

Monatsreport

OKTOBER 2025

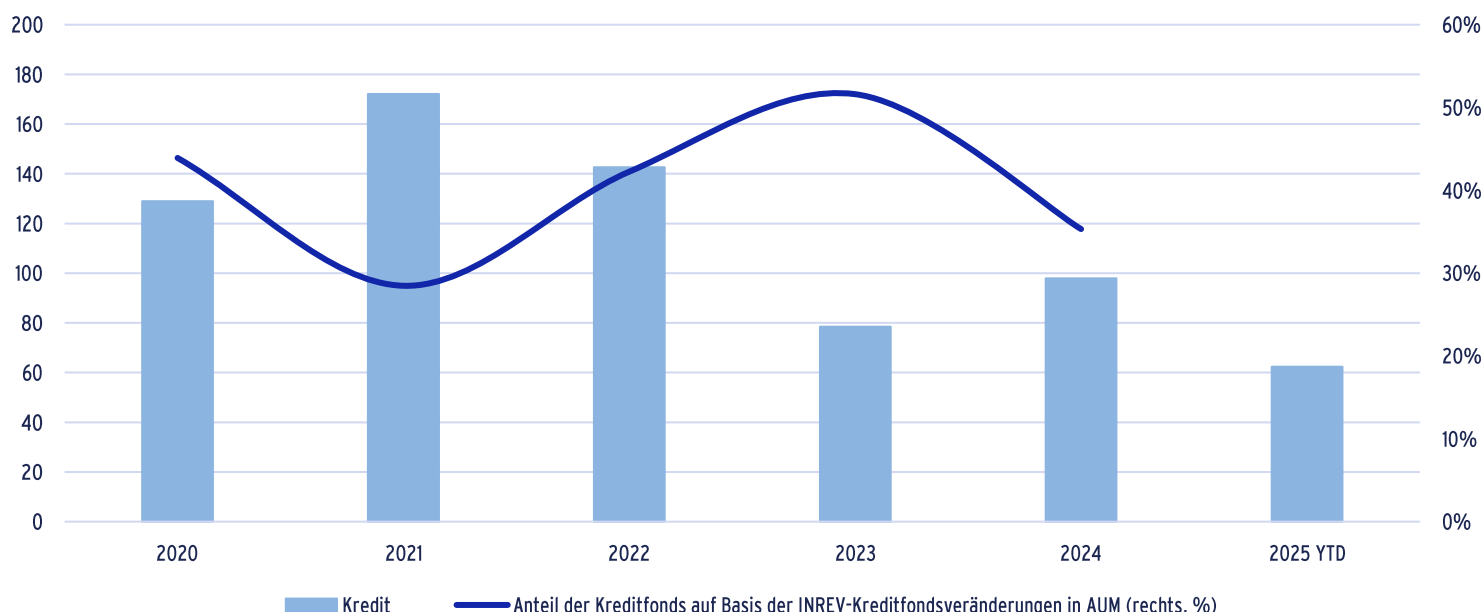
OKTOBER 2025

BACK-LEVERAGE HILFT BEI DER ÜBERBRÜCKUNG DER KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE

INHALT	Seite
ZUSAMMENFASSUNG	2
AKTUELLE EUROPÄISCHE CRE-MARKTREND	3
UPDATE ZUR JAHRGANGSSPEZIFISCHEN METHODIK FÜR DIE KREDITVERGABE	8
GESCHÄTZTE KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE & CRE-KREDITAUSFÄLLE BLEIBEN MODERAT	9

- Anleiherenditen und Swap-Sätze haben sich im vergangenen Jahr stabilisiert. Obwohl sich die Inflation weitgehend normalisiert hat, zeigen sich die europäischen Zentralbanken aufgrund steigender Zölle und anderer geopolitischer Unsicherheiten derzeit zurückhaltender bei weiteren Zinssenkungen.
- Mit der seit Anfang 2025 einsetzenden Stabilisierung der europäischen Immobilienwerte stellt sich für viele Investoren nun die Frage, ob sich die verbleibenden Refinanzierungsherausforderungen ausreichend entschärft haben, damit die Marktliquidität wieder ein normales Niveau erreichen kann.
- Um diese Frage zu beantworten, haben wir sowohl unsere Übersicht über die europäischen Kreditmärkte als auch unsere Prognose zur Kreditfinanzierungslücke (KFL) aktualisiert.
- Da der europäische Markt zunehmend Lösungen für Refinanzierungsprobleme findet, haben sich Kreditfonds zu einer bedeutenden Kraft im europäischen Kreditmarkt entwickelt – mit einem Marktanteil von 30–50 % am jährlichen Kreditneugeschäft.
- Die Transparenz im Bereich der Kreditfonds bleibt jedoch begrenzt. Neue Strukturen, wie etwa Back-Leverage-Finanzierungen durch Investmentbanken und andere Akteure, dürften die Renditen der Kreditfonds weiter steigern und zugleich deren Fähigkeit zur Kapitalaufnahme bei Investoren verbessern.
- Auch die Banken selbst warten mit neuen Innovationen auf und erhöhen ihre finanziellen Kapazitäten durch signifikante Risikotransfers (SRT), indem sie ihre First-Loss-Positionen an Hedgefonds und andere verkaufen, um ihren aufsichtsrechtlichen Risikokapitalbedarf zu senken.
- Unser aktuelles Update zielt darauf ab, so viel Transparenz wie möglich zu schaffen – insbesondere da diese neuen Finanzierungsinnovationen es Aufsichtsbehörden und Marktbeobachtern zunehmend erschweren, das systemische Risiko in einem immer stärker privatisierten europäischen CRE-Kreditmarkt zutreffend zu beurteilen.

GESCHÄTZTE EUROPÄISCHE FREMDFINANZIERUNG VON CRE-AKQUISITIONEN (IN MRD. EUR) & ANTEIL DER KREDITFONDS (RECHTS, IN %)

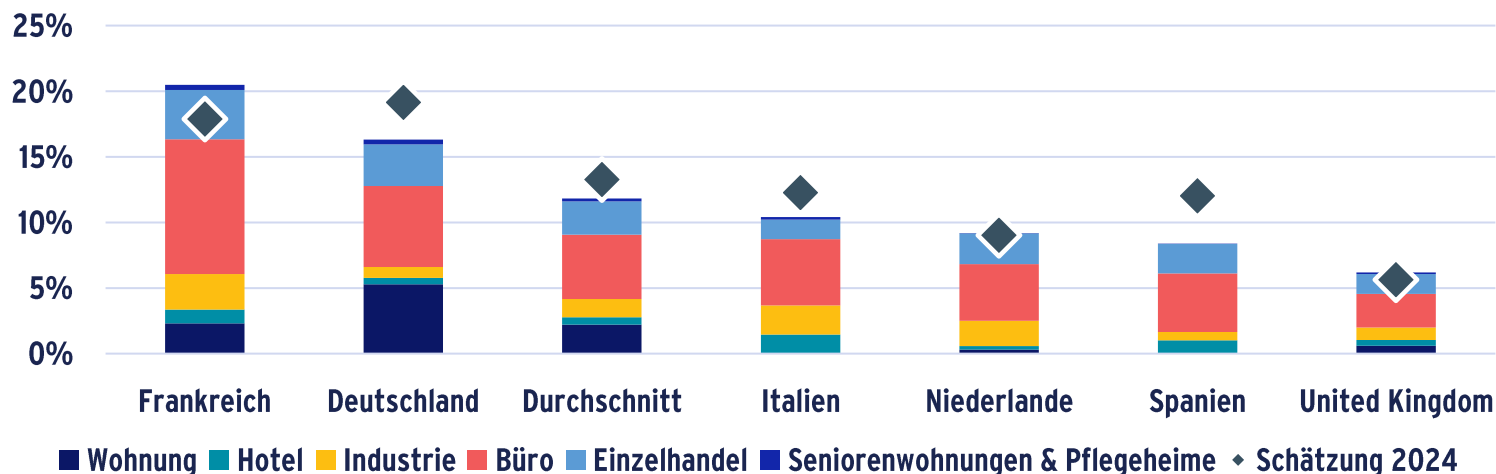


Quellen: AEW RESEARCH & STRATEGY, RCA/MSCI & INREV STAND Q3 2025

FORTBESTEHENDE REFINANZIERUNGSRISIKEN BEI BÜROIMMOBILIEN UND FRANZÖSISCHEN SICHERHEITEN

- Mit der Erholung der europäischen Transaktionsvolumina in den Jahren 2024-2025 wurde das akquisitionsbezogene Kreditneugeschäft auf rund 98 Mrd. € geschätzt – ein Anstieg um 26 % gegenüber dem Tiefstand von 2023. Kreditfonds gewinnen zunehmend Marktanteile gegenüber den traditionell dominanten Banken. So wird geschätzt, dass 43 Nichtbank-Kreditgeber zur Jahresmitte 2025 über ein verwaltetes Vermögen (AUM) von rund 110 Mrd. € im europäischen CRE-Kreditbereich verfügen.
- Im Vorjahresverlauf haben sich die Gesamt-Fremdkapitalkosten weitgehend auf rentablen Niveaus unterhalb der Spitzenrenditen stabilisiert. Dies gilt insbesondere für die Eurozone und in geringerem Maße für die UK. Die Swapsätze (und Staatsanleiherenditen) in der UK sind nach wie vor hoch. Die Kreditmargen in der UK haben sich entsprechend den Kreditmargen in der Eurozone verringert – selbst für Büroimmobilien.
- Unsere Kreditdatenbank bestätigt die jüngsten Trends zu höheren Loan-to-Values (LTVs) und niedrigeren All-in-Zinssätzen, was auf ein gestiegenes Marktvertrauen hinweist. Sie zeigt zudem eine weitere Margenkompression bei Krediten mit niedrigeren LTVs sowie bei Krediten mit französischen Sicherheiten. Die Zinssätze in UK und Deutschland blieben im Jahresvergleich stabil, wobei die UK die höchsten und Deutschland die niedrigsten Zinssätze Europas aufweist.
- Die verbleibende Refinanzierungsproblematik für Kreditnehmer hat sich entspannt. Unsere Schätzung zur europäischen Kreditfinanzierungslücke im kommenden Dreijahreszeitraum beträgt 74 Mrd. €. Dies entspricht einem Rückgang gegenüber 2023 von 18%. Die Entspannung wird auch durch den Rückgang der europaweiten relativen KFL (als Anteil früherer Kreditvergaben) von 13% im Jahr 2024 auf 12% im Zeitraum 2026-28 bestätigt.
- Frankreich bildet hier eine negative Ausnahme: Mit einer relativen KFL von 20 % steht das Land vor den größten Herausforderungen im Vergleich zu 2024. In Deutschland hat sich die relative KFL im Einklang mit anderen Ländern von 19 % auf 16 % reduziert. Büroimmobilien machen 41 % der KFL aus, gefolgt von Einzelhandelskrediten (21 %), Wohnimmobilien (19 %) und anderen Sektoren (18 %).
- Innovationen wie Debt-on-Debt sind zur Überbrückung der KFL inzwischen weit verbreitet. Die ausstehende Back Leverage wird mit 30 Mrd. € veranschlagt. Obgleich sie zur kurzfristigen Lösung beitragen, ist unklar, wie die Zunahme weniger streng regulierter Kreditfonds und Debt-on-Debt-Anbieter das langfristige systemische Risiko an den europäischen Finanzmärkten beeinflussen können.
- Eine Verbesserung ist auch bei den durchschnittlichen Kreditausfällen und -verlusten in ganz Europa zu verzeichnen. Laut unserer aktualisierten Schätzung dürften 5,8% der Kredite ausfallen – ein Rückgang gegenüber 7,1% in unserer Vorjahresprognose. Damit verbundene Verluste werden mit 1,6% und damit unter der Vorjahresschätzung von 1,8% veranschlagt. Dies sollte es Kreditgebern ermöglichen, ihre Rückstellungen für potenzielle Verluste zu reduzieren.
- Auf Länderebene sehen wir eine Verschlechterung der Situation bei den französischen Krediten. Die Kreditausfallquote hat sich mit 4,2% gegenüber dem europäischen Durchschnitt hier mehr als verdoppelt und liegt 2% über dem Vorjahreswert. Zurückzuführen ist dies auf einen gegenüber den Vorjahresprognosen pessimistischeren Ausblick auf die französischen Kapitalwerte insbesondere im Logistik- und im Bürosektor.
- Über alle europäischen Immobiliensektoren blieb die Lage stabiler. Die geschätzten Verluste für durch Einzelhandelsimmobilien besicherte Kredite gingen von 6 % auf knapp 5 % zurück, sind aber immer noch dreimal so hoch sind wie der europäische Durchschnitt.

KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE FÜR 2026-28 NACH LAND FÜR ALLE SEKTOREN IN % DER URSPRÜNGLICHEN KREDITVERGABEN



Quellen: AEW Research & Strategy Stand Q3 2025

AKTUELLE ENTWICKLUNGEN AM EUROPÄISCHEN CRE-MARKT

DURCHSCHNITTliche LTV FÜR AKQUISITIONEN STEIGT 2025 AUF 50%

- Laut jüngster Daten und Prognosen ging die Fremdfinanzierung bei Akquisitionen gegenüber 2021 (mit einem Rekordwert von 172 Mrd. € nach der GfK) um 44% auf 97 Mrd. € zurück.
- Zurückzuführen war dies auf höhere Gesamtzinssätze, die eine Fremdfinanzierung unrentabel machten und die Gesamtinvestitionsvolumen senkten.
- 2024 erholten sich die Investitionsvolumen gegenüber dem Vorjahr, nachdem die meisten Anleger Kapitalwertverluste auffangen konnten.
- In der Folge stiegen 2024 die akquisitionsbezogenen Kreditvolumen 26% gegenüber dem Vorjahr. Für das Gesamtjahr 2025 rechnen wir auf der Grundlage höherer Investitionsvolumen mit einem weiteren Anstieg.
- Die Beleihungsquoten (LTV) für Akquisitionskredite sind seit Jahresbeginn 2025 auf 50 % gestiegen, dürften aber dennoch weniger problematisch für die Refinanzierung sein als die Rekord-LTV von 73 % aus dem Jahr 2007 vor der globalen Finanzkrise.
- Genaue Daten zum Anteil von Banken und Nicht-Banken am europäischen Kreditmarkt sind schwer zu beschaffen.
- Banken haben traditionell dominiert, doch Kreditfonds haben ihre Aktivitäten und ihren Marktanteil ausgebaut.

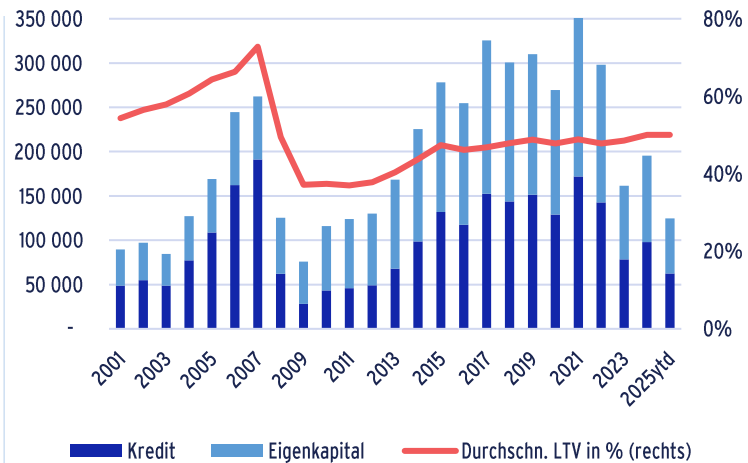
NICHT-BANK-KREDITGEBER SPIELEN GRÖßERE ROLLE ALS DIE AKTUELLEN DATEN VERMUTEN LASSEN

- Die INREV Daten zu Kreditfonds Global können durch weitere Daten der 30 Top Kreditfonds von Real Estate Capital über das für europäische Immobilienkredite beschaffte Kapital ergänzt werden.
- Anhand eines zeilenweisen Vergleichs von (Kredit-)Fondsmanagern und Versicherern werden beide Quellen konsolidiert und eine Schätzung der kreditfinanzierten Assets under Management (AUM) vorgenommen.
- Die Schätzung ergibt 43 verschiedene Nicht-Banken-Kreditgeber mit fremdfinanzierten europäischen CRE-AUM von über 110 Mrd. € im ersten Halbjahr 2025.
- Es gibt jedoch weitere Fremdkapitalquellen wie Familienbetriebe und Pensionskassen, die in dieser Schätzung (noch) nicht berücksichtigt sind.
- Aus Diskussionen mit Marktteilnehmern ergibt sich, dass einige dieser Anleger, im Gegenzug zu zahlreichen Banken, Sanierungs- und Entwicklungsprojekte finanzieren können.
- Viele Banken haben sich auf die Refinanzierung von Altkrediten über Back Leverage-Strategien und die Reduzierung ihrer CRE-Kreditrisiken über bedeutende (synthetische) Risikotransfer-Geschäfte (SRT) konzentriert.

ERNEUTER ANSTIEG AKTUELLER LTV'S VON REITS, FONDS & KREDITEN

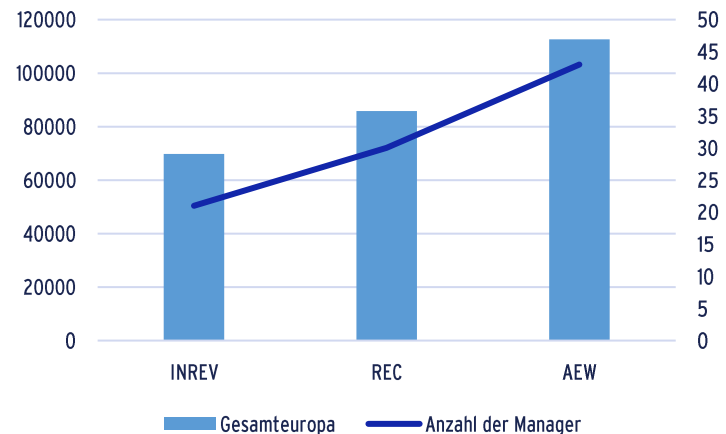
- Die Risikobereitschaft der Anleger drückt sich in den Beleihungsquoten (LTV) und den Kreditkosten aus.
- Jüngste Daten zeigen eine leichte Erhöhung der für REITs ausgewiesenen LTVs und der von INREV vermeldeten LTVs privater Immobilienfonds, die eine anhaltende Lücke im letzten 10-Jahreszeitraum untermauern.
- Die von INREV seit Jahresbeginn 2025 vermeldete durchschnittliche LTV von 25% steht einer LTV von EPRA und Green Street von 39% bzw. 48% gegenüber. Dies bestätigt die hohe Fremdkapitalaufnahme an den öffentlichen Märkten.
- Im Gegensatz zu unserem Sep-24-Bericht, zeigen die Zahlen von Green Street einen deutlicheren Abwärtstrend bei den REIT-LTVs als die von EPRA.
- Unsere hausinternen LTV-Marktdaten auf Kreditebene verzeichnen nach einem Rückgang im Jahr 2024 auf 50% im 3. Quartal 2025 einen Anstieg auf 55%. Unsere Daten auf Kreditebene berücksichtigen jedoch keine nicht fremdfinanzierten Transaktionen.
- Dieser Anstieg des LTV spiegelt das gestiegene Vertrauen sowohl der Kreditgeber als auch der Kreditnehmer wider, dass die Kapitalwerte der zugrunde liegenden Sicherheiten die Talsohle erreicht haben.

JÄHRLICHE KREDITVERGABE FÜR AKQUISITIONEN (IN MIO. €) MIT MARKTWEITER LTV



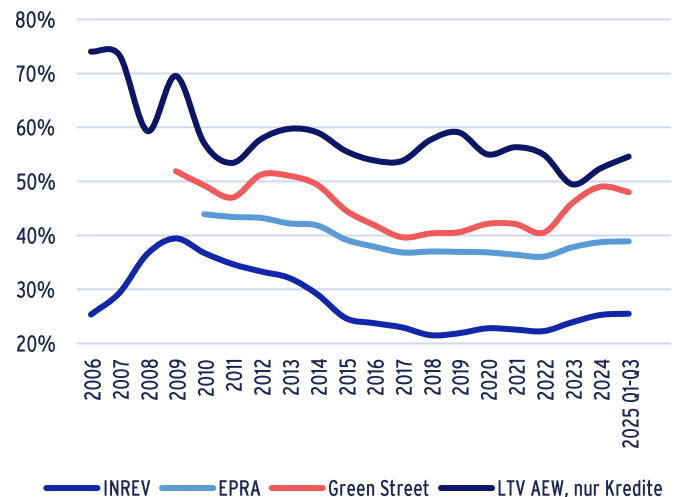
Quellen: AEW Research & Strategy, RCA(MSCI) Stand Q3 2025

AUM VON NICHT-BANK-KREDITGEBERN IN MIO. € (LINKS) & ANZAHL DER KREDITGEBER (RECHTS) NACH QUELLE



Quellen: REC, INREV, AEW Research & Strategy Stand Q3 2025

IN DER BILANZ AUSGEWIESENE LTVS & AEW-INTERNE MARKT-LTVS AUF KREDITEBENE



Quellen: AEW Research & Strategy, EPRA, Green Street & INREV Stand Q3 2025

KREDITKOSTEN IN DER EUROZONE HABEN SICH STABILISIERT UND BLEIBEN RENTABEL

- Laut jüngster Daten sind die 5-Jahres-Swapsätze in der Eurozone in den letzten vier Quartalen von 2,8% p.a. auf 2,2% zurückgegangen.
- Auch die Kreditmargen sind seit Juni 2024 geringfügig von 170 Basispunkten auf 160 Basispunkten p.a. gesunken.
- Infolgedessen sind die Gesamt-Fremdkapitalkosten für CRE-Kredite von 3,8% p.a. (Stand Juni 2025) gegenüber 4,5% p.a. in den letzten vier Quartalen und gegenüber 5,1% p.a. im September 2023 gesunken.
- Sektorübergreifend werden die Spitzenrenditen in der Eurozone im ersten Halbjahr 2025 mit 5,2% p.a. und damit gegenüber Juni 2025 unverändert veranschlagt.
- Diese jüngste Renditestabilisierung spiegelt immer noch einen deutlichen Anstieg gegenüber den Spitzenrenditen von 3,8 % p. a. im Mai 2022 wider, also bevor die Inflation und die Zinserhöhungen wirksam wurden.
- Auf dieser Grundlage haben sich die CRE-Kreditaufnahmen unverändert positiv auf das Eigenkapital ausgewirkt, da die Spitzenrenditen mit 5,2% p.a. die Gesamt-Fremdkapitalkosten von 3,8% p.a. übersteigen.
- Obgleich weniger rentabel als Ende 2021 reagierten die Investitionsvolumen allmählich positiv auf die stabilen Fremdkapitalkosten.

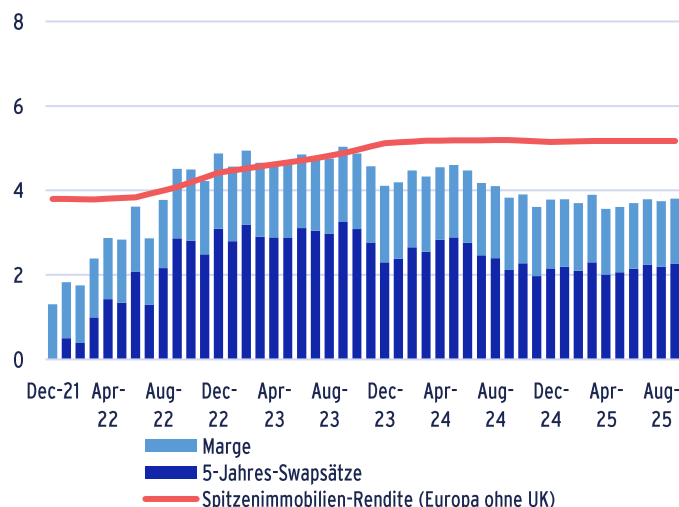
KREDITMARGEN IM BÜROSEKTOR PARALLEL ZU ANDEREN SEKTOREN RÜCKLÄUFIG

- Im 3. Quartal 2025 liegen die Kreditmargen in Nordeuropa bei 175 (Büro), 150 (Logistik) bzw. 140 Basispunkten (Wohnimmobilien).
- Seit dem 3. Quartal 2024 sanken die Kreditmargen im Bürosektor mit über 35 Basispunkten deutlicher als in jedem anderen Sektor.
- Die Zahlen von Chatham Financial beruhen auf Kreditvergabeunterlagen aus dem Schuldenberatungs- und Hedging-Beratungsgeschäft des Unternehmens nach erstrangigen Krediten zu LTVs von rund 50%.
- Nach dem ersten Corona-Schock im 1. Quartal 2020 kehrten die Margen im Zeitraum 2020-21 erneut auf ihr Vor-Corona-Niveau vom 4. Quartal 2019 zurück.
- Allerdings übertrafen die CRE-Margen aufgrund allgemeiner Kreditprobleme und spezifischer Bedenken hinsichtlich Büroimmobilien während des größten Teils des Jahres 2023 ihre Covid-Höchststände.
- Erst nach Normalisierung der Inflation im Jahr 2024 erreichten die Kreditmargen im Logistik- und im Wohnimmobiliensektor nicht mehr die Spitzenwerte während der Coronakrise.
- Mit einer gewissen Verzögerung zeigen sich die Büro-Margen derzeit rückläufig, da zahlreiche Unternehmen ihre Mitarbeiter in die Büros zurückbeordern und die Leerstandsdaten mit dem sinkenden Neuflächenangebot einen Höchststand erreichen.
- Die Daten spiegeln jedoch nur erstklassige Büroflächen in erstklassigen Lagen wider und sind nicht repräsentativ für den Gesamtmarkt.

KREDITKOSTEN IN DER UK ZEIGEN RÜCKLÄUFIGEN TREND UND HÖHERE RENTABILITÄT

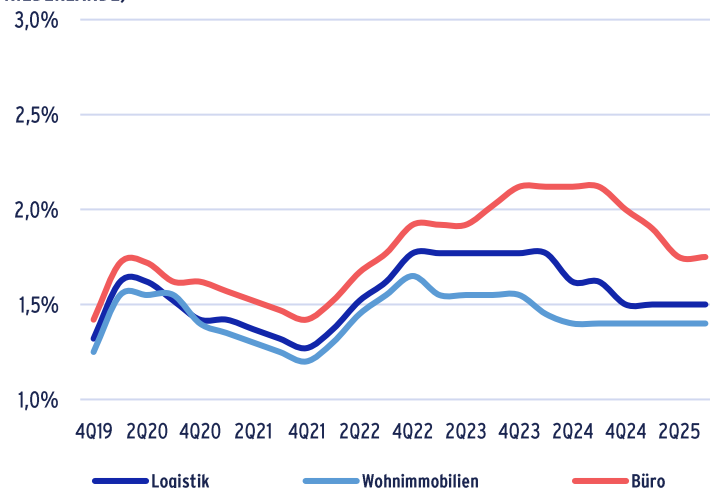
- Die 5-Jahres-Swapsätze UK SONIA sind in den letzten vier Quartalen von 3,9% p.a. auf 3,6% zurückgegangen. Auch die Kreditmargen sind seit Juni 2024 von 205 Basispunkten auf 175 Basispunkte p.a. gesunken.
- Infolgedessen sind die Gesamt-Fremdkapitalkosten für CRE-Kredite in der UK von 5,4% p.a. (Stand Juni 2025) gegenüber 5,95% p.a. in den letzten vier Quartalen und gegenüber 7,15% p.a. im Juni 2023 gesunken.
- Sektorübergreifend werden die Spitzenrenditen in UK im ersten Halbjahr 2025 mit 6,3% p.a. und damit unverändert gegenüber Juni 2025 veranschlagt.
- Die jüngste Stabilisierung der Renditen spiegelt nach wie vor einen deutlichen Anstieg gegenüber den Spitzenrenditen von 4,95% p.a. im Juni 2022 wider.
- In der UK sind CRE-Kreditaufnahmen erneut rentabel, da die Spitzenrenditen mit 6,3% p.a. die Gesamt-Fremdkapitalkosten von 5,4% p.a. um 90 Basispunkte übersteigen.
- Obgleich weniger rentabel als Ende 2021 reagierten die Investitionsvolumen in der UK allmählich positiv auf diese niedrigeren und stabileren Fremdkapitalkosten.

EUROPA (OHNE UK) SPITZENIMMOBILIEN-RENDITEN ALLER SEKTOREN GEGENÜBER GESAMT-FREMDKAPITALKOSTEN IN EURO (P.A. in %)



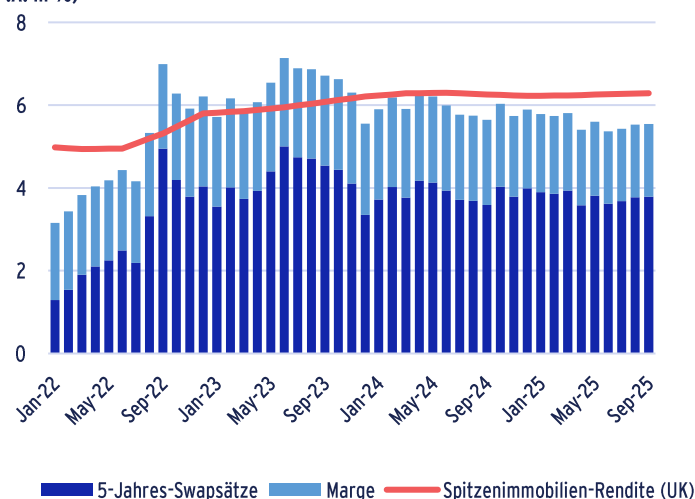
Quellen: AEW Research & Strategy, OE, CBRE & Chatham Financial Stand Q3 2025

KREDITMARGEN NACH SEKTOR IN WESTEUROPA (FRANKREICH, DEUTSCHLAND & NIEDERLANDE)



Quellen: AEW Research & Strategy & Chatham Financial Stand Q3 2025

UK-SPITZENIMMOBILIENRENDITEN GEGENÜBER GESAMT-FREMDKAPITALKOSTEN IN GBP (P.A. in %)



Quellen: AEW Research & Strategy, OE, CBRE & Chatham Financial Stand Q3 2025

KREDITMARGEN IM UK-BÜROSEKTOR ANALOG ZU ANDEREN SEKTOREN RÜCKLÄUFIG

- Im 2. Quartal 2025 liegen die UK-Kreditmargen bei 200 (Büro), 165 (Logistik) bzw. 150 Basispunkten (Wohnimmobilien).
- Seit dem 3. Quartal 2024 sanken die Kreditmargen im UK-Bürosektor mehr als 40 Basispunkte. In den übrigen UK-Sektoren begann der Margenrückgang im 4. Quartal 2023.
- Bei Wohnimmobilien verzeichnete die UK vor dem 4. Quartal 2021 hohe Kreditmargen. Seither verläuft die Entwicklung jedoch parallel zu den Logistik-Margen.
- Nach dem ersten Corona-Schock im 1. Quartal 2020 kehrten die Margen im 3. Quartal 2021 erneut auf ihr Vor-Corona-Niveau vom 4. Quartal 2019 zurück.
- Die hohe Inflation und Zinserhöhungen der Zentralbanken trieben die Margen allerdings nahezu im Gesamtjahr 2023 über ihre Corona-Höchststände. Anhaltende Sorgen im Bürosektor sorgten hier für eine Margenausweitung.
- Seit dem 3. Quartal 2024 sind die Kreditmargen im UK-Bürosektor rückläufig, da zahlreiche Unternehmen ihre Mitarbeiter in die Büros zurückbeordern und die Leerstandsdaten mit rückläufigem Neuflächenangebot einen Höchststand erreichen.

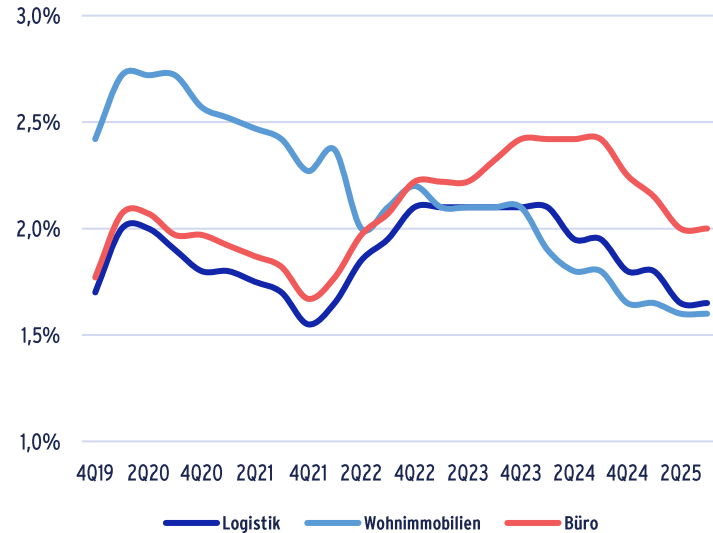
LOCKERUNG DER KREDITKLAUSELN SORGT FÜR EINE BELEBUNG DES KREDITGESCHÄFTS UND DER INVESTITIONSAKTIVITÄTEN

- Neueste Europa-Daten von CREFC vom 2. Quartal 2025 zeigen, dass die Verschärfung der Kreditklauseln im 4. Quartal 2022 ihren Höchststand erreichte. Mit der Lockerung im letzten Quartal war diese Entwicklung beendet.
- Die Stimmung unter den Kreditgebern in Bezug auf Margen & Kreditkosten verschlechterte sich ab dem 1. Quartal 2023. Eine Trendwende zeigte sich im 1. Halbjahr 2025.
- Die Stimmung bei den Vertragsmargen bestätigt, dass sich Kreditgeber bei Kreditkosten und anderen Konditionen im Wettbewerb um Geschäftsabschlüsse gegen andere Anbieter behaupten müssen. Die jüngste Trendwende signalisiert erhöhte Vorsicht.
- Der allgemeine Trend zur Lockerung der Preise / Margen kehrte sich im 3. Quartal 2024 und im 1. Halbjahr 2025 um. Die Stimmung der Kreditgeber bezüglich der Kreditkosten wird künftig von Zinssenkungen und einer Neubewertung der Sicherheiten abhängen.
- Auch die Kreditklausel-Auflagen (LTV und ICR) erreichten im 4. Quartal 2022 mit 55% einen Höchststand und wurden seither stetig bis auf -13% im 2. Quartal 2025 gelockert.
- Die aktuellen Zahlen bestätigen, dass vorsichtigere Kreditgeber sowohl strengere Kreditklauseln als auch höhere Margen verlangen.
- Aufgrund dessen wäre eine weitere Stabilisierung bei den Kreditklauseln und Margen zu erwarten, vorausgesetzt, die Zentralbanken nehmen bei Erreichung der Inflationsziele weitere Zinssenkungen vor.

ERNEUTER ANSTIEG DER TATSÄCHLICHEN KREDIT-LTV'S SPIEGELT KREDITKLAUSEL-STIMMUNG WIDER

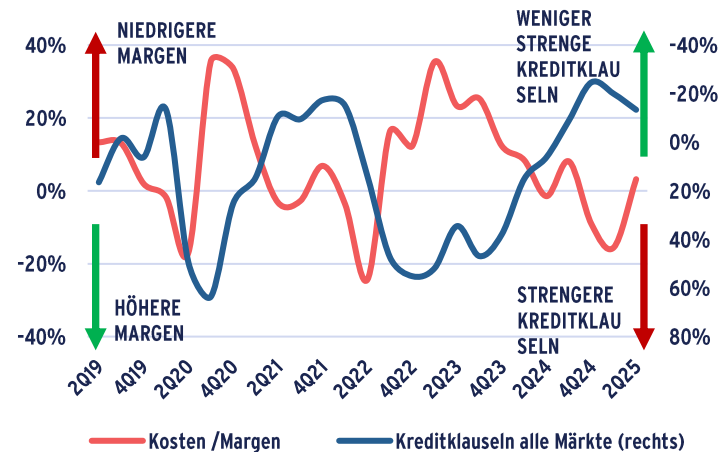
- Anhand der Stimmungsumfrage von CREFC Europe können wir zudem unsere hausinternen Daten auf Einzelkreditbasis für Europa ohne die UK genauer analysieren.
- Die enge historische Wechselbeziehung zwischen der veränderten Kreditklausel-Stimmung bei CREFC und den tatsächlichen Kredit-LTVs ist bemerkenswert.
- Hohe Stimmungswerte bei den Kreditklauseln verweisen darauf, dass Kreditgeber bei der Vergabe von Krediten an Kreditnehmer restriktivere finanzielle Auflagen machen.
- Die beständige Steigerung der Umfrageergebnisse im Zeitraum 2022-23 zeigt, dass die Kreditgeber strenge Klauseln vorgesehen haben und dies zu niedrigeren tatsächlichen Kredit-LTVs geführt hat (siehe Grafik).
- Mit der stetigen Eintrübung der Kreditklausel-Stimmung der Umfrageergebnisse im Zeitraum 2024-25 stiegen die tatsächlichen durchschnittlichen Beleihungsquoten im 2. Quartal 2025, die Ausdruck unterschiedlich langer Verzögerungen sind.

SEKTORIELLE KREDITMARGEN FÜR CORE-CRE-HYPOTHEKEN (NUR UK) IN % ÜBER DEM SWAP



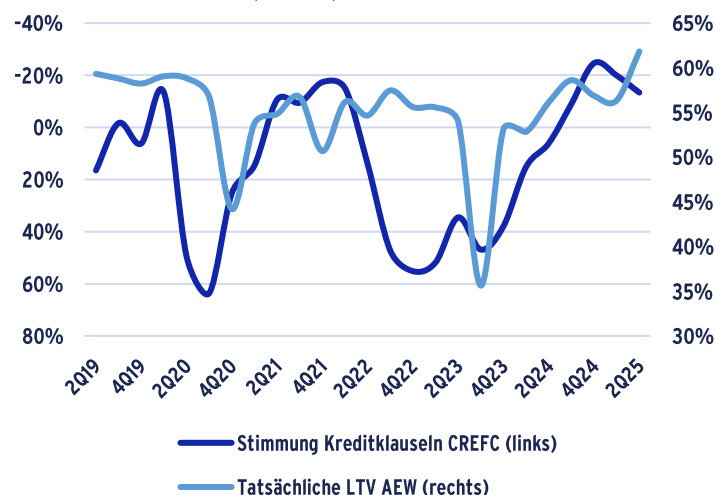
Quellen: AEW Research & Strategy & Chatham Financial Stand Q3 2025

KREDITMARGEN-STIMMUNGSBAROMETER VS. LTV-STIMMUNGSBAROMETER



Quellen: AEW Research & Strategy & CREFC Europa Stand Q3 2025

TATSÄCHLICHE LTV (GLEITENDER 12-MONATSDURCHSCHNITT) VS. STIMMUNG BEZ. KREDITKLAUSELN IN DER EU (OHNE UK)



Quellen: AEW Research & Strategy & CREFC Europa Stand Q3 2025

AKTUELLE KREDITE ZU HÖHEREN ZINSSÄTZEN MIT EINEM LTV-NIVEAU VON 37 BIS 65 %

- Unser jüngstes Update zeigt, dass unsere detaillierte Einzelkreditdatenbank auf 1.745 Kredite aus vier Quellen angewachsen ist: AEW, RCA/MSCI, REC und Finloop.
- Auch hier reichen unsere Daten bis ins Jahr 2003 zurück, und wir gehen davon aus, dass diese Daten etwa 10% der für Akquisitionen vergebenen Kredite seit 2010 abdecken und für den Markt repräsentativ sein dürften.
- Unser Streudiagramm zeigt, dass die in den letzten vier Quartalen vergebenen Kredite ein relativ enges LTV-Spektrum zwischen 37% und 65% bei einem Medianwert von 55% abdecken.
- Dieser Wert liegt über dem LTV-Median von 50% für Kredite der letzten zwei Jahre (4. Quartal 2022 bis 3. Quartal 2024) und bestätigt die höhere Risikobereitschaft der Kreditgeber.
- Erwartungsgemäß liegt der Gesamtzinssatz für unsere neuen Kredite von 4,6% angesichts der aktuellen Swapsätze für die letzten beiden Jahre in der Datenbank konstant unter dem Durchschnitt von 5,0%.
- Auch hier können wir die Auswirkungen externer Marktschocks, wie die jüngste Erhöhung der 5-Jahres-Swap-Sätze, anhand unserer granularen Daten auf Kreditebene eingehender analysieren.

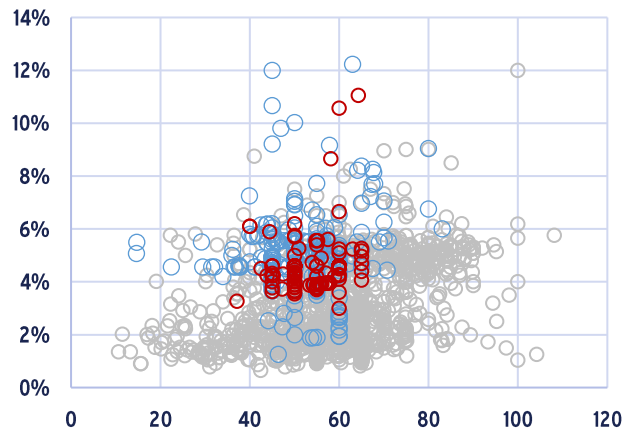
GESAMTZINSSATZ 4,6% GEGENÜBER REKORDHOCH VON 5,2% IM 2. HJ 2023 GESUNKEN

- Unsere detaillierten Einzelkreditdaten bestätigen, dass die Gesamtzinssätze in Europa ohne UK seit dem 3. Quartal 2025 auf 4,6% gesunken sind. Dies entspricht einem Rückgang von 60 Basispunkten gegenüber dem Rekordhoch von 5,2% im 2. Quartal 2023.
- Dieser Entwicklung vorausgegangen ist ein Zeitraum (2016-21) mit extremen Niedrigzinsen, in dem der Gesamtzinssatz hauptsächlich aus der Marge bestand und die Euribor-Swapsätze nahezu bei null lagen.
- Hohe Gesamtzinssätze im Zeitraum 2022-24 machten eine Kreditaufnahme für zahlreiche fremdfinanzierte Eigenkapitalanleger unattraktiv. Infolgedessen halbierten sich die Akquisitionsvolumen 2023 gegenüber dem Vorjahr.
- In 2024 und im 1. Halbjahr 2025 stiegen die Investitionsvolumen, da die Kreditaufnahme aufgrund niedrigerer Fremdkapitalkosten erneut rentabel wurde.
- Allerdings sehen sich fremdfinanzierte Anleger mit Altkrediten aus vorpandemischer Zeit nach wie vor mit niedrigeren Kreditsicherheiten und steigenden Schuldendienstkosten für die Refinanzierung konfrontiert.
- Diese Altkredite können bei Veräußerung, Wiederverwendung von Kapital und der Nutzung niedrigerer Zinsen ihren Spielraum beschränken.

CRE-ANLEIHERENDITEN VERWEISEN AUF WEITERE KREDITZINSENKUNGEN IN DER ZUKUNFT

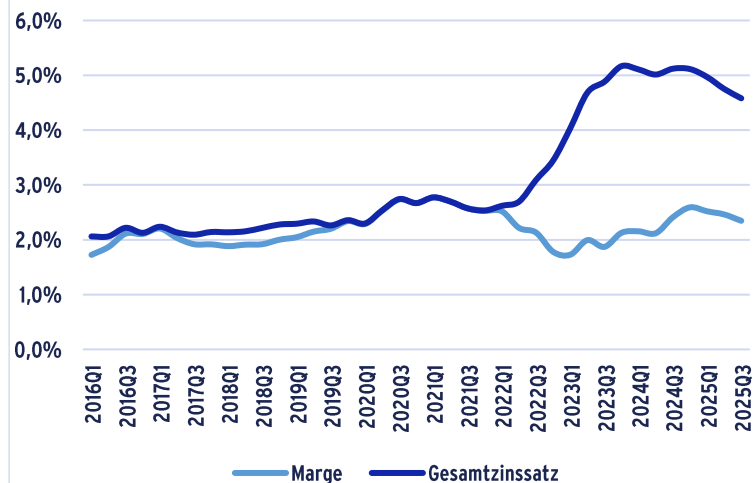
- Renditen auf unbesicherte REIT-Anleihen in Euro sanken im 3. Quartal 2025 im Sekundärhandel gegenüber ihrem Höchststand von 4,7% (4. Quartal 2023) um 135 Basispunkte auf 3,35%.
- Dies entspricht früheren Trends und liegt 125 Basispunkte unter unserem Gesamtzinssatz von 4,6%.
- Dieser neueste gleitende 12-Monats-Durchschnitt untermauert die langjährig hohe Korrelation zwischen den beiden Datenreihen.
- Ausgehend von aktuellen REIT-Anleiherenditen ist in den nächsten Quartalen mit einem weiteren Rückgang zu rechnen.
- Niedrigere REIT-Anleiherenditen sind zum Teil auf niedrigere zugrundeliegende LTVs von etwa 40-50% gegenüber LTVs von 60% für besicherte Hypothekenkrediten auf Kreditebene zurückzuführen.
- Die in vorpandemischer Zeit verzeichnete Lücke von nahezu 200 Basispunkten zwischen Anleiherenditen und Privatkreditkosten verringerte sich 2023 im Zuge der stärkeren Risikoneubewertung der Anleihemärkte deutlich.
- Mit dem Wirksamwerden der Leitzinssenkungen und der niedrigeren Inflation sind die Kreditzinsen wie auch die Anleiherenditen gesunken.

GESAMTZINSSÄTZE (VERTIKAL) UND TATSÄCHLICHE LTVs (HORIZONTAL) AUF KREDITEBENE 2004-2025.



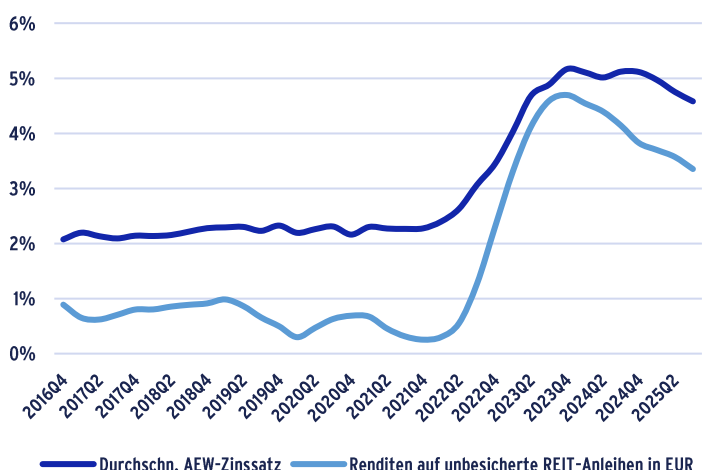
Quellen: AEW Research & Strategy, RCA/MSCI, REC & Finloop Stand Q3 2025

DURCHSCHNITTliche CRE-KREDITMARGEN & GESAMTZINSSÄTZE, EUROPA OHNE UK, GLEITENDER 12-MONATS-DURCHSCHNITT IN % P.A.



Quellen: AEW Research & Strategy, RCA/MSCI, REC & Finloop Stand Q3 2025

AEW-GESAMTZINSSÄTZE VS. RENDITE BIS FÄLLIGKEIT AUF UNBESICHERTE REIT-ANLEIHEN, EUROPA (OHNE UK), GLEITENDER 12-MONATS-DURCHSCHNITT, IN % P.A.



Quellen: AEW Research & Strategy, RCA/MSCI, REC, Finloop & Green Street Q3 2025

KREDITGEBER BEPREISEN LTV IN DEN LETZTEN VIER JAHREN EINHEITLICHER

- Unsere europaweiten Preise auf Kreditebene für die drei wichtigsten LTV-Kategorien ermöglichen es uns, bedeutende Trends zu erkennen.
- Grundsätzlich scheinen die Kreditgeber seit den inflationsbedingten Zinserhöhungen im Zeitraum 2021-22 logischer und konsistenter zwischen den LTV-Kategorien zu unterscheiden.
- Untermauert wird dies durch die Tatsache, dass Kredite mit einer Beleihungsquote von unter 50% nach dem Höchststand von 5,5% im 4. Quartal 2023 im 3. Quartal 2025 um 140 Basispunkte auf 4,1% zurückgegangen sind.
- Im Gegensatz dazu sanken die Zinssätze im Bereich mit einem durchschnittlichen LTV von 50 bis 60 % um lediglich 50 Basispunkte gegenüber ihrem Höchststand von 5,5 % im vierten Quartal 2023.
- Kredite mit einer höheren Beleihungsquote von über 60% gingen im selben Zeitraum 70 Basispunkte von 6,35% im 4. Quartal 2023 auf 5,65% zurück.
- Bitte beachten Sie, dass die Zuverlässigkeit unserer Daten je nach LTV-Kategorie und Zeitpunkt der Kreditvergabe abweichen kann.

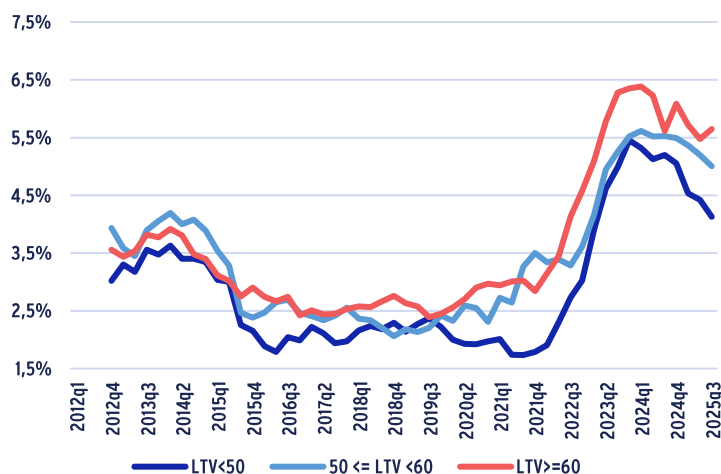
FRANZÖSISCHE & ANDERE EUROZONEN-ZINSSÄTZE SINKEN AUF NAHEZU DEUTSCHES NIVEAU

- Die deutschen Zinssätze gehörten im Ländervergleich stets zu den niedrigsten unserer wichtigsten Märkte und pendelten sich in den letzten zwei Jahren bei rund 4,3% ein.
- Die deutschen Banken zur Verfügung stehende kostengünstige Pfandbrieffinanzierung mag diese wettbewerbsfähigeren Zinssätze erklären.
- In der UK wurden aufgrund höherer Anleiherenditen und Swapsätze demgegenüber durchgehend höhere Gesamtzinssätze als in der Eurozone verzeichnet.
- Mit 7,1 % für das dritte Quartal 2025 liegt der britische Kreditzinssatz deutlich über dem von Chatham Financial aus den gemeldeten Margen abgeleiteten Leitzinssatz von 5,6 %, was den Nicht-Prime-Charakter unserer eigenen Stichprobe widerspiegelt.
- Gute Nachrichten sind für französische und andere Eurozonen-Zinsen zu vermelden. Beide sind in den letzten drei bzw. acht Quartalen um 100 Basispunkte von 5,7% auf 4,7% gesunken.
- Dieser Rückgang verläuft parallel zu den Leitzinsänderungen in Nordeuropa, die sich aus den Margen von Chatham Financial ergeben.

KEINE KLAARE DIFFERENZIERUNG BEI DEN KREDITKOSTEN FÜR EINZELNE IMMOBILIENTYPEN

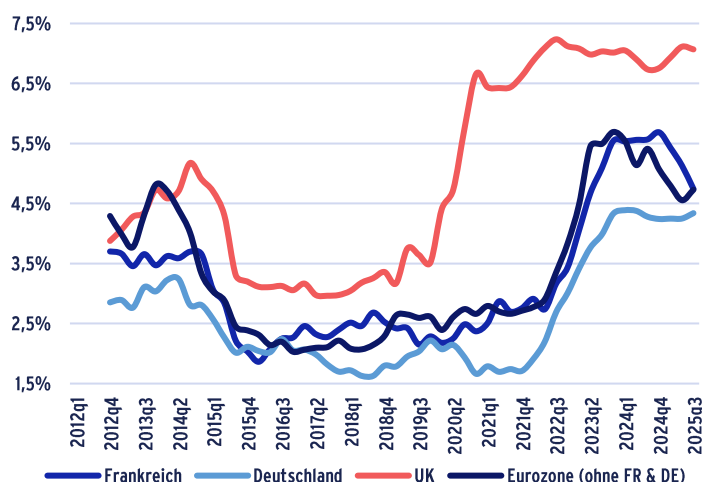
- Über alle Immobiliensektoren hinweg ergeben unsere Daten auf Kreditebene keine klare oder konsistente Differenzierung bei den Kreditkosten innerhalb der Eurozone.
- Diese Inkonsistenz besteht auch nach Berücksichtigung der UK-Daten, wenngleich dies hier nicht aufgeführt ist.
- Diese Uneinheitlichkeit ist wahrscheinlich auf die größere Bandbreite der Sicherheitenqualität und der Beleihungsquoten zurückzuführen, verglichen mit den Daten von Chatham Financial, die ausschließlich Prime-Kredite berücksichtigen.
- Eine Rolle mag auch der Zeitpunkt des Refinanzierungsbedarfs und alter Kreditpositionen im Zusammenhang mit Krediten spielen, die durch Einzelhandels- und Büroimmobilien besichert sind.
- Unsere Datenbank umfasst ausschließlich vergebene vorrangig besicherte Kredite für Akquisitionen oder Refinanzierungen über 15 Mio. €.
- Entwicklungsdarlehen und Zwischenfinanzierungen sowie Nachrang- oder Mezzanine-Finanzierungen sind damit ausgenommen.
- Unsere Kreditdaten unterliegen einem „Survival Bias“ und schließen fehlgeschlagene Refinanzierungen, Verlängerungen und Umstrukturierungen aus, beispielsweise bei minderwertigen Sicherheiten wie zweitklassigen Büroimmobilien.

GESAMTZINSSÄTZE (VERTIKAL) NACH LTV-BUCKET, GLEITENDER 12-MONATSDURCHSCHNITT, IN %



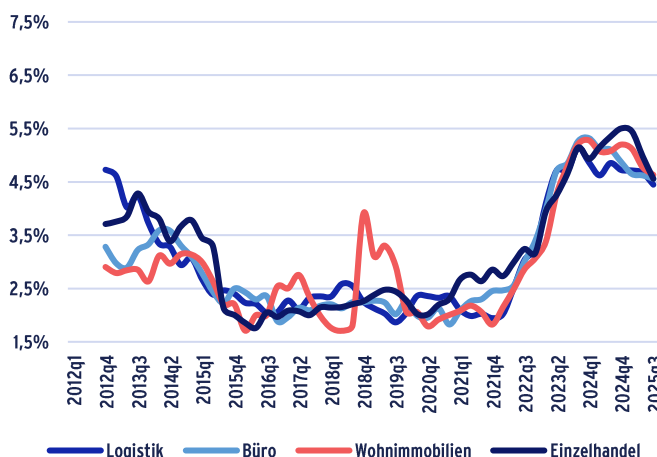
Quellen: AEW Research & Strategy, RCA/MSCI, REC & Finloop Stand Q3 2025

GESAMTZINSSÄTZE NACH LAND & TEILREGION, GLEITENDER 12-MONATSDURCHSCHNITT, IN %



Quellen: AEW Research & Strategy, RCA/MSCI, REC & Finloop Q3 2025

GESAMTZINSSÄTZE NACH SEKTOR, GLEITENDER 12-MONATSDURCHSCHNITT - EUROPA OHNE UK, IN % P.A.



Quellen: AEW Research & Strategy, RCA/MSCI, REC, Finloop & Green Street Stand Q3 2025

AKTUALISIERTE SPEZIFISCHE METHODIK ZUM KREDITVERGABEJAHRGANG

ZUR AKTUALISIERUNG DER KFL-ANNAHMEN HERANGEZOGENE NEUESTE DATEN

- Unserer Kreditfinanzierungslücken-Prognose liegen drei Annahmen zugrunde: (1) Kreditlaufzeit; (2) Beleihungsquote (LTV) bei Kreditvergabe; (3) Kreditlaufzeitverlängerungen und; (4) Refinanzierungs-LTV.
- Bei den Laufzeiten offenbart unsere interne Datenbank tendenziell kürzere Laufzeiten für neue Kredite zu höheren Zinsen. Die 2024-Zahlen weisen weniger 3-Jahres-Kredite aus.
- Auch hier nehmen wir für jedes Kreditvergabevolumen drei Laufzeitgruppen an: kurze Laufzeit (3 Jahre), mittlere Laufzeit (5 Jahre) und lange Laufzeit (7 Jahre).
- In einem zweiten Schritt können wir anhand der Daten von Moody's Kreditjahrgangs-spezifische LTVs annehmen. Der unveröffentlichte Jahrgang 2024 wird dabei mit einer LTV von 50% veranschlagt (siehe Grafik).
- Im dritten Schritt sorgt das aktuelle Markt-Feedback für eine Präzisierung unserer Verlängerungsannahme. Dabei werden 35%, 25% und 15% der Laufzeiten bis 2023, 2024 und 2025 jeweils um zwei Jahre verlängert.
- Schließlich nehmen wir auf Basis der jüngsten durchschnittlichen historischen Vergabe-LTVs künftig eine Refinanzierungs-LTV von 55% an.

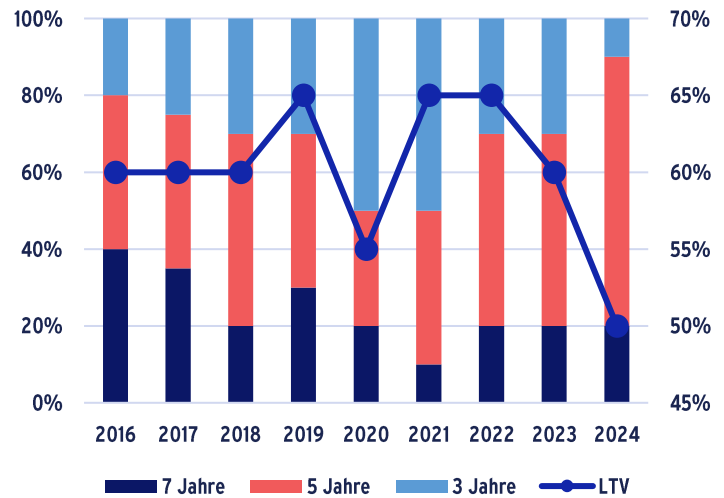
JAHRGANGSSPEZIFISCHE KREDITLAUFZEITEN SORGEN FÜR WEITERES AUSEINANDERKLAFEN DER KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE

- Unsere Methodik wird wie im Folgenden am Beispiel der französischen Büroakquisitionen 2022 veranschaulicht:
- Anleger erwarben 2022 französische Büroimmobilien im Wert von 18,3 Mrd. €.
- Die Investitionen wurden über verschiedene Kreditlaufzeiten finanziert, 30% der Kredite über 3 Jahre, 50% über 5 Jahre und 20% über 7 Jahre (siehe Balkendiagramm links).
- Für alle drei Kreditlaufzeiten wird eine Beleihungsquote (LTV) von 65% angenommen.
- Die Grafik zeigt 5-jährige Kredite (6 Mrd. €) und den prognostizierten Wertverlust von -17% (1,5 Mrd. €) bei Fälligkeit im Jahr 2027.
- Das neue Anleihevolumen wird auf 4,2 Mrd. € bei einer 55%-igen LTV der neuen Kreditsicherheiten in Höhe von 7,6 Mrd. € und die KFL für 5-jährige Kredite auf 1,8 Mrd. € im Jahr 2027 (rot) geschätzt.
- KFL in Höhe von 1,2 Mrd. € im Jahr 2025 für 3-jährige Kredite und von 0,6 Mrd. € im Jahr 2029 für 7-jährige Kredite werden auf ähnliche Weise berechnet. 15% der KFL im Jahr 2025 werden sich voraussichtlich bis 2027 hinziehen.
- Die kumulative KFL für französische Büroimmobilienfinanzierungen 2022 beträgt somit 2,5 Mrd. € und verteilt sich auf die Jahre 2025, 2027 und 2029

DEBT-ON-DEBT ODER BACK LEVERAGE TRÄGT ZUR ÜBERBRÜCKUNG DER KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE BEI

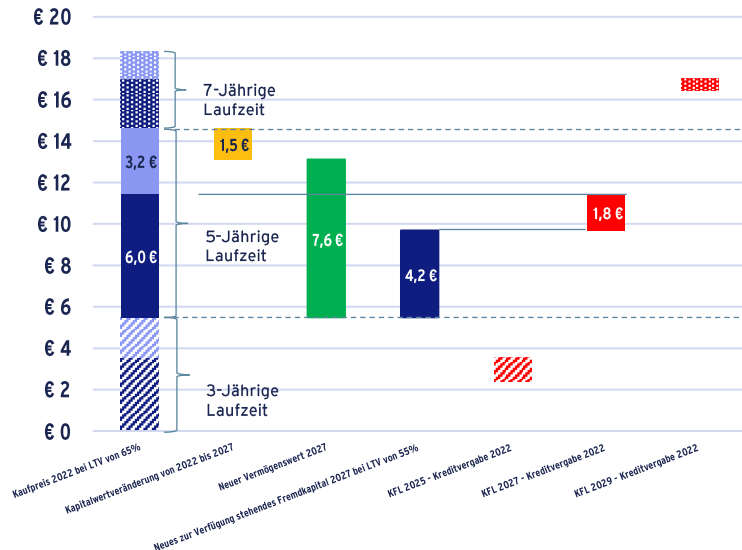
- Der Bedarf für Investoren, zusätzliches Eigenkapital zur Überbrückung der KFL einzubringen, blieb bislang begrenzt, da viele Fonds mit Rückgaben (Redemptions) konfrontiert sind und kein neues Kapital zufließt.
- Eine alternative Lösung bietet das Debt-on-Debt-Modell. Dieses ermöglicht es einem Nichtbank-Kreditgeber, eine Refinanzierung auf dem neuen, höheren LTV-Niveau anzubieten – ohne zusätzliches Eigenkapital, wie in der Grafik dargestellt.
- Als Gegenleistung für die (Re-)Finanzierung eines bestehenden (oder neuen) Kredits mit hohem LTV gewährt der Kreditgeber des Debt-on-Debt-Geschäfts (Back Leverage) einem neuen Nicht-Bank-Kreditgeber einen unbesicherten Unternehmenskredit mit einem LTV von 55%.
- Von dieser Zusammenarbeit profitieren beide Parteien: Der Nichtbank-Kreditgeber kann seinen Finanzierungsbedarf (typischerweise 55–70 % LTV) reduzieren und zugleich seine Rendite durch günstige Debt-on-Debt-Finanzierungen erhöhen.
- Für den Back-Leverage-Kreditgeber wird die direkte CRE-Hypothekenexponierung durch unbesicherte Darlehen ersetzt, die geringere Eigenkapitalanforderungen erfordern – was es ihm ermöglicht, kostengünstige Refinanzierungen anzubieten.
- Laut Schätzungen von CREFC Europe beläuft sich das ausstehende Back-Leverage-Volumen in Europa auf nahezu 30 Mrd. €.

KREDITLAUFZEIT-PROFIL BEI VERGABE, 2016-2024



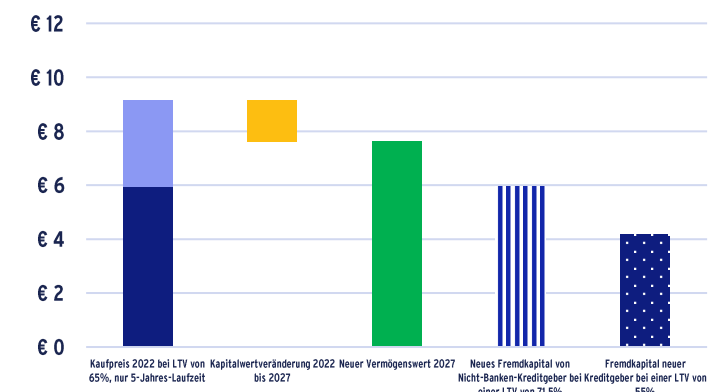
Quelle: Moody's und AEW Research & Strategy Stand Q3 2025

SCHRITT-FÜR-SCHRITT-SCHÄTZUNG DER KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE FÜR ALLE 2022-KREDITE, DIE DURCH FRANZÖSISCHE BÜROIMMOBILIENTRANSAKTIONEN IN MRD. EURO BESICHERT SIND (DUNKELBLAU = SCHULDEN, HELLBLAU = EIGENKAPITAL, ORANGE = WERTVERLUST, GRÜN = VERMÖGENSWERT, ROT = KFL)



Quelle: AEW Research & Strategy Stand Q3 2025

SCHRITT-FÜR-SCHRITT-DARSTELLUNG EINER DEBT-ON-DEBT-BELEIHUNG ZUR ÜBERBRÜCKUNG DER KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE FÜR 5-JÄHRIGE KREDITLAUFZEITEN 2022, DIE AUSSCHLIEßLICH DURCH FRANZÖSISCHE BÜROIMMOBILIENTRANSAKTIONEN IN MRD. EURO BESICHERT SIND, IN MRD. € (DUNKELBLAU = SCHULDEN, HELLBLAU = EIGENKAPITAL, ORANGE = WERTVERLUST, GRÜN = VERMÖGENSWERT, ROT = KFL)



Quellen: AEW Research & Strategy Stand Q3 2025

GESCHÄTZTE KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE & CRE-KREDITAUSFÄLLE MODERAT

EUROPÄISCHE KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE GEGENÜBER DER SCHÄTZUNG VON 2023 UM 18 % AUF 74 MRD. € GESCHRUMPT

- Seit unserer regelmäßigen Berechnung der Kreditfinanzierungslücke (KFL) für 20 Länder und 6 Sektoren zeigen wir auch die Entwicklung der KFL auf -- obgleich die untersuchten 3-Jahres-Zeiträume sich verschoben haben.
- 2025 ist unsere in die Zukunft gerichtete 3-Jahres-KFL sektorenübergreifend von 90 Mrd. € im Jahr 2023 um 18% auf 74 Mrd. € zurückgegangen.
- In allen drei Schätzungen verzeichnet der Bürosektor von allen Sektoren das größte KFL-Volumen. Hier spiegeln sich die größeren Investitionsvolumen des Sektors wider.
- Das größte KFL-Volumen konzentriert sich infolge steigender Zinsen und einer kräftigen Neubewertung in allen Sektoren stets auf den Zeitraum 2023-24.
- Im Laufe dieser Jahre konnten die meisten Kredite refinanziert werden, nicht refinanzierte Kredite wurden um 1-2 Jahre verlängert.
- Dies spiegelt sich in unserer angenommenen Verlängerung von 35%, 25% bzw. 15% der Laufzeiten wider, die auf Kredite mit einer Laufzeit bis 2023, 2024 bzw. 2025 Anwendung fanden.

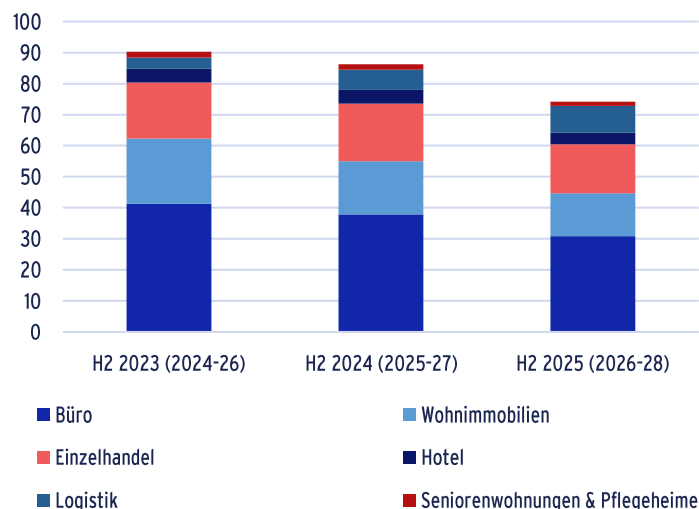
EUROPÄISCHE KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE BEI 74 MRD. € - BÜRO & EINZELHANDEL AN DER SPITZE

- 41% unserer KFL von 74 Mrd. € entfallen auf durch Büroimmobilien besicherte Kredite, gefolgt von Einzelhandelskrediten mit einem Anteil von 21%, Wohnimmobilienkrediten mit 19% und anderen mit 18% der gesamten KFL im Zeitraum 2026-28.
- Bei Fälligkeit der 2024 vergebenen 7-Jahres-Kredite wird sich unsere geschätzte KFL bis ins Jahr 2031 fortsetzen.
- Absolute KFL-Volumen spiegeln historische Akquisitionen und Kreditvergabevolumen in den einzelnen Sektoren sowie die historischen Rückgänge und prognostizierten Kapitalwerte wider.
- Laut unserer aktuellen Schätzungen reduziert sich die relative KFL (in % der ursprünglichen Kreditvergaben) in Europa auf 12% gegenüber 13% im Vorjahr.
- Wenn wir die Sektoren nach der KFL in Prozent ihrer sektorspezifischen Kreditvergabe einstufen, belegt der Einzelhandel mit 17% den ersten Platz, gefolgt von dem Bürosektor mit 15%, dem Wohnimmobiliensektor mit 9% und anderen Sektoren mit 8%.

FRANKREICH ENTWICKELT SICH ENTGEGEN DEM TREND & BELEGT BEI DER RELATIVEN KFL DEN SPITZENPLATZ

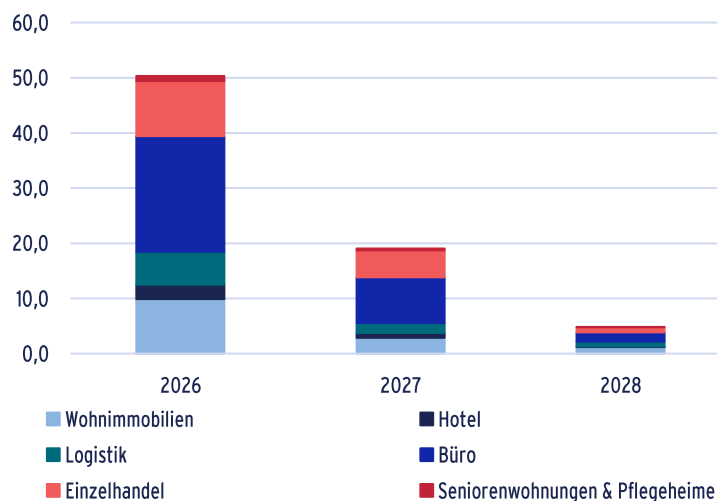
- Trotz einer Reduzierung der relativen KFL im Vorjahr von 13% auf 12%, verläuft die Veränderung der relativen KFL im Vorjahresverlauf in den einzelnen Ländern unterschiedlich.
- Frankreich verzeichnet mit 17 Mrd. € europaweit die größte KFL bei 20% der ursprünglichen Kredite. Mit dieser Zunahme gegenüber dem Vorjahreswert von 18% entwickelt sich Frankreich entgegen dem europäischen Trend.
- Zurückzuführen ist diese Veränderung auf einen gegenüber den Vorjahresprognosen pessimistischeren Ausblick auf die französischen Kapitalwerte, insbesondere im Logistik- und Bürosektor.
- Deutschland belegt bei den absoluten Zahlen mit 23 Mrd. € den Spitzenplatz, erreicht jedoch bei der relativen KFL mit 16% der ursprünglichen Kredite den zweiten Platz (gegenüber 19% im Vorjahr).
- In Italien und Spanien liegen die Zahlen mit 10% bzw. 8% unter dem europäischen Durchschnitt.
- Auch hier befindet sich die UK mit einer KFL von lediglich 11 Mrd. € bzw. 6% der vergebenen Kreditvolumen am unteren Ende der Annahmen.
- Europaweit die größte KFL weist der deutsche Wohnimmobiliensektor auf. Zurückzuführen ist dies auf den hohen Anteil des Sektors am deutschen Investitionsvolumen.

GESCHÄTZTE HISTORISCHE KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE FÜR 20 LÄNDER & 6 SEKTOREN, IN MRD. €



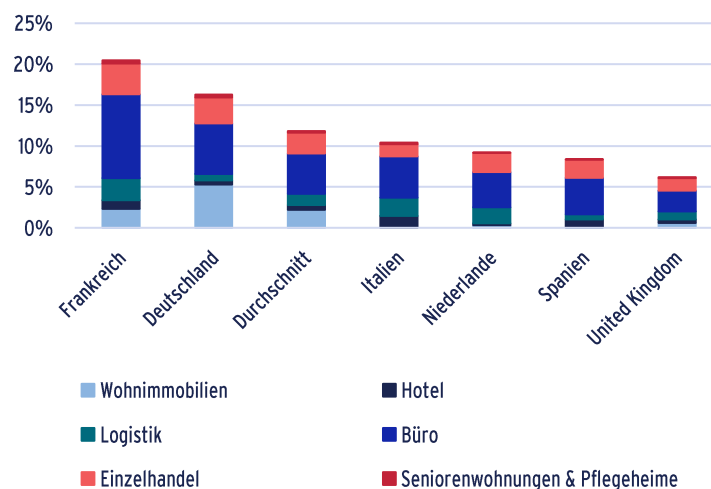
Quelle: AEW Research & Strategy Stand Q3 2025

KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE NACH IMMOBILIENSEKTOR IN MRD. €



Quelle: AEW Research & Strategy Stand Q3 2025

KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE FÜR 2026-28 NACH LAND FÜR ALLE SEKTOREN IN % DER URSPRÜNGLICHEN KREDITVERGABEN



Quelle: AEW Research & Strategy Stand Q3 2025

CRE-KREDITAUSFALL-SCHÄTZUNGEN UNTER DEN TATSÄCHLICHEN GEWERBEIMMOBILIENHYPOTHEKEN-AUSFÄLLEN (CMBS) DER GFK

- Unsere KFL kann nicht unmittelbar auf zu erwartende Ausfälle für CRE-Kreditgeber übertragen werden. Wir können jedoch die Ausfälle in den sechs Sektoren aller 20 Länder und acht Kreditjahrgängen in drei Stufen bewerten:
- Wir beginnen mit der geschätzten KFL von 11,8% der beschriebenen ursprünglichen Kreditvergaben 2017-24.
- Kredite eines bestimmten Jahrgangssegments sind voraussichtlich nicht refinanzierbar, wenn die Refi-Beleihungsquote 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 Zinsen sind in unserer Berechnung nicht berücksichtigt.
- Bei Zahlungsverzug veranschlagen wir Vollstreckungskosten in Höhe von 25% des geschätzten Wiederverkaufswerts der Kreditsicherheit, so dass 75% vom Kreditgeber zur Deckung seines Engagements zurückgefordert werden können.
- Auf dieser Grundlage wird die Ausfallquote der auslaufenden CRE-Kredite bei 5,8% und die Ausfallquote der Kreditjahrgänge 2016-24 bei 1,6% veranschlagt.
- Dies beinhaltet einen geschätzten Ausfall bei den Kreditjahrgängen 2016-24 von 10,4 Mrd. €.
- Unsere geschätzten Kreditausfälle konzentrieren sich auf die Sektoren Büro und Einzelhandel, in denen seit 2016 die größte Neubewertung erfolgt ist.
- Unsere aktuelle Verlustschätzung von 1,6 % liegt sowohl unter den historischen tatsächlichen Verlusten europäischer CMBS von 2,3 % als auch unter unserer vorherigen Schätzung von 1,8 %.

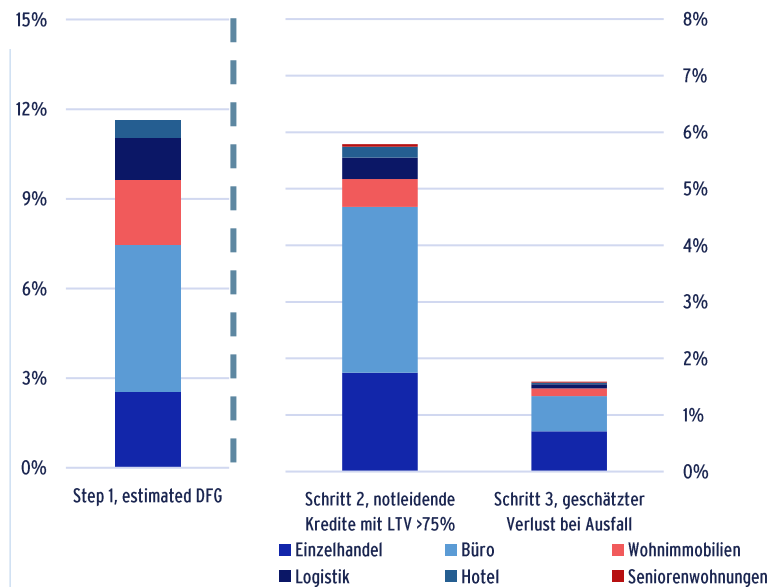
GESCHÄTZTE AUSFÄLLE IM EINZELHANDELSSEKTOR IM VERGLEICH ZUM GESAMTDURCHSCHNITT MEHR ALS VERDREIFACHT

- Über die Aufschlüsselung unserer Ausfallergebnisse nach Sektor und Land können wir die interessantesten Unterschiede hervorheben.
- Die für Einzelhandelsimmobilienkredite veranschlagten Verluste der Kreditjahrgänge 2017-24 liegen bei 5% aller im Einzelhandelssektor vergebenen Kredite und damit dreimal so hoch wie der Gesamtdurchschnitt aller Sektoren.
- Zu beachten ist, dass der Nenner in dieser Grafik die Kreditvergabe eines Sektors bezeichnet - nicht die kumulativen Kreditvergaben aller Sektoren.
- Diese hohe Ausfallquote bei Einzelhandelskrediten wird seit 2018 durch deutlichere und frühere Beleihungswertminderungen ausgelöst. Dies wird durch eine moderatere prognostizierte Kapitalwerterholung unterstrichen.
- Ausfälle bei Büroimmobilienkrediten werden mit 1,9% und damit knapp über dem Gesamtdurchschnitt veranschlagt. Die nicht unerheblichen Wertminderungen im Bürosektor erfolgten demgegenüber zu einem späteren Zeitpunkt im Konjunkturzyklus, und in Zukunft ist mit einer Erholung zu rechnen.
- In allen anderen Sektoren liegen die geschätzten Verluste unter äußerst geringen 1,0%. Für geringe Ausfälle in diesen Sektoren können Banken problemlos Rückstellungen bilden für den Fall, dass Klauselverletzungen zu Investitionsfällen werden.

PROGNOSTIZIERTE VERLUSTE AUS FRANZÖSISCHEN VERMÖGENSWERTEN RÜCKEN AN DIE SPITZE

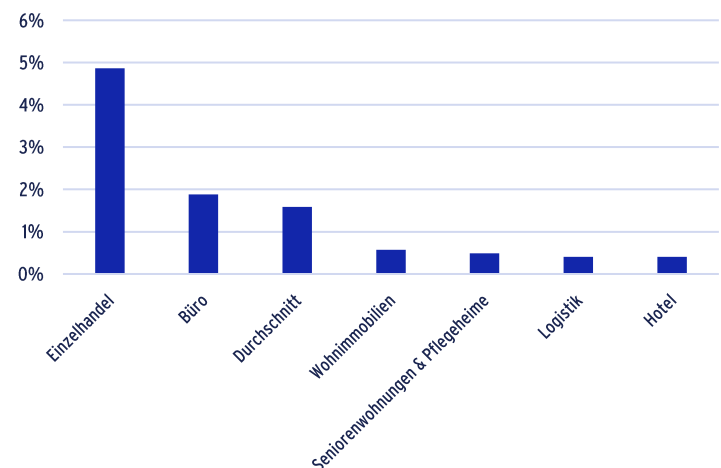
- In der geografischen Aufschlüsselung belaufen sich die Wertverluste bei den mit Sicherheiten unterlegten französischen Krediten der Kreditjahrgänge 2017-24 auf 4,2%. Sie liegen damit deutlich über dem Gesamtdurchschnitt von 1,6%.
- Auch hier ist zu beachten, dass der Nenner in dieser Grafik die Kreditvergabe eines Sektors bezeichnet - nicht die Kreditvergaben aller 20 Länder der untersuchten Gruppe.
- Die höher veranschlagten Verluste in Frankreich sind auf höhere Kapitalwertverluste im Zeitraum 2022-23 und eine weniger robust prognostizierte Erholung im Zeitraum 2025-27 zurückzuführen, die dazu führten, dass mehr Kredite die angenommene Ausfall-LTV von 75% überschritten haben.
- In Deutschland und Skandinavien dürften die Verluste geringfügig über dem Gesamtdurchschnitt von 2,1% bzw. 1,6% liegen.
- In allen anderen europäischen Ländern und Teilregionen liegen die kumulativen Wertverluste jeweils unter 1,6%, dem regionalen Gesamtdurchschnitt.
- Diese Schätzungen liegen unter den historischen Verlusten, die für europäische CMBS-Kredite nach der GFK verzeichnet wurden. Die Aufsichtsbehörden könnten diese Verluste bei der Festlegung der Anforderungen an die Kapitalrücklagen der Kreditgeber herangezogen haben.

DREI-STUFEN-ANSATZ ZUR SCHÄTZUNG DES AUSFALLS NACH IMMOBILIENSEKTOR, IN % DER URSPRÜNGLICHEN KREDITVERGABE 2017-24 IN ALLEN SEKTOREN



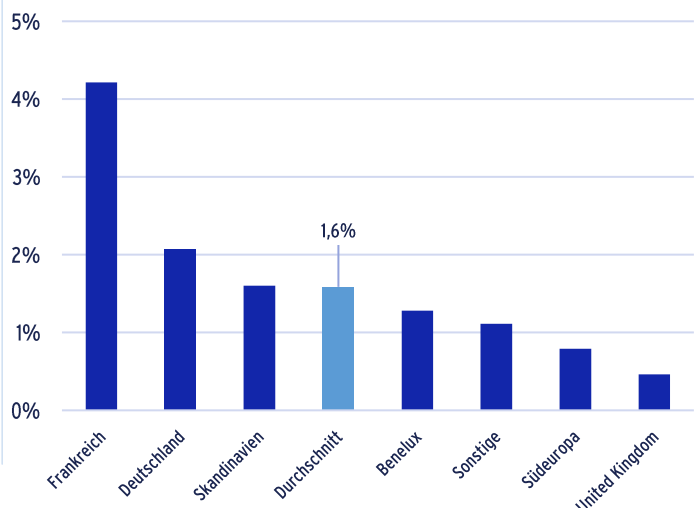
Quelle: AEW Research & Strategy Stand Q3 2025

GESCHÄTZTER AUSFALL NACH IMMOBILIENSEKTOR, IN % DER URSPRÜNGLICHEN KREDITVERGABE 2017-24 FÜR DIE EINZELNEN SEKTOREN



Quelle: AEW Research & Strategy Stand Q3 2025

GESCHÄTZTER AUSFALL NACH LAND & TEILREGION, IN % DER URSPRÜNGLICHEN KREDITVERGABE 2017-2024 FÜR DIE EINZELNEN LÄNDER ODER TEILREGIONEN



Quelle: AEW Research & Strategy Stand Q3 2025

ÜBER AEW

AEW ist einer der weltweit größten Real Estate Investment Manager mit 73,8 Milliarden Euro an Assets under Management (Stand 30. Juni 2025) [1]. Mit über 860 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 managt AEW ein Immobilienvermögen in Höhe von 35,8 Milliarden Euro, welches in Fonds und Separate Accounts gebündelt ist (Stand 30. Juni 2025). AEW beschäftigt europaweit über 520 Mitarbeiter an zwölf Standorten 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 15 Milliarden Euro.

KONTAKT RESEARCH & STRATEGY



HANS VRENSEN CFA², 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 CFA²
Associate Director
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



ISMAIL MEJRI
Associate
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
Executive Director
Tel. +44 (0)7795 374 668
matilda.williams@eu.aew.com



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

LONDON

AEW
Level 42, 8 Bishopsgate
London EC2N 4BQ
UNITED KINGDOM

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 Anleger dar. Hierin beschriebene Anlagen und Empfehlungen sind eventuell nicht für alle Anleger 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 SA und deren Tochtergesellschaften. Es gibt keine Garantie, dass Vorhersagen, Projektionen oder Prognosen eintreten werden.

¹Quelle: "2024 IREIQ. Real Estate Managers Guide". Der jährlich von Institutional Real Estate, Inc. herausgegebene Guide bewertet Real Estate Manager auf der Grundlage des Bruttowerts der Assets Under Management (in Mio. \$) per 31. Dezember 2023. ²CFA[®] und Chartered Financial Analyst[®] sind eingetragene Handelsmarken des CFA Institute

[1] Stand: 30. Juni 2025. AEW umfasst (i) AEW Capital Management, L.P. und ihre Tochtergesellschaften und (ii) die verbundene Gesellschaft AEW Europe und ihre Tochtergesellschaften. AEW Europe und AEW Capital Management, L.P. gehören gemeinsam Natixis Investment Managers und arbeiten unabhängig voneinander. Das AEW AUM von insgesamt 73,8 Mrd. € umfasst 35,8 Mrd. € an Vermögenswerten, die von AEW Europe und ihren verbundenen Unternehmen verwaltet werden, 3,7 Mrd. € an regulatorischen Vermögenswerten, die von AEW Capital Management, L.P., verwaltet werden, und 34,3 Mrd. € an Vermögenswerten, für die AEW Capital Management, L.P. und seine verbundenen Unternehmen (i) Anlagemanagementdienstleistungen für einen Fonds oder ein anderes Vehikel, das nicht in erster Linie in Wertpapiere (z. B. Immobilien) investiert, (ii) nicht diskretionäre Anlageberatungsdienstleistungen (z. B. Modellportfolios) oder (iii) Fondsmanagementdienstleistungen, die keine Anlageberatung beinhalten, erbringen.