

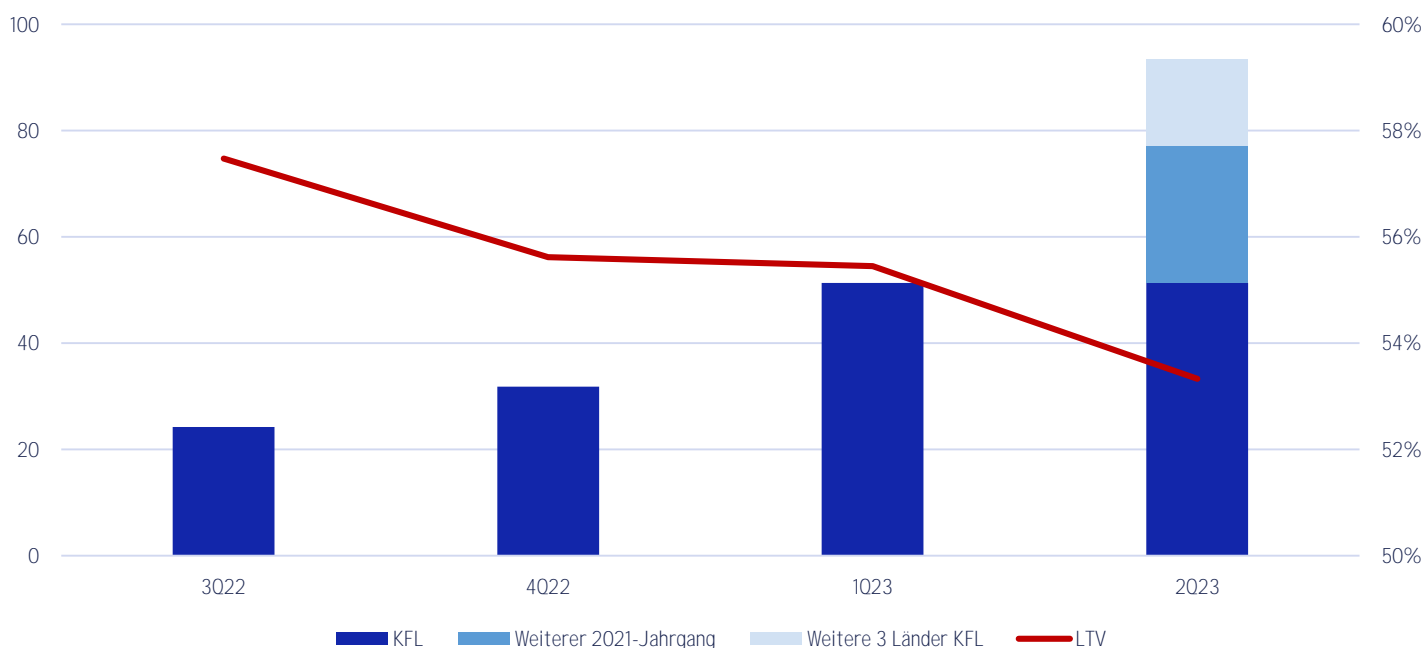
Monatlicher Research Report

AUGUST 2023

KREDITVERGABE FÜR GEWERBEIMMOBILIEN STABILISIERT SICH BEI GLEICHBLEIBENDER KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE (KFL)

- Die Gesamtkreditkosten im europäischen Immobiliensektor erreichten ein neues 20-Jahres-Rekordhoch. Die Kreditkosten haben sich sowohl in Euro als auch Pfund stabilisiert, nachdem sie aufgrund der Swap-Sätze auf ein neues 20-Jahres-Rekordhoch gestiegen waren. Der rasche Anstieg der Swap-Sätze ist auf vielfache Zinserhöhungen zurückzuführen, die EZB und BoE zur Bekämpfung der Inflation vorgenommen haben.
- Anzeichen einer Stabilisierung der Kreditkosten werden durch die Daten von Green Street zu den Renditen unbesicherter REIT-Anleihen sowie durch unsere hausinternen Gesamtzinskosten auf Marktniveau weiter bestätigt, nachdem wir in den vorangegangenen fünf Quartalen schnellere Steigerungen verzeichnet hatten.
- Die Verbesserung in der Stimmungsumfrage des CREFC zu Finanzvereinbarungen hat noch nicht zu einer Umkehr des Abwärtstrends bei den tatsächlichen Kredit-LTVs geführt. Unabhängig davon gehen wir weiterhin davon aus, dass sich die LTVs bis Ende 2023 bei 50 % stabilisieren werden.
- Niedrigere Refinanzierungs-LTVs können zusammen mit steigenden Kapitalwertverlusten bei einigen Kreditsicherheiten zu erheblichen Problemen mit der Refinanzierung von Krediten führen, die im Zeitraum 2023-25 fällig werden.
- Das Ausmaß der potentiellen Refinanzierungsprobleme wird in unserer Kreditfinanzierungslücke (KFL) prognostiziert. Die KFL beschreibt die Lücke, die zwischen dem am Ende der Kreditlaufzeit fälligen ursprünglichen Schuldenbetrag und dem für die Rückzahlung eines Kreditjahrgangs in einem Sektor zur Verfügung stehenden neuen Fremdmittelbetrag überbrückt werden muss.
- Unsere erweiterte und aktualisierte KFL-Analyse schätzt eine KFL von 93 Mrd. € für den Zeitraum 2023-26 in sechs europäischen Ländern. Die Lücke müsste durch Einbeziehung weiterer Eigenkapitalerhöhungen, Laufzeitverlängerungen & Umschuldungen erstrangiger Darlehen und dem Einsatz nachrangiger Darlehen gefüllt werden.
- Zum ersten Mal geben wir unseren KFL-Anteil als % der aufgenommenen Darlehenssummen an und dieser liegt bei 21 %. Es gibt zudem einige unerwartete Unterschiede zwischen den Ländern.
- Ausgehend von Kreditausfällen in jedem Kreditjahrgangsegment mit einer Refi-LTV von über 75%, rechnen wir mit einer Ausfallquote von 5,8% bei den ursprünglich im Zeitraum 2018-2021 vergebenen Krediten bei Fälligkeit. Nach Bereinigung um die Vollstreckungskosten, veranschlagen wir die Ausfälle bei den im Zeitraum 2018-21 vergebenen CRE-Krediten mit 2,2%. Die Ausfälle konzentrieren sich auf Kredite, die durch Einzelhandelssicherheiten unterlegt sind, und stimmen mit den Ausfällen bei historischen europäischen Gewerbeimmobilienkrediten überein.
- Laut den EBA-Daten haben die Banken ausreichende Rücklagen, um diese Ausfälle aufzufangen, so dass CRE-Kredite an sich im aktuellen Konjunkturzyklus kein systemisches Risiko für die europäische Bankenlandschaft darstellen dürften.

Entwicklung der Kreditfinanzierungslücke im Vergleich zur Beleihungsquote (LTV) auf Kreditebene
Q3 2022 - Q2 2023 in Mrd. Euro (links) und in % (rechts)

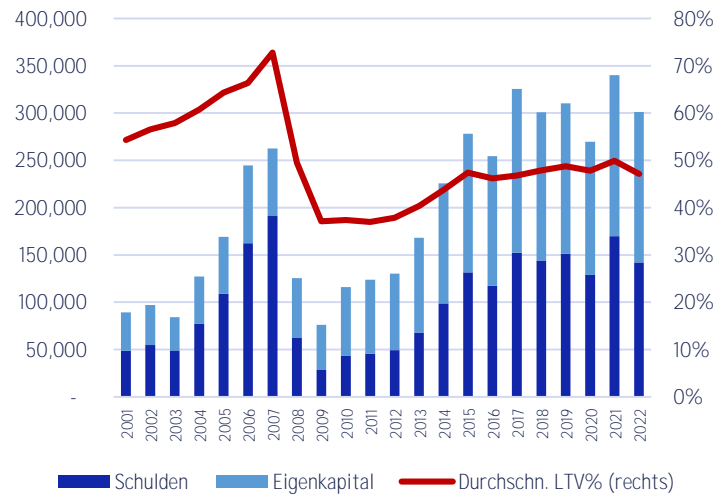


Quelle: AEW Research & Strategy

DURCHSCHNITTLICHE LTV FÜR AKQUISITIONEN SIND IN 2022 AUF 47% GESUNKEN

- Laut unserer Daten und Prognosen ging die Fremdfinanzierung bei Akquisitionen in 2022 gegenüber dem Vorjahr um 16% auf 142 Mrd. € zurück. Der Rekordwert nach der GfK liegt bei 170 Mrd. €.
- Zurückzuführen ist dies auf die Zinserhöhungen, die sich negativ auf die Kreditnachfrage auswirkten und ab Mitte 2022 auch das Investitionsvolumen drosselten.
- Im ersten Halbjahr 2023 fielen die Investitionsvolumen um nahezu 60% gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Dies ist auf die abwartende Haltung der meisten Anleger zurückzuführen, die zunächst weitere Preisanpassungen ausharren wollten.
- Dadurch verringerte sich die Gesamtverschuldung im Verhältnis zum Akquisitionsvolumen von 50% im Jahr 2021 auf 47%. Für das Gesamtjahr 2023 rechnen wir aufgrund der deutlich geringeren Volumen mit einem weiteren Rückgang.
- Im historischen Kontext dürften sich die aktuellen LTVs für Akquisitionen von unter 50% allerdings weniger problematisch erweisen als die LTVs vor der GfK, die im Durchschnitt bei 73% lagen.

Jährliche Kreditvergabe für Akquisitionen (in Mio. EUR) mit marktweiter LTV

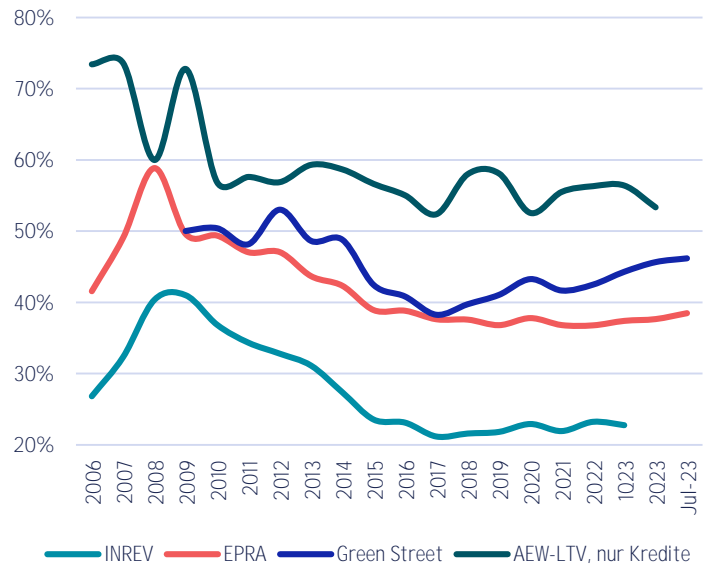


Quellen: AEW Research & Strategy, CBRE & MSCI

LTVS ZUM BILANZSTICHTAG STEIGEN BEI STABILISIERENDER KREDIT-LTV

- Jüngste Daten bestätigen die stetige Zunahme der zum Bilanzstichtag ausgewiesenen LTVs sowie die gleichbleibende Lücke zwischen den neusten verfügbaren europaweiten LTV-Daten zu INREV (private Immobilienfonds) und EPRA (börsennotierte Immobiliengesellschaften).
- Infolge der Neubewertungen sind die in Q1 2023 ausgewiesenen INREV- und EPRA-LTVs seit Jahresende 2021 um 90 Basispunkte bzw. 140 Basispunkte gestiegen.
- Auch hier zeigen die Green Street-Daten einen deutlicheren auf die raschere Wertberichtigung zurückzuführenden Aufwärtstrend bei den REIT-LTVs, die im Juli 2023 bei 46% liegen.
- Die für REITs und private Fonds ausgewiesenen LTVs liegen nach wie vor unter den im Zeitraum 2008-09 verzeichneten Rekordquoten und geben, ähnliche wie unsere vorstehenden LTV-Daten für Akquisitionen, Anlass zur Hoffnung.
- Im Gegensatz dazu zeigen unsere AEW-internen LTV-Daten auf Kreditebene einen Rückgang der LTVs im Laufe des letzten Quartals auf den Stand von 2020.
- Es muss beachtet werden, dass unsere Daten auf Kreditebene nicht-fremdfinanzierte Investitionen außer Acht lassen und zu dem sensitiv bezüglich des sind, was in den letzten 10 Jahren höhere und volatilere LTVs zwischen 52% und 60% zur Folge hatte.
- Insbesondere die Bilanzdaten liefern einen wertvollen Kontext. Da sie jedoch keinerlei Bezug zu Kreditvergabedaten aufweisen, können sie nicht unmittelbar auf jede Analyse der Refinanzierungsherausforderungen angewandt werden.

Ausgewiesene sektorübergreifende LTVs

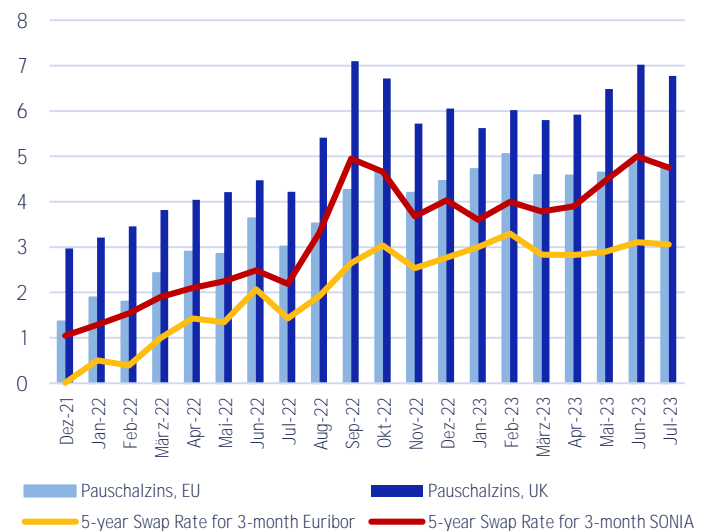


Quellen: AEW Research & Strategy, Green Street, INREV & EPRA

SWAP-SÄTZE UND GESAMTKREDITKOSTEN STABILIER

- Die gesamten Kreditkosten für Gewerbeimmobilien (CRE) in Euro haben sich seit Februar 2023 bei unter 5% konsolidiert. Kreditnehmer in britischen Pfund kämpfen noch immer mit 6,8% hohen Fremdkapitalkosten, die allerdings seit Juli 23 einen rückläufigen Trend aufweisen.
- Nachdem die lange Hochinflationzeit sich dem Ende neigt und die Zinsschritte der Zentralbanken im 2. Halbjahr 2023 kleiner werden dürften, werden sich der Euro-Swap-Satz und der Pfund-Swap-Satz bei unter 5% bzw. knapp über 3% stabilisieren.
- Dabei blieben die Swap-Sätze im UK weiterhin hoch. Im Juni 2023 lagen sie mit 5% erneut auf dem Rekordhoch der gescheiterten „Mini-Budgets“ von September 2022.
- Diese Divergenz zwischen europäischen und den UK-Fremdkapitalkosten dürfte gravierendere Auswirkungen auf Neubewertung, Investitionsvolumen und Kreditvolumen an den UK-Märkten haben.
- Höhere Zinsen und sinkende Kreditsicherheiten werden aller Voraussicht nach die Refinanzierung bestehender alter Kredite belasten, da sie bei Kreditfälligkeit in den nächsten Jahren zu Problemen mit den LTV- und ICR/DSCR-Klauseln führen.
- Diese Problematik wird an anderer Stelle in diesem Report unter der aktualisierten Analyse zur Kreditfinanzierungslücke thematisiert.

CRE-Gesamtfremdkapitalkosten und 5-Jahres-Swap-Sätze, UK und Kontinental-Europa (in % p.a.)



Quellen: AEW Research & Strategy & Chatham Financial

POST-PANDEMISCHE KREDITE ZU HÖHEREN ZINSEN BEI NIEDRIGEREN LTVs

- Wir haben unsere hauseigene Datenbank auf Einzelkreditbasis anhand der seit August 2022 vergebenen Kredite aktualisiert und unseren Datensatz damit auf über 1.500 Kredite aus unseren drei Quellen – AEW-Kreditvergabe- und Finanzierungsplattformen, RCA/MSCI und REC – erweitert.
- Auch hier reichen unsere Daten bis ins Jahr 2003 zurück, und wir gehen davon aus, dass sie etwa 10% der für Akquisitionen vergebenen Kredite seit 2010 abdecken und als repräsentativ für die Konditionen im Gesamtmarkt gelten.
- Die Daten in unserem Streudiagramm zeigen, dass die in den letzten vier Quartalen vergebenen Kredite im Vergleich zu den früheren Beobachtungen in der niedrigeren Beleihungskategorie bleiben. Neuere Darlehen haben im Durchschnitt auch höhere Zinssätze.
- Auch hier können wir die Auswirkungen externer Marktshocks, wie die letzte Erhöhung der 5-Jahres-Swap-Sätze, anhand unserer Daten auf Kreditebene eingehender untersuchen.
- Die Daten erlauben auch einen Vergleich mit anderen Quellen, z. B. von Green Street und Chatham Financial.

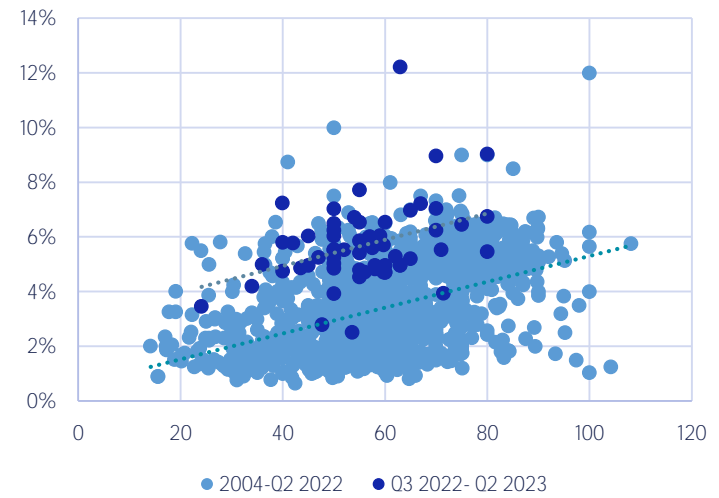
GESAMTZINSSÄTZE IN 18 MONATEN AUF NEUES REKORDHOCH VERDOPPELT

- Auf Grundlage unserer Einzelkreditdaten stiegen die Kreditmargen auf Rekordwerte von bis zu 2,8%. Bitte beachten Sie, dass unsere Kreditmargen höher sind, als die von Chatham Financial die auf der vorherigen Seite angezeigt sind.
- Ein außergewöhnlicher Anstieg der Fünf-Jahres-Swap-Sätze hat die Gesamtkreditkosten in Europa (ohne UK) im Zusammenspiel mit den erhöhten Margen Mitte 2023 auf 5,9% - den höchsten Stand seit Einführung unserer Datenbank im Jahr 2003 - ansteigen lassen.
- Seit Beginn der Zinserhöhungen 2022 stiegen die durchschnittlichen Gesamtkosten um 3,4 Prozentpunkte. Das entspricht einer Verdopplung seit Ende 2021.
- Mit der Erhöhung der Gesamtkreditkosten wurde die Kreditaufnahme für die meisten fremdfinanzierten Eigenkapitalanleger weniger attraktiv, die folglich von möglichen fremdfinanzierten Akquisitionen Abstand nahmen. Dies hat bereits zu Preissenkungen und einem Anstieg der Akquisitionsrenditen geführt.
- Vollständig eigenkapitalfinanzierte Anleger können gegebenenfalls auch warten, um sicherzugehen, dass keine weiteren Preissenkungen und Wertverluste ihre Renditen schmälern.
- Fremdfinanzierte Anleger mit alten Kreditfinanzierungen müssen mit höheren Kosten für die Refinanzierung bestehender Vermögenswerte rechnen, die ihre Kaufkraft weiter einschränken.

ERHÖHUNG DER GESAMTZINSSÄTZE AN ALLEN WICHTIGEN MÄRKTEN

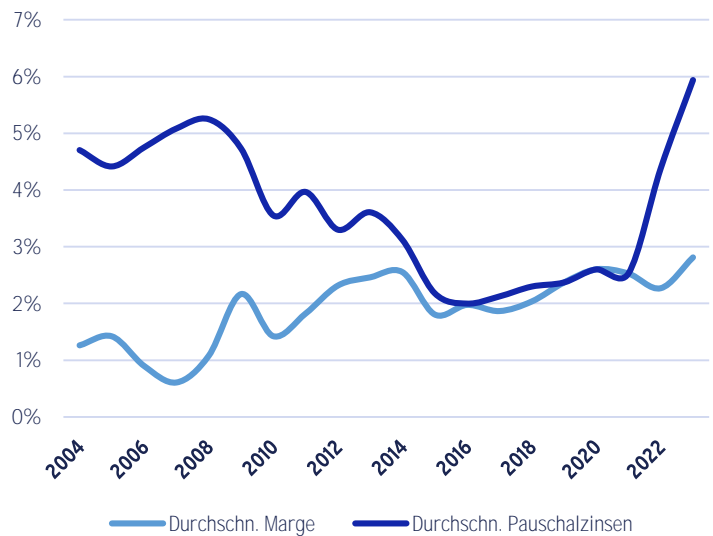
- Unsere granularen Daten auf Kreditebene bestätigen den aufgezeigten Trend, dass die Gesamtkreditkosten in Europa an allen großen Inlandsmärkten übereinstimmen.
- In Frankreich sind die Gesamtzinssätze seit 2021 um beachtliche 350 Basispunkte auf 6,0% gestiegen - den höchsten Stand der letzten 20 Jahre.
- Auch in Deutschland sind die Gesamtzinssätze 2023 um wenn auch moderatere 250 Basispunkte gegenüber dem Vorjahresende gestiegen. Sie erreichen damit den höchsten Stand seit 2005.
- Interne UK-Kreditdaten erlauben bislang keine Prognosen zu durchschnittlichen Gesamtzinssätzen im Zeitraum 2022-23, da hierzu geeignete Beobachtungen nicht in hinreichendem Umfang vorliegen. Zurückzuführen ist dies hauptsächlich auf die Fokussierung unseres Kreditgeschäfts auf Märkte außerhalb des UK.
- Andere in dem Report vorgestellte Quellen lassen es sehr wahrscheinlich erscheinen, dass das UK auch bei den Fremdkapitalkosten Mitte 2023 eine neue Rekordmarke gesetzt hat.
- Für Frankreich und Deutschland konnten wir für den Zeitraum 2021 bis 2023 insgesamt 76 Kreditdatenpunkte aus unserer internen Datenbank mobilisieren.

Gesamtkreditkosten (vertikal) und tatsächliche LTVs (horizontal) auf Kreditebene 2003-2023.



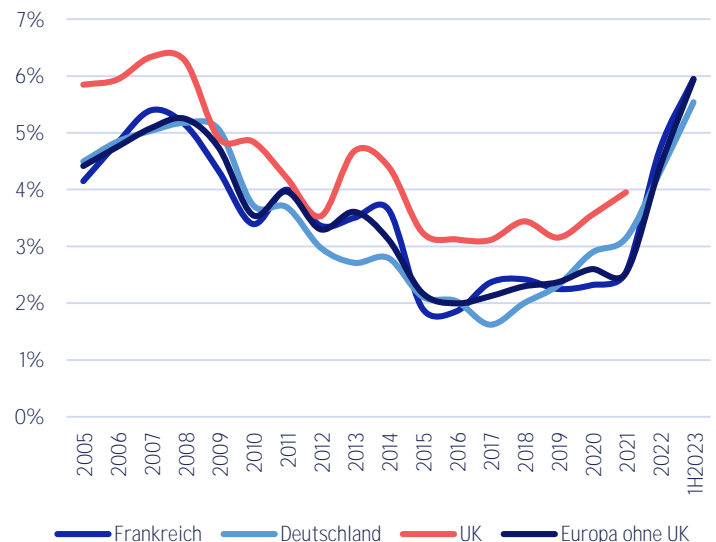
Quellen: AEW Research & Strategy, RCA/MSCI & REC

Durchschnittliche CRE-Kreditmargen & Pauschalzinsen, Europa ohne UK, in %



Quellen: RCA, REC & AEW Research & Strategy

Gesamtkreditkosten nach Land



Quellen: AEW Research & Strategy, RCA & REC

UNBESICHERTE REITS-ANLEIHEN STEIGEN UM NAHEZU 500 BASISPUNKTE

- Historische Daten von Green Street erlauben einen interessanten Vergleich zwischen den Kosten (ausgedrückt in der Rendite bis Fälligkeit) für Euro und Pfund Sterling REIT-Anleihen.
- REIT-Anleihen in Pfund Sterling erzielten durchweg höhere Renditen als Euro Anleihen, da britische Staatsanleihe- und Unternehmensanleiherenditen nach der GfK und nach dem Brexit weiterhin hoch blieben.
- Beide Anleiherendite-Reihen verzeichnen einen deutlichen Anstieg seit Anfang 2022, als die Zentralbanken Zinserhöhungen zur Bekämpfung der hohen Inflation einführten, die durch den Krieg in der Ukraine und anhaltende Lieferkettenschwierigkeiten aus der Zeit der Corona-Krise ausgelöst wurde.
- REIT-Anleiherenditen stiegen in 18 Monaten um nahezu 500 Basispunkte. Dies entspricht dem Anstieg der Pfund Sterling REIT-Anleihen nach der GfK, übersteigt jedoch den GfK-Anstieg bei den Euro REIT-Anleihen.
- REIT-Anleihen in Pfund Sterling zeigten zudem eine größere Volatilität, was zum Rücktritt der britischen Premierministerin im Oktober 2022 und deren anschließender Ablösung führte.

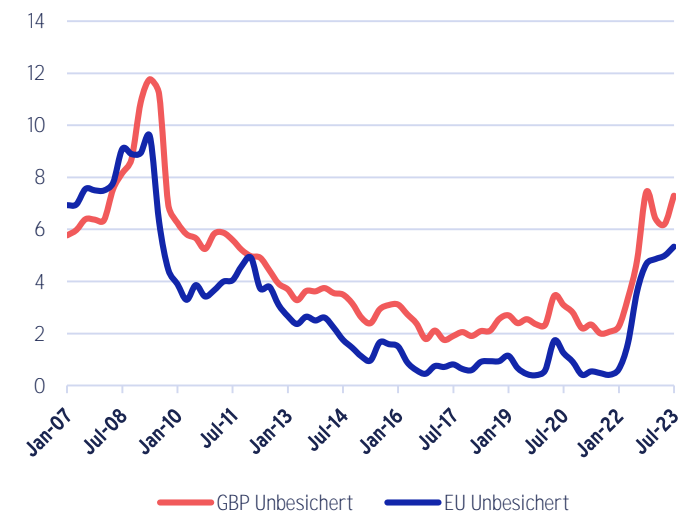
ERSTE ANZEICHEN FÜR EINE STABILISIERUNG DER REIT-ANLEIHERENDITEN

- Berücksichtigt man weitere Daten sowohl zu BBB-bewerteten Unternehmensanleiherenditen als auch REIT-Anleiherenditen, zeigt sich ein etwas anderes Bild.
- Unabhängig von der hohen historischen Korrelation zwischen den von Green Street und Natixis erhobenen Daten zu REIT-Anleiherenditen sowie zu BBB-bewerteten Unternehmensanleiherenditen, offenbart die Reihe im Verlauf der letzten 12 Monate unterschiedliche Trends.
- Die von Natixis erhobenen Daten verzeichnen eine Stabilisierung bei den REIT-Anleiherenditen und den Renditen auf BBB-bewertete Unternehmensanleihen; demgegenüber setzen die REIT-Anleiherenditen von Green Street ihren Aufwärtstrend fort.
- Aufgrund der dauerhaft beherrschenden Stellung der Banken im europäischen Kreditgeschäft für Gewerbeimmobilien (CRE) und der begrenzten Zahl der Anleiheemissionen europäischer REITs, kann die Bedeutung dieser Quellenunterschiede leicht überschätzt werden.
- Durch Einbeziehung einer kleinen Anzahl unbewerteter und / oder illiquider REIT-Anleihen kann sich eine Renditereihe erheblich verändern.
- Hier genügt wohl die Feststellung erster Anzeichen für eine beginnende Stabilisierung der REIT-Anleiherenditen.

RENDITEAUSWEITUNG BEI ANLEIHEN VON GEWERBEIMMOBILIEN (CRE) UND KREDITZINSERHÖHUNGEN In Q2 2023 ABGESCHWÄCHT

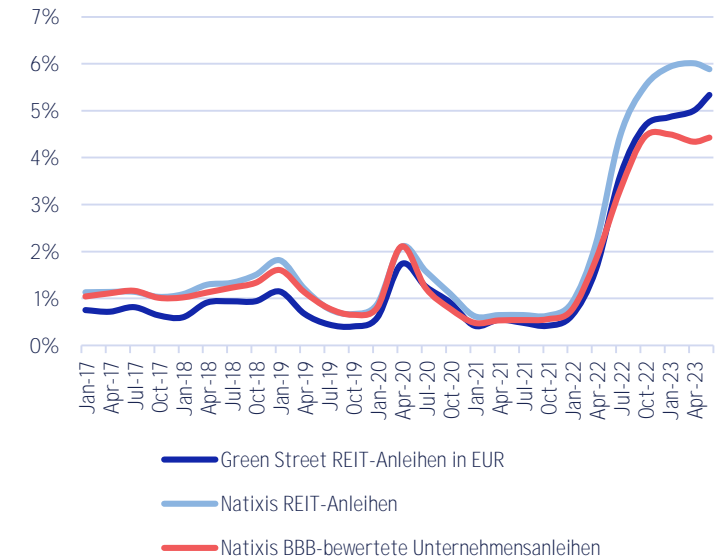
- Ein Vergleich unserer internen besicherten Gesamtkreditkosten mit den Renditen auf unbesicherte REIT-Anleihen von Green Street zeigt einen Anstieg der Kosten für CRE-Kredite gestiegen und der Kosten für Anleiheemissionen seit Jahresende 2021 um 365 Basispunkte bzw. 450 Basispunkte.
- In Q2 2023 sind sowohl die Anleiherenditen als auch die Gesamtkreditkosten für CRE-Kredite gestiegen.
- Der Abstand von nahezu 200 Basispunkten zwischen Anleiherenditen und Privatkreditkosten hat sich im Zuge der verstärkten Risikoneubewertung der Anleihemärkte auf unter 100 Basispunkte verringert.
- Jüngste Daten bestätigen erneut die hohe Korrelation zwischen beiden Datenreihen insbesondere seit Jahresende 2021.
- Die großen und raschen Anstiege seit 2021 unterstreichen die Wirkung der Zinserhöhungen, seit die Zentralbanken die infolge des Ukraine-Kriegs und der anhaltenden Lieferkettenprobleme hartnäckig hohe Inflation langsam in den Griff bekommt.
- Mit der Revision der Zentralbank-Geldpolitik der quantitativen Lockerung verzeichneten die breiteren Anleihemärkte eine Renditeausweitung, gleichzeitig verschlechterten sich die Kreditbedingungen, nachdem große Anleihekäufer ihre Aktivitäten eingestellt hatten.

Rendite bis Fälligkeit auf europäische REIT-Kredite in GBP und Euro



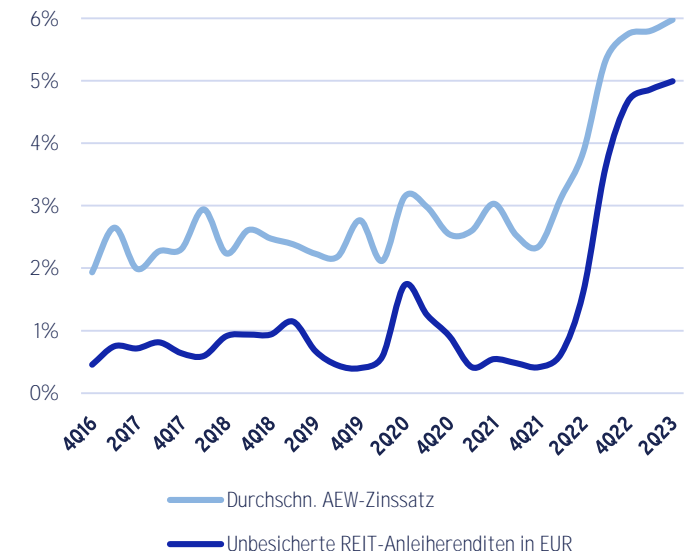
Quellen: AEW Research & Strategy, Green Street

Renditen auf REIT-Anleihen in Euro vs Renditen auf BBB-bewertete Unternehmensanleihen.



Quellen: AEW Research & Strategy, Green Street & Natixis

AEW-Pauschalzinsen vs. Rendite bis Fälligkeit auf unbesicherte REIT-Anleihen, Europa (ohne UK)



Quellen: AEW Research & Strategy & Green Street

STABILE KREDITMARGEN IN KONTINENTALEUROPA

- Die Quartalszahlen von Chatham Financial ergeben eine Stabilisierung der CRE-Kreditmargen an den nordeuropäischen Märkten (Frankreich, Deutschland & Niederlande) zwischen 155 und 190 Basispunkte in den letzten drei Quartalen.
- Die Daten von Chatham Financial beruhen auf der Kreditvergabe aus dem Schulden- und Hedging-Beratungsgeschäft des Unternehmens und filtern nach Krediten mit LTVs von rund 50%.
- Die Bürokreditmargen lagen in den letzten Quartalen konstant 15 Basispunkte über den Kreditmargen des Logistiksegments, während die Kreditmargen bei Wohnimmobilien um 10 Basispunkte rückläufig waren.
- Nach dem ersten Corona-Schock in Q1 2020, kehrten die Margen in den zwei Folgejahren wieder auf Vor-Corona-Niveau zurück.
- Der Anstieg um 50 Basispunkte in Q1 2022 begann allmählich nachzulassen, und die Kreditmargen stabilisierten sich, beziehungsweise festigten sich wie im Fall der Wohnimmobilienkredite.

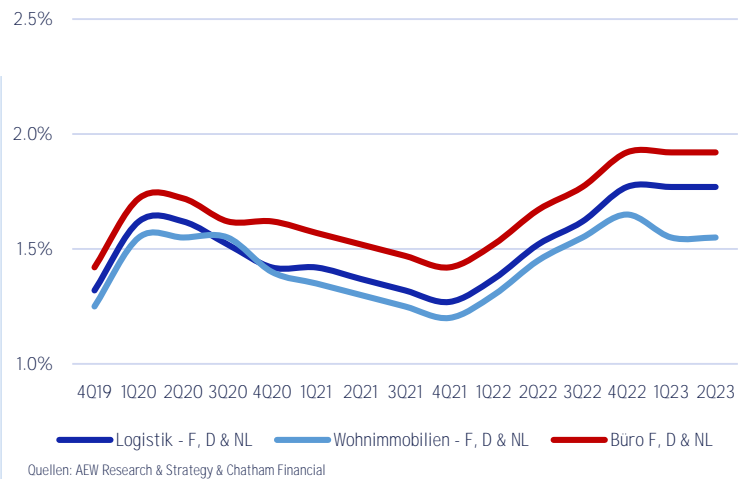
UK-KREDITMARGEN DAUERHAFT HÖHER

- Jüngste Quartalszahlen für das UK weisen gegenüber dem Rest Europas einige interessante Trends auf.
- Erstens liegen die UK-Margen im Büro- und im Logistiksektor 50-60 Basispunkte über dem jeweiligen nordeuropäischen Durchschnitt. Zurückzuführen ist dies vermutlich auf höhere Finanzierungskosten der UK-Banken im Vergleich zu ihren europäischen Pendanten, die zum Teil Zugang zu Pfandbrieffinanzierungen haben.
- Zweitens haben sich die Kreditmargen für Wohnimmobilien im UK seit unserem letzten Report entsprechend den anderen UK-Sektoren entwickelt, sie verharren jedoch nach wie vor bei 65 Basispunkte über dem nordeuropäischen Durchschnitt im Wohnimmobiliensektor.
- Diese Anpassung lässt sich durch den geringeren Anteil von Entwicklungsdarlehen im UK im Vorjahr in der Chatham Financial-Datenstichprobe erklären.
- Ähnlichkeiten zwischen dem UK und Nordeuropa ergeben sich offenkundig aus dem Zeitpunkt der Margenveränderungen über den verfügbaren Zeitraum was die Auswirkung nachteiliger Kreditrends auf die Margen betrifft.

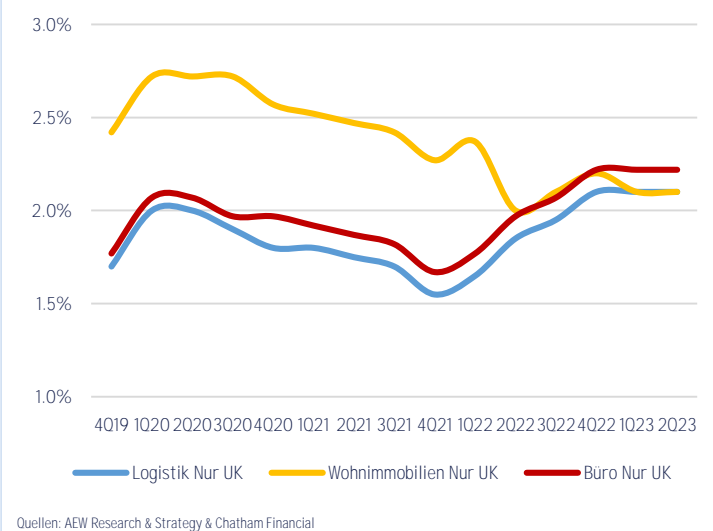
TEMPO DER KREDITMARGENSTEIERUNG ABGESCHWÄCHT

- Trotz der Corona-bedingten Schwankungen, folgten die CRE-Kreditmargen seit Jahresende 2019 einem Aufwärtstrend und stiegen moderat um 30 Basispunkte.
- Seit dem 1. Halbjahr 2023 haben sich die Margensteigerungen allerdings laut interner Kreditdaten von Chatham Financial und AEW verlangsamt.
- Auch zeigen die AEW-internen Kreditmargenzahlen im Vergleich zu den Chatham Financial-Margen-Daten ein volatileres Bild und ein höheres Niveau auf.
- Ähnlich wie bei Chatham Financial sind in unseren Margen die Auswirkungen der ersten Corona-Lockdowns in Q1 2020, des Beginns des Ukraine-Kriegs in Q2 2022 und der darauf folgenden Zinserhöhungen der Zentralbanken erkennbar.
- Allerdings verzeichnen unsere Daten von Q1 und Q2 2023 einen abgeschwächten Trend und eine langsamere Ausweitung der Datenreihen von Chatham Financial und AEW.
- Unsere hausinternen Daten sind im Quartalsvergleich weniger stabil und unterstreichen die Notwendigkeit einer branchenweiten Datenquelle auf Einzelkreditbasis zur Bündelung dieser Daten.
- Wir sehen in Moodys kürzlich wieder eingeführtem europäischen Datenkonsortium für Gewerbeimmobilienkredite einen Schritt in die richtige Richtung.

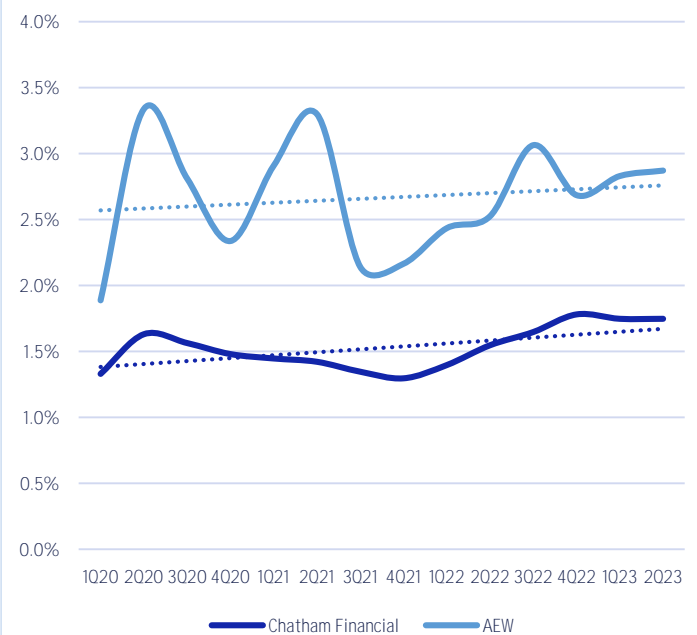
Kreditmargen für Nordeuropa (Frankreich, Deutschland & Niederlande) nach Sektor



Kreditmargen nach Sektor, nur UK



Durchschnittliche Quartals-Kreditmargen für alle Immobiliensektoren (ohne Einzelhandel) für Nordeuropa (FR, DE & NL)



STIMMUNG IN BEZUG AUF KREDITPREISE & -MARGEN STABILISIERT SICH IN Q2

- Laut der Daten von CREFC Europa (Handelsverband der Immobilienfinanzierer) gibt es Anzeichen für einen Höchststand bei den Kreditmargen in Q1 2023.
- Die vierteljährliche Umfrage des Verbands in Q2 2023 zeigen einen Rückgang bei den erwarteten Kreditmargen - vermutlich als Reaktion auf die moderatere Inflation und eine erwartete Verlangsamung des Tempos der Zinserhöhungen.
- Im Zuge der anhaltenden gesamtwirtschaftlichen Erholung und des positiven Ausblicks ist daher von einer weiteren Stabilisierung der Margen auszugehen.
- Die jüngsten Daten bestätigen zudem die enge Wechselbeziehung zwischen allgemeinen Kreditkonditionen, Kreditbepreisung und Margenperspektiven. Ist mit einem Anstieg der Margen zu rechnen, werden die Kreditkonditionen in geringerem Umfang verschärft.
- Auch hier stammen die CREFC-Daten aus einer Umfrage unter führenden Banken, Versicherungen, Fremdmittelfonds, Kreditnehmern und Beratern in ganz Europa, einschließlich UK.
- Es muss jedoch beachtet werden, dass der von CREFC veröffentlichte Financial Covenant Sentiment Index durch Gewichtung der Antworten der Befragten ermittelt wird, nach dem Q3 2020 jedoch auf einem Durchschnitt der LTV- und ICR-Erwartungen basiert.

KREDITKLAUSELN WERDEN GELOCKERT

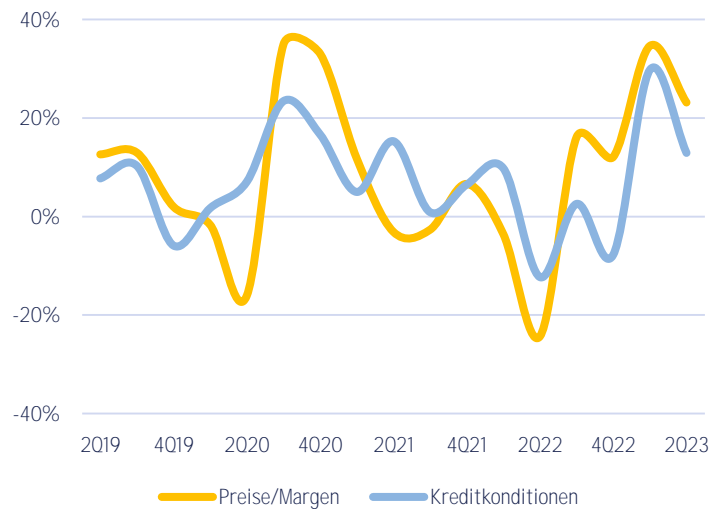
- Jüngste Daten von CREFC Europe zeigen, dass die Verschärfung der Kreditklauseln in Q1 2023 einen Höchststand erreicht haben dürfte und in Q2 eine Entspannung eingesetzt hat.
- Die Lockerung der Klauseln dürfte dem gleichmäßigen Inflationsabbau, der anhaltenden gesamtwirtschaftlichen Erholung, der Erwartung kleinerer Zinsschritte und der Verlangsamung des Zinserhöhungstempos geschuldet sein.
- Aktuelle Daten bestätigen erneut, dass die Stimmung in Bezug auf die Kreditklauseln und -margen in negativer Wechselbeziehung zueinander stehen. Das heißt, wenn die Kreditgeber zurückhaltender agieren wollen, werden die Kreditklauseln verschärft und die Margen erhöht.
- Bitte beachten Sie, dass wir die LTV-Klauseln durch den Durchschnitt aus LTV- und ICR-Klauseln ersetzt haben, da sie in jedem Fall in einer engen Wechselbeziehung zueinander stehen und ihre Kombination eine längerfristige historische Analyse ermöglicht.
- Auf dieser Grundlage wäre mit einer weiteren Margenstabilisierung und Lockerung der Klauseln zu rechnen, solange die Zentralbanken bei nachlassender Inflation und der Verhinderung einer Rezession von großen Zinsschritten absehen.

TATSÄCHLICHE LTVs BLEIBEN HINTER STIMMUNGSINDIKATOREN ZURÜCK

- Anhand der Stimmungsumfrage von CREFC Europe können wir unsere internen Daten auf Einzelkreditbasis für Europa ohne das UK genauer analysieren.
- Die enge Wechselbeziehung zwischen der veränderten Stimmung in Bezug auf die Kreditklauseln bei CREFC und den tatsächlichen Kredit-LTV ist bemerkenswert.
- Der Corona-bedingte Stimmungswandel in Bezug auf die LTVs in Q2 und Q3 2020 verweist auf den verzögerten Effekt auf die tatsächlichen LTVs, die in Q4 von zuvor 60% auf 45% gesunken sind.
- Verglichen mit der eher synchronen Veränderung des LTV im Zeitraum 2020-21 beobachten wir derzeit einen verzögerten und langsameren Rückgang der tatsächlichen LTVs gegenüber der Umfragestimmung.
- Unsere jüngsten tatsächlichen LTV-Zahlen für einzelne Kredite liegen bei 53% und damit 6% unter den Höchstständen von 59% in Q2 2020 und Q3 2021.
- Die CREFC-Stimmung in Bezug auf die Kreditklauseln hat sich gegenüber Q2 2023 marginal verbessert und lässt darauf schließen, dass Kreditgeber ihre tatsächlichen LTVs nicht weiter reduzieren.
- Das heißt, die tatsächlichen LTVs bleiben hinter der CREFC-Stimmungsumfrage seit Jahresmitte 2022 zurück. Das könnte auf eine größere Verzögerung hindeuten.
- Sollten unsere tatsächlichen LTVs allerdings repräsentativ sein, könnte dies aber auch bedeuten, dass die in den nächsten drei Jahren bevorstehenden Refinanzierungsprobleme weniger gravierend ausfallen, wenn die LTVs über 50% verharren.

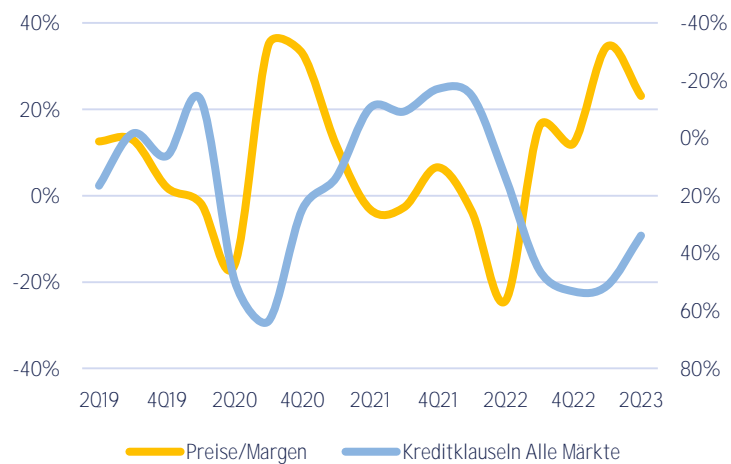


Stimmungsumschwung bei Kreditmargen & Kreditkonditionen



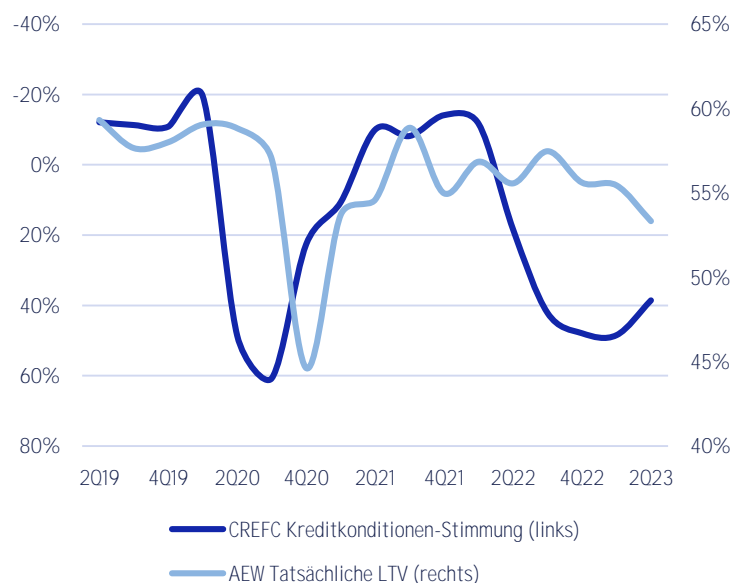
Quellen: AEW Research & Strategy & CREFC Europe

Kreditmargen-Stimmungsbarometer vs. LTV-Stimmungsbarometer



Quellen: AEW Research & Strategy & CREFC Europe

Tatsächliche LTV vs. Kreditklausel-Stimmung in EU (ohne UK)



Anmerkung: Der von CREFC veröffentlichte Stimmungsbarometer zu Kreditklauseln Financial Covenant Sentiment Index wird durch Gewichtung der Antworten der Befragten zu ihren LTV- & ICR-Erwartungen ermittelt -- deutlich oder leicht höher oder niedriger

Quellen: AEW Research & Strategy & CREFC Europe

WERTVERÄNDERUNGEN SEIT 2018 ZWISCHEN -50% UND +100%

- Zur Prüfung der Refinanzierung von ab 2023 fällig werdenden Krediten betrachten wir die Veränderungen der zugrundeliegenden Kreditsicherheiten seit Kreditvergabe.
- Die europäischen Kreditlaufzeiten entsprechen nicht dem Standard und liegen in der Regel zwischen 3 und 7 Jahren. Wir nehmen daher eine durchschnittliche Kreditlaufzeit von 5 Jahren an. Für 2023 fällig werdende Kredite wurde deshalb 2018 als Kreditvergabedatum angenommen.
- Auf dieser Grundlage können wir die Entwicklung der Spitzenkapitalwerte für die einzelnen Sektoren im UK, in Frankreich, Deutschland, den Niederlanden¹, Italien und Spanien von 2018 bis 2026 auf der Grundlage unserer Vergangenheits- und Prognosewerte beurteilen.
- Erwartungsgemäß bewegen sich die Einzelhandelssektoren im unteren Bereich. Der Einzelhandel im UK, in Spanien und den Niederlanden bis 2026 nahezu 50% seines Werts einbüßt, wobei ein Großteil der Wertverluste bereits stattgefunden hat.
- Zu den drei größten Kapitalwertverbessern zählen die erstklassigen Logistikobjekte in den Niederlanden, Italien und Deutschland, deren Nominalwert zwischen 2018 und 2026 voraussichtlich um 100 %, 44 % bzw. 38 % zulegen wird.
- Die Kapitalwertzuwächse der übrigen Sektoren bewegen sich innerhalb dieser Spanne. Zur Vereinfachung des visuellen Eindrucks sind sie grau unterlegt.

REKORDEVOLUMEN IM DEUTSCHEN WOHNIMMOBILIENSEKTOR 2021 STELLEN RISIKO DAR

- Neben einem Wertverfall der Kreditsicherheiten zeigen die Ergebnisse der CREFC-Umfrage, dass Kreditgeber ihre tatsächlichen LTVs auf 50% nach unten korrigieren werden.
- Als Beispiel legen wir wie folgt unsere geschätzte Kreditfinanzierungslücke (KFL) für 2021 vergebene UK-Kredite, die durch deutsche Wohnimmobilien besichert sind, vor:
 - Das Transaktionsvolumen wird für Non-Levered-Deals angepasst.
 - Es wird ein durchschnittlicher LTV von 60 % beim Kauf im Jahr 2021 angenommen.
 - Die 5-Jahres-Kapitalwert-Prognose für den deutschen Einzelhandelssektor zeigt einen Wertverfall von -3,4% zwischen 2021 und 2026.
 - Das neue Anleihevolumen wird mit einer LTV von 50% vom neuen Wert geschätzt.
 - Zur Vermeidung eines Kreditausfalls wird zusätzliches Eigenkapital (oder nachrangige Fremdmittel) benötigt (rot markiert als Kreditfinanzierungslücke).
- Ungewöhnliche große Investitionsvolumen in diesem Sektor im Jahr 2021, niedrigere Refinanzierungs-LTVs und der negative Kapitalwertzuwachs hinterlassen 2026 eine Kreditfinanzierungslücke von 6,3 Mrd. im deutschen Wohnimmobiliensektor.
- 2021 vergebene deutsche Wohnimmobilienkredite lösen unsere größte einzelne Länder- und Sektor-KFL aus.
- Da diese Kredite jedoch erst 2026 refinanziert werden, reagieren sie zunehmend sensibler auf zugrundeliegende Wertannahmen als dichter beieinander liegende Jahrgänge.

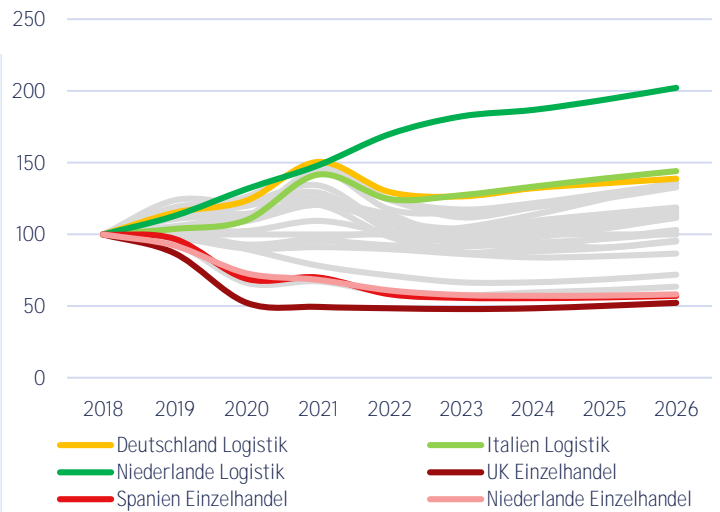
KFL VERDOPPELT SICH BEI HINZUNAHME WEITERER KREDITJAHRGÄNGE & LÄNDER

- Im Interesse einer besseren Vergleichbarkeit haben wir drei weitere Länder in unserer Analyse berücksichtigt: Niederlande, Italien und Spanien.
- Mit den drei neu hinzugekommenen Ländern steigt die insgesamt für den Zeitraum 2023 - 2025 prognostizierte KFL um insgesamt weitere 16 Mrd. €.
- Darüber hinaus nehmen wir mit dem Jahr 2021 weitere Kredite auf, deren Laufzeit 2026 endet.
- Aus Gesprächen mit Kreditdienstleistern und anderen Anbietern wissen wir, dass 2018 vergebene Kredite, die 2023 fällig werden, nicht refinanziert oder zurückgezahlt, sondern um 1-2 Jahre verlängert werden.
- Dies ist eine tragfähige Begründung für die vollständige Aufnahme von Kreditlaufzeiten bis 2023 in unsere kumulativen KFL-Prognosen.
- Da unsere Kapitalwertprognosen und -annahmen gegenüber unserer Mär-23-Schätzung unverändert sind, steigt unsere kumulative KFL durch Aufnahme der Jahrgänge bis 2021 um weitere 26 Mrd. €



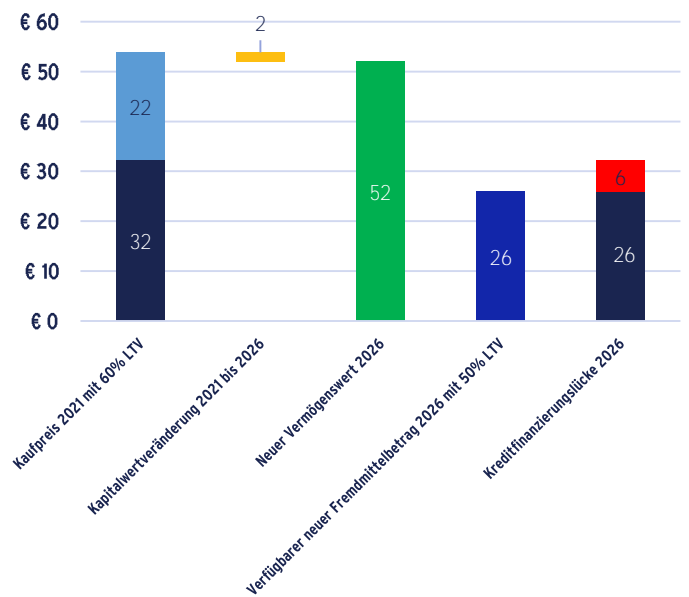
¹ Bitte beachten Sie, dass der beträchtliche Anstieg der niederländischen Logistikkapitalwerte in erster Linie auf eine Änderung der lokalen Gesetzgebung zurückzuführen ist, die es mehr Mietern ermöglicht, in zuvor beschränkten Hafenvierteln zu mieten. Diese Veränderungen haben die Spitzenmarktmieten und die geschätzten Kapitalwerte erheblich in die Höhe getrieben.

Spitzenkapitalwert der besten und schlechtesten drei europäischen Immobilienmärkte nach prognostizierter Kapitalwertveränderung (2018 = 100)



Quelle: AEW Research & Strategy

Schritt-für-Schritt-Schätzung der Kreditfinanzierungslücke für alle 2021-Kredite, die durch deutsche Wohnimmobilientransaktionen in Mrd. Euro besichert sind (dunkelblau = Schulden, Hellblau = Eigenkapital, gelb = Wertverlust, grün = Vermögenswert, rot = KFL)



Quelle: AEW Research & Strategy

Prognostizierte Entwicklung der Kreditfinanzierungslücke



Quelle: AEW Research & Strategy

GESCHÄTZTE KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE FÜR 2023-26 LIEGT BEI 93 MRD. EUR

- Auf Grundlage des vorstehenden Beispiels, der Ausweitung der KFL-Analyse, die in allen vier Sektoren der sechs Länder für die Kreditjahrgänge 2018-21 wiederholt wird, schätzen wir die KFL für den Zeitraum 2023-26 mit 93 Mrd. €.
- Rund 38% dieser Finanzierungslücke entfallen auf deutsche Immobilienkredite (36 Mrd. €), gefolgt von französischen (19 Mrd. €) und britischen (19 Mrd.€).
- Unsere drei neu hinzugekommenen Länder (NL, IT & ES) tragen mit 20 Mrd. € lediglich rund 21% zur Gesamt-KFL bei.
- Bezogen auf die Kreditjahrgänge entfällt der größte Teil der kumulativen KFL mit 27 Mrd. € auf den Jahrgang 2024, gefolgt vom Kreditjahrgang 2026 mit 26 Mrd. €.
- Die Reduzierung der KFL 2025 auf 17 Mrd. € wird vermutlich durch einen Corona-bedingten Rückgang der Investitionsvolumen und damit verbundenen Kreditvolumen im Jahr 2020 befördert.
- Bezogen auf die Sektorverteilung entfällt die größte KFL mit 39 Mrd. € auf den Bürosektor, gefolgt vom Einzelhandel mit 25 Mrd. €, dem Wohnimmobiliensektor mit 22 Mrd. € und dem Logistiksektor mit 7 Mrd. €.

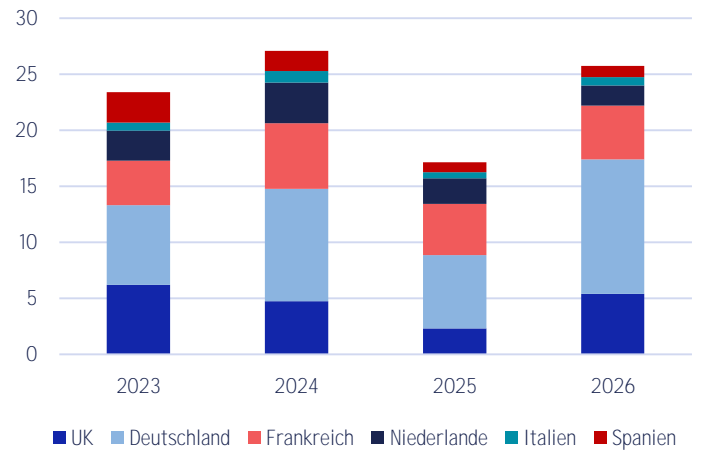
FRANKREICH VERZEICHNET DIE GRÖßTE KFL IN % DER KREDITVERGABE

- Die absoluten KFL-Volumen geben einen Hinweis auf das potentielle Refinanzierungsproblem, sie müssen jedoch auf Basis der insgesamt vergebenen Kreditvolumen skaliert werden, um jedes Land entsprechend des Grads seines jeweiligen Refinanzierungsproblems zu bewerten.
- Mit 19 Mrd. € entspricht die KFL in Frankreich 27% aller vergebenen Kredite, die durch im Zeitraum 2018-21 finanzierte Gewerbeimmobilien besichert sind. Damit entfällt auf Frankreich der größte Anteil der betroffenen Kredite in den sechs Ländern der Analysegruppe.
- Bei einem durchschnittlichen Anteil der sechs Länder von 21% ist davon auszugehen, dass ein Fünftel der Volumen bei Fälligkeit der Kredite nicht refinanzierbar ist.
- Mit einem Anteil von jeweils 22% liegen Deutschland und Niederlande unwesentlich über dem Durchschnitt.
- Erstaunlicherweise liegt Italiens Anteil bei überdurchschnittlichen 18%, der Anteil im UK hingegen bei lediglich 16%. Zurückzuführen ist die italienische Resilienz auf die Stärke des Premium-Einzelhandels.
- Die begrenzte KFL im UK dürfte dem eingeschränkten Kapitalzuwachs vor 2018 im UK geschuldet sein, der eine Neubewertung aller Nicht-Einzelhandelssektoren weniger zwingend macht.

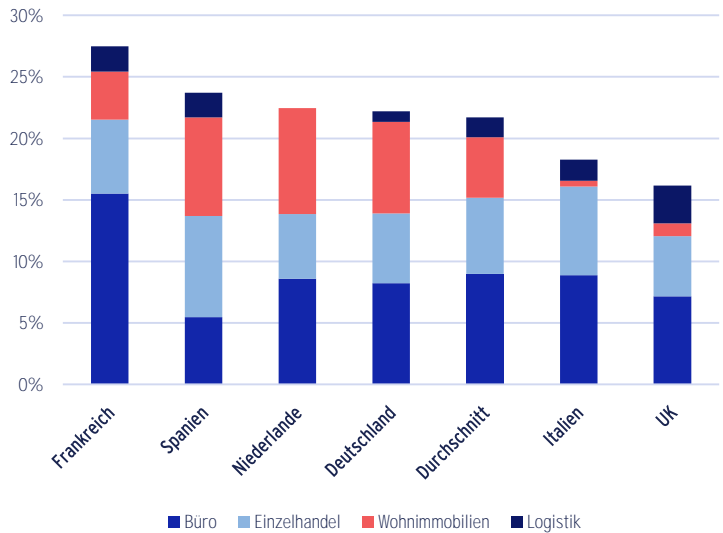
AUSFÄLLE BEI CRE-KREDITEN 2018-21 ENTSPRECHEN DEN HISTORISCHEN CMBS AUSFÄLLEN

- Da unsere KFL nicht unmittelbar auf erwartete Ausfälle für CRE-Kreditgeber übertragen werden kann, veranschlagen wir die Ausfälle auf Grundlage nachstehender Annahmen in allen vier Immobiliensektoren der sechs Länder für vier Kreditjahrgänge in drei Schritten:
1. Wir beginnen mit der geschätzten KFL von 22% der beschriebenen ursprünglichen Kreditvergaben 2018-21.
 2. Kredite eines bestimmten Jahrgangsegments sind künftig nicht refinanzierbar, wenn die Refi-LTV über 75% liegt. In diesem Fall kommt es zum Kreditausfall und würde der Kreditgeber die Sicherheit wieder in Besitz nehmen und veräußern, um die Kapitalsumme wieder einzubringen. Nicht gezahlte aufgelaufene Zinsen bleiben in unserer Berechnung unberücksichtigt.
 3. Bei Zahlungsverzug veranschlagen wir Vollstreckungskosten in Höhe von 25% vom geschätzten Wiederverkaufswert der Kreditsicherheit, wobei etwaige Restbeträge vom Kreditgeber zurückzufordern sind.
- Auf Grundlage dieser Schritte beziffern wir die Ausfallquote bei Fälligkeit für Gewerbeimmobilienkredite mit 5,8%; die gesamten Ausfälle bei Gewerbeimmobilienkrediten der Jahrgänge 2018-21 beziffern wir mit 2,2% der ursprünglichen Kapitalsumme.
 - Damit liegt die implizierte Verlustquote bei Ausfall bei 40%.
 - Unsere Kreditausfälle konzentrieren sich auf den Einzelhandelssektor: hier ist seit 2018 die größte Neubepreisung erfolgt.
 - Unsere Ausfallprognosen stimmen letztendlich mit den historischen Ausfällen bei Gewerbeimmobilienhypotheken in Europa nach der GFK von 2,3%, die an anderer Stelle behandelt werden, überein.

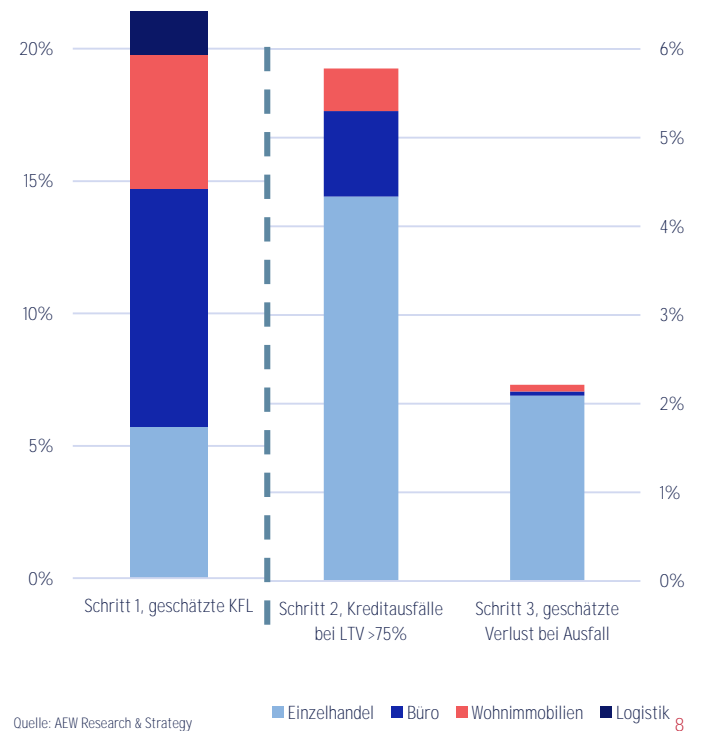
Marktweite Kreditfinanzierungslücke (KFL) an Ausgewählten Märkten in mrd. EUR



Quelle: AEW Research & Strategy
Gesamt-KFL 2023-2026, in % der Kreditvergaben 2018-21



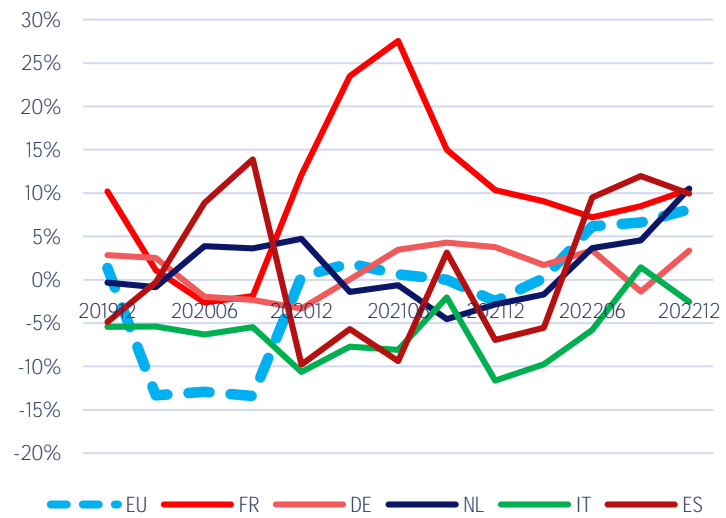
Quelle: AEW Research & Strategy
Drei-Schritte-Ansatz zur Schätzung des Ausfalls nach Immobiliensektor, in % der ursprünglichen Kreditvergabe 2018-21



EU-WEITE BANKKREDITVERGABE NACH CORONA ERHOLT

- Um die Auswirkungen unserer Analyse zur Kreditfinanzierungslücke auf die Banken zu beurteilen, haben wir uns genauer angeschaut, wie die europäischen Banken aufgestellt sind, um bevorstehende Refinanzierungen und damit verbundene Kreditausfälle und Verluste aufzufangen.
- Hierfür haben wir einige Eckdaten und Analysen unserer Forschungskollegen von Natixis auf der Grundlage aktueller EBA-Veröffentlichungen vorgelegt.
- Laut dieser Analysen hat die Kreditvergabe für Gewerbeimmobilien nach der Corona-Krise wieder angezogen.
- Trotz dieser Erholung ist seit 2019 europaweit durchweg ein Rückgang bei der jährlichen Vergabe von Bankkrediten für Gewerbeimmobilien von -1% per annum zu beobachten. Zudem gibt es einige unerwartete Unterschiede zwischen den europäischen Ländern.
- Die italienischen (ebenso wie die portugiesischen und griechischen) Banken haben ihre CRE-Kredite seit Anfang 2019 drastisch um durchschnittlich -6% per annum reduziert.
- Demgegenüber haben die französischen Banken im selben Zeitraum die Vergabe von Bankkrediten für Gewerbeimmobilien um 10% per annum erhöht. Dies entspricht einem Zuwachs von über 20% allein 2021.
- So alarmierend die französischen Zahlen auf den ersten Blick sein mögen, um vollständig gewürdigt zu werden, müssen sie in den richtigen Kontext gestellt werden.

Jährliche Wachstumsrate für die Vergabe von Bankkrediten für Gewerbeimmobilien durch europäische Banken (Zahlen des 4. Quartals in 2019)

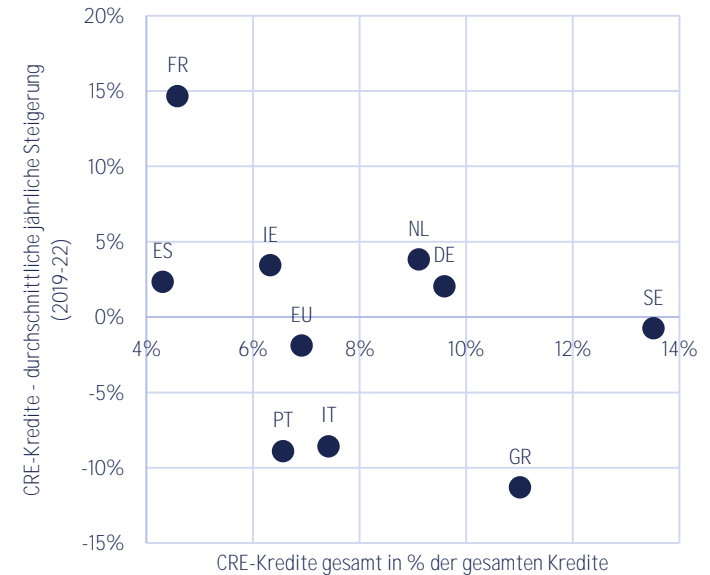


Quellen: EBA & Natixis

CRE-KREDITE UNTER 7% DES KREDITVOLUMENS EUROPÄISCHER BANKEN

- Laut EBA-Daten entfallen zum Jahresende 2022 weniger als 7% aller europäischen Bankkredite auf Gewerbeimmobilien (CRE).
- Deutliche Ausreißer aus dem EU-Durchschnitt sind Schweden und Griechenland mit einem CRE-Kreditanteil von 14% bzw. 11%, während die spanischen und französischen Banken einen CRE-Kreditanteil von 4% bzw. 5% verzeichnen.
- Da der CRE-Kreditanteil am Kreditvolumen der französischen Banken mit 5% relativ gering ist, verringern sich mit der zuletzt aggressiven Zunahme der CRE-Kreditvolumen die Bedenken im Zusammenhang mit CRE-Krediten in Bezug auf die Gesamtstabilität des französischen Bankensystems.
- Bitte beachten Sie, dass durch Immobiliensicherheiten unterlegte KMU-Kredite mitunter nicht als Gewerbeimmobilien-(CRE)-Kredite, sondern als Unternehmenskredite klassifiziert werden.
- Demgegenüber liegen die deutschen Banken mit 10% über dem EU-Durchschnitt von 7%. Allerdings verzeichneten sie im Zeitraum 2019-22 einen relativ moderaten Zuwachs von 2% per annum.
- Schlussendlich setzen wir unsere Hoffnung in den jüngsten Bankenstresstest der EBA (Juli 23), der robuste Ergebnisse verzeichnet: Lediglich 3 von 70 getesteten EU-Banken sind in einem Weltuntergangsszenario zur Kapitalaufnahme gezwungen.
- Die aktuellen EBA-Ergebnisse stimmen mit den jüngsten Testergebnissen der BoE und der Federal Reserve überein.

CRE-Kredite in % der gesamten Kredite zum Jahresende 2022 (horizontal) und durchschnittliche jährliche Steigerungsrate (CAGR) 2019-22 (vertikal)

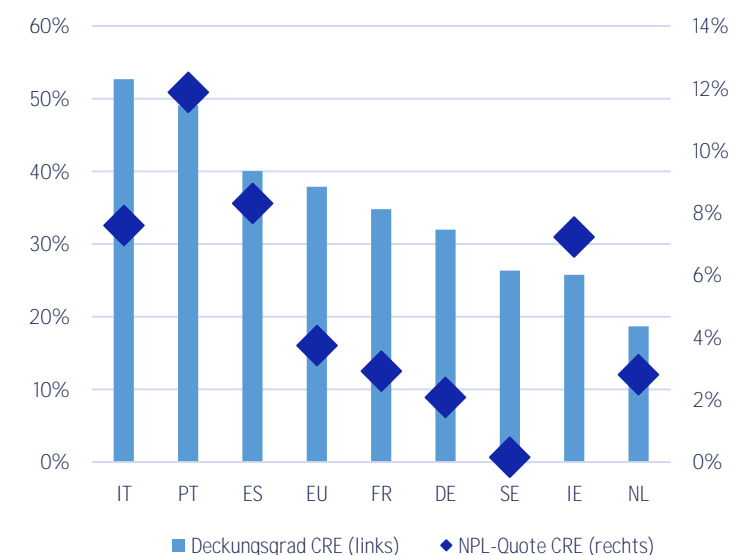


Quellen: EBA & Natixis

BANKKENNZAHLEN VERWEISEN AUF GERINGE SYSTEMISCHE BEDENKEN

- Um zu beurteilen, ob europäische Banken in der Lage sind, künftig Ausfälle bei CRE-Krediten auszugleichen, bedienen wir uns zweier zentraler Kennzahlen:
 - CRE-Deckungsgrad (Rücklagen in % der notleidenden CRE-Kredite)
 - Quote notleidender Kredite (notleidende CRE-Kredite in % aller Kredite)
- Die Banken der EU haben bereits nahezu 40% der erwarteten notleidenden CRE-Kredite zurückgestellt. Auch hier bestehen zum Teil erstaunliche Unterschiede zwischen den niederländischen Banken (19%) und den italienischen Banken, die mit 53% gut vorbereitet sind.
- Offenbar verfügen Länder, die während der GFK erhebliche Schwierigkeiten mit CRE-Krediten hatten, über einen weit höheren Deckungsgrad als andere Länder. Zurückzuführen ist dies vermutlich auf eine strengere Regulierungsaufsicht sowie anhaltende Probleme mit notleidenden Krediten nach der GFK.
- Andererseits sind NPL-Quoten von unter 4% für die gesamte EU niedrig. Einige Länder liegen ein Vielfaches über dem EU-Durchschnitt - so verzeichnet Portugal eine Quote von 12%, Italien und Spanien jeweils 8% und Irland 7%. Es dürfte sich dabei um NPLs aus verlängerten Krediten aus der Zeit der GFK handeln.
- Das heißt, beide Kennzahlen bestätigen die geringen Bedenken im Zusammenhang mit CRE-Bankkrediten.
- Dessen ungeachtet gehen wir davon aus, dass die EBA und andere Regulierungsbehörden CRE-Kredite und andere NPLs streng überwachen werden, um sicherzustellen, dass europäische Banken künftig ausreichende Rücklagen für kommende Ausfälle bilden.

CRE-Deckungsgrad (Rücklagen in % der NPL-Kredite) % NPL-Quote (NPL-Kredite in % aller Kredite)



Quellen: EBA & Natixis

ÜBER AEW

AEW ist einer der weltweit größten Real Estate Investment Manager mit 80,3 Milliarden Euro an Assets under Management (Stand 30. Juni 2023). Mit über 890 Mitarbeitern und Hauptniederlassungen in Boston, London, Paris und Singapur bietet AEW eine breite Palette an Immobilienanlagen, darunter Poolfonds, Individualfonds und REITS über das gesamte Spektrum an Investmentstrategien. AEW ist die Real Estate Investment Management Plattform von Natixis Investment Managers, einem der weltweit größten Vermögensverwalter.

In Europa managed AEW ein Immobilienvermögen in Höhe von 38,9 Milliarden Euro, welches in Fonds und Separate Accounts gebündelt ist (Stand 30. Juni 2023). AEW beschäftigt europaweit über 485 Mitarbeiter in zehn Büros und kann einen langen Track Record in der erfolgreichen Umsetzung von Core, Value Add und opportunistischen Investmentstrategien für seine Kunden vorweisen. Das Transaktionsvolumen (Käufe und Verkäufe in ganz Europa) der vergangenen fünf Jahren beläuft sich auf 21 Milliarden Euro.

KONTAKT RESEARCH & STRATEGY



HANS VRENSEN CFA, CRE
Head of Research & Strategy
 Tel. +44 (0)20 7016 4753
 hans.vrensen@eu.aew.com



IRÈNE FOSSÉ MSC
Director
 Tel. +33 (0)1 78 40 95 07
 irene.fosse@eu.aew.com



ALEXEY ZHUKOVSKIY CFA
Associate
 Tel. +44 (0)78 8783 3872
 alexey.zhukovskiy@eu.aew.com



KEN BACCAM MSC
Director
 Tel. +33 (0)1 78 40 92 66
 ken.baccam@eu.aew.com



RUSLANA GOLEMDJIEVA
Analyst
 Tel. +44 (0)20 7016 4832
 ruslana.golemdjieva@eu.aew.com



ISMAIL MEJRI
Datenanalyst
 Tel. +33 (0)1 78 40 39 81
 ismail.mejri@eu.aew.com

KONTAKT INVESTOR RELATIONS



ALEX GRIFFITHS
Managing Director
 Tel. +44 (0)20 7016 4840
 alex.griffiths@eu.aew.com



BIANCA KRAUS
Managing Director
 Tel. +49 893 090 80 710
 bianca.kraus@eu.aew.com



MATILDA WILLIAMS
Director
 Tel. +44 (0)7795 374 668
 matilda.williams@eu.aew.com



EMMANUEL BRECHARD
Director
 Tel. +33 (0)1 78 40 95 53
 emmanuel.brechard@eu.aew.com

LONDON
 AEW
 33 Jermyn Street
 London, SW1Y 6DN
 UK

PARIS
 AEW
 43 Avenue Pierre-Mendès France
 75013 Paris
 FRANKREICH

DÜSSELDORF
 AEW
 Steinstraße, 1-3
 D-40212 Düsseldorf
 DEUTSCHLAND

Diese Veröffentlichung dient als Informationsquelle, die Investoren bei ihren eigenen Anlageentscheidungen unterstützen soll, und stellt keine Anlageberatung für einen bestimmten Investoren dar. Hierin beschriebene Anlagen und Empfehlungen sind eventuell nicht für alle Investoren geeignet. Leser müssen sich ihr eigenes unabhängiges Urteil im Hinblick auf die Eignung dieser Anlagen und Empfehlungen vor dem Hintergrund ihrer eigenen Anlageziele, ihrer Erfahrung, ihres Steuerstatus und ihrer Finanzlage bilden. Diese Veröffentlichung basiert auf ausgewählten Quellen, die aus unserer Sicht verlässlich sind; es wird jedoch weder im Hinblick auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin vorgestellten Informationen noch anderweitig diesbezüglich eine Gewährleistung oder Garantie abgegeben. Hierin geäußerte Meinungen stellen die aktuelle Einschätzung des Autors dar. Sie stellen nicht zwangsläufig die Meinung von AEW, Tochtergesellschaften von AEW oder anderen mit AEW verbundenen Unternehmen der AEW-Gruppe dar und können sich ohne Vorankündigung ändern. Obwohl AEW sich in angemessenem Rahmen bemüht, richtige und aktuelle Informationen in diese Veröffentlichung aufzunehmen, können manchmal Fehler oder Auslassungen auftreten. AEW lehnt ausdrücklich jede Haftung ab, gleich, ob es sich um vertragliche, deliktische, Gefährdungs- oder anderweitige Haftung handelt, und zwar für aus oder auf beliebige Weise im Zusammenhang mit der Verwendung dieser Veröffentlichung entstehende unmittelbare und mittelbare Schäden oder entstehenden Ersatz für beiläufig entstandenen Schaden oder Folgeschaden, verschärften Schadenersatz oder Schadenersatz für einen konkreten Schaden. Dieser Bericht darf ohne die ausdrückliche schriftliche Erlaubnis von AEW nicht vervielfältigt oder an eine andere Partei übermittelt oder weitergegeben werden. Zu AEW gehören die AEW Capital Management, L.P. in Nordamerika und ihre 100%igen Tochtergesellschaften, die AEW Global Advisors (Europe) Ltd. und die AEW Asia Pte. Ltd sowie das verbundene Unternehmen AEW Europe SA und deren Tochtergesellschaften.

