas simplement engagé dans un ralentissement cyclique ; il traverse une épreuve plus structurante, celle de la liquidité. La fin d'une décennie de taux particulièrement bas a agi comme un révélateur. Lorsque le coût de l'argent se normalise, les modèles financiers bâtis dans l'abondance vacillent, les valorisations s'ajustent progressivement et certaines tensions sur les *cash-flows* peuvent survenir.

La véritable rupture n'est pas seulement monétaire. Elle est financière. Les banques, piliers historiques du financement immobilier, ont durablement resserré leurs conditions d'intervention : ratios plus conservateurs, sélectivité accrue, préférence pour les actifs stabilisés. Parallèlement, les investisseurs institutionnels ont réduit leur exposition en capital, l'incertitude sur les valorisations les incitant à se concentrer davantage sur la gestion de leurs portefeuilles existant.

Ainsi se dessine un paradoxe : les besoins de capitaux demeurent considérables au moment même où les sources traditionnelles se contractent.

Ces besoins sont d'abord conjoncturels — refinancements de dettes mises en place avant la remontée des taux et ajustement de structures devenues inadaptées au nouveau régime de taux. Mais ils sont aussi profondément structurels : financement de la transition énergétique, *Capex* de transformation, reconversion d'actifs obsolètes, adaptation aux nouveaux usages résidentiels et tertiaires.

Nous ne sommes pas face à une crise brutale comparable à celle de 2008. Il s'agit plutôt d'un processus de reconstruction lent et progressif, observable aussi bien en Europe qu'aux États-Unis, dans un environnement durablement plus contraint en capital. Les conséquences d'un contexte géopolitique particulièrement instable contribuent également à entretenir une forme d'inertie dans la reprise du marché.

Dans ce contexte, **le crédit alternatif ne relève plus d'une niche. Il devient un vecteur central de stabilisation et de transformation du marché. Là où la liquidité se raréfie, il peut apporter flexibilité, capacité de structuration et rapidité d'exécution. Et dans un cycle de recomposition, cette capacité à financer la transition — plutôt qu'à l'attendre — constitue sans doute l'opportunité la plus décisive.**

## Anatomie d'une crise : pourquoi le crédit alternatif s'impose-t-il dans le financement du secteur immobilier ?

**EC :** Le crédit alternatif s'impose d'abord parce que le marché immobilier traverse une phase d'ajustement consécutive à la fin d'un cycle monétaire exceptionnel. Les taux proches de zéro observés avant 2021 constituaient une anomalie historique ; leur remontée correspond à une forme de normalisation.

Toutefois, un nombre d'opérations ont été structurées dans un environnement de taux et de valorisations très différent. La hausse des taux a entraîné une correction sur certaines classes d'actifs, réduisant mécaniquement leurs valorisations et leur capacité d'endettement et exigeant davantage de fonds propres. Dans le même temps, le coût de la dette, désormais stabilisé autour de niveaux plus élevés qu'auparavant, comprime les *cash-flows* et fragilise les équilibres économiques construits durant la période de taux bas.

Face à cette nouvelle donne, les banques ont significativement durci leurs critères : sélectivité accrue des sponsors, baisse des ratios de *LTV/LTC*<sup>1</sup>, priorité aux actifs sécurisés générant des revenus stables. Cette contraction de l'offre bancaire ouvre un espace que le crédit alternatif vient naturellement et nécessairement occuper.

**SC :** Ce mouvement est renforcé par le retrait partiel des investisseurs institutionnels en fonds propres augmentant d'autant plus la quotité à remplir par des modes de financement alternatifs / non traditionnels. Cela reflète une combinaison de la diminution du financement senior, de la réduction de l'allocation de capital institutionnel et de l'érosion des valeurs des capitaux propres résultant de la hausse des taux d'intérêt.

Les interrogations sur la justesse et la pertinence des valorisations, la perception accrue du risque immobilier dans un environnement de taux plus élevés et les contraintes réglementaires conduisent les investisseurs institutionnels à réduire leur exposition.

Or, les besoins de liquidité demeurent considérables : refinancement de dettes arrivant à maturité (souvent après avoir déjà été étendues), adaptation de structures mises en place avant 2021, financement de *Capex*<sup>2</sup> liés notamment à la transition énergétique ou aux adaptations d'usages post-Covid.

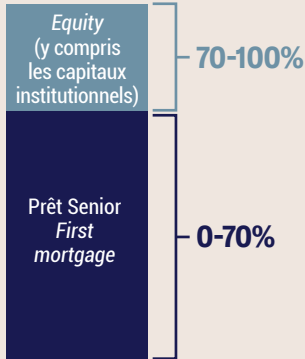
Dans ce contexte, les opérateurs disposent de marges de manœuvre limitées : accepter des conditions bancaires plus restrictives, injecter davantage d'*equity*, ou recourir à des acteurs de crédit alternatif capables d'intervenir sur des situations plus complexes et d'assumer un niveau de risque supérieur ou une situation de transition.

Ainsi, le crédit alternatif ne relève plus d'une logique marginale ou opportuniste : il répond à un besoin structurel du marché et s'affirme comme un pilier du financement immobilier dans un environnement durablement plus contraint.

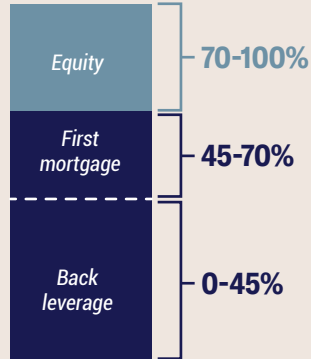
<sup>1</sup> Loan-To-Value / Loan-To Cost (ratio prêt/valeur et ratio prêt/coût)  
<sup>2</sup> Capital Expenditure

## DIFFÉRENTES STRUCTURES DE FINANCEMENT

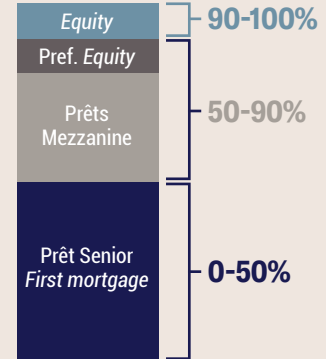
PRÊT SENIOR TRADITIONNEL



PRÊT SENIOR AVEC BACK LEVERAGE

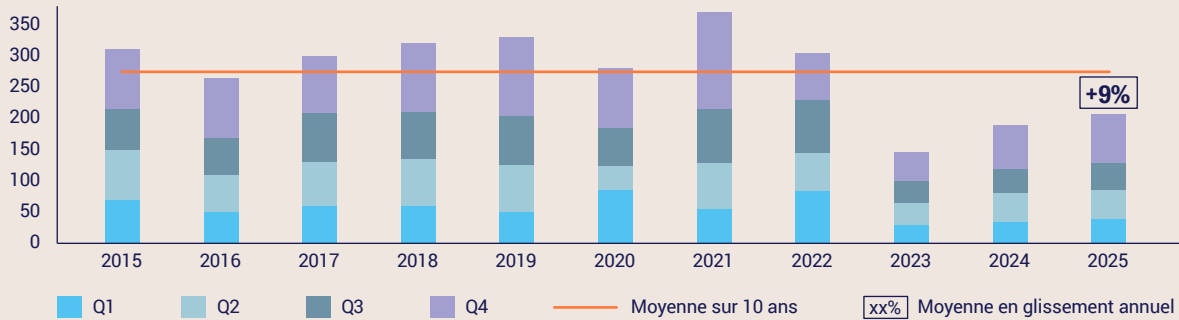


STRUCTURE MULTISTRATES

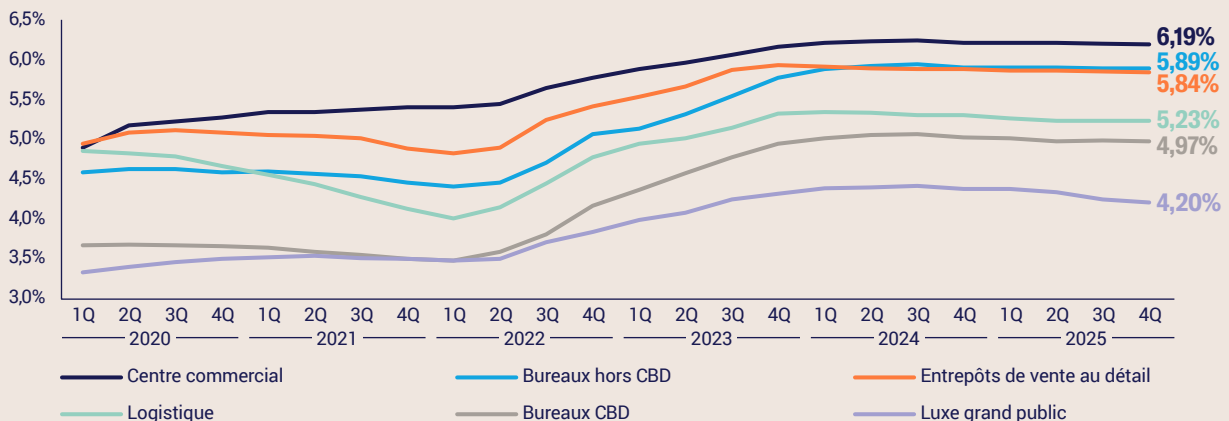


Source : Tikehau Investment Management au 31 décembre 2025. À titre indicatif uniquement.

## LES VOLUMES D'INVESTISSEMENT EN IMMOBILIER COMMERCIAL EUROPÉEN CONFIRMENT UNE REPRISE GÉNÉRALISÉE, AVEC DES ESTIMATIONS DE VOLUMES PLUS ÉLEVÉES



## ÉVOLUTION DES TAUX DE RENDEMENT MOYEN DES ACTIFS PRIME EN EUROPE DEPUIS 2020 PAR SECTEUR



Source : Tikehau Investment Management au 31 décembre 2025. À titre indicatif uniquement.



## Peut-on réellement parler de normalisation depuis 2021, et pourquoi les taux courts et longs continuent-ils de peser sur le financement immobilier ?

**SC :** On peut, en effet, parler d'une forme de normalisation, mais elle demeure partielle. Après le choc de 2022–2023, marqué par une baisse significative des valorisations, le marché semble avoir désormais accepté un certain niveau de correction et un nouveau paradigme d'environnement de valeurs. Les prix se stabilisent progressivement et certains segments – notamment le résidentiel, l'hôtellerie – affichent des volumes de transaction en reprise.

Du côté des banques, on observe également un retour progressif. Les établissements réinvestissent le secteur immobilier, quoique de manière sélective et toujours avec des niveaux de *LTV* modérés comparés à avant 2022, laissant la part la plus risquée (y compris quasi-fonds propres) au crédit alternatif. L'activité redémarre, mais sans retrouver l'intensité ni la fluidité de la période antérieure à 2021. Cette reprise prudente traduit un environnement perçu comme moins prévisible et structurellement plus risqué.

En ce sens, la normalisation est réelle sur les prix et sur l'activité, mais elle ne signifie pas un retour au cycle précédent. Le marché entre plutôt dans une phase d'équilibre plus contraint.

**EC :** Ce qui continue de peser, en revanche, c'est la capacité effective de financement. Les taux courts comme les taux longs maintiennent un coût de la dette significativement plus élevé qu'au cours de la décennie passée, ce qui affecte directement les équilibres économiques des opérations.

Les banques demeurent prudentes, en particulier sur l'immobilier d'entreprise, qui reste le segment le plus fragilisé — notamment les grands ensembles périphériques, monolocataires ou mal positionnés. Leur approche du crédit est désormais plus conservatrice : elles privilégient leurs clients historiques, inscrits dans une relation de long terme, et sélectionnent rigoureusement les dossiers.

Cette dynamique s'observe tant en Europe qu'aux États-Unis ; malgré des cadres réglementaires distincts, le constat est similaire : la capacité bancaire ne suffit pas à absorber l'ensemble des besoins du marché.

“

**Nous ne sommes pas face à une crise brutale comme en 2008, mais plutôt à un ajustement lent et profond — une forme de « *slow motion car crash* » de l'immobilier.**

Nous ne sommes pas face à une crise brutale comme en 2008, mais plutôt à un ajustement lent et profond — une forme de « *slow motion car crash* » de l'immobilier. Les enjeux de refinancement des dettes arrivant à maturité, les besoins liés à la transition énergétique et l'incertitude géopolitique entretiennent cette tension.

Dans ce contexte, les besoins de liquidité persistent. Le financement non bancaire gagne donc en importance, notamment sur les situations transitoires ou complexes — refinancements structurés, *Capex* significatifs, conversions d'actifs. Ces solutions sont souvent plus coûteuses, mais elles offrent la flexibilité et la rapidité d'exécution indispensables à la mise en œuvre des *business plans*.

## Quels sont les secteurs qui suscitent de l'intérêt pour vous ?

**EC :** Plusieurs classes d'actifs présentent, à nos yeux, des opportunités significatives. Notre flexibilité d'intervention, notre présence locale et notre capacité à structurer simultanément plusieurs opérations dans différentes zones géographiques nous permettent d'adresser des situations variées, souvent là où le financement bancaire se montre plus hésitant.

C'est notamment le cas des développements logistiques spéculatifs, de l'hôtellerie ou du résidentiel intégrant une dimension opérationnelle, mais aussi des programmes d'investissement dans les bureaux ou les infrastructures numériques, qui recourent à des niveaux de levier plus élevés et à des structures de financement plus flexibles que celles des banques traditionnelles.

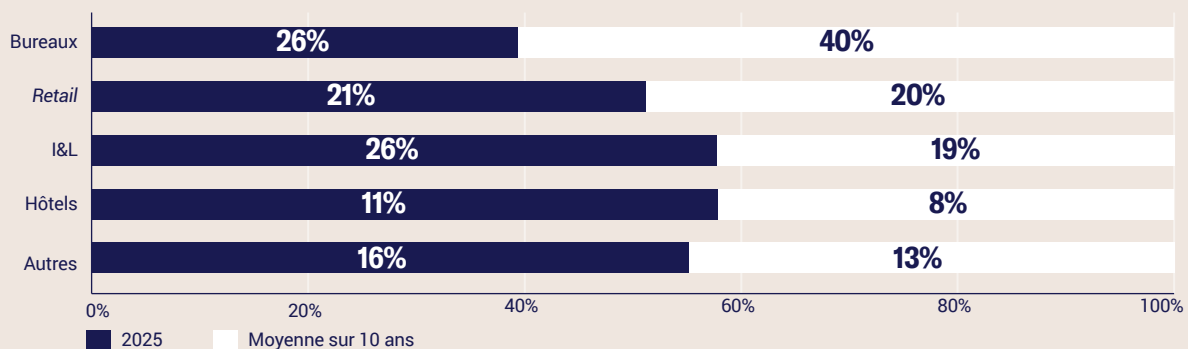
**SC :** Les opérations de reconversion constituent un second champ d'intervention majeur. De nombreux actifs tertiaires sont encore aujourd'hui sous pression, confrontés à des enjeux d'obsolescence ou de vacance, et nécessitent une conversion vers le résidentiel ou vers d'autres usages. Or les banques se montrent particulièrement réticentes à financer ces transformations et notamment les phases les plus en amont allant du développement à la livraison des travaux.

Dans ces situations, notre approche repose sur des niveaux de *LTV* prudents, des structures hautement sécurisées, une capacité d'analyse fine de la dynamique du projet et des contraintes de *l'equity* ainsi que des mécanismes d'amortissement robustes.

L'hôtellerie constitue également un secteur attractif. Il s'agit ici d'un actif intrinsèquement opérationnel, plus sensible aux cycles économiques et dont les flux ne sont pas garantis, ce qui explique la prudence bancaire tant que le sponsor ne peut démontrer de la récurrence de génération de chiffre d'affaires sur plusieurs années. Toutefois, avec une capacité d'analyse sectorielle approfondie et une ingénierie financière adaptée, il est possible d'assumer ce risque de manière maîtrisée.

**EC :** En définitive, notre intérêt se concentre sur les secteurs où la complexité, la transformation ou la dimension opérationnelle génèrent un besoin de structuration plus sophistiquée — et donc une véritable valeur ajoutée pour un financeur alternatif.

### PARTS DE MARCHÉ PAR CLASSE D'ACTIFS AU 4<sup>ÈME</sup> TRIMESTRE 2025 COMPARÉES À LA MOYENNE SUR DIX ANS



Source : BNP Paribas Real Estate Europe 2025 au 31 janvier 2025.

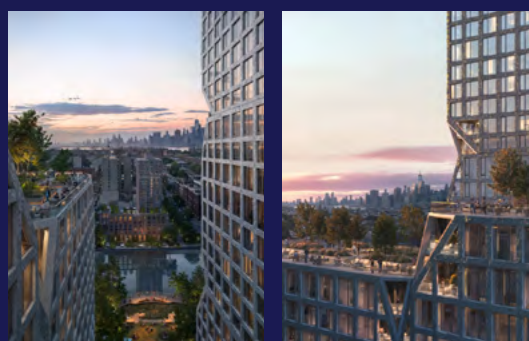
## EXEMPLES D'OPÉRATIONS

### 175 THIRD STREET BROOKLYN, NEW YORK, ÉTATS-UNIS

Tikehau Capital a co-originé un financement mezzanine de 35 millions de dollars pour financer un développement résidentiel situé au 175 Third Street, Brooklyn, New York.

Ce projet immobilier comprendra deux tours mixtes de catégorie A offrant environ 1 000 logements, ainsi qu'environ 8 900 m<sup>2</sup> de surfaces commerciales et 49 places de parking. Le projet proposera des équipements et des espaces haut de gamme, notamment une cour intérieure, une piscine, un sauna, une salle de sport, des espaces de coworking et un parc en bord de canal.

|                            |   |
|----------------------------|---|
| DATE DE L'OPÉRATION        | <b>Avril 2025</b>                         |
| TAILLE DE L'INVESTISSEMENT | <b>35 M\$</b>                             |
| DURÉE DU PRÊT              | <b>1 an + 6 mois + 6 mois d'extension</b> |
| TYPE D'INVESTISSEMENT      | <b>Dettes mezzanine</b>                   |



### PROJET COLOMBO ROME, ITALIE

Tikehau Capital a conclu une facilité senior de 42,1 M€ pour financer le Capex résiduel du développement du projet Colombo à Rome, en Italie. Le sponsor était Fidera Vecta via un fonds géré par Praemia REIM Italy SGR. Cette transaction marque la première opération de crédit immobilier de Tikehau Capital en Italie et sa quatrième opération de crédit immobilier de 2025.

L'actif est situé Via Colombo, au sud du quartier central des affaires de Rome, et est bien desservi vers le centre-ville, le quartier de l'EUR (Esposizione Universale di Roma) et l'aéroport de Fiumicino. Il se compose de 3 immeubles contigus, pour une surface locative brute totale de 35 500 m<sup>2</sup>, entièrement loués à une contrepartie notée triple A (MASE – ministère italien du Développement énergétique).

|                            |                                 |
|----------------------------|---------------------------------|
| DATE                       | <b>Décembre 2025</b>            |
| TAILLE DE L'INVESTISSEMENT | <b>42,1 M€</b>                  |
| DURÉE DU PRÊT              | <b>2 ans + 1 an d'extension</b> |
| TYPE D'INVESTISSEMENT      | <b>Dettes senior</b>            |



## Quelles perspectives de rendement/risque anticipez-vous pour cette stratégie opportuniste, et comment les fonds de crédit immobilier de Tikehau Capital se positionnent-ils dans ce cycle ?

**SC :** Dans le contexte actuel, ce type de stratégie offre, selon nous, un couple rendement/risque attractif. Nous évoluons dans une phase du cycle marquée par une contraction de la liquidité bancaire, des besoins de refinancement significatifs et une sélectivité accrue des financeurs traditionnels. Cette configuration crée des points d'entrée intéressants, à des niveaux de *spread* et de structuration plus protecteurs que durant la période d'abondance monétaire.

L'élément clé réside toutefois dans la discipline de souscription. Le cycle demeure incertain et impose une analyse fine des fondamentaux : qualité des actifs, solidité des *sponsors*, profondeur des marchés locatifs, robustesse des *business plans*. Une stratégie opportuniste ne signifie pas une prise de risque inconsidérée ; elle repose au contraire sur des structurations sécurisées, des *covenants* adaptés et une gestion active du risque.

Dans ce cadre, nous anticipons des rendements ajustés du risque supérieurs à ceux observés sur des stratégies *core* ou *core+*, précisément parce que nous intervenons sur des situations complexes ou transitoires, où la prime d'illiquidité et la prime de structuration sont significatives.

“

**Cette configuration crée des points d'entrée intéressants, à des niveaux de *spread* et de structuration plus protecteurs que durant la période d'abondance monétaire.**

### EXEMPLE D'OPÉRATION

#### **PUBLIC HOTEL, MANHATTAN, NEW YORK, ÉTATS-UNIS**

Tikehau Capital a originé un financement mezzanine de 57 millions de dollars pour le projet Public Hotel à Manhattan, New York.

L'actif est idéalement situé dans le Lower East Side, à la frontière de l'East Village et de Soho. Il comprend 367 chambres d'hôtel, 5 salles de réunion et 7 espaces de restauration et de bar. L'investissement bénéficie des bons fondamentaux du marché de l'hôtellerie new-yorkaise, d'un actif aux cash flows en croissance avec des marges robustes, ainsi que d'un sponsor expérimenté et reconnu aux États-Unis.

DATE DE L'OPÉRATION **Décembre 2025**

TAILLE DE L'INVESTISSEMENT **57 M\$**

DURÉE DU PRÊT **Jusqu'à 5 ans  
(2 ans + 3 extensions  
successives d'1 an)**

TYPE D'INVESTISSEMENT **Dettes mezzanine**

**EC :** Les fonds de crédit immobilier de Tikehau Capital se positionnent dans ce cycle avec une approche fondamentalement flexible et différenciante. Nous proposons des solutions de financement adaptées à une large diversité de profils de risque, d'emprunteurs et de niveaux d'endettement avec des tickets entre €20 et €200m.

Cette capacité à couvrir l'ensemble de la structure de financement - des prêts senior étendus et financements de développement jusqu'aux solutions mezzanine et aux financements au niveau de la *holding* - constitue un avantage déterminant dans un marché fragmenté.

Notre positionnement repose également sur une expertise sectorielle approfondie, en finançant des acteurs capables d'exécuter les transformations nécessaires. Notre présence sur le terrain dans les principaux marchés européens nous donne une proximité avec l'opérationnel permettant d'affiner notre analyse des risques et de structurer des solutions véritablement sur mesure.

Ainsi, dans un cycle caractérisé par l'ajustement et la sélectivité, notre ambition n'est pas seulement de capter une prime de rendement, mais de construire des portefeuilles résilients, fondés sur une compréhension fine des actifs et sur une ingénierie financière rigoureuse.



“

**Nous proposons des solutions de financement adaptées à une large diversité de profils de risque, d'emprunteurs et de niveaux d'endettement avec des tickets entre €20 et €200m.**



## **AVERTISSEMENT :**

Ce document est un document commercial d'information destiné à un public d'investisseurs professionnels et de contreparties éligibles au sens de MiFID II. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'achat de titres, ni un conseil en investissement ou une recommandation personnalisée ; il ne tient pas compte des objectifs, de la situation financière ou des besoins particuliers de ses destinataires, lesquels sont invités à se forger leur propre opinion avec l'appui, le cas échéant, de conseillers professionnels (juridique, fiscal, financier). Les informations, analyses, opinions et estimations qu'il contient sont fournies à titre indicatif à la date de publication sur la base de sources considérées comme fiables, sans garantie d'exactitude ou d'exhaustivité, et peuvent être modifiées sans préavis. Certaines sections peuvent inclure des déclarations prospectives soumises à des risques et incertitudes susceptibles d'entraîner des écarts significatifs avec les résultats réels. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures ; tout objectif ou scénario de rendement (notamment TRI), niveau de spread ou cible présenté est indicatif, non garanti, et susceptible d'évoluer ; toute simulation ou performance hypothétique est fournie à titre illustratif uniquement.

Les investissements en dette immobilière comportent des risques, notamment (sans s'y limiter) d'illiquidité et de perte en capital, de crédit/contrepartie, de subordination et de structure (rang, intercréanciers, sûretés, covenants), de marché (taux, spreads, inflation), de refinancement et de valorisation, juridiques et opérationnels, ainsi que des risques propres aux actifs immobiliers, réglementaires et, le cas échéant, de change. Cette liste de risques n'est pas exhaustive et les risques doivent être appréciés au cas par cas.

# Tikehau Capital,

## UN GESTIONNAIRE D'ACTIFS ALTERNATIFS MONDIAL

### Notre mission

est d'orienter l'épargne mondiale vers des solutions de financement conçues pour répondre aux besoins des entreprises, qu'il s'agisse d'accompagner une expansion, de faciliter une transmission ou de soutenir l'innovation.

### Nos valeurs

**Excellence,  
indépendance,  
engagement.**

Création en  
**2004**

Introduction en bourse en  
**mars 2017**

**52,8 Mds€**

d'actifs sous gestion

**17**

bureaux

**717**

collaborateurs

**3,1 Mds€**

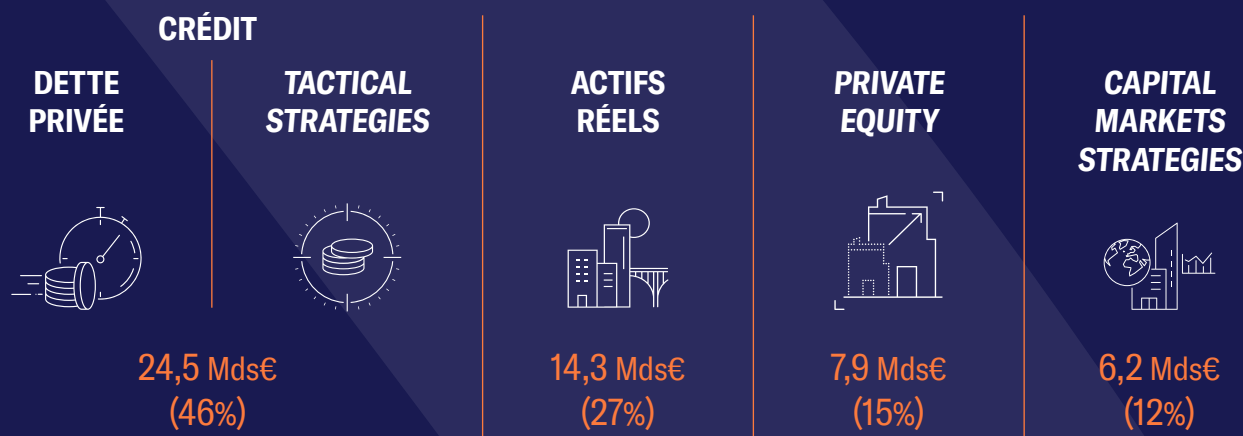
de fonds propres

**69%**

du bilan est investi aux côtés de nos clients investisseurs et épargnants

Au 31 décembre 2025.

UNE EXPERTISE DE LONGUE DATE DANS LE FINANCEMENT DU MID-MARKET,  
COUVRANT DIFFÉRENTES CLASSES D'ACTIFS ET STRATÉGIES



**Un réseau stratégique de partenariats**

---

**Un ADN entrepreneurial  
et un fort alignement des intérêts**

---

**Une portée mondiale,  
une expertise locale**

---

**Un bilan accélérateur de croissance**

---

**Des investissements guidés  
par la conviction**

---

**La durabilité au cœur des priorités**



**In  
conver-  
sation  
with**

**TK** TIKEHAU  
CAPITAL

[www.tikehaucapital.com](http://www.tikehaucapital.com)