

LE BACK LEVERAGE CONTRIBUE À RÉDUIRE LE DÉFICIT DE FINANCEMENT

TABLE DES MATIÈRES

RÉSUMÉ

Page

2

TENDANCES DU MARCHÉ DU FINANCEMENT DE L'IMMOBILIER EN EUROPE

3

MISE À JOUR MÉTHODOLOGIQUE AVEC PRISE EN COMPTE DE L'ANNÉE D'ORIGINATION

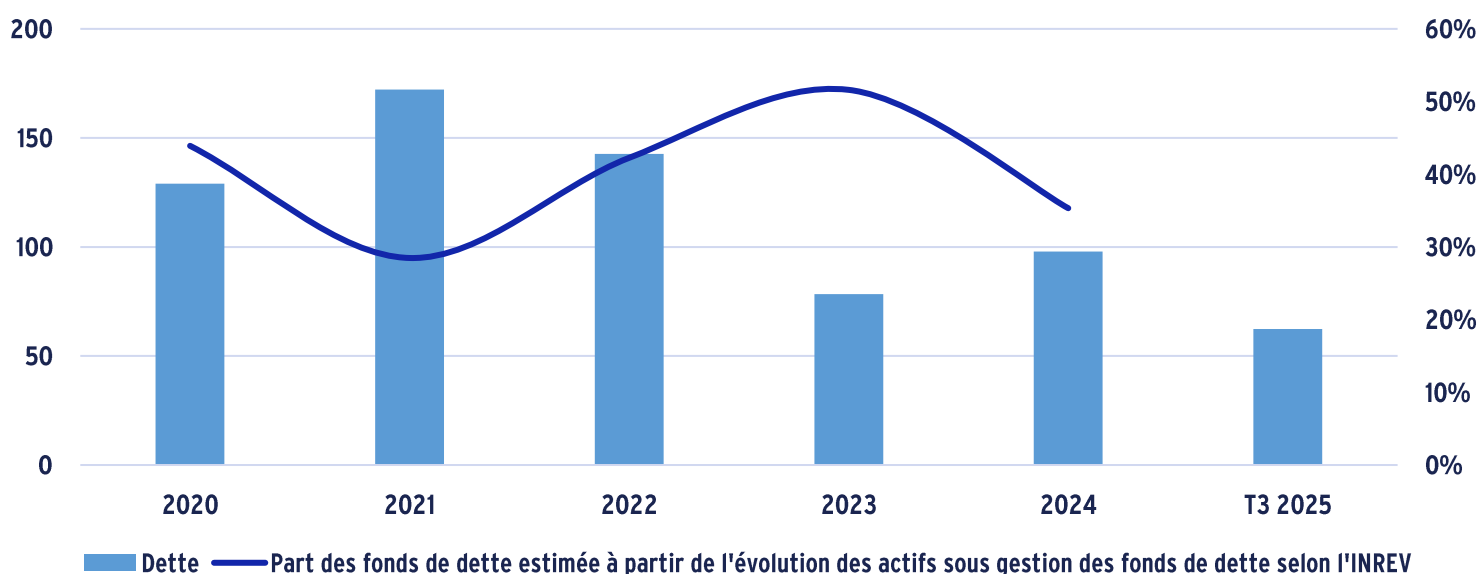
8

DÉFICIT DE FINANCEMENT ESTIMÉ & LES PERTES SUR LES PRÊTS DIMINuent

9

- Les rendements obligataires et les taux swap se sont stabilisés au cours de l'année écoulée. Même si l'inflation s'est globalement normalisée, les banques centrales européennes se montrent désormais plus prudentes quant à d'éventuelles nouvelles baisses de taux, en raison de la hausse des droits de douane et d'autres incertitudes géopolitiques.
- Avec la stabilisation des valeurs vénale immobilières depuis le début de l'année 2025, de nombreux investisseurs s'interrogent désormais sur le fait de savoir si les difficultés restantes en matière de refinancement se sont suffisamment atténuées pour permettre à la liquidité de marché de revenir à des niveaux plus normaux.
- Pour répondre à cette question, nous mettons à jour à la fois notre analyse des marchés européens du financement et notre estimation du déficit de financement.
- Alors que le marché européen a trouvé des solutions face aux défis du refinancement, les fonds de dette privée ont gagné des parts de marché en Europe, représentant entre 30 et 50 % des volumes annuels de nouveaux prêts.
- La transparence concernant les fonds de dette privée reste limitée. Les innovations récentes – telles que les mécanismes de *back leverage* mis en place par les banques d'investissement et d'autres acteurs – devraient permettre d'accroître encore les rendements de ces fonds et leur capacité à lever des capitaux supplémentaires auprès des investisseurs.
- Les banques innovent elles aussi et augmentent leur capacité de bilan via des opérations de *synthetic risk transfer (SRT)* en cédant leurs expositions de premier rang sur des prêts en immobilier d'entreprise à des fonds de dette, réduisant ainsi leurs exigences de capital réglementaire.
- Notre mise à jour vise à renforcer la transparence là où c'est possible, car ces nouvelles innovations compliquent la tâche des régulateurs bancaires et des autres institutions dans l'évaluation du risque systémique du marché de dette immobilière privée en pleine expansion.

FINANCEMENT PAR EMPRUNT ESTIMÉ DES ACQUISITIONS EN IMMOBILIER D'ENTREPRISE EN EUROPE (MRDS €) ET PART DES FONDS DE DETTE DANS CES ACQUISITIONS

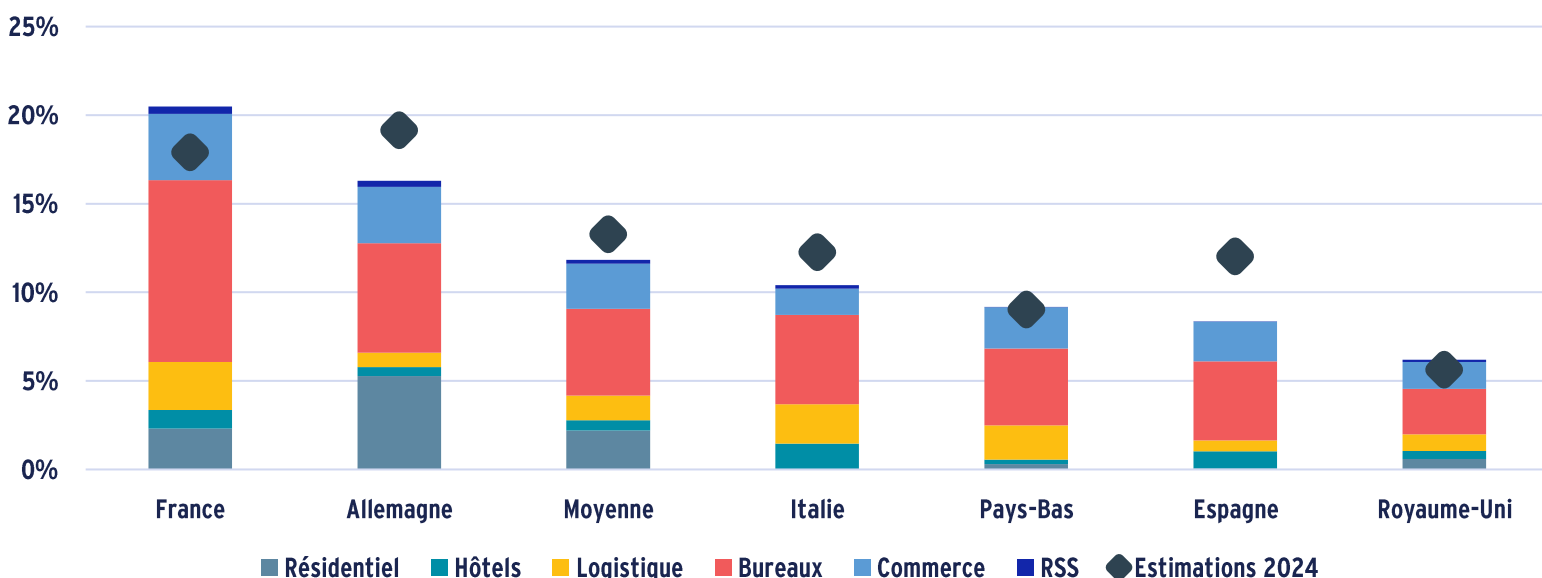


Sources : AEW Recherche & Stratégie, RCA / MSCI & INREV au T3 2025

LE DÉFI DE REFINANCEMENT PERSISTE EN BUREAUX ET EN FRANCE

- Alors que les transactions européennes se sont redressées en 2024-2025, les originations de dette liées aux acquisitions ont été estimées à 98 milliards d'euros, soit une hausse de 26 % par rapport à 2023. Les fonds de dette continuent de gagner des parts de marché au détriment des banques traditionnelles, avec environ 43 prêteurs non bancaires totalisant près de 110 milliards d'euros d'encours de dette immobilière d'entreprise en Europe à la mi-2025.
- Au cours de l'année écoulée, les coûts d'emprunt « all-in » se sont globalement stabilisés à des niveaux relatifs, inférieurs aux taux de rendement prime. Cela s'est vérifié particulièrement dans la zone euro et, dans une moindre mesure, au Royaume-Uni. Les taux swap (et les rendements des obligations souveraines) y restent élevés, mais les marges sur prêts immobiliers au Royaume-Uni se sont resserrées pour converger vers celles observées dans la zone euro – y compris sur le segment des bureaux.
- L'élargissement de notre base interne de prêts confirme les tendances récentes de LTV plus élevées et de taux « all-in » plus faibles. Elle montre aussi un resserrement des conditions pour les prêts à faible LTV, en particulier ceux garantis par des actifs français et d'autres collatéraux de la zone euro. Les taux « all-in » allemands et britanniques sont restés stables sur l'année, représentant respectivement les plus bas et les plus hauts niveaux en Europe.
- Les défis restants en matière de refinancement pour les emprunteurs se sont notablement atténués. Notre estimation du déficit de financement (DF) pour les trois prochaines années s'élève à 74 milliards d'euros, soit une baisse de 18 % par rapport à 2023. Cette amélioration est également confirmée par la réduction du DF relatif à l'échelle européenne (en proportion des volumes historiques de dette) de 13 % en 2024 à 12 % pour 2026-2028.
- La France se distingue toutefois de cette tendance générale : avec un DF relatif à 20 %, elle reste le marché le plus contraint, en hausse par rapport à 2024. À l'inverse, l'Allemagne s'aligne sur la moyenne européenne, son DF relatif étant revenu à 16 %, contre 19 % en 2024. Les prêts adossés à des actifs de bureaux représentent 41 % du DF, suivi par les commerces (21 %), le résidentiel (19 %) et le reste des sous-jacents (18 %).
- Les innovations telles que les opérations de *dette sur dette* se développent comme solution pour combler le DF, avec un encours d'opérations de *back leverage* estimé à près de 30 milliards d'euros. Même si ces mécanismes apportent une solution partielle à court terme, la croissance d'un segment de dette privée moins régulé pourrait avoir des impacts systémiques à plus long terme sur les marchés financiers européens.
- Les taux de défaut et pertes moyennes se sont également améliorés à l'échelle européenne. Notre nouvelle estimation prévoit 5,8 % des prêts susceptibles de faire défaut, contre 7,1 % dans notre évaluation précédente. Les pertes associées sont estimées à 1,6 %, en baisse par rapport à 1,8 % l'an dernier. Cette amélioration devrait permettre aux prêteurs de réduire leurs niveaux de provisionnement.
- À l'échelle des pays, les prêteurs français se distinguent par une détérioration plus marquée, avec une perte estimée à 4,2 % soit plus du double de la moyenne européenne et en hausse par rapport à 2 % l'année précédente. Ce résultat s'explique par des perspectives plus prudentes sur les valeurs vénales d'actifs français, notamment pour les bureaux et la logistique, comparées aux projections plus stables d'autres marchés européens.
- Globalement, à l'échelle des secteurs immobiliers européens, la situation s'est stabilisée : les pertes estimées sur les prêts adossés à des actifs de commerce reculent à moins de 5 % (contre 6 % auparavant) mais restent trois fois supérieures à la moyenne européenne.

DÉFICIT DE FINANCEMENT 2026 - 2028 PAR PAYS ET PAR SECTEUR, EN % DU MONTANT TOTAL DE PRÊTS OCTROYÉS



Source : AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

TENDANCES DU MARCHÉ DU FINANCEMENT DE L'IMMOBILIER EN EUROPE

LA LTV MOYENNE D'ACQUISITION EN 2025 AUGMENTE JUSQU'À 50 %

- Selon nos dernières données, le financement par la dette liée aux acquisitions a diminué de 44 % depuis 2021, tombant à 97 Mrds € en 2024, après un point haut post-crise financière mondiale de 172 Mrds €.
- Cela est dû à des taux d'intérêt « all-in » plus hauts, qui ont rendu la dette non relative et réduisant par conséquent les volumes de transactions.
- Les volumes de transactions ont rebondi en 2024 par rapport à 2023, à mesure que les investisseurs intégraient la correction des valeurs.
- Par conséquent, le volume de la dette liée aux acquisitions a augmenté de 26 % entre 2023 et 2024, et devrait encore augmenter en 2026 au vu du volume de deals observés en 2025.
- Les LTV d'acquisition ont augmenté jusqu'à 50 % par rapport à l'année dernière à la même période, mais devraient rester néanmoins moins contraignants pour le refinancement que le LTV record de 73 %, enregistré dans la période 2007 de pré-crise financière mondiale.
- Les données exactes sur la part des banques et des prêteurs non bancaires dans le marché de la dette européenne ont été difficiles à obtenir. Les banques sont traditionnellement majoritaires, mais les fonds de dette ont amélioré leurs parts et activité.

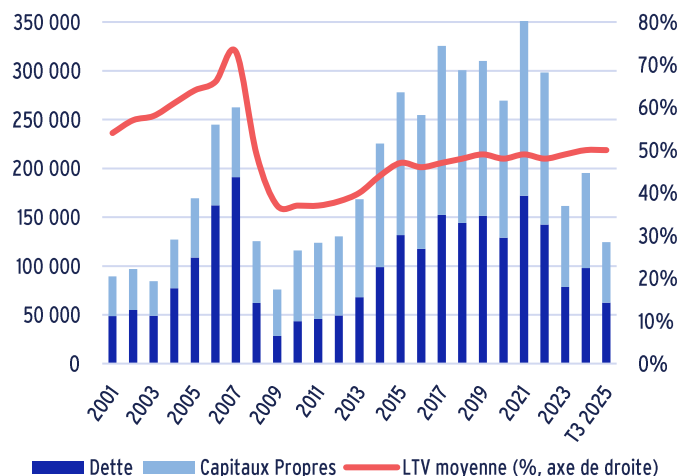
LES PRÊTEURS NON BANCAIRES JOUENT UN RÔLE PLUS IMPORTANT QUE LES DONNÉES ACTUELLES NE L'INDIQUENT

- Les données de l'INREV sur les fonds de dette au niveau mondial peuvent être complétées par les données supplémentaires sur les capitaux levés pour le financement immobilier européen des 30 principaux fonds de dette de Real Estate Capital.
- Sur la base d'une comparaison ligne par ligne des gestionnaires de fonds (de dette) et des assureurs, nous consolidons les deux sources et estimons leurs actifs sous gestion liés à la dette.
- Notre estimation montre 43 prêteurs non bancaires différents avec plus de 110 milliards d'euros d'encours en dette immobilière commerciale européenne à la mi-2025. Cependant, il existe probablement d'autres sources de capital d'emprunt, telles que les family offices et les fonds de pension, qui ne sont pas (encore) comprises dans ce compte.
- D'après des échanges avec des acteurs du marché, il est constaté que certains de ces investisseurs sont en mesure de financer des projets de (re)développement, ce que de nombreuses banques ne peuvent pas faire.
- De nombreuses banques se concentrent sur le refinancement des prêts hérités grâce au *back leverage*, tout en réduisant par ailleurs leurs expositions aux risques des prêts en immobilier d'entreprise par des opérations dites de *synthetic risk transfer (SRT)*.

LES RATIOS DE LTV DES FONCIÈRES, LES FONDS ET LES PRÊTS EN LÉGÈRE AUGMENTATION

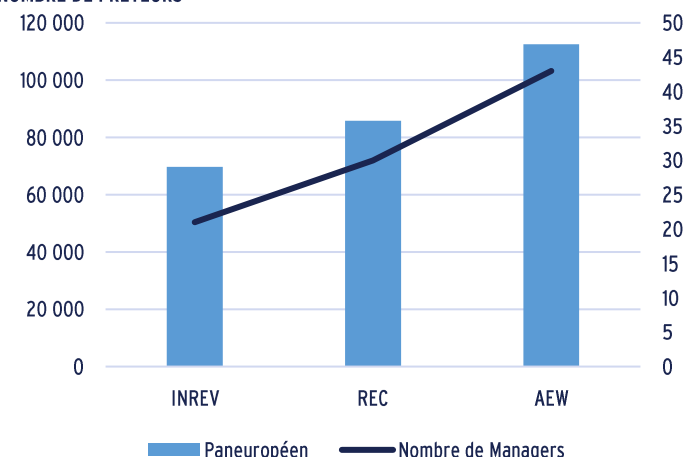
- Comme mentionné précédemment, l'attrait pour le risque des prêteurs se traduit par les ratios de LTV ainsi que par la tarification des prêts.
- Les dernières données montrent une légère augmentation des LTV des bilans des foncières cotées et des LTV des fonds immobiliers non cotés selon l'INREV, confirmant un écart persistant au cours des dix dernières années.
- Le ratio de LTV de l'INREV pour le premier trimestre 2025 est de 25 %, comparé à des ratios de 39 % pour l'EPRA et de 48 % pour Green Street, renforçant ainsi la réalité d'un levier élevé sur les marchés publics.
- Contrairement à notre étude de septembre 2024, les données de Green Street montrent une tendance à la baisse plus marquée pour les LTV des foncières cotées que les données plus stables de l'EPRA.
- Nos données internes sur le niveau des prêts montrent une augmentation des ratios de LTV au premier trimestre 2025, atteignant 55 % après une baisse en 2024 à 50 %. Nos données sur le niveau des prêts ne tiennent pas compte des transactions sans effet de levier.
- Cette augmentation des LTV reflète une amélioration de la confiance des prêteurs et des emprunteurs sur la stabilisation de la valeur des sous-jacents immobiliers avec des perspectives de rebond.

VOLUMES DE PRÊTS OCTROYÉS POUR DES INVESTISSEMENTS IMMOBILIERS ET LTV MOYENNE (MRDS €)



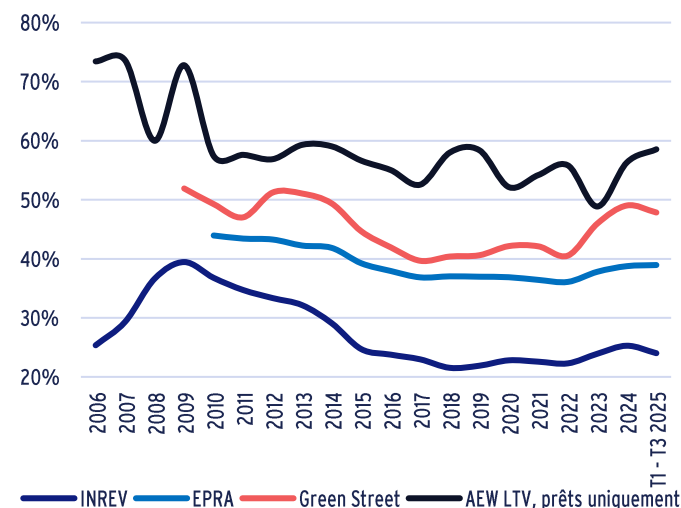
Sources : AEW Recherche & Stratégie et RCA / MSCI au T3 2025

ACTIFS SOUS GESTION DE PRÊTEURS NON BANCAIRES, EN MILLIONS D'EUROS ET NOMBRE DE PRÊTEURS



Sources : REC, INREV, AEW Recherche & Stratégie au T2 2025

RATIOS DE LTV DÉCLARÉS DANS LES BILANS & LTV DE TRANSACTIONS DE MARCHÉ



Sources : AEW Recherche & Stratégie, EPRA, Green Street & INREV au T3 2025

LES COÛTS DE LA DETTE DANS LA ZONE EURO SE SONT STABILISÉS ET RESTENT RELUTIFS

- Selon les dernières données, les taux swap à 5 ans dans la zone euro se sont contractés à 2,2 % par an contre 2,8 % au cours des quatre derniers trimestres.
- Les marges de prêt se sont également légèrement resserrées, passant de 170 points de base (pdb) à 160 pdb par an depuis 2024.
- En conséquence, les coûts d'emprunt totaux en immobilier commercial ont diminué de 3,8 % par an au 30 juin 2025, par rapport à 4,5 % par an au cours des quatre derniers trimestres et à 5,1 % par an en septembre 2023.
- Les taux de rendement prime tous secteurs confondus dans la zone euro sont estimés à 5,2 % par an à la mi-année 2025, des taux de rendement qui restent inchangés depuis juin 2024.
- Cette récente stabilisation des taux immobiliers reflète néanmoins une augmentation significative par rapport aux taux de rendement prime de 3,8 % par an en mai 2022, avant que l'inflation et les hausses des taux n'entrent en vigueur.
- Sur cette base, la dette en immobilier d'entreprise est restée relative sur l'action car les taux de rendement prime de 5,2 % p.a. sont supérieurs de 140 pdb aux coûts d'emprunt tout compris, qui sont de 3,8 % p.a.
- Même si ce n'est pas aussi relutif qu'à la fin de l'année 2021, les volumes de transactions ont commencé à augmenter à mesure que les coûts d'emprunt se stabilisaient.

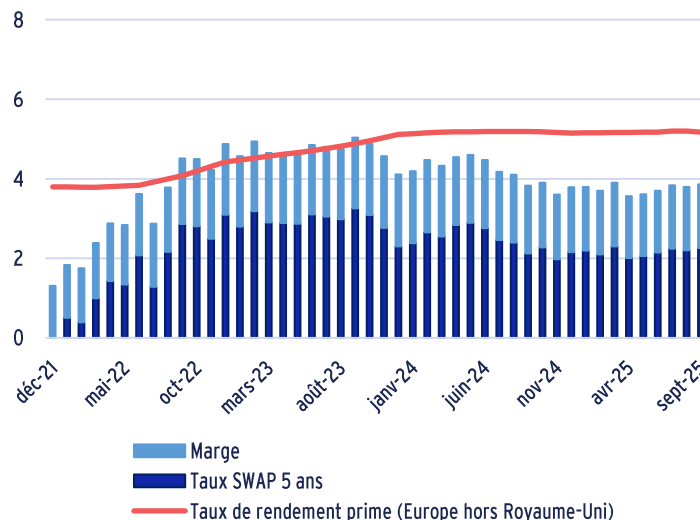
LES MARGES DE PRÊT POUR LES BUREAUX SONT EN BAISSÉ, CONFORMÉMENT AUX AUTRES SECTEURS

- Au troisième trimestre 2025, les marges de prêt pour l'Europe du Nord se situent à 175 pdb pour le secteur des bureaux, 150 pdb pour la logistique et 140 pdb pour le secteur résidentiel.
- Depuis le troisième trimestre 2024, les marges de prêts pour les bureaux se sont contractées de plus de 35 pdb, bien plus que dans tout autre secteur.
- Les données de Chatham Financial sont basées sur les enregistrements d'octroi de prêts provenant de son activité de conseil en matière de dette et de couverture pour les prêts seniors, avec des ratios de LTV d'environ 50 %.
- Après le choc initial lié à la Covid au premier trimestre 2020, les marges se sont stabilisées sur le reste de l'année et en 2021, à leurs niveaux d'avant le quatrième trimestre 2019.
- Cependant, les hausses des taux directeurs des banques centrales ont entraîné des hausses de marges au-delà des niveaux de la crise sanitaire jusqu'en 2023, pour tous les financements en immobilier d'entreprise mais particulièrement pour les actifs de bureaux.
- Ce n'est qu'avec la normalisation de l'inflation en 2024 que les marges des prêts logistiques et résidentiels sont redescendues sous les niveaux des pics de la pandémie.
- Avec un certain retard, les marges des bureaux se contractent désormais alors que de nombreuses entreprises demandent à leurs employés de revenir au bureau, et que les taux de vacance se stabilisent en raison d'une diminution de l'offre neuve. Ce constat ne s'applique qu'aux actifs prime et ne se généralise pas encore aux actifs secondaires.

LES COÛTS DE LA DETTE AU ROYAUME UNI TENDENT À DIMINUER, DEVENANT AINSI PLUS RELUTIFS

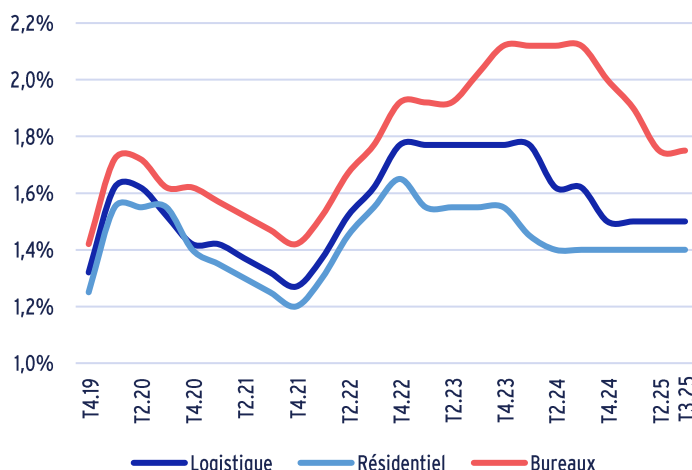
- Les taux swap SONIA à 5 ans au Royaume-Uni se sont resserrés à 3,6 % par an contre 3,9 % au cours des quatre derniers trimestres. Les marges sur les prêts se sont également resserrées, passant de 205 pdb à 175 pdb par an depuis juin 2024.
- En conséquence, les coûts d'emprunts globaux pour l'immobilier commercial au Royaume-Uni se chiffrent à 5,4 % par an en juin 2025, en baisse par rapport à 5,95 % par an au cours des quatre derniers trimestres et de 7,15 % par an en juin 2023.
- Les taux de rendement prime tous secteurs confondus au Royaume-Uni sont estimés à 6,3 % par an à la mi-année 2025, inchangés par rapport à juin 2024.
- Cette stabilisation récente des rendements reflète tout de même une augmentation significative par rapport aux taux de rendement prime de 4,95 % en juin 2022.
- La dette immobilière commerciale au Royaume-Uni est devenue relative, car les taux de rendement prime de 6,3 % par an dépassent de 90 pdb les coûts d'emprunt de 5,4 % par an.
- Même si cela n'est pas aussi relutif qu'à la fin de 2021, les volumes de transaction au Royaume-Uni commencent à réagir positivement à ces coûts d'emprunt plus bas et plus stables.

TAXES DE RENDEMENT PRIME EN EUROPE HORS ROYAUME-UNI COMPARÉS AUX COÛTS D'EMPRUNT "ALL-IN" (PAR AN, EN %)



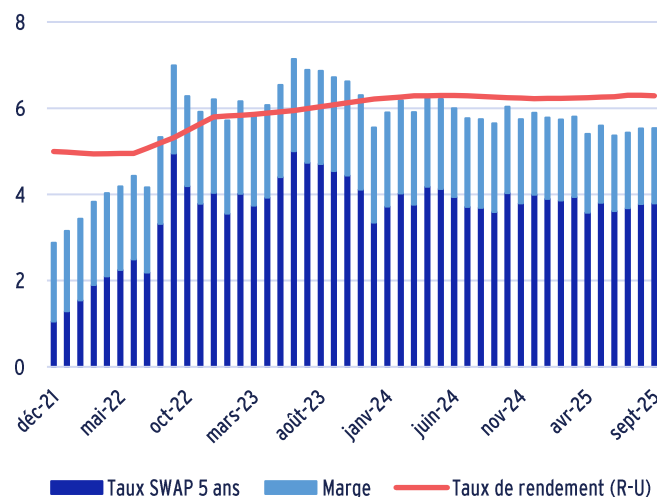
Sources : AEW Recherche & Stratégie, OE, CBRE & Chatham Financial au T3 2025

MARGES DES PRÊTS ÉMIS EN EUROPE PAR SECTEUR (FRANCE, ALLEMAGNE, PAYS-BAS)



Sources : AEW Recherche & Stratégie, Chatham Financial au T3 2025

TAXES DE RENDEMENT PRIME AU ROYAUME-UNI COMPARÉS AUX COÛTS D'EMPRUNT "ALL-IN" (PAR AN, EN %)



Sources : AEW Recherche & Stratégie, OE, CBRE & Chatham Financial au T3 2025

LES MARGES SUR LES PRÊTS POUR LES BUREAUX AU ROYAUME-UNI SE SONT RESSERRÉES, REFLÉTANT LA TENDANCE OBSERVÉE DANS D'AUTRES SECTEURS

- Au deuxième trimestre 2025, les marges sur les prêts au Royaume-Uni s'établissent à 200 pdb pour le secteur des bureaux, 165 pdb pour la logistique et 150 pdb pour le secteur résidentiel.
- Depuis le troisième trimestre 2024, les marges sur les prêts pour les bureaux au Royaume-Uni se sont resserrées de plus de 40 pdb, tandis que les marges des autres secteurs ont commencé à se resserrer à partir du quatrième trimestre 2023.
- Avant le quatrième semestre 2021, les marges sur les prêts résidentiels au Royaume-Uni étaient élevées, mais se sont depuis alignées sur celles du secteur logistique.
- Après le choc initial du Covid au premier trimestre 2020, les marges se sont stabilisées et ont retrouvé, au troisième trimestre 2021, leur niveau d'avant la pandémie, observé au quatrième trimestre 2019.
- Cependant, une forte inflation et les hausses des taux des banques centrales ont provoqué une augmentation des marges au-delà de leurs pics liés au Covid pendant la majeure partie de 2023, tandis que les préoccupations persistantes concernant le secteur des bureaux ont élargi leurs marges.
- Les marges sur les prêts pour les bureaux au Royaume-Uni ont commencé à se resserrer au troisième trimestre 2024, alors que de nombreuses entreprises demandent à leurs employés de retourner au bureau et que les taux de vacance atteignent des sommets, avec une diminution de l'offre neuve.

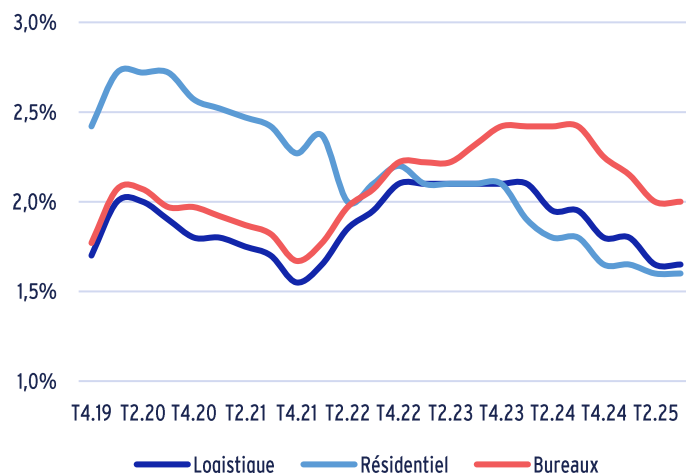
L'ASSOUPLISSEMENT DES COVENANTS DEVRAIT STIMULER LES FINANCEMENTS ET LES TRANSACTIONS

- Les dernières données de CREFC Europe pour le T2 2025 montrent que le resserrement des *covenants* a atteint un point haut au T4 2022. Toutefois, au deuxième trimestre 2025, cette tendance a cessé.
- La confiance des prêteurs concernant les marges et les prix s'est dégradé depuis le T1 2023, avec une inflexion au S1 2025.
- Avec la contraction des marges, les prêteurs doivent rivaliser sur les prix et d'autres conditions pour attirer les emprunteurs. L'inversion récente de la tendance indique une prudence accrue de la part des prêteurs.
- La tendance générale à l'assouplissement des prix et des marges s'est inversée tant au T3 2024 qu'au S1 2025. Le sentiment des prêteurs concernant les prix à venir dépendra de la perspective de baisse des taux d'intérêt et de la revalorisation des sous-jacents.
- De même, les restrictions sur les *covenants* (LTV et ICR) ont atteint un point haut au T4 2022 à 55 % et se sont depuis progressivement assouplies pour atteindre -13 % au T2 2025.
- Ces données récentes confirment que les prêteurs plus prudents exigent à la fois des clauses plus strictes et des marges plus élevées.
- Sur cette base, il serait logique de s'attendre à une stabilisation prolongée des marges et des *covenants* si les banques centrales continuent de réduire les taux en fonction de l'évolution de la conjoncture économique.

LES RATIOS ACTUELS DE LTV REMONTENT AVEC L'AMÉLIORATION DU SENTIMENT SUR LES COVENANTS

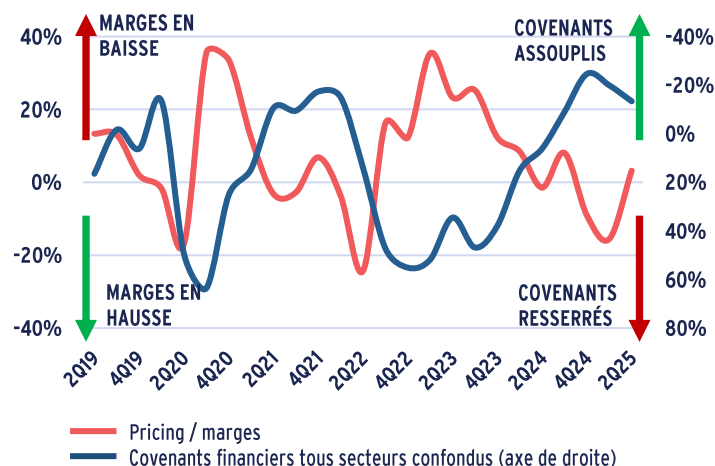
- L'indice de confiance de CREFC Europe permet une analyse plus approfondie de nos données internes prêt par prêt pour l'Europe, sans compter le Royaume-Uni.
- Il convient de noter la forte corrélation historique entre l'évolution de l'indice de confiance sur les *covenants* financiers du CREFC et les LTV contractées.
- Des valeurs élevées de l'indice sur les *covenants* indiquent que les prêteurs sont plus restrictifs en termes de *covenants* financiers lorsqu'ils fournissent de la dette aux emprunteurs.
- L'augmentation persistante des résultats de l'enquête en 2022-23 indique que les prêteurs exigeaient des *covenants* financiers stricts, ce qui a conduit à des LTV plus faibles, comme le montre le graphique.
- Alors que les résultats de l'enquête sur les *covenants* diminuaient régulièrement en 2024-25, les niveaux moyens réels des LTV ont augmenté au S1 2025, reflétant des délais de longueur variée.

MARGES PAR SECTEURS SUR LES CRÉANCES IMMOBILIÈRES CORE AU ROYAUME-UNI, EN % AU-DESSUS DU TAUX SWAP



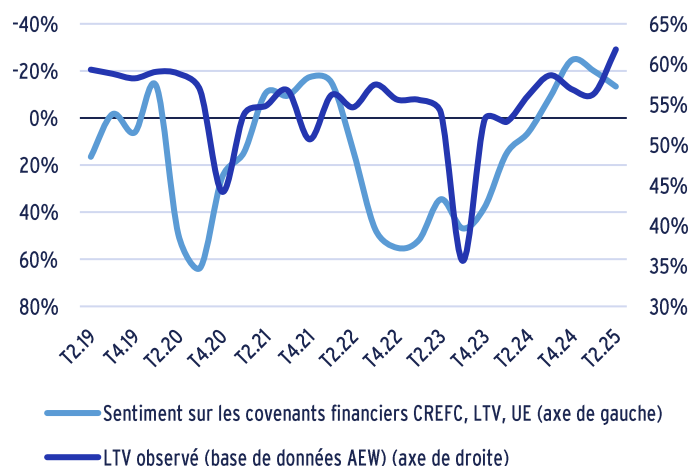
Sources : AEW Recherche & Stratégie & Chatham Financial au T3 2025

INDICE DE CONFIANCE SUR LES DES MARGES DE PRÊT VS. INDICE DE CONFIANCE SUE L'ÉVOLUTION DES RATIOS DE LTV



Sources : AEW Recherche & Stratégie & CREFC Europe au T3 2025

LTV EFFECTIF PAR RAPPORT AU SENTIMENT DE CONFIANCE (HORS R-U)



Sources : AEW Recherche & Stratégie & CREFC Europe au T3 2025

DES TAUX RÉCENTS PLUS ÉLEVÉS ET DES RATIOS DE LTV VARIANT DE 35 À 65 %

- Nous avons mis à jour notre base de données granulaire interne en rajoutant les prêts émis, portant la base à 1 745 prêts provenant de trois sources: AEW, RCA/MSCI, REC et FinLoop.
- Comme précédemment, la base remonte à 2003 et nous estimons qu'elle couvre environ 10 % des octrois de prêts à l'acquisition depuis 2010 et donne une indication fiable des conditions de prêt du marché.
- Les données de notre graphique de dispersion montrent que les ratios de LTV des prêts émis au cours des quatre derniers trimestres varient assez peu : de 37 à 65 %, avec une médiane de 55 %, cette dernière étant plus haute que la médiane des LTV des prêts des deux dernières années (T4 2022-T3 2024), ce qui confirme la capacité croissante des prêteurs à encaisser plus de risque.
- Sans surprise, compte tenu des taux swap actuels, le taux d'intérêt « all-in » de 4,6 % pour nos nouveaux prêts est systématiquement inférieur à la moyenne de 5,0 % des deux années précédentes dans la base de données.
- Nos données granulaires permettent une analyse plus précise de l'impact des chocs exogènes, comme l'augmentation récente des taux swap à 5 ans.

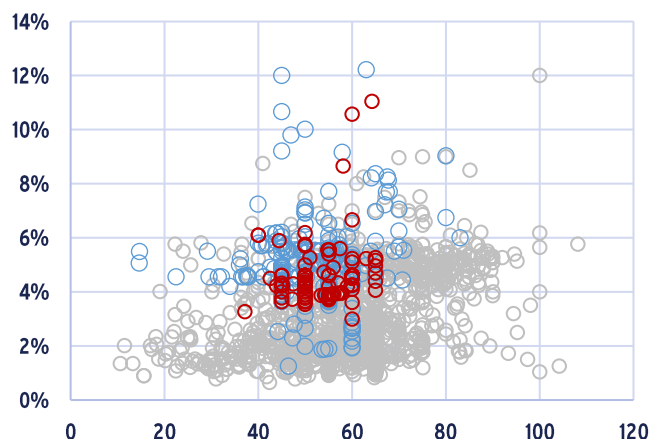
LES TAUX « ALL-IN » ATTEIGNENT 4,6 %, EN BAISSSE PAR RAPPORT AU POINT HAUT DE 5,2 % AU S1 2023

- Les données granulaires confirment que les coûts d'emprunt « all-in » en Europe, hors Royaume-Uni, se sont resserrés à 4,6 % au T3 2025, en baisse de 60 pnb par rapport au point haut de 5,2 % au T2 2023.
- Cela fait suite à une période de taux d'intérêts très bas entre 2016 et 2021, lorsque le coût « all-in » était principalement composé de la marge avec un taux de base proche de zéro.
- Les coûts d'emprunt « all-in » élevés du cycle 2022-24 ont rendu la dette moins attractive pour une majorité d'investisseurs. En conséquence, les volumes d'investissement de 2023 ont été réduits de moitié par rapport aux niveaux de 2022.
- En 2024 et au premier semestre 2025, les volumes d'investissement ont augmenté, car la baisse des coûts d'emprunt a rendu la dette à nouveau relative.
- Les investisseurs qui ont eu recours à la dette avant la pandémie ont subi des réajustements de valeur et une hausse des coûts du service de la dette lors du refinancement, ce qui limiterait leur capacité à profiter du rebond sur le marché de l'investissement.

LES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS DE FONCIÈRES INDICENT UN RESSERREMENT À VENIR DES TAUX D'EMPRUNT

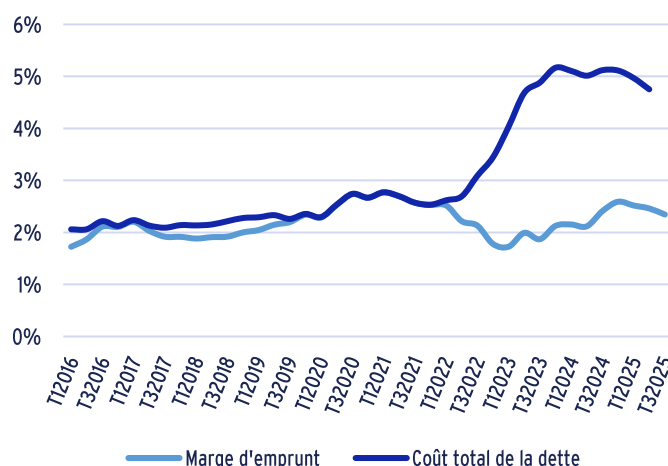
- Les rendements des obligations REIT non sécurisées (libellées en euros) sur le marché secondaire se sont resserrés de 135 pnb au cours de l'année, atteignant 3,35 % au T2 2025, contre un pic de 4,7 % au T4 2023.
- Ce résultat est cohérent avec les tendances passées et se situe à 125 pnb en dessous du taux d'intérêt global des prêts, qui est de 4,6 %, comme l'indique notre base de données sur les prêts, laquelle montre un peu plus de volatilité.
- Encore une fois, ces dernières données confirment un haut degré de corrélation entre les deux séries de données sur de longues périodes.
- La baisse des rendements des obligations REIT peut s'expliquer en partie par des LTV implicites plus faibles, autour de 40-50 %, par rapport à des LTV de 60 % associées aux prêts hypothécaires sécurisés.
- L'écart de près de 200 pnb entre les rendements obligataires et les coûts des prêts privés observé avant la pandémie s'est considérablement réduit, les marchés obligataires ayant réévalué le risque.
- Tant les taux de prêt que les rendements obligataires ont diminué à mesure que les banques centrales ont réduit leurs taux d'intérêt et que l'inflation a baissé, même si les incertitudes géopolitiques persistent.

TAUX D'INTÉRÊT GLOBAUX (VERTICAL) ET LTV EFFECTIFS (HORIZONTAL) SUR LA BASE DES PRÊTS 2004-2024



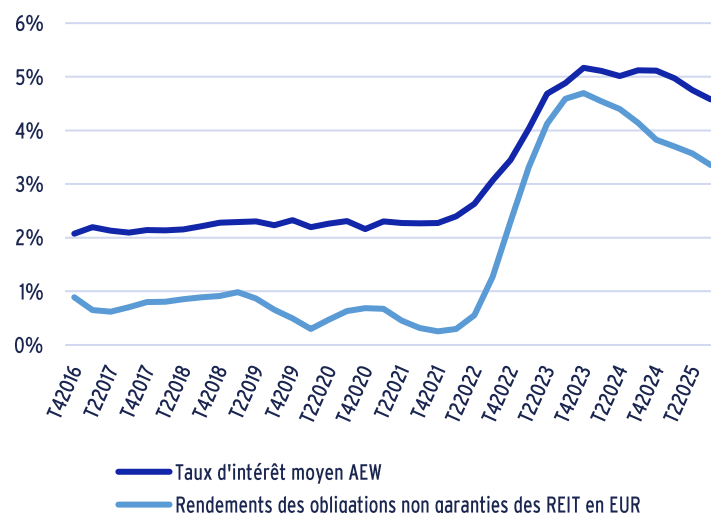
Sources : AEW Recherche & Stratégie, RCA/MSCI REC & FinLoop au T3 2025

MARGES MOYENNES SUR LES PRÊTS IMMOBILIERS ET TAUX D'INTÉRÊT, EUROPE HORS ROYAUME-UNI, EN %.



Sources : RCA, REC, FinLoop & AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

TAUX D'INTÉRÊT AEW GLOBAL VS. RENDEMENT DES OBLIGATIONS NON GARANTIES DES REIT GREEN STREET, EUROPE (HORS R-U)



Sources : AEW Recherche & Stratégie, REC, FinLoop & Green Street au T3 2025

LES PRÊTEURS FIXENT LES MARGES EN FONCTION DU LTV DE MANIÈRE PLUS COHÉRENTE DEPUIS QUATRE ANS

- La tarification de nos prêts, analysée à l'échelle européenne pour les trois principales tranches de LTV, nous permet d'identifier des tendances intéressantes.
- De manière générale, les prêteurs semblent désormais différencier leurs conditions de prêt de façon plus cohérente selon les catégories de LTV, depuis les hausses de taux liées à l'inflation de 2021-22.
- Cela se confirme par le fait qu'après avoir culminé à 5,5 % au T4 2023, les taux d'intérêt des prêts avec un LTV inférieur à 50 % se sont resserrés de 140 pnb pour atteindre 4,1 % au T3 2025.
- En revanche, les taux d'intérêt des prêts dont le LTV moyen se situe entre 50 % et 60 % ne se sont resserrés que de 50 pnb, passant de leur pic de 5,5 % au T4 2023 à un niveau légèrement inférieur.
- Les taux d'intérêt des prêts de LTV plus élevé (supérieur à 60 %) se sont resserrés de 70 pnb, leur taux moyen diminuant de 6,35 % au T4 2023 à 5,65 % sur la même période.
- Il convient de noter que la robustesse de nos données varie selon la catégorie de LTV et le millésime des prêts.

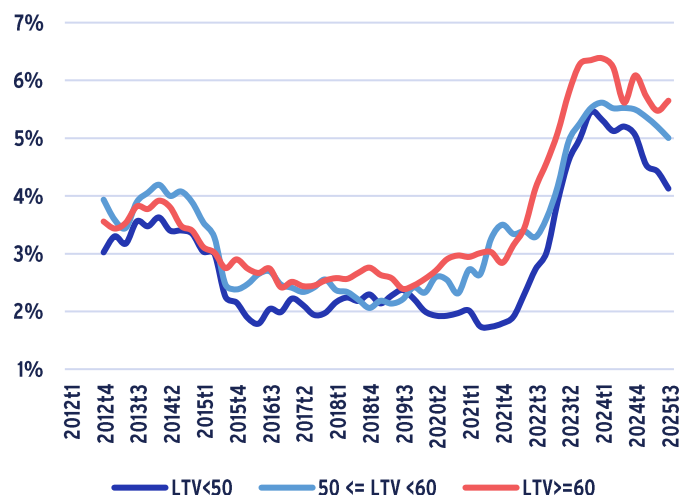
LES TAUX D'INTÉRÊT FRANÇAIS ET CEUX DES AUTRES PAYS DE LA ZONE EURO SE RESSERRENT POUR SE RAPPROCHER DES NIVEAUX ALLEMANDS

- Parmi l'ensemble des pays, les taux d'intérêt allemands sont restés les plus bas parmi les principaux marchés, se maintenant globalement autour de 4,3 % au cours des deux dernières années.
- Le financement obligataire couvert à faible coût dont bénéficient les banques allemandes peut expliquer ces niveaux plus compétitifs.
- Le Royaume-Uni, à l'inverse, affiche depuis plusieurs années des taux « all-in » supérieurs à ceux de la zone euro, en raison de rendements obligataires et de taux swap plus élevés.
- À 7,1 % au T3 2025, le taux moyen au Royaume-Uni reste nettement supérieur au taux prime de 5,6 % calculé à partir des marges publiées par Chatham Financial.
- Bonne nouvelle pour la France et les autres pays de la zone euro : leurs taux d'intérêt se sont resserrés de 100 pnb, passant de 5,7 % à 4,7 %, au cours des trois à huit derniers trimestres respectivement.
- Ce resserrement est cohérent avec l'évolution des taux d'intérêt observée en Europe du Nord, selon les données de Chatham Financial.

AUCUNE DIFFÉRENCIATION CLAIRE DANS LA TARIFICATION DES PRÊTS SELON LE TYPE D'ACTIF IMMOBILIER

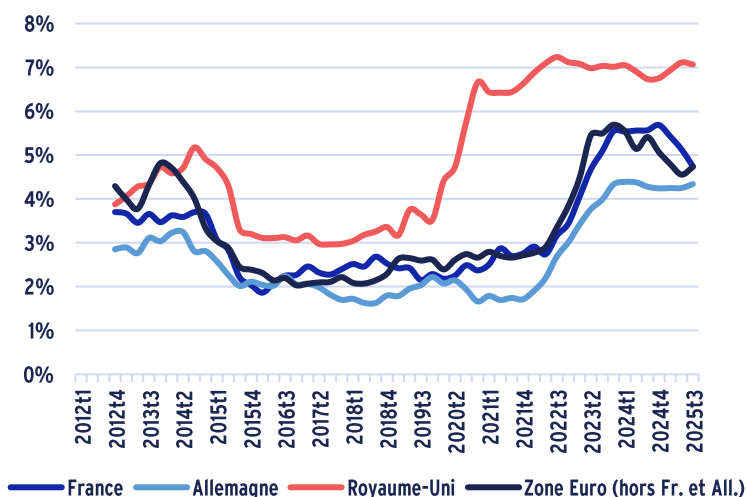
- Tous secteurs immobiliers confondus, notre base de données sur les prêts ne montrent aucune différenciation claire ni constante dans la tarification des prêts au sein de la zone euro.
- Bien que cela ne soit pas illustré ici, cette absence de cohérence apparaît également lorsque l'on inclut les données du Royaume-Uni.
- Ce manque d'homogénéité s'explique probablement par la grande diversité de qualité des sous-jacents et des ratios LTV, par rapport à l'échantillon plus restreint de prêts ayant des sous-jacents uniquement *prime* analysé par Chatham Financial.
- Le calendrier des refinancements et les positions héritées de prêts adossés à des bureaux ou à du résidentiel peuvent aussi jouer un rôle.
- Notre base de données inclut uniquement des prêts seniors garantis supérieurs à 15 millions d'euros, destinés à des acquisitions.
- Elle exclut donc les prêts pour financer des développements, les financements relais (*bridge loans*), ainsi que les prêts juniors ou mezzanine.
- À mesure que notre base de données s'étoffe, nous anticipons l'émergence d'une tendance plus homogène dans la tarification par type d'actif immobilier.

TAUX D'INTÉRÊT « ALL-IN » (VERTICAL) ET TRANCHE DE RATIO LTV, MOYENNE GLISSANTE SUR 12 MOIS, %



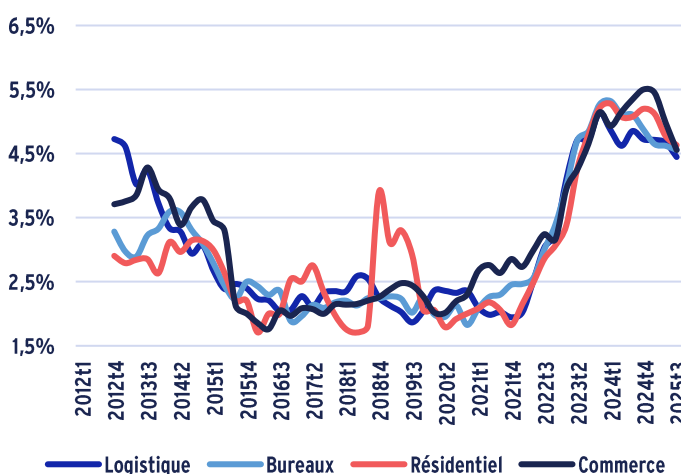
Sources : AEW Recherche & Stratégie, RCA/MSCI, REC & Finloop au T3 2025

TAUX D'INTÉRÊT « ALL-IN » PAR PAYS ET SOUS-RÉGIONS, MOYENNE GLISSANTE SUR 12 MOIS, %



Sources : RCA / MSCI, REC, AEW Recherche & Stratégie & Finloop au T3 2025

TAUX D'INTÉRÊT « ALL-IN » PAR SECTEUR EN EUROPE (HORS R-U), MOYENNE GLISSANTE SUR 12 MOIS, % PAR AN



Sources : RCA / MSCI, REC, AEW Recherche & Stratégie, Finloop & Green Street au T3 2025

MISE À JOUR MÉTHODOLOGIQUE AVEC PRISE EN COMPTE DE L'ANNÉE D'ORIGINATION

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT ESTIMÉ PLUS PRÉCISÉMENT

- Nos estimations du déficit de financement (DF) se basent sur : (1) l'échéance des prêts ; (2) le ratio de LTV à l'origination ; (3) les prolongations d'échéance.
- Notre base de données interne montre que les échéances de nouveaux prêts tendent à être plus courtes quand les taux sont plus élevés. Les données de 2024 montrent une diminution des prêts de 3 ans.
- Comme précédemment, nous supposons que les prêts sont répartis pour chaque année d'origination en trois groupes de maturité : échéances courte (3 ans), moyenne (5 ans) et longue (7 ans).
- Deuxièmement, les données de Moody's nous permettent de supposer des LTV spécifiques à l'année d'octroi des prêts, avec un LTV de 50 % pour 2024, comme le montre le graphique.
- Troisièmement, les derniers retours de marché entraînent un ajustement de notre hypothèse, pour refléter respectivement 35 %, 25 % et 15 % des échéances de 2023, 2024 et 2025 qui seront prolongées de deux ans.
- Enfin, nous estimons un refinancement de 55 % du LTV à l'avenir sur la base de la moyenne historique récente des LTV à l'octroi.

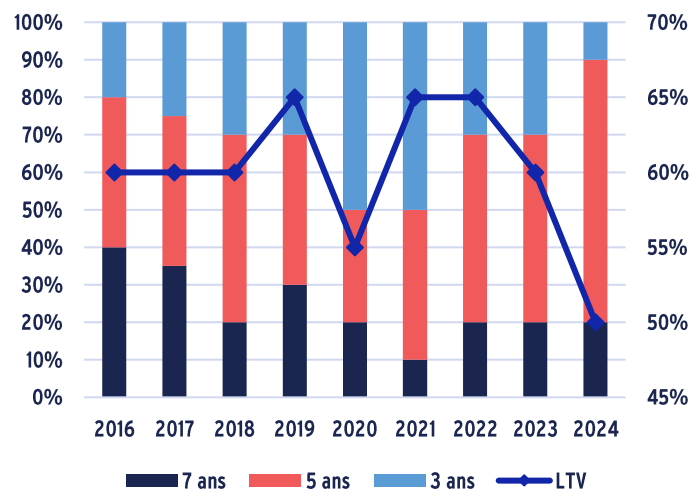
L'ÉVOLUTION DE L'ÉCART DES ÉCÉANCES DE PRÊTS SPÉCIFIQUES À L'ANNÉE D'ORIGINATION PAR RAPPORT AU DÉFICIT DE FINANCEMENT

- À titre d'exemple, notre méthodologie actualisée se traduit ainsi pour les investissements en bureaux en France en 2022 :
- 18,3 milliards d'euros ont été investis en bureaux en France en 2022.
- Ces transactions ont été financées par des prêts à diverses échéances, 30 % des prêts ont une durée de 3 ans, 50 % à échéance 5 ans et les 20 % restants à 7 ans (illustré par la barre cumulée sur le graphique ci-contre)
- Un ratio de LTV de 65 % est pris en hypothèse pour toutes les échéances.
- Le graphique détaille l'évolution pour les prêts d'une durée de 5 ans (totalisant 6 milliards d'euros) et la dépréciation des collatéraux de bureaux de 17 % (1,5 milliard d'euros) à échéance 2027.
- La nouvelle dette est estimée à 4,2 milliards d'euros soit 55 % de LTV de la nouvelle valeur collatérale de 7,6 milliards d'euros, et le DF pour les prêts de 5 ans est estimé à 1,8 milliard d'euros en 2027, en rouge.
- Les DF, atteignant 1,2 milliard d'euros en 2025 pour les prêts de 3 ans et 0,6 milliard d'euros en 2029 pour les prêts de 7 ans, sont calculés de manière similaire, et on suppose que 15 % du DF de 2025 sera prolongé jusqu'en 2027.
- Le DF cumulé pour les financements de bureaux français en 2022 s'élève donc à 2,5 milliards d'euros et est réparti sur 2025, 2027 et 2029.

LA DETTE SUR DETTE POURRAIT COMBLER EN PARTIE LE DF

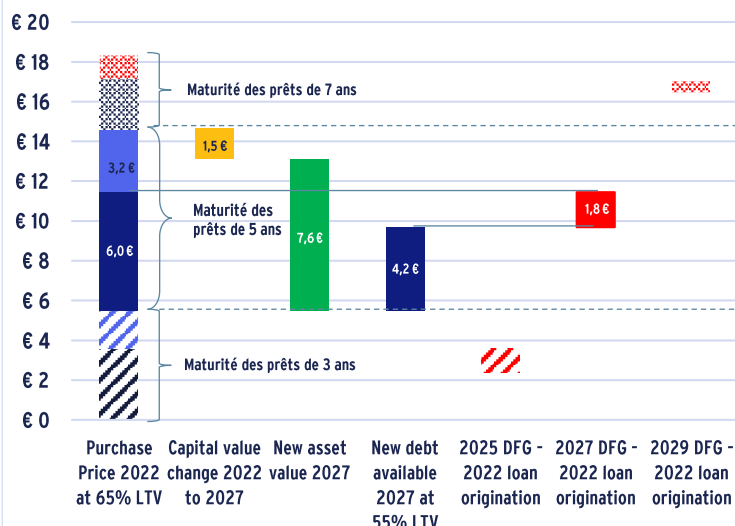
- La capacité des investisseurs en fonds propres à injecter des capitaux propres supplémentaires pour combler le DF a été limitée par les demandes de rachats et un manque de nouveaux capitaux.
- Cependant, la dette sur dette offre une autre solution. Elle permet à un prêteur non bancaire de proposer un refinancement à un nouveau ratio de LTV plus élevé sans apport de capital, comme illustré dans le graphique.
- En échange du (re-)financement d'un prêt existant ou nouveau avec un ratio LTV élevé, le prêteur de prêt sur prêt offre à son tour un prêt à 55 % de LTV, sans garantie directe sur le sous-jacent, à un nouveau prêteur non bancaire.
- Les deux parties bénéficient de cet accord. Le prêteur non bancaire réduit son financement en capital et le risque implicite à 55-70 % LTV et reçoit un financement par emprunt relatif et à faible coût.
- Le prêteur initial réduit son exposition hypothécaire à risque élevé avec un prêt non garanti à faible risque et des exigences de réserve de capital plus faibles.
- Selon les estimations de CREFC Europe, les prêts en *back leverage* approcheraient déjà les 30 Mds € d'encours en Europe.

PROFIL DES MATURITÉS DES PRÊTS À LA DATE D'OCTROI, 2016-2024



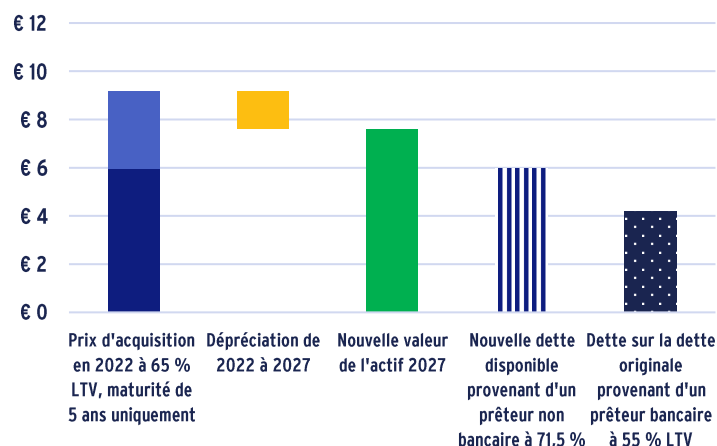
Sources : Moody's & AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

ESTIMATION ÉTAPE PAR ÉTAPE DU DF POUR LES PRÊTS DE 2022 GARANTIS PAR DES TRANSACTIONS DE BUREAUX EN FRANCE EN MILLIARDS D'EUROS (BLEU FONCÉ = DETTE, BLEU CLAIR = FONDS PROPRES, ORANGE = DÉCLIN DE LA VALEUR, VERT = VALEUR DES ACTIFS, ROUGE = DF)



Source : AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

ILLUSTRATION ÉTAPE PAR ÉTAPE DE L'UTILISATION DE LA DETTE SUR LA DETTE POUR COMBLER LE DF POUR LES PRÊTS DE 2022 D'UNE MATURITÉ DE 5 ANS, GARANTIS PAR DES TRANSACTIONS DE BUREAUX EN FRANCE EN MILLIARDS D'EUROS (BLEU FONCÉ = DETTE, BLEU CLAIR = FONDS PROPRES, ORANGE = DÉCLIN DE LA VALEUR, VERT = VALEUR DES ACTIFS, ROUGE = DF)



Source : AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT ET LES BAISSÉS DE VALEUR S'AMENUISENT

LE DÉFICIT DE FINANCEMENT (DF) EN EUROPE ATTEINT 74 MILLIARDS D'EUROS, UNE BAISSÉ DE 18 % PAR RAPPORT À L'ESTIMATION DE 2023

- Nous montrons ici l'évolution du DF pour 20 pays et 6 secteurs. A noter que les périodes de trois ans couvertes par nos estimations ont changé.
- Parmi tous les secteurs, notre estimation du DF sur trois ans a été réduite de 18 %, passant de 90 Mds € en 2023 à 74 Mds € en 2025.
- A chaque estimation, le secteur avec le plus grand DF est le secteur des bureaux, reflétant des volumes d'investissement plus importants dans le secteur.
- Le plus grand DF a été enregistré en 2023-24, en raison de l'augmentation des taux d'intérêt et d'un niveau élevé de refinancement dans tous les secteurs.
- Au fil des années 2023 et 2024, la plupart des prêts ont réussi à être refinancés, tandis que les prêts non refinancés ont été prolongés de 1 à 2 ans.
- Ces résultats se reflètent dans notre hypothèse de prolongation de prêts de 35 %, 25 % et 15 %, appliqués aux prêts arrivant à échéance en 2023, 2024 et 2025 respectivement.

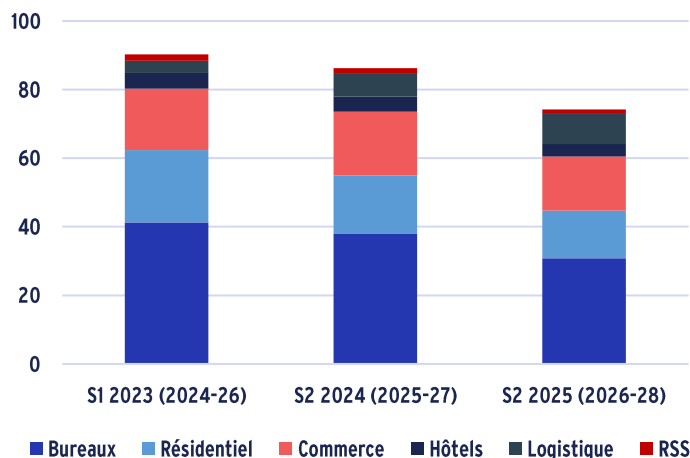
LE DF DE 74 MILLIARDS D'EUROS PRINCIPALEMENT IMPUTABLE AUX BUREAUX ET AUX COMMERCE

- Les prêts adossés à un collatéral de bureaux représentent 41 % du DF de 74 milliards d'euros dans 20 pays, suivis par les prêts adossés à des commerces (21 %), du résidentiel (19 %), et les secteurs immobiliers restant à 18 % du DF total sur 2026-28.
- Notre estimation du DF s'étend jusqu'en 2031, lorsque les prêts de 7 ans octroyés en 2024 arriveront à maturité.
- Les volumes absolus de DF reflètent assez précisément les périodes et les volumes d'acquisitions et octrois de prêt pour chaque classe d'actifs ainsi que les baisses historiques de valeurs vénales et leur évolution future.
- Avec la méthodologie affinée, le DF en termes relatifs en Europe passe à 12 % du total des octrois de prêts, contre 13 % l'année dernière.
- Si nous classons les secteurs en termes de DF, le commerce arrive en tête avec 17 %, suivi par les bureaux (15 %), le résidentiel (9 %), et les autres secteurs, avec 8 % de leurs volumes de prêt respectifs.

LA FRANCE SE DÉMARQUE ET SE CLASSE EN TÊTE POUR LE DF RELATIF

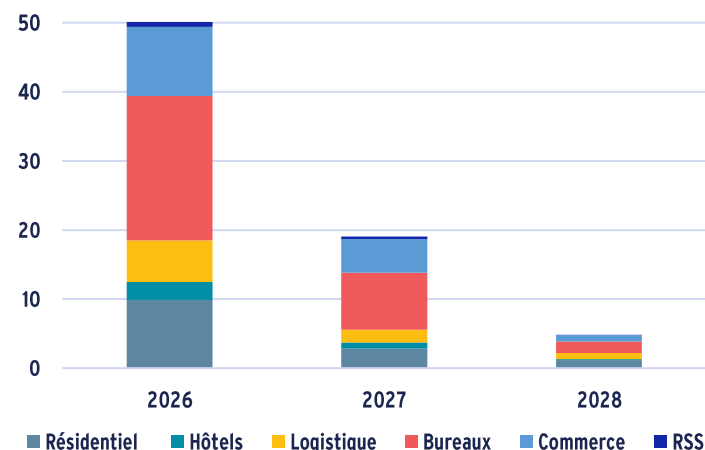
- L'estimation de DF passe de 13 % en 2024 à 12 % mais les variations sont différentes par pays.
- La France affiche le DF relatif le plus élevé, avec 17 milliards d'euros, ce qui représente 20 % des originations de prêts. Il s'agit d'une hausse de 18 % par rapport à l'estimation de l'année précédente, à l'encontre de la tendance européenne générale.
- Ce changement est dû à des perspectives plus pessimistes concernant les valeurs vénales françaises, en particulier pour les bureaux et la logistique, par rapport aux projections de l'année passée.
- L'Allemagne reste en tête en termes de valeurs absolues, avec 23 milliards d'euros, mais passe deuxième en termes de DF relatif, qui représente quant à lui 16 % des octrois de prêts.
- L'Italie et l'Espagne se situent juste en dessous de la moyenne, avec 10 % et 8 % respectivement.
- Comme précédemment, le Royaume-Uni est dans la fourchette basse avec un DF relativement modéré de 11 milliards d'euros, soit 6 % des volumes de prêts émis.
- Le DF en résidentiel est plus important en Allemagne qu'ailleurs, reflétant la part du secteur dans les volumes d'investissement du pays.

DF HISTORIQUE ESTIMÉ PAR SECTEUR POUR 20 PAYS, EN MRDS €



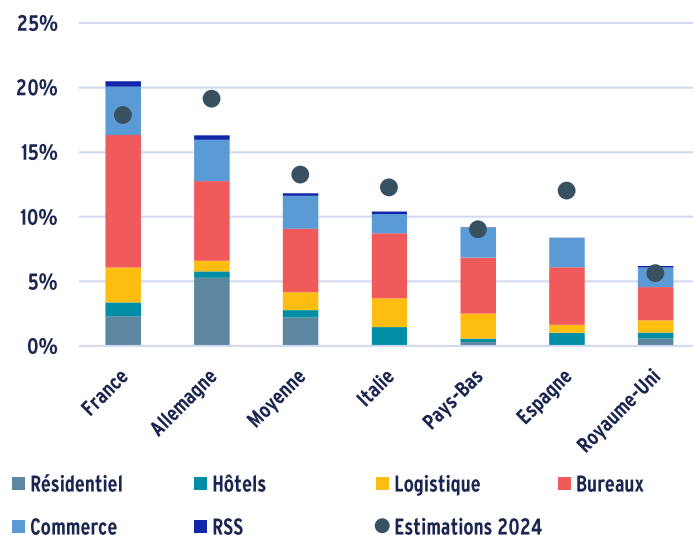
Source : AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

DF PAR SECTEUR IMMOBILIER, EN MRDS €



Source : AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

DF 2026 - 2028 PAR PAYS ET PAR SECTEUR, EN % DU MONTANT TOTAL DE PRÊTS OCTROYÉS



Source : AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

LES PERTES SUR LES PRÊTS EN IMMOBILIER D'ENTREPRISE BIEN INFÉRIEURES AUX PERTES SUBIES PAR LES CMBS PENDANT LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE

- Notre estimation du déficit de financement (DF) ne signifie pas systématiquement une perte en valeur pour les prêteurs. Cependant, nous estimons les pertes à travers les six secteurs immobiliers des 20 pays, et huit millésimes de prêts en trois étapes:
- 1. Nous commençons par le DF estimé à 11,8 % des octrois de prêts d'origine de 2017 à 2024, comme expliqué précédemment.
- 2. Les prêts d'une période spécifique sont supposés ne pas être refinancés si le ratio de LTV au moment du refinancement dépasse 75 %. Dans ce cas, le prêt fait défaut, le prêteur reprend possession et vend le collatéral pour récupérer le principal. Nous ne tenons pas compte des intérêts impayés.
- 3. En cas de défaut, nous supposons des coûts d'exécution de 25 % de la valeur estimée du collatéral à la revente, laissant 75 % à recouvrer par le prêteur pour couvrir sa position.
- Sur cette base, 5,8 % des prêts en immobilier d'entreprise sont estimés en défaut de paiement à échéance et les pertes pour les millésimes 2016-24 s'élèvent à 1,6 %, impliquant une perte estimée de 10,4 milliards d'euros.
- L'estimation de perte concerne en majorité les collatéraux en bureaux et en commerces, qui se sont le plus dépréciés depuis 2016.
- Cette estimation de pertes de 1,6 % en valeur est légèrement inférieure à notre estimation précédente de 1,8 % et aux pertes réelles historiques des CMBS en Europe de 2,3 %.

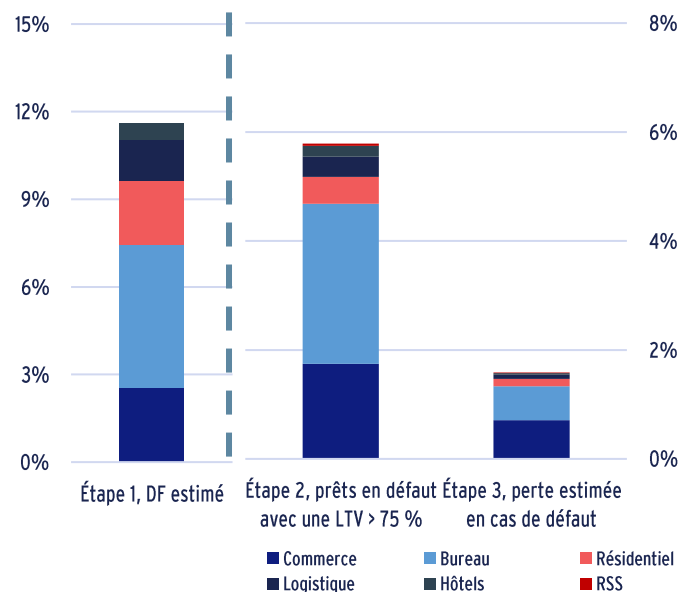
LES PERTES EN COMMERCES 3 FOIS PLUS ÉLEVÉES QUE LA MOYENNE TOUS SECTEURS

- La ventilation des pertes par secteur et pays fait ressortir des points marquants.
- Les pertes estimées pour les prêts adossés à des actifs de commerce pour les exercices 2027-24 s'élèvent à 5 % des prêts contractés en commerces – plus de trois fois la moyenne de tous les secteurs.
- À cet égard, il convient de rappeler que dans le graphique ci-contre, le dénominateur utilisé pour arriver au pourcentage est le montant total des prêts octroyés par secteur et non le total tous secteurs.
- La perte élevée pour les prêts en commerces est déclenchée par les dépréciations plus importantes et plus précoces du sous-jacent en commerces depuis 2018, accentué par un rebond prévu plus modéré.
- Les pertes adossées à des collatéraux de bureaux sont estimées à 1,9 %, soit juste au-dessus de la moyenne. Même si les bureaux ont subi des baisses de valeur importantes, elles se sont produites plus tard dans le cycle et une reprise est attendue dans le futur.
- Tous les autres secteurs affichent des pertes estimées inférieures à 1,0 %, un montant négligeable. Les banques peuvent plus aisément provisionner ces pertes modérées au cas où le défaut d'un emprunteur déclencherait des *cash traps*.

LES PERTES ESTIMÉES SUR LES COLLATÉRAUX EN FRANCE PLUS IMPORTANTES

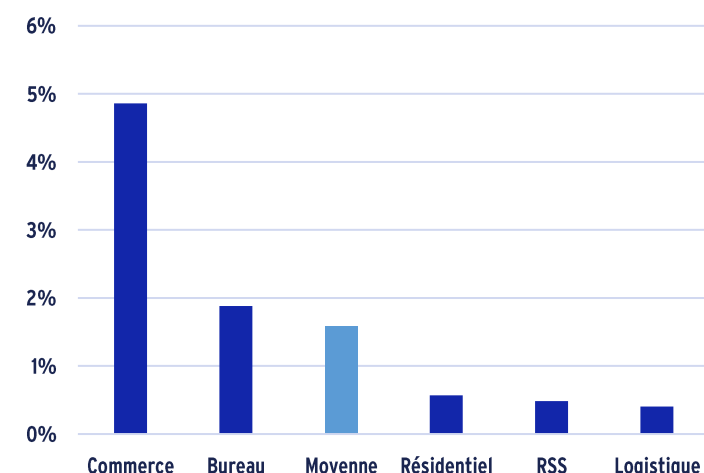
- La ventilation géographique fait apparaître des pertes estimées pour les prêts adossés à des collatéraux en France entre 2017 et 2024 s'élevant à 4,2 % - bien au-dessus de la moyenne globale de 1,6 %.
- À nouveau, il convient de noter que dans le graphique ci-contre, le dénominateur utilisé pour arriver au pourcentage est le montant total de dette octroyé par pays et non le total cumulé des 20 pays couverts.
- Les estimations des pertes françaises s'expliquent par baisse des valeurs immobilières élevées en 2022-23, et par une reprise anticipée moins solide sur la période 2025-27, repoussant un plus grand nombre de prêts au-delà du seuil de défaut de 75 % supposé en LTV.
- Les pertes en Allemagne et dans les pays nordiques sont estimées légèrement au-dessus de la moyenne globale, à 2,1 % et 1,6 % respectivement.
- Tous les autres pays et régions en Europe affichent des pertes cumulées inférieures à 1,6 %, en dessous de la moyenne européenne.
- Ces estimations sont inférieures aux pertes historiques observées sur les prêts CMBS européens post-crise financière mondiale. Les régulateurs pourraient avoir tenu compte de ces pertes comme base pour définir les exigences de réserves en capital des prêteurs.

APPROCHE EN TROIS ÉTAPES POUR ESTIMER LA PERTE PAR SECTEUR, EN % DES PRÊTS OCTROYÉS DE 2017 À 2024, TOUS SECTEURS



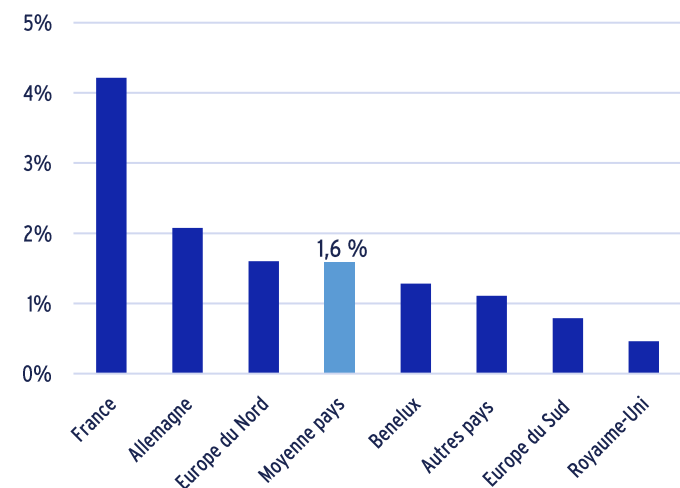
Source : AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

PERTE ESTIMÉE PAR SECTEUR, EN % DES PRÊTS OCTROYÉS EN 2017 - 2024 POUR CHAQUE SECTEUR



Source : AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

PERTE ESTIMÉE PAR PAYS ET SOUS-RÉGION, EN % DES PRÊTS OCTROYÉS DE 2017 À 2024 POUR CHAQUE PAYS OU RÉGION



Source : AEW Recherche & Stratégie au T3 2025

À propos d'AEW

Le groupe AEW¹ est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 73,8 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 juin 2025. Le groupe AEW compte plus de 860 collaborateurs avec des bureaux notamment à Boston, Londres, Paris et Singapour. Le groupe AEW offre à ses clients une large gamme de produits d'investissement immobiliers incluant des fonds sectoriels, des mandats, des valeurs immobilières cotées au travers d'une vaste palette de stratégies d'investissement. Le groupe AEW représente la plate-forme d'investment management immobiliers de Natixis Investment Managers, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 30 juin 2025, AEW gère en Europe² 35,8 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats, dont 20 SCPI et 2 OPCI grand public en France représentant près de 9 Mds€, qui classent AEW³ parmi les cinq plus grands acteurs⁴ de l'épargne immobilière intermédiée en France. AEW en Europe compte plus de 520 collaborateurs répartis dans 11 bureaux et détient un long track record dans la mise en œuvre réussie, pour le compte de ses clients, de stratégies d'investissement core, value added et opportuniste. Ces cinq dernières années, le groupe AEW a effectué des opérations immobilières d'acquisition et d'arbitrage pour un volume total de près de 15 Mds€ en Europe.

CONTACTS RECHERCHE & STRATÉGIE



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

CONTACTS 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
FRANCE

DÜSSELDORF

AEW
Steinstraße. 1-3
D-40212 Düsseldorf
GERMANY

¹ Le groupe AEW comprend (i) AEW Capital Management, L.P. en Amérique du Nord et ses filiales en propriété exclusive, AEW Global Advisors (Europe) Ltd, AEW Asia Pte. Ltd. et AEW Asia Limited et (ii) la société AEW Europe et ses filiales. AEW Capital Management est la société sœur d'AEW Europe qui sont détenues par Natixis Investment Managers.

² Le groupe AEW est présent en Europe au travers de ses filiales AEW IM UK LLP, AEW Invest GmbH, AEW et AEW S.à.r.l.

³ AEW est la société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF (numéro GP-07 000043, en date du 10 juillet 2007) pour l'ensemble de l'activité institutionnelle et grand public du groupe AEW en France.

⁴ Classement ASPIM au 30/06/2025 selon la capitalisation totale SCPI + OPCI grand public.

La présente communication commerciale est émise par le Groupe AEW et ne peut être reproduite en tout ou partie, sans autorisation préalable d'une des sociétés du Groupe AEW. Cette communication ne constitue pas une recommandation d'investissement et elle vous est communiquée à titre d'information. Elle ne saurait constituer ni une offre, ni une invitation ou incitation aux fins d'acquisitions de parts ou titres des fonds gérés par le Groupe AEW. Les produits ou services qui y sont décrits ne prennent en considération aucun objectif d'investissement spécifique, aucune situation financière, ni aucun besoin particulier de quelque destinataire que ce soit.

Il est rappelé qu'investir comporte des risques, dont le risque de perte en capital. La valeur des investissements et les rendements peuvent aussi bien augmenter que diminuer. Il convient de se référer à la documentation réglementaire des produits pour tenir compte de l'ensemble de leurs objectifs, des risques et de leurs caractéristiques dont l'horizon d'investissement recommandé. De même, la fiscalité dépend de la situation de chaque investisseur. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les projections, estimations et anticipations contenues dans ce document ne sont communiquées qu'à titre d'information et ne doivent en aucun cas être considérées comme une garantie ou une assurance. Aucune promesse, déclaration, garantie ou autre assurance n'est délivrée et ne sera réputée être délivrée sur l'exactitude ou l'exhaustivité des informations ou des opinions figurant dans ce document, lequel est soumis à des ajouts, des modifications et des vérifications. AEW n'est en aucun cas tenu de vous informer de la mise à jour des informations.