DIE KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE SCHLIEßT SICH, DOCH EIN HAKEN BLEIBT

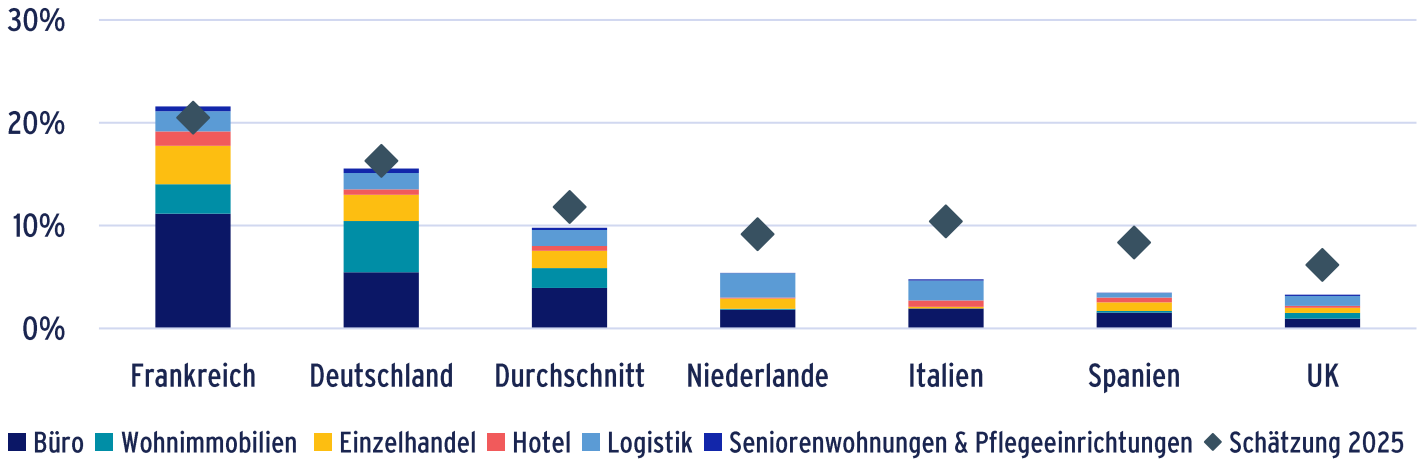
AEW RESEARCH | EUROPA

Monatsreport

OKTOBER 2026

- Die Zinsen rücken wieder stärker in den Fokus: Die Zentralbanken hoben ihre Leitzinsen an, da die Inflation über den Zielwerten lag und die Energiepreise infolge des Konflikts im Nahen Osten gestiegen sind. Gleichzeitig stiegen die Swap-Sätze und Staatsanleiherenditen – auch aufgrund politischer Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Abbau der öffentlichen Defizite.
- Die Swap-Sätze in der Eurozone sind im vergangenen Jahr um 100 Basispunkte gestiegen. Trotz stabiler Kreditmargen haben sich die Finanzierungskosten in den Kernmärkten der Eurozone auf 5,1 % erhöht und liegen damit auf dem Niveau der durchschnittlichen Spitzenrenditen europäischer Immobilien. Dies bedeutet, dass der Einsatz von Fremdkapital erneut keinen positiven Renditebeitrag leistet, wie es bereits in den Jahren 2022–2023 der Fall war. Allerdings haben sich die Swap-Sätze dieses Mal nicht verdreifacht, sodass die Auswirkungen begrenzter ausfallen dürften.
- Der starke Wettbewerb zwischen den Banken hat einen Anstieg der Kreditmargen verhindert. Unsere Daten auf Einzelkreditebene bestätigen jedoch den durch die gestiegenen Swap-Sätze bedingten Anstieg der Gesamtzinssätze im vergangenen Jahr. Gleichzeitig ist eine zunehmend differenzierte und disziplinierte Preisgestaltung über die verschiedenen Beleihungsauslaufklassen (LTV-Klassen) hinweg zu beobachten, wobei Kredite mit einem höheren LTV höhere Margen erfordern. Dies dürfte sich auf einige bevorstehende Refinanzierungen mit hohem LTV auswirken.
- Die verbleibenden Refinanzierungsherausforderungen nehmen ab, da unsere europäische Kreditfinanzierungslücke in 20 Ländern für die kommenden drei Jahre auf 45 Mrd. € geschätzt wird – ein Rückgang um 50 % gegenüber 2023. Dieser Rückgang spiegelt sich auch in einer Verringerung der europaweiten relativen Finanzierungslücke (gemessen am Anteil des bisherigen Kreditvergabevolumens) von 12 % in der Schätzung aus dem Jahr 2025 für den Zeitraum 2026–2028 auf 10 % für den Zeitraum 2027–2029 wider.
- Das sinkende KFL-Volumen ist größtenteils auf die inzwischen erfolgte Refinanzierung der am stärksten betroffenen Kredite aus den Vergabejahrgängen vor 2022 zurückzuführen. Diese Kreditjahrgänge waren mit den größten Herausforderungen konfrontiert, und viele Kredite wurden unter Anpassung anderer Vertragsbedingungen verlängert.
- Mit einem Anteil von 22 % am historischen Kreditvergabevolumen steht Frankreich vor den größten Refinanzierungsherausforderungen in Europa. Im Vergleich zu den Schätzungen des Vorjahres ist Frankreich bei Krediten aus der späten Zyklusphase das einzige Land mit einem gestiegenen Anteil, während Italien und Spanien die größten Verbesserungen verzeichnen. Die begrenzte Transparenz in Frankreich könnte durch Verzögerungen bei Immobilienbewertungen und einen hohen Anteil an syndizierten Krediten erklärt werden.
- Die jüngsten Daten der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) zu notleidenden Gewerbeimmobilienkrediten (Non-Performing Loans, NPLs) zeigen, dass Frankreich unter dem europäischen Durchschnitt liegt. Deutschland bestätigt hingegen teilweise die Ergebnisse unserer KFL-Analysen, da deutsche Banken die höchste und am schnellsten steigende NPL-Quote in Europa aufweisen. Dies könnte auf Bewertungsverzögerungen zurückzuführen sein, die sich auf die gemeldeten NPL-Quoten auswirken, während unsere KFL-Analysen zukunftsgerichtet sind.
- Zur Überbrückung der Finanzierungslücke werden verschiedene Maßnahmen eingesetzt: (1) zusätzliches Eigenkapital, (2) eine verstärkte Kreditvergabe durch Nichtbanken, (3) der Einsatz von Back Leverage (oder Debt-on-Debt), (4) umfangreiche Risikotransfer-Transaktionen (Significant Risk Transfer, SRT) und (5) der Verkauf notleidender Kreditpositionen (NPLs) mit Abschlägen.
- Debt-on-Debt ist eine weitverbreitete kooperative Finanzierungsstruktur zur Überbrückung der Finanzierungslücke, wobei das ausstehende Back-Leverage-Volumen in Europa auf über 50 Mrd. € geschätzt wird. Dies bedeutet, dass damit möglicherweise bereits mehr als die Hälfte der im Jahr 2023 auf 90 Mrd. € geschätzten Finanzierungslücke überbrückt wurde. Selbst wenn französische und deutsche Banken Back Leverage nicht selbst nutzen, könnten internationale Investmentbanken indirekt darauf zurückgreifen.
- Unabhängig von ihren langfristigen Auswirkungen auf die Marktstabilität haben diese Überbrückungslösungen bislang einschneidende Maßnahmen wie den Verkauf von NPL-Portfolios und notleidenden Vermögenswerten verhindert. Für Kredite, deren Laufzeit bereits zweimal verlängert wurde, dürften jedoch weiterhin schwierige Entscheidungen anstehen, zumal weitere Abwertungen möglicherweise nicht länger aufgeschoben werden können und die Zinssätze gestiegen sind.

KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE FÜR 2027-29 NACH LAND FÜR ALLE SEKTOREN IN % DER DAMIT VERBUNDENEN HISTORISCHEN KREDITVERGABEN



Quellen: AEW Research & Strategy Stand 3. Qu. 2026

ZINSEN NICHT MEHR RENTABEL

UNRENTABLE FREMDKAPITALKOSTEN KÖNNTEN SICH AUF RENDITEN & VOLUMEN AUSWIRKEN

- Der anhaltende Konflikt im Nahen Osten hat zu höheren Energiepreisen und einer steigenden Inflation beigetragen, was die Zentralbanken dazu veranlasst hat, die Leitzinsen anzuheben. Dadurch sind auch die Staatsanleiherenditen gestiegen.
- Infolgedessen ist der 5-Jahres Swapsatz in der Eurozone in den vergangenen vier Quartalen deutlich von 2,3 % auf 3,4 % p. a. gestiegen.
- Demzufolge lagen die Gesamt-Fremdkapitalkosten für CRE-Kredite im Sept-26 bei 5,1% p.a. gegenüber 4,0% p.a. im Vorjahresquartal und im Einklang mit dem im Sept-26 verzeichneten Wert.
- Da die Spitzenrenditen in der Eurozone im dritten Quartal 2026 sektorübergreifend unverändert bei 5,1 % p. a. lagen, bietet der Einsatz von Fremdkapital bei Spitzenimmobilien über alle Sektoren hinweg keinen positiven Renditehebel mehr.
- Aufgrund dieses jüngsten Anstiegs der Fremdkapitalkosten dürften sich Investoren veranlasst sehen, den Einsatz von Fremdkapital neu zu bewerten und, soweit möglich, laufende Transaktionen vorübergehend auszusetzen, um Preise neu zu verhandeln.
- Trotz des Fehlens einer direkten und unmittelbaren Korrelation zwischen Finanzierungskosten und Renditen dürfte sich die Tatsache, dass der Einsatz von Fremdkapital weiterhin keinen positiven Renditebeitrag leistet, sowohl auf das Transaktionsvolumen als auch auf die Preisgestaltung auswirken.

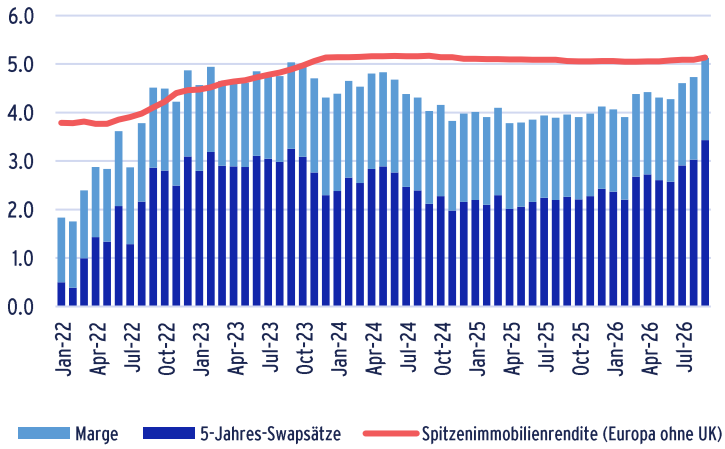
AKTUELLE KREDITE ZU HÖHEREN ZINSEN IM LTV-SPEKTRUM VON 37-75%.

- Unser jüngstes Update zeigt, dass unsere Einzelkreditdatenbank auf 2.021 Kredite* aus sechs Quellen angewachsen ist: AEW, RCA/MSCI, REC/PERE, Green Street, Vedanta und FinLoop.
- Unsere Daten reichen bis ins Jahr 2003 zurück. Wir schätzen, dass sie rund 10 % des seit 2010 für Akquisitionen vergebenen Kreditvolumens abdecken und somit als repräsentativ für den Markt angesehen werden können.
- Unser Streudiagramm zeigt, dass die in den letzten vier Quartalen vergebenen Kredite hinsichtlich des Beleihungsauslaufs (LTV) in einer relativ engen Spanne zwischen 37 % und 75 % liegen, bei einem Medianwert von 60 %.
- Dieser Wert liegt über dem LTV-Median von 50% für Kredite der letzten zwei Jahre (4. Quartal 2022 bis 3. Quartal 2025) und bestätigt die höhere Risikobereitschaft der Kreditgeber.
- Angesichts der aktuellen Swap-Sätze weisen die neu vergebenen Kredite einen durchschnittlichen Gesamtzinssatz von 4,5 % auf, gegenüber 5,0 % für die Kredite der vorangegangenen drei Jahre in unserer Datenbank.
- Beachten Sie, dass es sich bei den 4,5 % um einen gleitenden 12-Monats-Durchschnitt handelt. Aufgrund der jüngsten Anstiege der Swap-Sätze liegt dieser Wert daher unter dem von Chatham für September 2026 angegebenen Gesamtzinssatz von 5,1 %.

GESAMTZINSSATZ VON 4,5% NACH WIE VOR UNTER REKORDHOCH VON 5,2% IM 2. HJ 2023

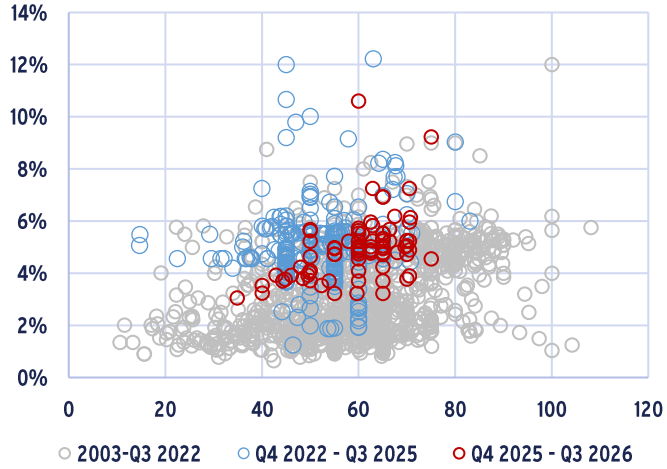
- Unsere Daten bestätigen, dass der gleitende Durchschnitt der Gesamtzinssätze in Europa ohne UK im 3. Quartal 2026 auf 4,5 % gesunken ist und damit weiterhin 70 Basispunkte unter dem Rekordhoch von 5,2 % im 2. Quartal 2023 liegt.
- Die letzten beiden Quartale deuten jedoch auf eine Trendwende hin, wobei unser gleitender 12-Monats-Durchschnitt einen Anstieg um 20 Basispunkte aufweist.
- Dieser Entwicklung ging eine Phase extrem niedriger Zinssätze in den Jahren 2016–2021 voraus, in der sich der Gesamtzinssatz aufgrund der nahezu bei null liegenden Euribor-Swapsätze hauptsächlich aus der Kreditmarge zusammensetzte.
- Der starke Zinsanstieg in den Jahren 2022–2024 machte den Einsatz von Fremdkapital für viele fremdfinanzierte Investoren weniger attraktiv und trug zu geringeren Transaktionsvolumina im Jahr 2022 bei.
- Angesichts des Zinsanstiegs Mitte 2026 wäre für das vierte Quartal 2026 eine Abschwächung des Transaktionsvolumens zu erwarten, da der Einsatz von Fremdkapital aufgrund der höheren Zinssätze erneut keinen positiven Renditehebel bietet.
- Fremdfinanzierte Investoren mit Altkrediten sehen sich bei der Refinanzierung sowohl mit gesunkenen Werten der Kreditsicherheiten als auch mit steigenden Schuldendienstkosten konfrontiert. Dieses Thema wird im nächsten Abschnitt behandelt.

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



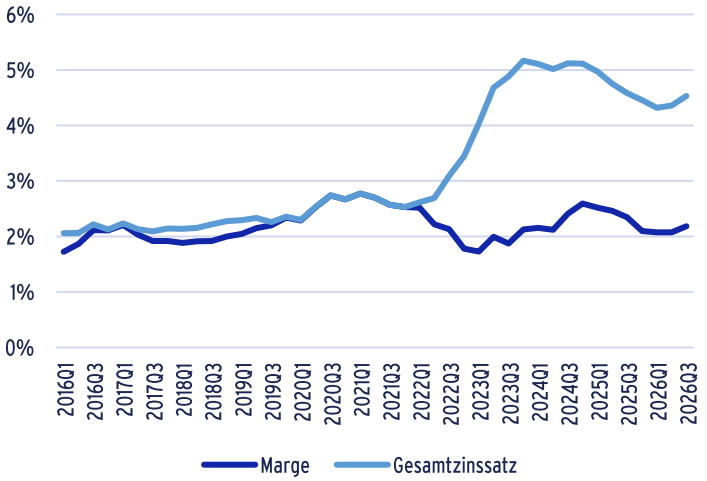
Quellen: AEW Research & Strategy, OE, CBRE & Chatham Financial Stand 3. Qu. 2026

GESAMTZINSSÄTZE (VERTIKAL) UND TATSÄCHLICHE LTVS (HORIZONTAL) AUF KREDITEBENE 2004-2026.



Quellen: AEW Research & Strategy, RCA/MSCI, Green Street, REC/PERE, Vedanta & FinLoop Stand 3. Quartal 2026

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



Quellen: AEW Research & Strategy, RCA/MSCI, Green Street, REC/PERE, Vedanta & FinLoop Stand 3. Quartal 2026

* In unserer Datenbank wurden fehlende LTV-, Fälligkeits- und Zins-Felder für etwa 5% der Kredite anhand vergleichbarer Kreditpartner, bereinigt um Benchmark-Spreads für Kredite mit variablen Zinssätzen, geschätzt.

AKTUELLE ENTWICKLUNGEN AM EUROPÄISCHEN CRE-MARKT

KEINE KLARE DIFFERENZIERUNG BEI KREDITPREISGESTALTUNG NACH IMMOBILIENTYP

- Unsere Daten auf Kreditebene weisen in allen Immobiliensektoren keine klare oder konsistente Differenzierung bei den Kreditkosten auf.
- Bitte beachten Sie jedoch, dass für die Kreditmargen im Logistiksektor in den vergangenen vier Quartalen nur sehr begrenzte Daten vorliegen.
- Diese mangelnde Einheitlichkeit dürfte auf die größere Bandbreite hinsichtlich der Qualität der Kreditsicherheiten und der Beleihungsausläufe (LTVs) zurückzuführen sein, verglichen mit den Kreditbepreisungsdaten von Chatham Financial, die sich ausschließlich auf Spitzenimmobilien beziehen.
- Auch der Zeitpunkt des Refinanzierungsbedarfs und Altkreditpositionen im Zusammenhang mit durch Einzelhandels- und Büroimmobilien besicherten Krediten könnten eine Rolle spielen.
- Unsere Datenbank umfasst ausschließlich vorrangig besicherte Kredite mit einem Volumen von über 15 Mio. € für Akquisitions- oder Refinanzierungszwecke.
- Projektentwicklungs- und Überbrückungskredite sowie nachrangige Kredite und Mezzanine-Finanzierungen sind damit ausgeschlossen.
- Unsere Kreditdaten unterliegen einer Überlebensverzerrung (Survival Bias) und erfassen keine gescheiterten Refinanzierungen, Kreditverlängerungen oder Restrukturierungen. Dies schließt auch Fälle ein, bei denen Sicherheiten geringerer Qualität, wie beispielsweise Büroimmobilien außerhalb des Spitzensegments, betroffen sind.

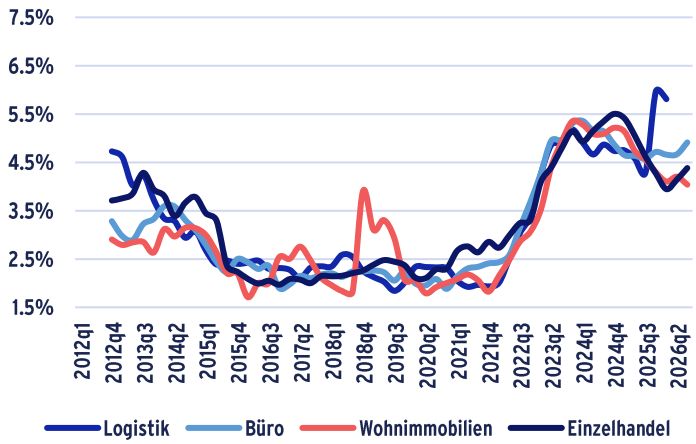
KREDITMARGEN ALLER SEKTOREN ÜBER DIE LETZTEN VIER QUARTALE STABIL

- Im dritten Quartal 2026 lagen die Kreditmargen in Nordeuropa für Einzelhandel, Büro, Logistik und Wohnen bei 210, 175, 150 bzw. 140 Basispunkten.
- Trotz der Volatilität an den globalen Staatsanleihemärkten und der geopolitischen Entwicklungen blieben die Kreditmargen für europäische Immobilienkredite in den vergangenen zwölf Monaten stabil.
- Die Daten von Chatham Financial basieren auf Kreditvergaben aus dem Finanzierungs- und Hedging-Beratungsgeschäft für vorrangig besicherte Kredite mit einem Beleihungsauslauf (LTV) von rund 50 %.
- Seit 2023/24 sind die Kreditmargen für Büro-, Logistik- und Wohnimmobilienkredite wieder auf das Niveau vor der Corona-Pandemie zurückgekehrt.
- Die Kreditmargen für durch Einzelhandelsimmobilien besicherte Kredite bleiben erhöht, da Kreditgeber vermutlich weiterhin mit Altkrediten zu kämpfen haben, die durch problematische Einzelhandelsimmobilien besichert sind.
- Dies könnte auch für Büroimmobilien außerhalb des Spitzensegments gelten, wobei sich die gemeldeten Kreditmargen wahrscheinlich auf Spitzenbüroimmobilien in Teilmärkten der zentralen Geschäftsviertel (CBD) beziehen.

DEUTSCHE ZINSSÄTZE NACH WIE VOR AM ATTRAKTIVSTEN

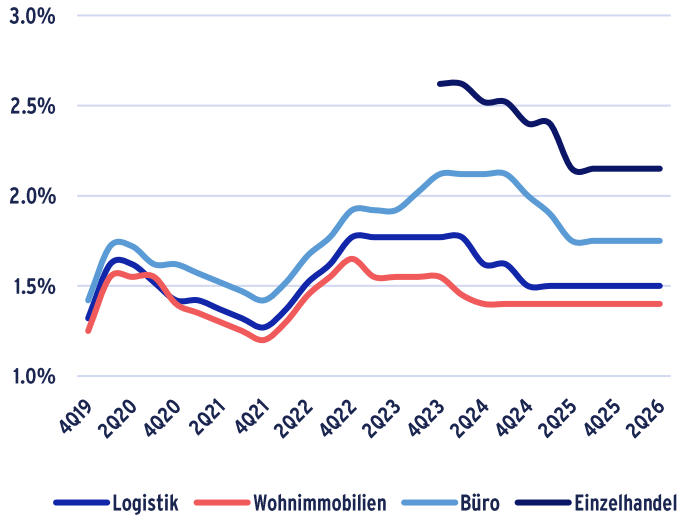
- Die günstige Pfandbrieffinanzierung sorgt dafür, dass die deutschen Gewerbeimmobilienkreditzinsen (CRE) unter unseren wichtigsten Märkten durchweg am niedrigsten sind.
- Im Gegensatz dazu verzeichnet UK konstant höhere Gesamtzinssätze als die Eurozone, obwohl unsere begrenzten UK-Kreditdaten in den letzten beiden Quartalen einen Rückgang zeigen.
- Trotz dieser Normalisierung lagen die UK-Kreditzinsen im zweiten Quartal 2026 mit 5,6 % weiterhin über dem Zinssatz der Eurozone von 4,5 %.
- Die französischen Kreditzinsen stiegen im zweiten Quartal 2026 um 10 Basispunkte, lagen jedoch weiterhin 100 Basispunkte unter dem Niveau von Ende 2024.
- Aufgrund der begrenzten Anzahl neuer Kredite für 2025 und 2026 sowie der Verwendung eines gleitenden Durchschnitts hinken unsere internen Daten den Chatham-Daten teilweise hinterher.
- Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass unsere Daten tatsächlich vereinbarte Kreditkonditionen erfassen, während sich die Chatham-Daten auf Termsheets oder indikative Kreditkonditionen beziehen.

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



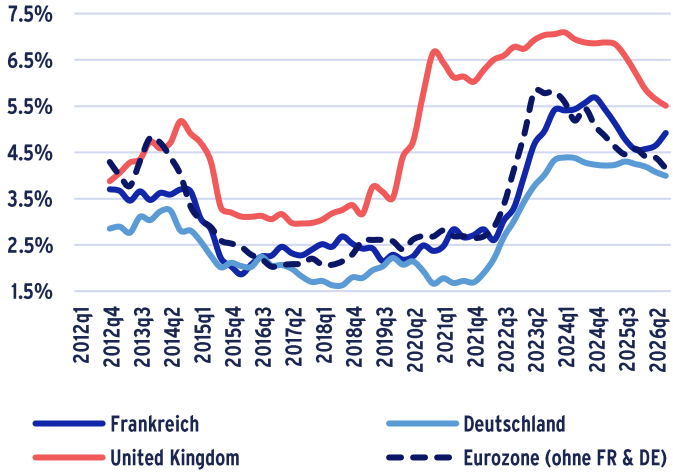
Quellen: AEW Research & Strategy, RCA/MSCI, Green Street, REC/PERE, Vedanta & FinLoop Stand 3. Quartal 2026

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



Quellen: AEW Research & Strategy & Chatham Financial Stand 3. Qu. 2026

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

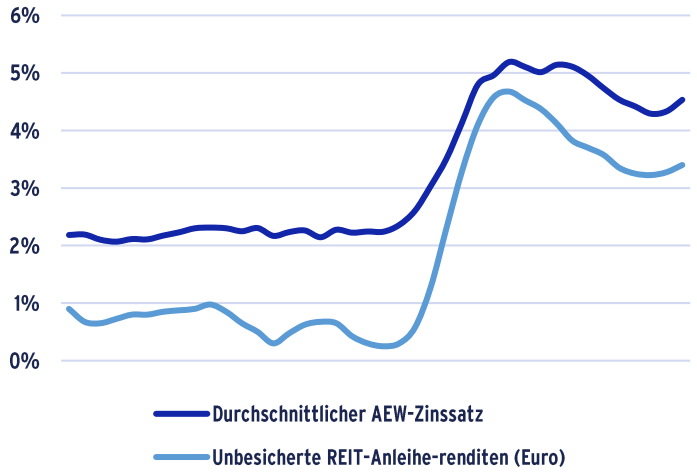


Quellen: AEW Research & Strategy, RCA/MSCI, Green Street, REC/PERE, Vedanta & FinLoop Stand 3. Quartal 2026

ANLEIHERENDITEAUSWEITUNG IM 1.HJ 2026 IM EINKLANG MIT HÖHEREN KREDITZINSEN

- Die Renditen auf unbesicherte, auf Euro lautende REIT-Anleihen stiegen in den vergangenen beiden Quartalen um weniger als 20 Basispunkte auf 3,4 % im dritten Quartal 2026. Damit liegen sie weiterhin unter ihrem Höchststand von 4,7 % im vierten Quartal 2023.
- Die Differenz zwischen Anleiherenditen (3,4 %) und Kreditzinsen (4,5 %) hat sich leicht auf 120 Basispunkte verringert.
- Unser jüngster gleitender 12-Monats-Durchschnitt bestätigt erneut die langfristig hohe Korrelation zwischen beiden Zeitreihen.
- Die niedrigeren REIT-Anleiherenditen lassen sich teilweise durch geringere implizite Beleihungsausläufe (LTVs) von rund 40–50 % gegenüber 60 % bei besicherten Hypothekarkrediten erklären.
- Die vor der Pandemie bestehende Differenz von nahezu 200 Basispunkten zwischen Anleiherenditen und Kreditkosten verringerte sich 2023 deutlich, da die Anleihemärkte Risiken schneller neu bewerteten.
- Sowohl die Kreditzinsen als auch die Anleiherenditen sind infolge der Leitzinserhöhungen der Zentralbanken und der gestiegenen Inflation aufgrund zunehmender geopolitischer Unsicherheit gestiegen.

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

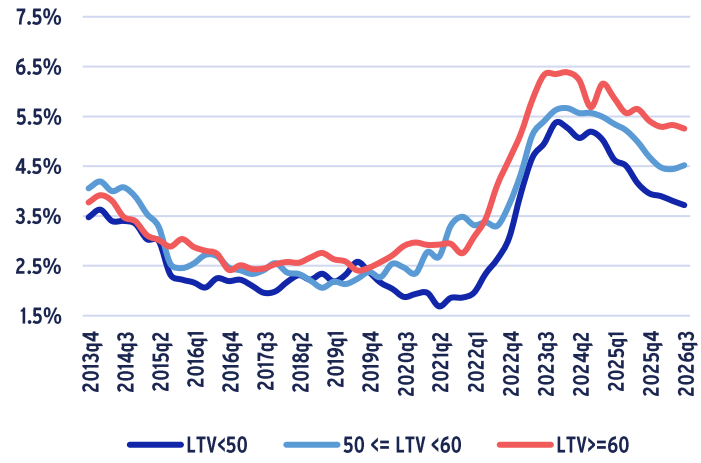


Quellen: AEW Research & Strategy, RCA/MSCI, Green Street, REC/PERE, Vedanta & FinLoop Stand 3. Quartal 2026

KREDITGEBER VERLANGEN VERHÄLTNISMÄSSIG HÖHERE MARGEN FÜR HÖHERE LTVs

- Unsere europaweiten Daten auf Einzelkreditebene bestätigen deutliche Zinsentwicklungen in den verschiedenen Beleihungsauslaufklassen (LTV-Klassen).
- Seit den inflationsbedingten Zinserhöhungen 2021–2022 unterscheiden Kreditgeber bei der Kreditbepreisung offenbar systematischer und einheitlicher zwischen den LTV-Klassen.
- Bei Krediten mit einem LTV unter 50 % sanken die Zinssätze von ihrem Höchststand von 5,4 % im vierten Quartal 2023 um 170 Basispunkte auf 3,7 % im dritten Quartal 2026.
- Dagegen gingen die Zinssätze bei Krediten mit einem LTV von 50–60 % gegenüber ihrem Höchststand von 5,7 % im vierten Quartal 2023 lediglich um 120 Basispunkte zurück.
- Bei Krediten mit einem LTV über 60 % sanken die Zinssätze im selben Zeitraum um 115 Basispunkte von 6,4 % im vierten Quartal 2023 auf 5,3 %.
- Bitte beachten Sie, dass die Aussagekraft unserer Daten je nach LTV-Klasse und genauem Zeitpunkt der Kreditvergabe variieren kann.

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

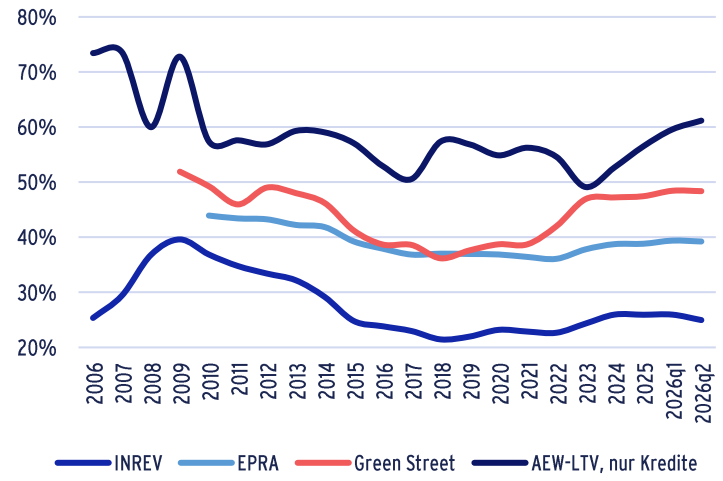


Quellen: AEW Research & Strategy, RCA/MSCI, Green Street, REC/PERE, Vedanta & FinLoop Stand 3. Quartal 2026

HÖHERE KREDIT-& REIT-LTVS, FONDS-LTVS GEBEN NACH

- Die Risikobereitschaft der Kreditgeber spiegelt sich sowohl im Beleihungsauslauf (LTV) als auch in der Kreditbepreisung wider.
- Jüngste Daten zeigen einen leichten Anstieg der bilanziellen LTVs von REITs, während die LTVs von INREV-Fonds leicht zurückgingen. Dies bestätigt die seit einem Jahrzehnt bestehende Differenz.
- Der durchschnittliche LTV von INREV-Fonds lag seit Jahresbeginn 2026 bei 25 %, gegenüber 39 % bei EPRA und 48 % bei Green Street im zweiten Quartal 2026. Dies bestätigt den höheren Fremdkapitaleinsatz an den öffentlichen Märkten.
- Seit 2023 zeigen die Daten von Green Street einen leichten Aufwärtstrend bei den REIT-LTVs, ähnlich der Entwicklung in den EPRA-Daten.
- Dagegen zeigen unsere hausinternen Daten einen Anstieg des durchschnittlichen LTV auf 61 % im zweiten Quartal 2026, gegenüber 57 % im Jahr 2025. Nicht fremdfinanzierte Transaktionen bleiben dabei weiterhin unberücksichtigt.
- Dieser Anstieg dürfte auf das gestiegene Vertrauen zurückzuführen sein, dass die Werte der Kreditsicherheiten ihre Talsohle erreicht haben. Höhere Zinssätze im zweiten Halbjahr 2026 könnten dieses Vertrauen jedoch beeinträchtigen.

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



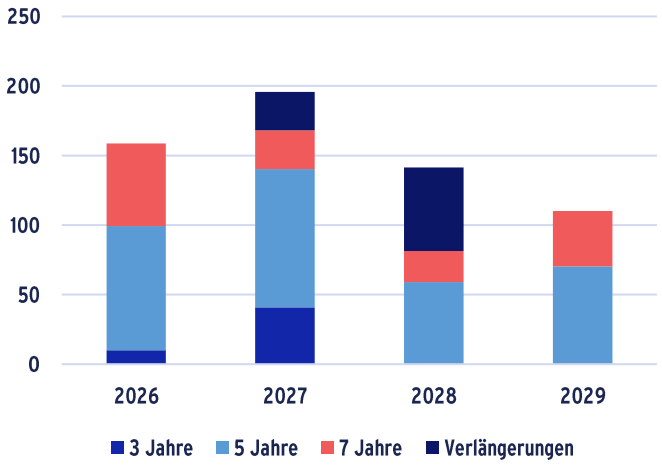
Quellen: AEW Research & Strategy, EPRA, INREV, RCA/MSCI, Green Street, REC/PERE, Vedanta & FinLoop, Stand 3. Quartal 2026

AKTUALISIERUNG UNSERER PROGNOSTIZIERTEN KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE

KREDITLAUFZEITEN 2027-29 MIT 450 MRD. EURO BEZIFFERT

- Die anstehenden Fälligkeiten immobilienbesicherter Kredite werden für die nächsten drei Jahre auf rund 450 Mrd. € geschätzt, davon knapp 200 Mrd. € allein im Jahr 2027.
- Diese Fälligkeiten entsprechen weitgehend unseren bisherigen Schätzungen, umfassen jedoch zusätzlich bereits verlängerte Kredite.
- Zahlreiche Kredite, die ursprünglich in den vergangenen vier Jahren fällig werden sollten, wurden teilweise mehrfach verlängert. Diese wurden den Fälligkeiten für 2027–2028 hinzugerechnet.
- Die meisten Laufzeitverlängerungen umfassten weitere Anpassungen, wie beispielsweise Cash-Traps. Diese dürften zur Tilgung der Kreditbeträge beigetragen und damit den Refinanzierungsbedarf beeinflusst haben.
- Da hierzu keine entsprechenden Daten vorliegen, bleibt dieser Effekt bei unseren geschätzten Kreditfälligkeiten unberücksichtigt.
- Im Jahr 2026 wird ein großes Volumen der zwischen 2019 und 2021 vergebenen Kredite fällig, die mit den größten Refinanzierungsherausforderungen konfrontiert waren. Dies führt zu weiteren Laufzeitverlängerungen in den Jahren 2026 und 2027.

ERWARTETE KREDITLAUFZEITEN 2027-29 NACH URSPRÜNGLICHER FÄLLIGKEIT, IN MRD. €

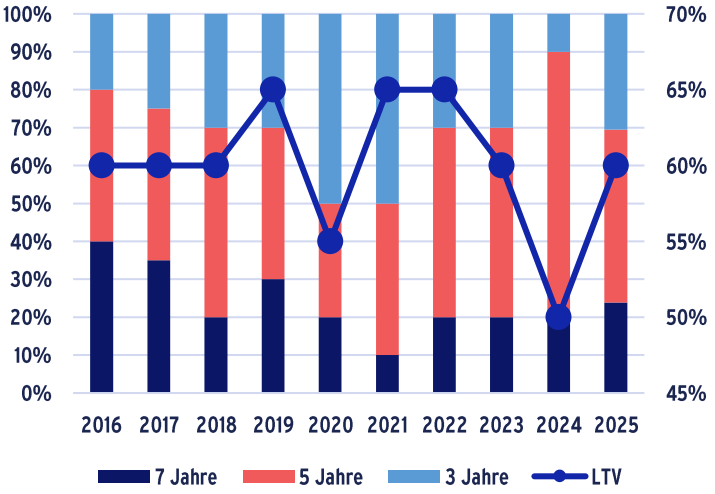


Quelle: AEW Research & Strategy Stand 3. Qu. 2026

AKTUALISIERTE ANNAHMEN FÜR DIE ANALYSE ZUR KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE

- Wie bisher beruhen unsere Schätzungen zur Kreditfinanzierungslücke (KFL) auf vier zentralen Annahmen: (1) Kreditlaufzeit, (2) Beleihungsauslauf (LTV) bei Kreditvergabe, (3) Kreditlaufzeitverlängerungen und (4) Refinanzierungs-LTV.
- Für die Kreditvergaben 2025 nehmen wir eine Rückkehr zur langfristigen durchschnittlichen Verteilung auf Laufzeiten von 3, 5 und 7 Jahren an.
- Zweitens gehen wir von kreditjahrgangsspezifischen LTVs über Länder und Sektoren hinweg aus, wobei für den Kreditvergabejahrgang 2025 ein LTV von 60 % angenommen wird.
- Drittens haben wir unsere Annahmen zu Laufzeitverlängerungen auf Basis von Rückmeldungen aktualisiert. Demnach werden 35 %, 25 %, 15 % bzw. 25 % der ursprünglich 2023, 2024, 2025 und 2026 fälligen Kredite jeweils um zwei Jahre verlängert.
- Viertens gehen wir bei fälligen Krediten weiterhin von einem unveränderten Refinanzierungs-LTV von 55 % aus, basierend auf dem gleitenden Durchschnitt der jüngsten historischen LTVs bei Kreditvergabe.
- Schließlich berücksichtigt unsere KFL-Analyse eine moderate Erholung der Sicherheitswerte auf Basis der CBRE-Kapitalwerte für Spitzenimmobilien und unserer Prognosen im Base Case.

KREDITLAUFZEIT-PROFIL BEI VERGABE, 2016-2024

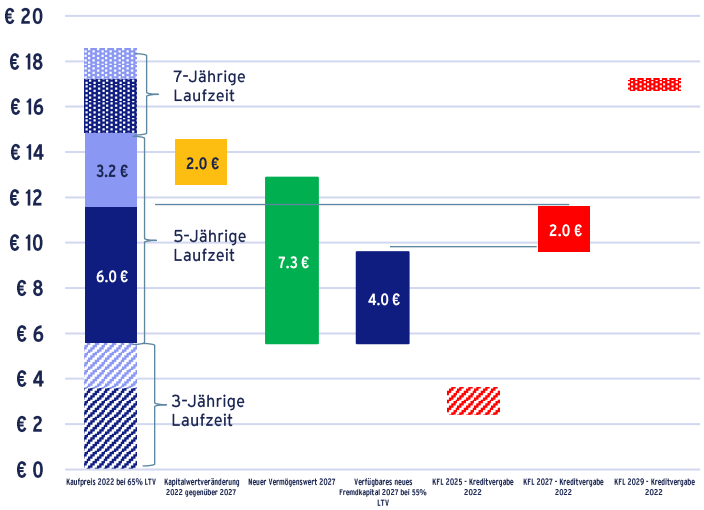


Quelle: Moody's und AEW Research & Strategy Stand 3. Quartal 2026

JAHRGANGSSPEZIFISCHE KREDITLAUFZEITEN SORGEN FÜR WEITERES AUSEINANDERKLAFFEN DER LÜCKE IM LAUFE DER ZEIT

- Unsere Methodik wird am Beispiel französischer Büroimmobilienakquisitionen im Jahr 2022 veranschaulicht:
- Investoren erwarben 2022 französische Büroimmobilien im Wert von 18,6 Mrd. €.
- Die Transaktionen wurden mit unterschiedlichen Kreditlaufzeiten finanziert: Für 30 % der Kredite wird eine Laufzeit von 3 Jahren, für 50 % von 5 Jahren und für die übrigen 20 % von 7 Jahren angenommen (siehe gestapeltes Balkendiagramm links).
- Für alle drei Kreditlaufzeiten wird ein Beleihungsauslauf (LTV) von 65 % angenommen.
- Die Grafik zeigt fünfjährige Kredite (6,0 Mrd. €) und einen prognostizierten Wertverlust von 22 % (2,0 Mrd. €) bei Fälligkeit im Jahr 2027.
- Das neue Kreditvolumen wird auf 4,0 Mrd. € geschätzt, entsprechend einem LTV von 55 % auf den neuen Sicherheitswert von 7,3 Mrd. €. Die Finanzierungslücke (KFL) für fünfjährige Kredite wird 2027 auf 2,0 Mrd. € geschätzt (rot dargestellt).
- Für dreijährige Kredite wurde für 2025 eine Finanzierungslücke von 1,2 Mrd. € geschätzt, wobei für 15 % dieser Kredite eine Verlängerung bis 2027 angenommen wird.
- Die Finanzierungslücke von 0,7 Mrd. € im Jahr 2029 für 2022 vergebene siebenjährige Kredite wird auf ähnliche Weise berechnet.

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 3. Qu. 2026

GESCHÄTZTE KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE UND CRE-KREDITAUSFÄLLE MODERAT

EUROPÄISCHE KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE GEGENÜBER DER SCHÄTZUNG VON 2023 AUF 45 MRD. € NAHEZU HALBIERT

- Unsere zukunftsgerichtete Schätzung der Kreditfinanzierungslücke (KFL) zeigt eine kontinuierliche und deutliche Verbesserung, da besonders problematische Kreditjahrgänge wie 2021 inzwischen refinanziert wurden.
- Kreditgeber finden zahlreiche Möglichkeiten, die Finanzierungslücke zu überbrücken.
- Zu den Lösungen zählen: (1) die Syndizierung von Krediten an Nichtbanken, (2) der Einsatz von Back Leverage, (3) umfangreiche Risikotransfer-Transaktionen (Significant Risk Transfer, SRT) und (4) der Verkauf problematischer Einzelkreditpositionen mit Abschlägen.
- Diese Maßnahmen haben bislang dazu beigetragen, den Verkauf von NPL-Portfolios und notleidenden Vermögenswerten zu vermeiden. Bei bereits zweimal verlängerten Krediten könnten jedoch weiterhin schwierige Entscheidungen anstehen.
- Unsere für die kommenden drei Jahre prognostizierte Finanzierungslücke ist von 90 Mrd. € im Jahr 2023 um 50 % auf 45 Mrd. € im Jahr 2026 zurückgegangen.
- Der Bürosektor weist weiterhin das größte KFL-Volumen auf, was sowohl auf das höhere historische Transaktionsvolumen als auch auf stärkere Rückgänge der Immobilienkapitalwerte zurückzuführen ist.
- Diese Schätzungen berücksichtigen keine zusätzliche, zinsbedingte Finanzierungslücke infolge einer eingeschränkten Schuldendienstfähigkeit.

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

- Unsere geschätzte relative Kreditfinanzierungslücke (KFL) ist von zuvor 12 % auf 10 % zurückgegangen, da Kredite aus der Zeit vor den Zinserhöhungen inzwischen fällig wurden.
- Frankreich weist mit 12,6 Mrd. € bzw. 22 % des ursprünglichen Kreditvolumens weiterhin die höchste relative Finanzierungslücke in Europa auf.
- Gegenüber der vorherigen Schätzung von 17 Mrd. € stellt dies zwar eine Verbesserung dar, der relative Anteil liegt jedoch über dem Vorjahreswert von 20 %.
- Deutschland weist mit 14,4 Mrd. € die höchste absolute Finanzierungslücke auf, liegt relativ betrachtet mit 16 % des ursprünglichen Kreditvergabevolumens jedoch auf dem zweiten Platz.
- Die Finanzierungslücke im deutschen Wohnimmobiliensektor ist europaweit am größten, was auf den hohen Anteil des Sektors am deutschen Transaktionsvolumen zurückzuführen ist.
- Italien und die Niederlande liegen mit jeweils 5 % unter dem europäischen Durchschnitt. Dies entspricht weniger als der Hälfte der vorherigen Schätzungen.
- UK liegt mit einer Finanzierungslücke von lediglich 4,3 Mrd. € bzw. 3 % des ursprünglichen Kreditvolumens weiterhin am unteren Ende des Spektrums.

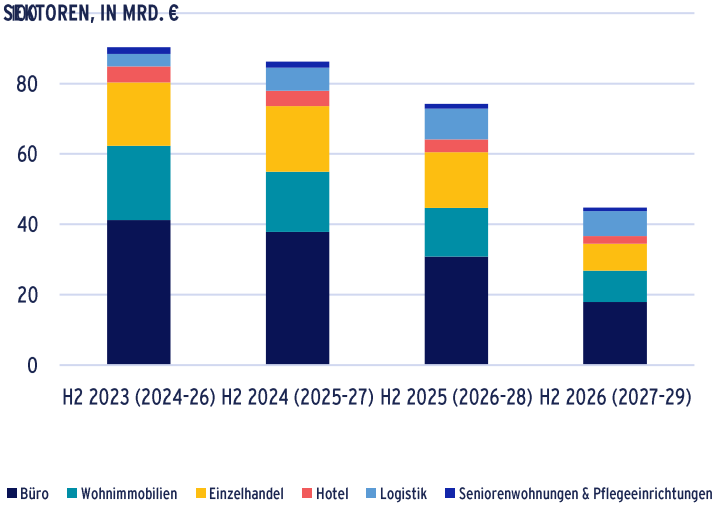
CRE-KREDITAUSFALL-SCHÄTZUNGEN UNTER DEN TATSÄCHLICHEN GEWERBEIMMOBILIENHYPOTHEKEN-AUSFÄLLEN (CMBS) DER GFK

- Wir schätzen die künftigen Kreditverluste in sechs Immobiliensektoren, 20 Ländern und acht Kreditvergabejahrgängen in drei Schritten:

1. Ausgangspunkt ist die Kreditfinanzierungslücke (KFL), die wie zuvor erläutert auf 9,7 % des ursprünglichen Kreditvergabevolumens von 2016–2026 geschätzt wird.
2. Wir nehmen an, dass Kredite eines bestimmten Vergabejahrgangs bei einem Refinanzierungs-LTV von über 75 % nicht refinanziert werden können. In diesem Fall kommt es zum Kreditausfall, und der Kreditgeber übernimmt und veräußert die Sicherheit, um die ausstehende Kreditsumme zurückzuerlangen.
3. Bei einem Kreditausfall kalkulieren wir Verwertungskosten von 25 % des geschätzten Wiederverkaufswerts der Kreditsicherheit, sodass dem Kreditgeber 75 % zur Deckung seiner Forderung verbleiben.

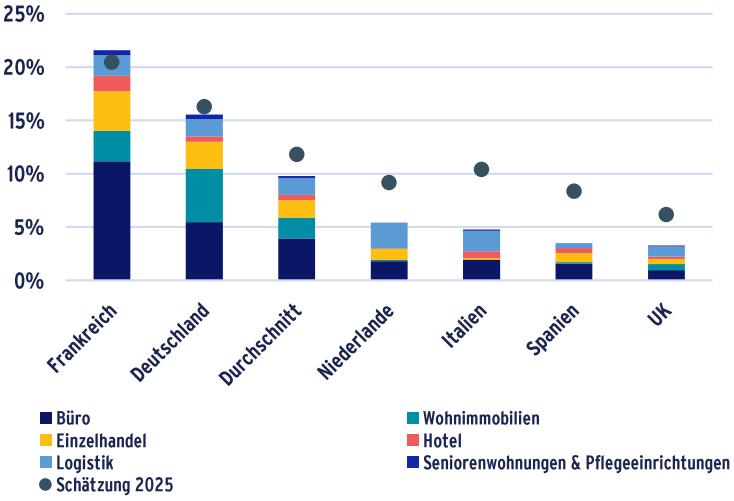
- Auf dieser Grundlage wird geschätzt, dass 4,5 % der Gewerbeimmobilienkredite (CRE) bei Fälligkeit ausfallen. Die geschätzte Verlustquote für die Kreditvergabejahrgänge 2016–2026 liegt bei 0,7 %.
- Dies entspricht geschätzten künftigen Kreditverlusten von 3,4 Mrd. €, die sich auf den Büro- und Einzelhandelssektor konzentrieren, da diese seit 2022 die stärksten Neubewertungen verzeichneten.
- Die geschätzte Verlustquote von 0,7 % liegt sowohl unter den tatsächlichen historischen europäischen CMBS-Verlusten von 2,3 % als auch unter unserer vorherigen Schätzung von 1,6 %.

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



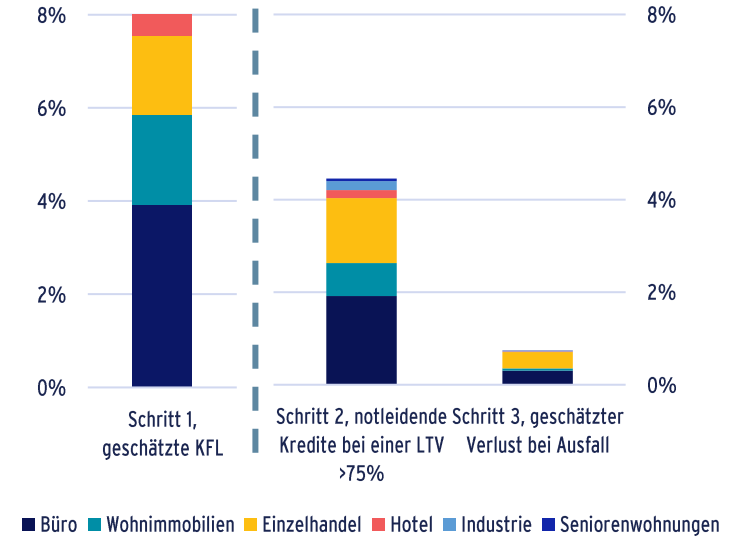
Quelle: AEW Research & Strategy Stand 3. Qu. 2026

KREDITFINANZIERUNGSLÜCKE FÜR 2027-29 NACH LAND FÜR ALLE SEKTOREN IN % DER HISTORISCHEN URSPRÜNGLICHEN KREDITVERGABEVOLUMEN



Quelle: AEW Research & Strategy Stand 3. Qu. 2026

DREI-STUFEN-ANSATZ ZUR SCHÄTZUNG DES AUSFALLS NACH IMMOBILIENSEKTOR, IN % DER URSPRÜNGLICHEN KREDITVERGABE 2016-26 IN ALLEN SEKTOREN



Quelle: AEW Research & Strategy Stand 3. Qu. 2026

EUROPÄISCHE CRE-ENGAGEMENTS, RÜCKLAGEN & NPLs

AUSFÄLLE GEWERBLICHER HYPOTHEKENDARLEHEN (BANKEN) MIT 21 BASISPUNKTEN AUSGEWIESEN

- Die European Banking Authority (EBA) weist Gesamtverluste (kumulativ) im Zusammenhang mit Hypothekendarlehen für Wohnimmobilien und Gewerbeimmobilien für europäischen Banken aus.
- Das gesamte Kreditengagement wird auf 6,4 Billionen € für Wohnimmobilien und 1,3 Billionen € für Gewerbeimmobilien geschätzt, bei Verlusten von 3,8 Mrd. € bzw. 2,8 Mrd. €.
- Die Verluste aus Wohnimmobilien-Hypothekenkrediten liegen länderübergreifend durchweg unter denen aus Gewerbeimmobilienkrediten. Eine bemerkenswerte Ausnahme bilden die Verluste aus italienischen Gewerbeimmobilienkrediten mit 0,9 %.
- Mit 0,21 % liegt die Gesamtverlustquote bei Gewerbeimmobilien-Hypothekenkrediten unter unserer geschätzten Verlustquote von 0,7 %. Dies könnte auf Unterschiede in der geografischen Abdeckung zurückzuführen sein, da unsere Analyse auch UK berücksichtigt.
- Bitte beachten Sie, dass die EBA-Daten ausschließlich besicherte Kredite (Hypothekenkredite) erfassen und unbesicherte Kreditlinien ausschließen.

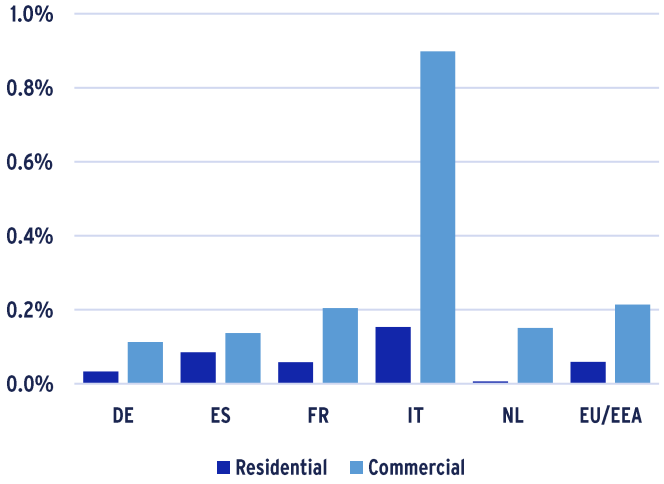
DEUTSCHLAND LIEGT BEIM ANTEIL NOTLEIDENDER CRE-KREDITE ÜBER DEM VON EBA VERÖFFENTLICHTEN WERT

- Der Anteil der als notleidend klassifizierten gesamten Gewerbeimmobilienkredite wird von der EBA für Europa zum Jahresende 2025 mit durchschnittlich 4,1% beziffert.
- Ähnlich wie bei den kumulierten Verlusten zeigen sich deutliche Unterschiede zwischen den Ländern. Deutsche, italienische und spanische Banken weisen überdurchschnittliche NPL-Quoten auf.
- Deutsche Banken verzeichnen die höchste NPL-Quote in Europa, die mehr als 50 % über dem europäischen Durchschnitt liegt. Dies steht im Einklang mit unseren bisherigen Analysen zur Kreditfinanzierungslücke (KFL).
- Frankreich weist hingegen trotz der höchsten relativen Finanzierungslücke die niedrigste NPL-Quote im Ländervergleich auf. Dies könnte auf Bewertungsverzögerungen und einen hohen Anteil syndizierter Kredite zurückzuführen sein.
- Marktquellen zufolge haben deutsche Banken einzelne notleidende Kreditpositionen mit erheblichen Abschlägen von 30–50 % gegenüber dem ursprünglichen Nominalwert verkauft.
- Allerdings wurden weder in Deutschland noch in Frankreich größere NPL-Portfolioverkäufe gemeldet. Back Leverage und Risikotransfer-Transaktionen (Significant Risk Transfer, SRT) dürften zahlreichen Banken geholfen haben, ihre NPL-Quoten zu steuern.

NPL-QUOTE STABILISIERT, DEUTSCHLAND WEITER AUF SPITZENPLATZ

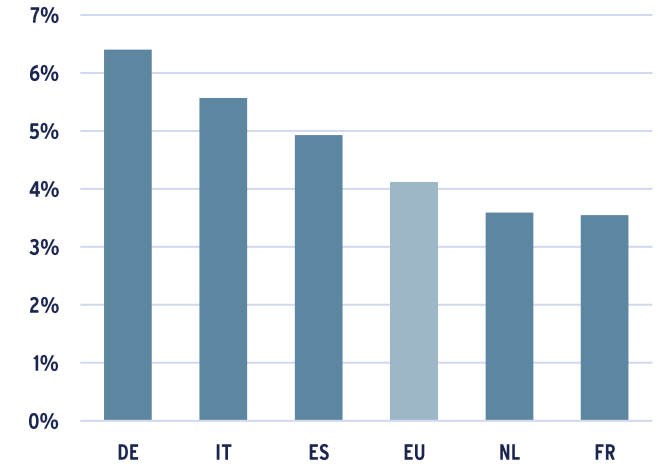
- Im zeitlichen Verlauf ist die NPL-Quote für immobilienbezogene Aktivitäten seit dem ersten Quartal 2023 von 1,8 % auf 2,9 % gestiegen. Damit liegt sie weiterhin unter dem im ersten Quartal 2019 verzeichneten Wert von 3,7 %.
- Die NPL-Quote von 2,9 % weicht jedoch von der zuvor genannten Quote von 4,1 % ab, da immobilienbezogene Aktivitäten vermutlich auch Wohnimmobilienkredite und unbesicherte Darlehen umfassen.
- Dennoch bestätigen die Daten als Trendindikator, dass deutsche Banken mit 5,3 % die höchste NPL-Quote unter den großen europäischen Ländern aufweisen.
- Italienische Banken bilden erneut eine Ausnahme: Ihre NPL-Quote sank deutlich von 19,4 % im ersten Quartal 2019 auf 3,2 % im ersten Quartal 2026.
- Auch spanische Banken konnten ihre NPL-Quote von 5,1 % im ersten Quartal 2019 auf 2,4 % im ersten Quartal 2026 reduzieren.
- Insgesamt reagieren NPL-Quoten zeitverzögert auf Marktspannungen, da Kreditnehmer versuchen, Kreditausfälle und Zwangsvollstreckungen möglichst zu vermeiden.

GESAMTVERLUSTE AUS HYPOTHEKENENGAGEMENTS (NUR BANKEN)



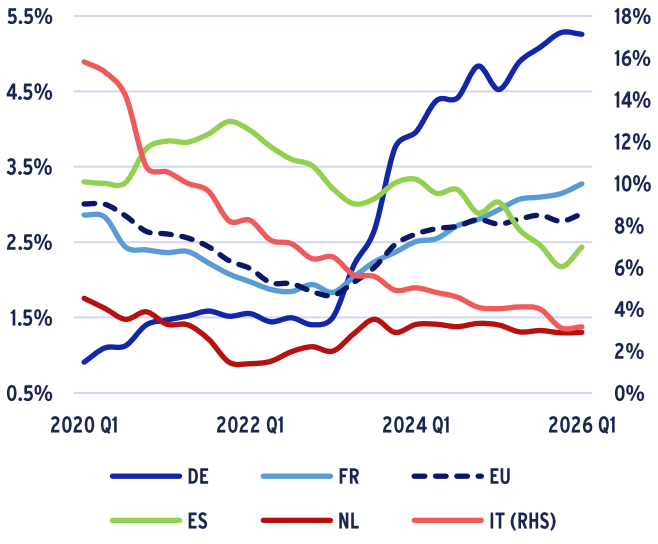
Quellen: AEW Research & Strategy, European Banking Authority, Stand 4. Quartal 2025

NOTLEIDENDER ANTEIL DER DURCH GEWERBEIMMOBILIEN BESICHERTEN GESAMTKREDITE AN NICHT-FINANZUNTERNEHMEN STAND 4. QUARTAL 2025



Quellen: AEW Research & Strategy, European Banking Authority Stand 4. Quartal 2025

QUOTE NOTLEIDENDER KREDITE (NPL) FÜR IMMOBILIENINVESTITIONEN



Quellen: AEW Research & Strategy, European Banking Authority Stand 4. Qu. 2025

ÜBER AEW

AEW ist einer der weltweit größten Immobilien Investment- & Asset Manager1 mit 73,2 Milliarden Euro an Assets under Management (Stand 30. Juni 2026) [1]. Mit über 815 Mitarbeitern und Hauptniederlassungen in Boston, London, Paris und Hong Kong 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 34,7 Milliarden Euro, welches in Fonds und Separate Accounts gebündelt ist (Stand 30. Juni 2026). AEW beschäftigt europaweit über 510 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 13 Milliarden Euro.

KONTAKT RESEARCH & STRATEGY



HANS VRENSEN CFA[2]
Head of Research & Strategy
Tel. +44 (0)20 7016 4753
hans.vrensen@eu.aew.com



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



ALEXEY ZHUKOVSKIY CFA[2]
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



BIANCA KRAUS
Head of Investor Relations, Europe
Tel. +49 893 090 80 710
bianca.kraus@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.

[1]Quelle: „2026 IREI.Q Real Estate Managers Guide". Der jährlich von Institutional Real Estate, Inc. veröffentlichte Leitfaden ordnet Immobilienmanager nach dem Bruttoimmobilienwert der AUM (in Millionen USD) zum 31. Dezember 2025. [2]CFA® und Chartered Financial Analyst® sind eingetragene Handelsmarken des CFA Institute.

[1] Stand: 30. Juni 2026. 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 73,2 Mrd. € umfasst 34,7 Mrd. € an Vermögenswerten, die von AEW Europe und ihren verbundenen Unternehmen verwaltet werden, 2,4 Mrd. € an regulatorischen Vermögenswerten, die von AEW Capital Management, L.P., verwaltet werden, und 36,1 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. Aufgrund von Rundungen können sich bei den Summen Abweichungen ergeben.