

# Gewerbliche Immobilienkredite in der Krise: Steht Deutschland vor einer Non-Performing-Loan Welle?

**Whitepaper: „Distressed Real Estate“:  
Aktuelle Herausforderungen und Perspektiven für  
Kreditnehmer und Finanzierer**

März 2024





**Non-Performing-Loan (NPL), der – Substantiv**  
**Kredit, notleidend, der – Substantiv**

*Ein Kredit gilt als non-performing, d. h. notleidend, wenn es unwahrscheinlich ist, dass der Kreditnehmer seine Kreditverbindlichkeiten vollständig erfüllen kann oder der Kreditnehmer mit seinen Zins- und Tilgungsverpflichtungen mehr als 90 Tage im Rückstand ist.*



# Inhaltsverzeichnis

1	Unsere Thesen auf einen Blick	<u>04</u>
2	Risikofaktoren im Immobiliensektor	<u>06</u>
3	Ausblick: Entwicklung NPL-Volumen und Verkäufe	<u>14</u>
4	<i>Exkurs: In Krisensituationen Komplexität reduzieren</i>	<u>19</u>



# Unsere Thesen auf einen Blick



# Die gewerblichen Immobilienkredite in der Krise: Wie geht es weiter? - Unsere Thesen

1

Die Anzahl der deutschen NPLs in der gewerblichen Immobilienfinanzierung wird 2024 und 2025 erheblich zunehmen.

2

In Deutschland sind derzeit insbesondere Projektentwickler und Bauträger in einer herausfordernden Situation. Viele Nachrang- / Mezzanine- Finanzierer werden ihre Engagements in diesem Bereich abschreiben müssen. Auch für die Senior-Finanzierer erhöht sich das Abschreibungsrisiko zunehmend.

3

Die Risikofaktoren für Büroimmobilien in Deutschland bleiben hoch. Eine ähnlich dynamische Entwicklung wie in den USA ist hierzulande allerdings nicht wahrscheinlich.

4

„Wait-and-see“ ist derzeit sowohl für Banken wie auch für potenzielle Verkäufer die präferierte Handlungsoption – im Wesentlichen zur Vermeidung erheblicher Preisabschläge und der (noch) bestehenden Hoffnung auf eine baldige Markterholung.

5

Trotz steigender Anzahl notleidender Kredite ist eine signifikante NPL-Verkaufswelle bislang ausgeblieben. Regulatorik und Aufsichtsbehörden werden aber den Handlungsdruck auf die Akteure deutlich erhöhen.

6

Kreditverkäufe nehmen zu und werden sich in Krisensituationen immer mehr als valide Handlungsoption etablieren. Eine grundsätzliche Belebung des Transaktionsmarktes durch die resultierende Verkäufe wird die Folge sein.



# Risikofaktoren im Immobiliensektor



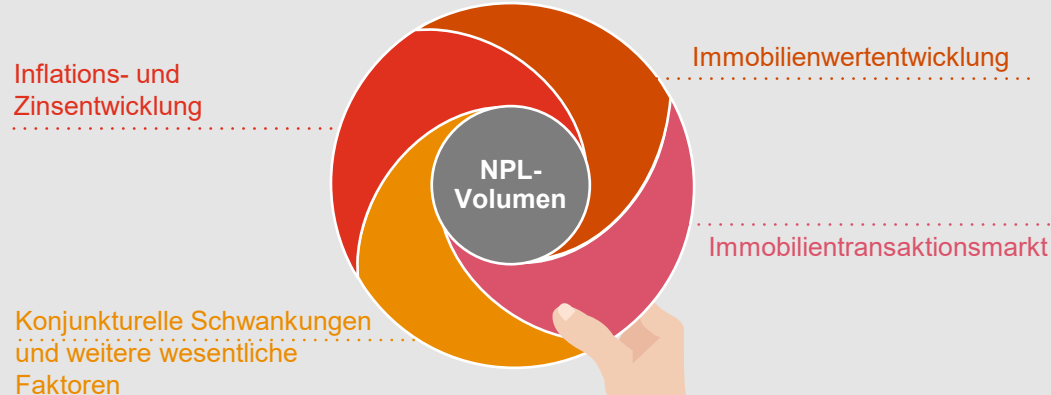
# Vor allem makroökonomische Einflussfaktoren haben zu Turbulenzen auf dem deutschen Immobilienmarkt geführt

Um zu verstehen, ob es zu einer NPL-Welle in der deutschen gewerblichen Immobilienfinanzierung kommen wird, muss man verstehen, welche Faktoren zu der derzeitigen Krise auf dem Immobilienmarkt geführt haben.

Wesentliche Einflussfaktoren, die zu einer Krise geführt haben und folglich zu einem Anstieg des NPL-Volumens im Immobiliensektor beitragen können, lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Konjunkturelle Schwankungen
  - Inflations- und Zinsentwicklung
  - Immobilienwertentwicklung
  - Immobilientransaktionsmarkt
  - Weitere wesentliche Faktoren (u.a. Regulatorik, Aufsicht, Homeoffice, oder Online-Shopping)
- Im folgenden Kapitel werden diese wesentlichen Einflussfaktoren näher vorgestellt und analysiert.

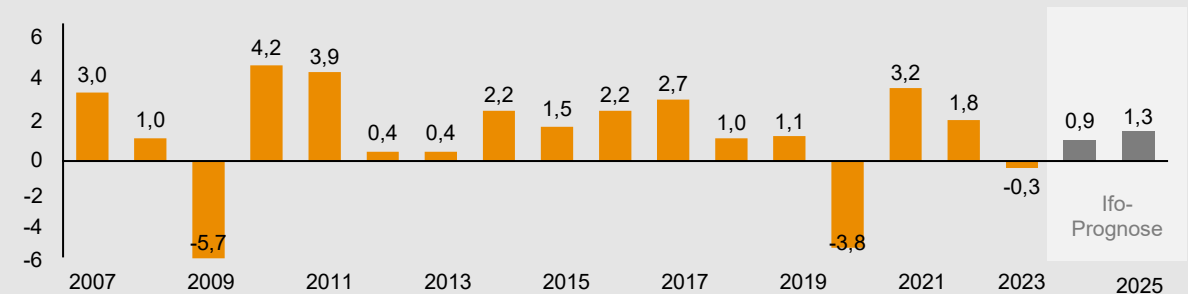
## Wesentliche Einflussfaktoren auf das NPL-Volumen im Immobiliensektor



Die vorliegende wissenschaftliche Evidenz aus verschiedenen Studien verdeutlicht eine komplexe Verknüpfung zwischen dem NPL-Volumen und diversen makroökonomischen Indikatoren. Besonders deutlich zeigen sich bedeutsame Zusammenhänge in Bezug auf das allgemeine Zinsniveau, das reale Einkommen, die wirtschaftliche Stabilität eines Landes sowie die gegenwärtige Inflationsrate.

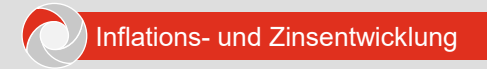
In Studien konnte durch die Untersuchung ausgewählter Märkte, wie beispielsweise der Türkei, eine signifikante positive Korrelation zwischen dem Zinssatz, dem Gesamtkreditvolumen sowie dem NPL-Volumen nachgewiesen werden. Weitere Studien zeigen, dass sowohl das Bruttoinlandsprodukt als auch die Arbeitslosenquote einen erheblichen Einfluss auf das NPL-Volumen ausüben. Neben einer negativen Korrelation mit dem Bruttoinlandsprodukt konnte hierbei auch eine positive Korrelation mit der Arbeitslosenquote nachgewiesen werden. Ähnlich signifikante negative Zusammenhänge zwischen dem Bruttoinlandsprodukt und dem NPL-Volumen konnten auch in anderen Ländern wie Malaysia beobachtet werden.

## Wirtschaftswachstum in Deutschland (in %)



Quelle: Statistisches Bundesamt, ifo Institut

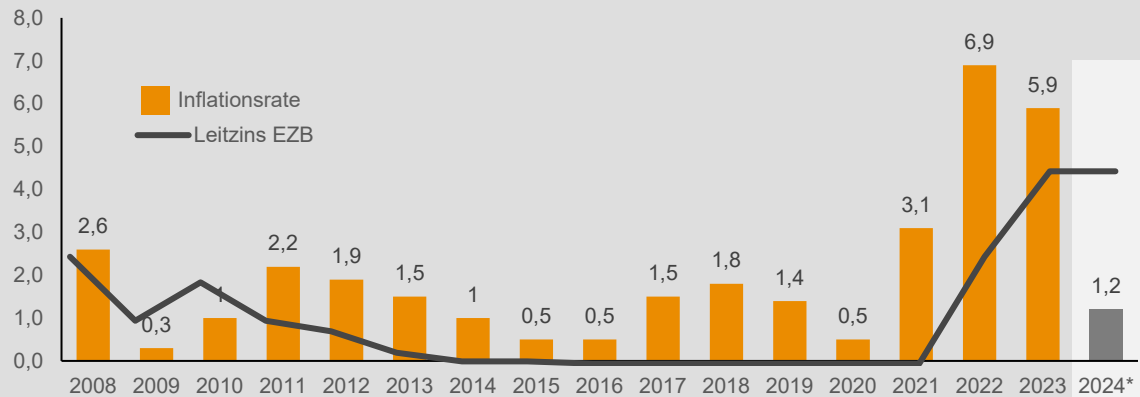
# Steigende Zinsen erhöhen Finanzierungskosten und machen andere Anlageklassen wieder attraktiver



## Höhere Inflation und steigende Zinsen führen zu Liquiditätsproblemen

Die Inflation verteuert Mieten, Bewirtschaftungskosten und Bauausgaben, mindert das Kapitalpolster und erhöht das NPL-Risiko. Gleichzeitig erhöhen steigende Zinsen Finanzierungskosten, setzen Abschreibungspotenziale frei und steigern das Kreditausfallrisiko. Die zunehmende Inflation belastet den Immobilienmarkt durch höhere Mieten, Bewirtschaftungskosten und Baukosten. Die drastische **Inflationszunahme** seit Anfang 2021 resultiert aus dem historisch-exponentiellen Anstieg der **Zentralbankgeldmenge** und der **Güterknappheit** infolge des Ukraine-Konflikts. Die **steigenden Energiekosten** schlagen sich in den Bewirtschaftungskosten nieder, was zu einem verringerten Kapitalpolster und einem erhöhten Risiko für NPLs führt, insbesondere bei langfristigen Zinsbindungen zu niedrigen Zinssätzen.

## Inflationsrate und Zinsen in Deutschland von 2008 bis 2024 (in % vs. Vorjahr)



Quelle: Statistisches Bundesamt, INFINA

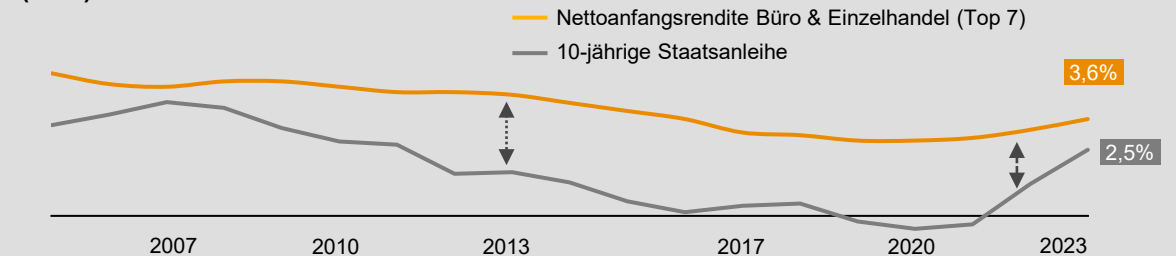
\*Daten prognostiziert

Auch die Entwicklung bei den Zinssätzen hat substantielle Auswirkungen auf den Immobilienmarkt. Ein steigender Leitzins induziert Liquiditätsengpässe und setzt Abschreibungspotenziale im Immobilienmarkt frei. Der Anstieg der Finanzierungszinsen belastet Kreditnehmer und erhöht das Kreditausfallrisiko, insbesondere bei **variabel verzinslichen Krediten oder auslaufenden Zinsbindungen**.

Die Finanzkrise von 2007/2008 führte zu einer Niedrigzinspolitik, die geringe Refinanzierungskosten und riskante Finanzierungsstrategien zur Folge hatte. Mit dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie und dem Ukraine-Konflikt stiegen Inflation und Leitzinsen.

**Der deutsche Leitzins, der Anfang 2022 bei knapp 0,5% lag, stieg Ende 2023 auf 4,5% an.**

## Entwicklung von Nettoanfangsrenditen (Top-7 Standorte DE) und 10-jährigen Staatsanleihen (in %)



Quelle: Deutsche Bundesbank, Banque centrale du Luxembourg

Während sich in den letzten Jahren noch hohe Nettoanfangsrenditen mit Immobilien realisieren ließen, waren Immobilien die bevorzugte Anlageklasse im Vergleich zu niedrig verzinsten zehnjährigen Staatsanleihen. Dieser Renditespread ist in der jüngsten Vergangenheit abgeschmolzen, sodass die Anlageklasse Immobilie für Investoren an Attraktivität deutlich verloren hat.



# Sinkende Immobilienwerte erhöhen die Risiken bestehender Immobilienfinanzierungen deutlich



## Sinkende Immobilienwerte führen zu deutlich erhöhten Kreditrisiken

Sinkende Immobilienwerte stellen eine zunehmende Herausforderung dar. Dies liegt vor allem darin begründet, dass die Werte als Sicherheit für die Immobilienfinanzierungen herangezogen werden. Sinkt der Immobilienwert im Verhältnis zur gleichbleibenden Kreditsumme, erhöht sich der Loan-to-Value\* (LTV) und damit das Risiko erheblich.

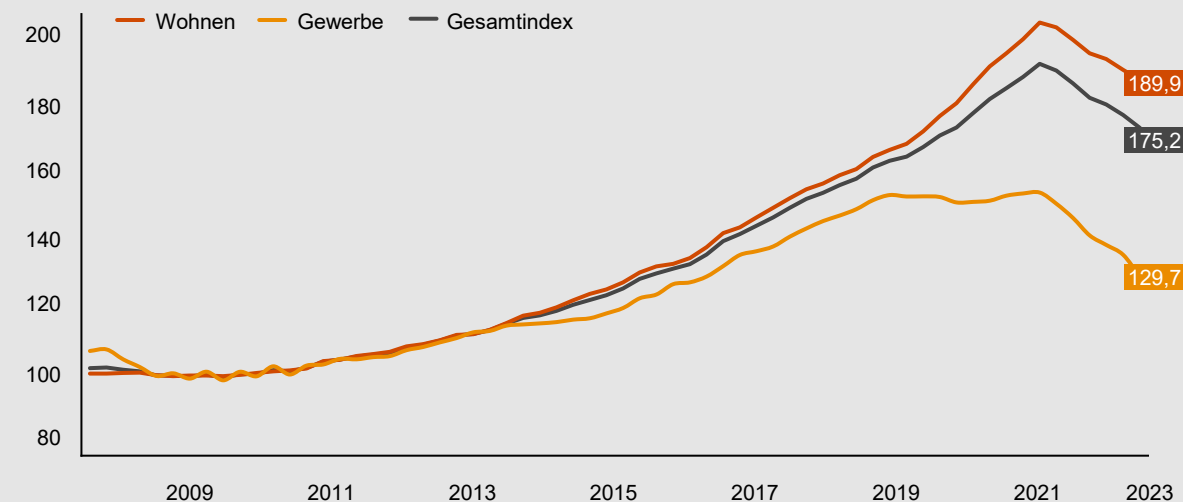
In den letzten zehn Jahren erreichten die Immobilienwerte in Deutschland ein **Allzeithoch**, was vor allem ein Resultat der geänderten Geldpolitik und den sich daraus ergebenden günstigen Finanzierungsbedingungen war. Während die Wertentwicklung in den Top-Lagen seit Anfang 2022 zunächst stagniert und nun auch rückläufig ist, geht diese Entwicklung in den B- und C-Lagen bereits mit **deutlichen Wertrückgängen** einher. Besonders stark zeigt sich dieser Effekt im gewerblichen Immobilienbereich und vor allem bei Objekten mit einer **schlechten Energieeffizienz**. Des Weiteren, ist insbesondere die Assetklasse der **Büroimmobilien** betroffen, die spätestens seit dem Ende der Corona-Pandemie einem strukturellen Wandel unterliegt.

Im Immobilien-Finanzierungskontext spielt der **LTV eine entscheidende Rolle**: Der LTV stellt hierbei das Verhältnis der ausstehenden Kreditsumme zum Immobilienwert dar und liegt bei Neufinanzierungen (je nach Assetklasse, Risikostruktur etc.) in der Regel **bei ca. 50% - 70%**. In der Regel gibt es in der gewerblichen Immobilienfinanzierung vertraglich festgelegte Schwellenwerte, sog. **Covenants**, die eingehalten werden müssen. Steigt also der LTV über den vorher vertraglich festgelegten Wert (sog. Covenant-Bruch), muss dieser durch Einbringen von neuem Eigenkapital „geheilt“ werden, bis sich der LTV unter der **festgelegten Schwelle** befindet.

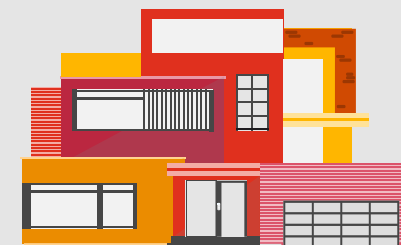
Die sinkenden Immobilienwerte führen derzeit vermehrt zu **LTV Covenant-Brüchen**. Kann der Kreditnehmer kein weiteres Eigenkapital einbringen, gilt der Kredit schnell als **ausfallgefährdet, bzw. befindet sich im Ausfall**. Dies muss nicht automatisch eine operative Verschlechterung der Immobilie bedeuten.

\*Loan-to-value (LTV) bezeichnet das Verhältnis des Kreditbetrags zum Verkehrs-/Marktwert einer Immobilie und ist eine wesentliche Kennzahl bei der Beurteilung und Genehmigung der Finanzierung.

Vdp-Immobilienpreisindex für Wohnen und Gewerbe bis 2023



Quelle: Vdp



# Am Immobilien-Transaktionsmarkt hat noch keine finale Preisbildung stattgefunden



**Immobilientransaktionen in Deutschland sind seit dem Jahr 2023 nahezu zum Erliegen gekommen**

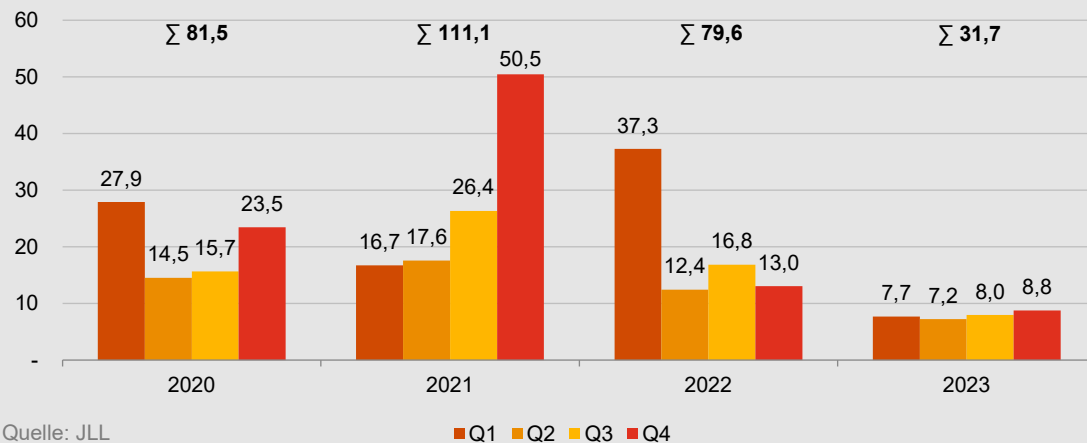
Die Einflussfaktoren auf die Immobilienbranche in Deutschland haben deutliche Auswirkungen auf das Transaktionsvolumen und eine Verschiebung der Nutzungsklassen zur Folge.

Auf dem Immobilientransaktionsmarkt in Deutschland ist seit Anfang 2022 ein **Rückgang des Transaktionsvolumens** zu verzeichnen. Anfang 2024 läuft ebenfalls mit einem äußerst reduzierten Volumen an. Maßgeblich lässt sich diese Entwicklung auf die externen (makroökonomischen) Einflussfaktoren zurückführen – Im Vordergrund dabei stehen die **Zins- und Inflationsentwicklung**. So verringerte sich das Transaktionsvolumen von rund 111 Mrd. € im Jahr 2021, auf 80 Mrd. € im Jahr 2022 und schließlich auf lediglich 32 Mrd. € im Jahr 2023.

Zudem ergibt sich aus der Aufteilung der Immobilientransaktionen nach Nutzungsart eine **signifikante Verschiebung**. Im Jahr 2022 hatte die Assetklasse Büro den größten Anteil am Transaktionsvolumen des Investmentmarktes eingenommen – während im Jahr 2023 der Anteil der Assetklasse Büro am Investmentmarkt signifikant zurückging, ist der **Anteil der Assetklassen Logistik, Wohnen und Einzelhandel gestiegen**.

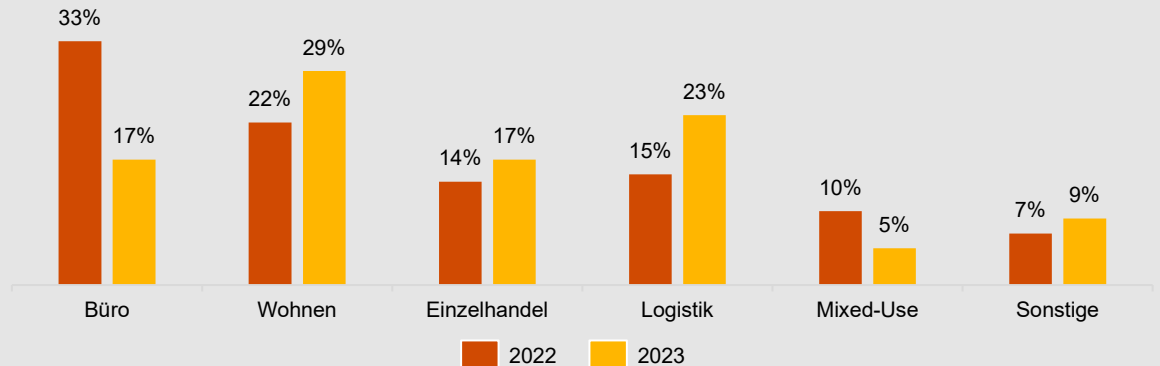


**Immobilientransaktionsvolumen Deutschland (in Mrd. €)**



Quelle: JLL

**Immobilientransaktionen verschiedener Anlageklassen im Zeitvergleich**



Quelle: JLL

# Tiefgreifende gesellschaftliche Trends stellen vor allem Büro- und Einzelhandelsimmobilien vor große Herausforderungen



Weitere wesentliche Faktoren

## Weitere wesentliche Faktoren beeinflussen den Immobilienmarkt

Neben den bisher näher betrachteten makroökonomischen Einflussfaktoren gibt es noch eine Vielzahl weiterer Faktoren, die einen starken Einfluss auf die Entwicklungen am Immobilienmarkt haben.

Während die Büroimmobilienkrise weiterhin besteht, zeigen Einzelhandelsimmobilien bereits erste Anzeichen einer Stabilisierung – ein potenzieller Hoffnungsschimmer für die Branche.



### Assetklasse Einzelhandel in der Krise

Die starke Zunahme des **Online-Handels** stellt eine Herausforderung für den stationären Einzelhandel dar. Die Welle an **Insolvenzen** unter den Einzelhändlern scheint deshalb auch nicht abzubrechen. Obwohl derzeit ein **Aufwärtstrend** nach dem extremen Einbruch im Rahmen der Corona-Schließungen erkennbar ist, sind nach wie vor nachhaltig sowohl beste „Highstreet“-Lagen, aber auch B- und C-Lagen, Warenhäuser sowie Shoppingcenter teilweise von hohen Leerständen geprägt. Eine in 2023 veröffentlichte PwC-Studie fasst die Lage von **Shoppingcentern** im Rahmen einer Umfrage wie folgt zusammen:

- **34%** beträgt der von den Befragten geschätzte Anteil **nicht zukunftsfähiger Shoppingcenter** in Deutschland,
- 61% der Befragten gehen in ein Shoppingcenter, **ohne unbedingt etwas zu konsumieren**,
- **15-20% Leerstand** sind die Regel und **16% beträgt die Absenkung des Quadratmeterpreises** bei einer Neuvermietung.



### Assetklasse Büro in der Krise

Eine 2023 veröffentlichte PwC-Studie zum deutschen Büroimmobilienmarkt bringt im Rahmen einer Umfrage unter anderem folgende Erkenntnisse zu Tage:

- Arbeitnehmer:innen verbringen auch nach der Corona-Pandemie etwas **mehr als die Hälfte der Arbeitswoche im Homeoffice**,
- Damit sind über **50% der Büroflächen in Deutschland nicht belegt**,
- 78% der Arbeitgeber planen bereits heute ihre Büroflächen in den nächsten Jahren um **über 20% zu reduzieren**, um sich den geänderten Bedürfnissen ihrer Arbeitnehmer anzupassen.

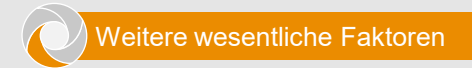
Der Büromarkt unterliegt somit einem starken strukturellen Wandel. Die Nachfrage nach neuen Büroobjekten in 1A-Lagen, die alle Anforderungen an ESG\*, Nachhaltigkeit und Energieeffizienz erfüllen, bleibt jedoch nach wie vor hoch.

Vor allem **nicht-energieeffiziente ältere Büros in B-/C-Lagen** stehen unter Druck. Die Gefahr ist groß, dass Mietverträge gar nicht oder nur mit deutlicher Flächenreduktion verlängert werden. Die Ansprüche der Mieter an die Ausstattung sind deutlich erhöht – um diese bedienen zu können, bedarf es auch größerer Investitionen, die finanziert werden müssen.

Zu einer „distressed situation“ kann es insbesondere bei den genannten älteren Büroobjekten derzeit schnell kommen. Die Spirale der fehlenden Neuvermietungen, Investitionsstau und der daraus resultierenden Abwertung führt wiederum dazu, dass weder eine Refinanzierung noch der Verkauf ohne größere Abschlüsse möglich ist.



# Aufsichtsrecht und Regulatorik erhöhen den Handlungsdruck auf die Finanzierer



Weitere wesentliche Faktoren

## Weitere wesentliche Faktoren beeinflussen den Immobilienmarkt

Neben den bisher näher betrachteten makroökonomischen Einflussfaktoren gibt es noch eine Vielzahl weiterer Faktoren die einen starken Einfluss auf die Entwicklungen am Immobilienmarkt haben.



### Aufsicht und Regulatorik

Die regulatorischen Vorgaben für Banken in der Immobilienfinanzierung verschärfen sich: Die **EBA (European Banking Authority) Guidelines zu NPLs** geben Richtlinien und Empfehlungen für die Behandlung von notleidenden Krediten durch Banken in der Europäischen Union. Diese Richtlinien zielen darauf ab, die Effizienz und Konsistenz der NPL-Bewältigung zu verbessern und die Risiken für Banken zu verringern. Hinzu kommt noch die ordnungsgemäße Umsetzung von Rechnungslegungsstandards im Kreditbereich (**IFRS 9\***). Zur Kontrolle der Umsetzung dieser Guidelines und Standards führen die Europäische Zentralbank und die Deutsche Bundesbank zunehmend sogenannte „**On-site-Inspektionen (OSI)**“ bei Finanzinstituten durch, um die vorliegenden Risikostrukturen, Bewertungen und Risikokontrollverfahren zu überwachen.

Der Fokus lag in jüngster Vergangenheit hierbei vermehrt auf den **Immobilienkreditbüchern** der Finanzinstitute.

Intensive Prüfung und Diskussionen um die Werthaltigkeit der Sicherheiten bzw. der angesetzten Immobilienwerte zwingen die Banken teilweise zur Bildung von erheblichen zusätzlichen Einzelwertberichtigungen und letztendlich zu einem schnelleren Handeln. Das Vorgehen der Aufsicht ist somit ein treibender Faktor, der zur vermehrten Einordnung von Krediten in den Status „**Problem-/Intensivkredit**“ und „**non-performing**“ führt.

\*International Accounting Standards (IFRS)

\*\*Baseler Rahmenwerk umfasst alle gültigen Standards des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht zur Eigenkapitalvereinbarung (Basel II & III)

Banken müssen nachhaltige Lösungen im Umgang mit notleidenden Kreditnehmern präsentieren und ein effizientes Risikomanagement implementieren. Daneben besteht eine höhere **Eigenkapitalunterlegungspflicht** für Problemkredite nach Basel II und Basel III\*\*. Bei erhöhten NPL-Quoten werden sich die Banken mittelfristig für einen Kreditverkauf als Strategie entscheiden.



# Sonderfall Projektfinanzierung in Deutschland: Projektentwickler und Bauträger besonders ausfallgefährdet

**Warum sind derzeit vor allem Projektentwickler in Schieflage? Der Vergleich mit dem europäischen Ausland zeigt, dass die Auswirkungen in diesem Bereich in Deutschland besonders gravierend sind.**

Auffällig ist, dass in Deutschland derzeit insbesondere **Projektentwickler** und **Bauträger** von den Turbulenzen am Markt betroffen sind und vermehrt **Insolvenzen** einzelner Projektgesellschaften, aber auch gesamter Unternehmen die Folge ist.

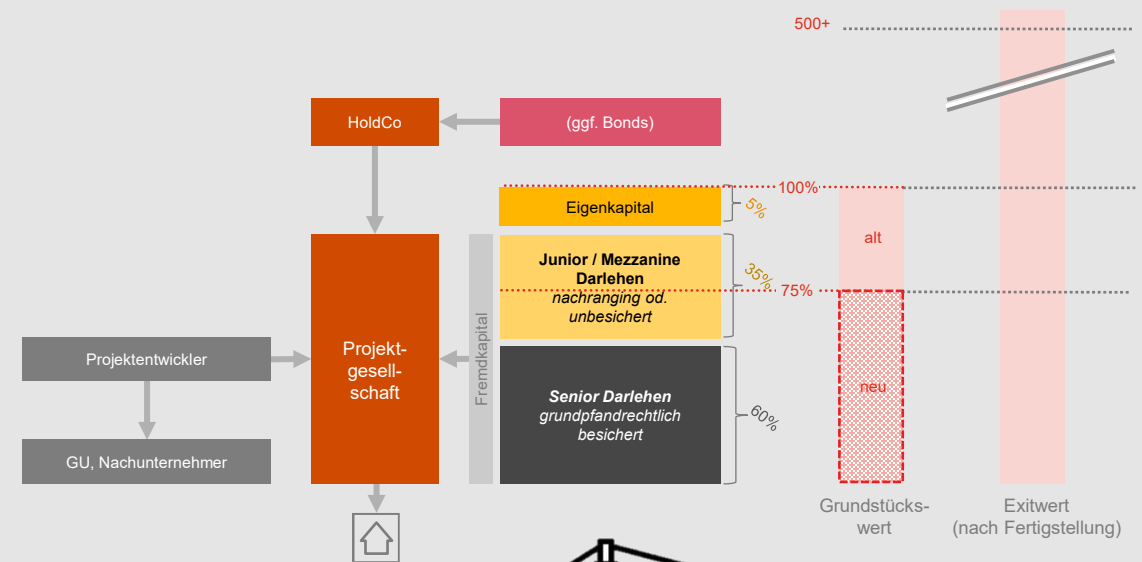
Dass die Insolvenzelle in diesem Bereich insbesondere Deutschland trifft, lässt sich damit erklären, dass in der Vergangenheit – im Vergleich zum europäischen Ausland – nur hier Projektentwicklungen mit wenig oder (fast) keinem Eigenkapital realisiert werden konnten. Teils **komplexe Finanzierungsstrukturen** mit Nachrang- oder Mezzanine-Darlehen auf Ebene der Projektgesellschaften, sowie gegebenenfalls Schuldscheindarlehen auf der Holding-Ebene, waren die Regel.

In der Vergangenheit war das Marktumfeld zudem von stetig **steigenden Immobilienpreisen** und fast **konstanten Baukosten** geprägt. Die Rechnung der Entwickler, die außerordentlich hohe Margen durch den Verkauf erzielen konnten, ging damit gut auf. Auch auf Finanzierungsseite konnten die hochverzinslichen kurzfristigen Nachrang- oder Mezzanine-Darlehen aufgrund der hohen Verkaufserlöse bedient werden und boten institutionellen Investoren eine gute Möglichkeit im Niedrigzinsumfeld eine höhere Rendite zu erzielen.

Nun jedoch sehen sich die Projektentwickler **erhöhten Baukosten, verlängerten Bauzeiten** und **mangelnden Exit-Möglichkeiten** gegenüber – und das bei laufenden (hohen) Finanzierungskosten mit teils außerordentlich komplexen Finanzierungsstrukturen. Junior und Mezzanine-Tranchen waren im Projektentwicklungsbereich die Regel statt Ausnahme – hinzu kommen teilweise zusätzliche Finanzierungen auf Holding-Ebene, die ebenfalls nicht mehr bedient werden können.

Betroffen sind Großprojekte, die ein Exit-Volumen >1 Mrd. € haben – hier fehlen die in- und ausländischen (institutionellen) Investoren, die zuvor als Käufer in Frage kamen. Aber auch Bauträger, bei denen z.B. der Einzelvertrieb von Eigentumswohnungen ins Stocken geraten ist bzw. teilweise komplett zum Erliegen gekommen ist, finden derzeit keinen Exit oder Refinanzierung.

## Beispiel Projektentwicklungsfinanzierung (schematische Darstellung)



Quelle: PwC Darstellung





# Ausblick: Entwicklung NPL-Volumen und Verkäufe



# Das NPL-Volumen steigt bereits an

## Volumen notleidender Kredite in Deutschland erhöht sich

Basierend auf einer im Januar 2024 veröffentlichten Auswertung der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) vergrößerte sich das deutsche NPL-Volumen zum Stichtag September 2023 von 31 Mrd. € (im September 2022) auf 34 Mrd. €. Dies entspricht einem Gesamtanstieg von 9,7% im Vergleich zum Vorjahreswert.

## Anteil notleidender gewerblicher Immobilienkredite am Gesamtvolumen nimmt zu

Besonders bemerkenswert ist der 56%ige Anstieg an notleidenden gewerblichen Immobilienfinanzierungen (CRE-Kredite). Im September 2023 lag das Verhältnis von notleidenden CRE-Krediten (9,7 Mrd. €) im Vergleich zu allen CRE-Krediten (insgesamt 285 Mrd. €) bei 3,4%, belief es sich zuvor im September 2022 noch auf 2,4% (mit 6,2 Mrd. € CRE-NPLs und insgesamt 260,3 Mrd. € CRE-Krediten).

**Die Zunahme an CRE-NPLs wird kurz- bis mittelfristig an Momentum gewinnen und zu einer NPL-Welle führen.**

# 56%

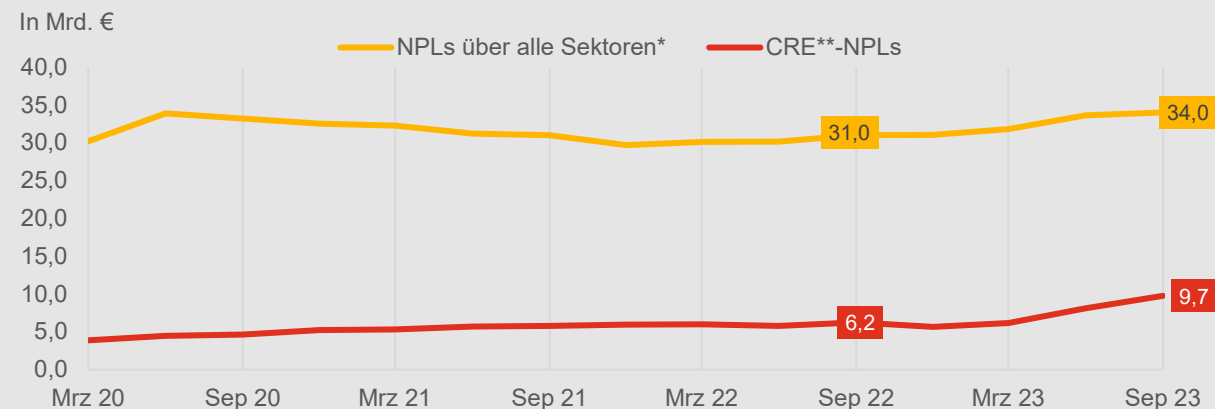
**Steigerung des Volumens notleidender gewerblicher Immobilienkredite im Vergleich zum Vorjahr  
(Sep. 2022 zu Sep. 2023)**

Notleidende Immobiliendarlehen für Wohnimmobilien beliefen sich zum September 2023 indes auf 2,8 Mrd. € und verzeichneten im Vergleich zum Vorjahr sogar einen leichten Rückgang in Höhe von 100 Mio. €. Im Sektor für privat genutzte Immobilien herrscht Stabilität, wohingegen Gewerbemarkt und Bausektor die Konsequenzen veränderter Makrobedingungen in Form von Wertabschreibungen zu tragen bekommen. Die Stabilität lässt sich vor allem dadurch erklären, dass private Wohnimmobilien- und Baukredite getilgt werden und die verbleibende Restschuld nach Auslauf der Zinsbindung wesentlich gesunken sein sollte. Kreditvertraglich festgehaltene Wertschwellen (LTV-Covenants) bestehen in diesem Bereich nicht, sodass sich die daraus entstehenden Probleme aus der gewerblichen Immobilienfinanzierung sich somit nicht oder nur in sehr abgeminderter Form zeigen.

Gewerbliche Immobilienkredite in der Krise: Steht Deutschland vor einer Non-Performing-Loan Welle?

PwC

## Entwicklung des NPL-Volumens in Deutschland von 2020 bis 2023



Quelle: European Banking Authority

\*Sektoren aufgeteilt in Kredite für private Haushalte, Wohneigentum, Unternehmen außerhalb des Finanzsektors, sowie kleine und mittelständische Unternehmen und gewerbliche Immobilien (CRE)

\*\*Commercial Real Estate



März 2024

15

# Der Vergleich mit der NPL-Welle nach der großen Finanzkrise zeigt wesentliche Unterschiede zur derzeitigen Situation

**Mit einem Anstieg des NPL-Volumens in der deutschen gewerblichen Immobilienfinanzierung ist zu rechnen – Kreditportfolioverkäufe bleiben (zunächst) aus.** Doch steuern wir auf eine vergleichbare Situation wie in der Finanzkrise und den Folgejahren zu, in welcher der Kreditmarkt von einer „NPL-Welle“ mit hohen Kreditportfolio-Verkäufen geprägt war?

Vor 2007 und im Rahmen der großen Finanzkrise spielten die Immobilienwirtschaft und insbesondere die Immobilienfinanzierer eine Schlüsselrolle: **Refinanzierungen durch Verbriefungsstransaktionen**, wie z. B. Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS), trugen maßgeblich zu Bankinsolvenzen bei. Banken haben damals Immobilienkredite mit **extrem hohen Beleihungsausläufen („LTVs“ über 80–90%)** ohne zusätzliche Sicherheiten oder Garantien (sog. „non-recourse“) vergeben. Als Folge eines rapide einsetzenden Wertabfalls der Immobilien überstieg die Höhe der ausstehenden Forderung somit den Wert der als Sicherheit hinterlegten Immobilie. Das Eigenkapital der Kreditnehmer war schnell „verbrannt“, sodass die Finanzierer auf einen Schlag Eigentümer einer Vielzahl von Immobilien wurden. Das Resultat war eine plötzlich einsetzende **NPL-Verkaufswelle**, da Banken so ihre Portfolios bereinigen konnten bzw. mussten. Investoren kauften die NPL-Portfolios und haben (nach teilweise erheblichen Investment- und Assetmanagement-Maßnahmen) von der positiven Wertentwicklung in den Folgejahren profitiert.

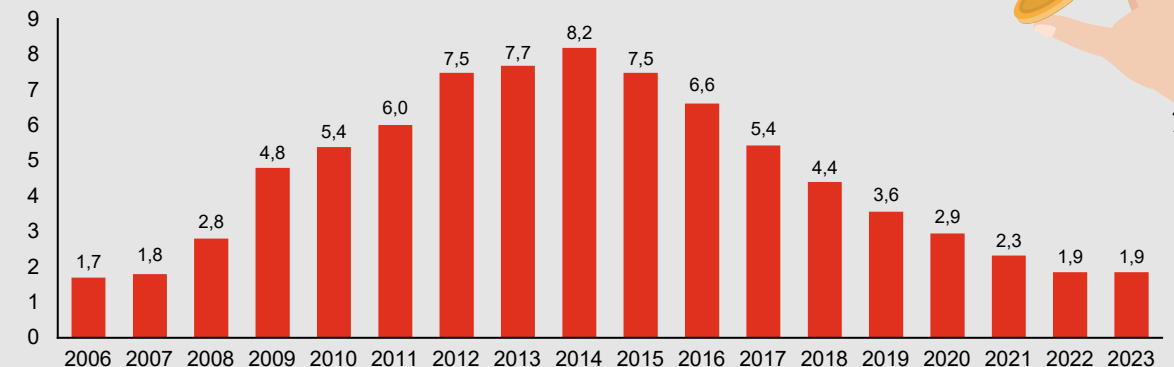
Ein **Anstieg des NPL-Volumens** in der gewerblichen Immobilienfinanzierung ist aufgrund der sich verschärfenden Einflussfaktoren auf dem Immobilienmarkt zu erwarten. Eine **NPL-Portfolio-Verkaufswelle** mit massiven Kreditportfolio-Verkäufen, wie wir sie in und nach der Finanzkrise 2007/2008 erlebt haben, ist hingegen nicht in Sicht. In der Vergangenheit waren die klassischen Vorrangfinanzierer deutlich risikoaverser als vor der Finanzkrise, was einen wesentlichen Unterschied zu damals darstellt.

**Warum bleiben Kreditausfälle trotz zunehmender Marktspannungen vorerst „unsichtbar“?**

Ein Blick in 2007/2008 verdeutlicht, dass das NPL-Volumen mit zeitlicher Verzögerung reagiert und erst in den Jahren 2012 bis 2014 stark angestiegen ist. Insbesondere in der Immobilienbranche werden die Auswirkungen der aktuellen wirtschaftlichen Lage erst mit Verzögerung erkennbar sein, da die Immobilienmärkte vergleichsweise träge auf makroökonomische Veränderungen reagieren.

Infolgedessen ist zu erwarten, dass auch der Anstieg des Volumens für **notleidende Immobilienfinanzierungen** erst verzögert einsetzen wird. Hinzu kommt, dass die nach der großen Finanzkrise veränderten regulatorischen Rahmenbedingungen zu **restriktiveren Kreditvergabeprozessen** sowie deutlich **niedrigeren LTVs** führten. Die Aufsicht verpflichtete Banken dazu, mehr Eigenkapital für vergebene Kredite vorzuhalten. Dieser Unterschied zur Ausgangssituation in der großen Finanzkrise ist wesentlich und soll einen massiven Anstieg des NPL-Volumens in Krisenzeiten zukünftig verhindern.

Anteil der NPLs an den Bruttokrediten im Euroraum (in %)



Quelle: EZB, FRED

Ein zusätzlicher wesentlicher Faktor, welcher die derzeitige Lage von der großen Finanzkrise unterscheidet, ist, dass die vorrangig besicherten Finanzierer (Senior) derzeit noch **keine Notwendigkeit des Kreditverkaufs** sehen. Durch die eingetragenen Grundschulden und einen Objektwert, der (noch) über der Forderung liegt, besteht keine Notwendigkeit zu agieren. Hier könnten sich eher die Nachrang- bzw. Mezzanine-Kreditgeber gezwungen sehen, kurzfristig nach gemeinsamen Lösungsoptionen zu suchen. Ein Kreditverkauf kommt jedoch auch für sie in den meisten Fällen noch nicht in Frage.





# Entwicklung des USA-Büromarktes in abgeschwächter Form auch in Deutschland zu erwarten

## Unterschiede zwischen deutschem und amerikanischem Immobilienmarkt

Der amerikanische Immobilienmarkt **reagiert schneller** und ist **volatiler** als der deutsche Markt. Ein Vergleich des deutschen und amerikanischen Gewerbeimmobilienmarktes zeigt, dass der amerikanische Immobilienmarkt schneller auf veränderte Rahmenbedingungen reagiert und somit volatiler ist, als der Markt in Deutschland.

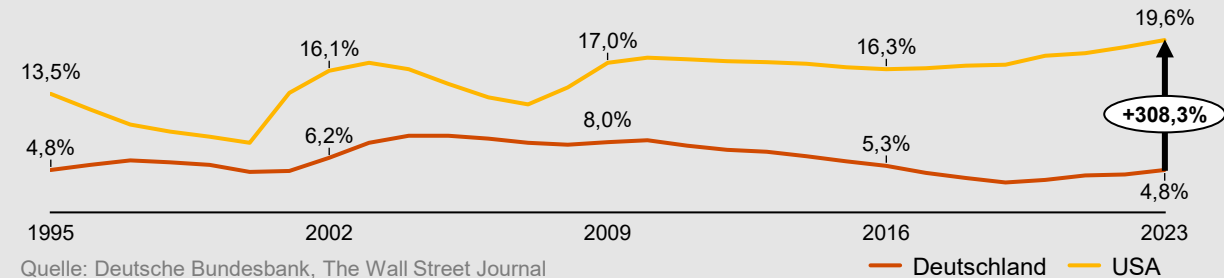
Dies liegt unter anderem an der **höheren Transparenz** des amerikanischen Immobilienmarktes. Marktteilnehmern stehen auch in transformativen Marktphasen schneller aktuelle und belastbare Marktdaten zur Verfügung, die es Ihnen ermöglichen **fundierte Transaktionsentscheidungen** zu treffen. Eine geringere Transparenz und verzögerte Verfügbarkeit von Marktdaten führt gerade in einem sich verändernden Marktumfeld zu verstärkter Unsicherheit und somit tendenziell zu einer **Zurückhaltung** auf dem Transaktionsmarkt.

## Deutsche Büroimmobilien sind ausgelasteter als in den USA

Ein weiterer entscheidender Unterschied in den aktuellen Entwicklungen auf den Büromärkten der USA und Deutschland betrifft die **Auslastung der Immobilien**. Insbesondere aufgrund der Pandemie hat sich der Arbeitsmarkt in den USA an die Vorzüge des Home-Office gewöhnt, was zu einer Vielzahl von **leer stehenden Bürogebäuden** führt. Großunternehmen kündigen Mietverträge oder reduzieren ihre Büroflächen. Die aktuelle Leerstandsquote bei Bürogebäuden in den USA erreicht mit **etwa 20%** den höchsten Wert seit Beginn der Erhebungen im Jahr 1979. Insbesondere an der Westküste, durch die Präsenz von Silicon Valley und dem Technologiesektor, ist dieser Effekt besonders ausgeprägt.

In Deutschland hingegen sind die Entfernungen zu den Büros oft deutlich kürzer, was zwar auch zu Leerständen führt, jedoch in geringerem Ausmaß, zuletzt bei **knapp 5%**. Insgesamt zeigt der deutsche Büroimmobilienmarkt eine **geringere Volatilität** im Bezug auf den Leerstand und eine deutliche Abnahme seit der Finanzkrise im Vergleich zum amerikanischen Markt.

## Leerstandsquoten für Bürogebäude in Deutschland und den USA (in %)



## Komplexe Finanzierungsstrukturen in den USA bergen höhere Risiken

Die Herangehensweise amerikanischer Banken an die Finanzierung von Büroimmobilien ist oft deutlich komplexer im Vergleich zu deutschen Standards. Häufig strukturieren amerikanische Banken Finanzierungen in verschiedene Tranchen und nutzen Nachrang- und Mezzanine-Finanzierungen, um den Eigenkapitalanteil zu minimieren. Kommt es aufgrund des sehr dynamischen Marktes zu drastischen Abwertungen der Immobilie, sind die Investoren schnell „aus dem Geld“. Ihr Eigenkapital ist somit „verbrannt“ und sie haben keinerlei Motivation, weiter in das Objekt zu investieren. Da die Banken ebenfalls nicht ins aktive Assetmanagement einsteigen oder zusätzliche Tranchen finanzieren wollen, ist der Kreditverkauf eine durchaus valide Option, die in den USA nun vermehrt genutzt wird.

**Es ist festzustellen, dass der deutsche Büroimmobilienmarkt eine bessere Auslastung aufweist und insgesamt einer geringeren Volatilität unterliegt als der Markt in den USA. Die Risikofaktoren des deutschen Büroimmobilienmarktes sind jedoch weiterhin hoch: insbesondere ältere Bürogebäude in B-/C-Lagen, die nicht den heutigen Energieeffizienzstandards entsprechen, stehen im Fokus. Für diese erwarten wir die größte Anzahl an Verkäufen notleidender Kredite.**

# Die Sicht der Banken: Warum (noch) „amend and extend“\* gegenüber einem Kreditverkauf präferiert wird

## Es sprechen einige Faktoren für Kreditverkäufe als valide Option für Finanzierer

Wie bereits erläutert, haben die verschärften Vorgaben der Aufsicht und die Überprüfung ihrer Einhaltung einen wesentlichen Einfluss auf Kreditentscheidungen bei Finanzierern. Doch wann kann ein Kreditverkauf für ein Finanzierungsinstitut tatsächlich sinnvoll sein?

- **Wirtschaftlichkeit:** Grundsätzlich gilt: Sobald der Wert des besicherten Objekts unter den Wert der Forderung gefallen ist (LTV > 100) und nachhaltig keine Wertsteigerung mehr zu erwarten ist, ist über einen Forderungsverkauf nachzudenken.
- **Finanzierer sind keine Bestandhalter oder Projektentwickler:** In dem Fall, dass der LTV > 100 ist und der Kreditnehmer keine Motivation mehr hat, weiteres Eigenkapital in das Engagement zu investieren, wird der Finanzierer zum faktischen Eigentümer der Sicherheit. Dieser hat in den meisten Fällen jedoch kein Interesse, Kapazität und Know-how, die Immobilien oder (unfertige) Projektentwicklungen „in ihre Bücher“ zu nehmen, fertig zu bauen und/oder zu managen.
- **Risikoreduktion und Eigenkapitalunterlegung:** Der Verkauf eines NPL ermöglicht es der Bank, das mit diesem Kredit verbundene Kreditrisiko zu reduzieren und ihre Bilanz zu bereinigen. Die erhöhten Eigenkapitalanforderungen an NPLs belasten die Banken zusätzlich. Ein NPL-Verkauf kann ein Teil einer von der Aufsicht vorgegebenen NPL-Strategie sein.
- **Kapazitätsgrenzen der Workout-Abteilungen:** Schon jetzt stoßen die sogenannten Workout-Abteilungen der Immobilienfinanzierer teilweise an ihre Grenzen. Die komplexen Restrukturierungs-Situationen verlangen ein hohes Maß an Erfahrung und interdisziplinärer Kompetenz. Die Anzahl der Fälle nimmt stetig zu.

\*Definition „amend and extend“: Für eine bestehende Finanzierung wird die Laufzeit verlängert (extend) und gleichzeitig werden die Konditionen geändert (amend).

Gewerbliche Immobilienkredite in der Krise: Steht Deutschland vor einer Non-Performing-Loan Welle?

## Ein wesentlicher Faktor hindert die Finanzierer jedoch (noch) daran, ihre Kreditrisiken durch NPL-Verkäufe zu minimieren

Obwohl die genannten Faktoren bereits vorliegen, kommt es nicht zu wesentlichen Kreditverkäufen in Deutschland. Dies lässt sich wie folgt erklären:

- Die Abschlüsse (sogenannte „Haircuts“) bei Forderungsverkäufen im Immobilienbereich sind (aus Sicht der Finanzierer) zu hoch.
- Die allgemeine Marktmeinung geht von einer **mittelfristigen Markterholung** aus, die man mit Kreditprolongationen und -restrukturierungen abwarten will.
- Der fehlende Transaktionsmarkt im Immobilienbereich führt dazu, dass die **Preisfindung** auf Objektebene, aber auch auf Kreditebene sehr schwer ist.
- Meistens sind auch **Nachrang- oder Mezzanine-Finanzierer** an den Immobilienfinanzierungen beteiligt. Solange diese noch ein Interesse daran haben, sich weiterhin an der Finanzierung zu beteiligen, versuchen sie, die Senior Finanzierer ebenfalls an Bord zu behalten.
- Viele Finanzierungsinstitute fürchten sich davor, dass sie Kredite derzeit mit hohen Abschlägen verkaufen und am Ende nicht an einer potenziellen Werterholung („Upside“) partizipieren.
- Nicht zuletzt fürchten viele Banken um die **guten Kundenbeziehungen** oder auch **Reputation**, sollten sie einzelne Forderungen oder ganze Portfolios verkaufen.

**Wie lange die Argumente gegen Immobilien-Kreditverkäufe dominieren werden, bleibt fraglich. Noch ist in Deutschland „wait and see“ bzw. „amend and extend“ die Regel und der Kreditverkauf die Ausnahme. Der Druck auf die Akteure erhöht sich allerdings erheblich: Aufsicht und Regulatorik, zunehmende Insolvenzen und steigender Investitionsbedarf in nicht-zukunftsfähige Immobilien. Alle Faktoren tragen zu einer deutlichen Zunahme der Dynamik im Markt bei und werden helfen, das derzeitige „Transaktions-Vakuum“ aufzulösen.**



*Exkurs:*

In Krisensituationen  
Komplexität reduzieren



# In Krisensituationen nimmt bei Immobilienfinanzierungen die Komplexität für alle Stakeholder schnell zu

## Reduktion von Komplexität als Grundlage für eine gelungene Restrukturierung

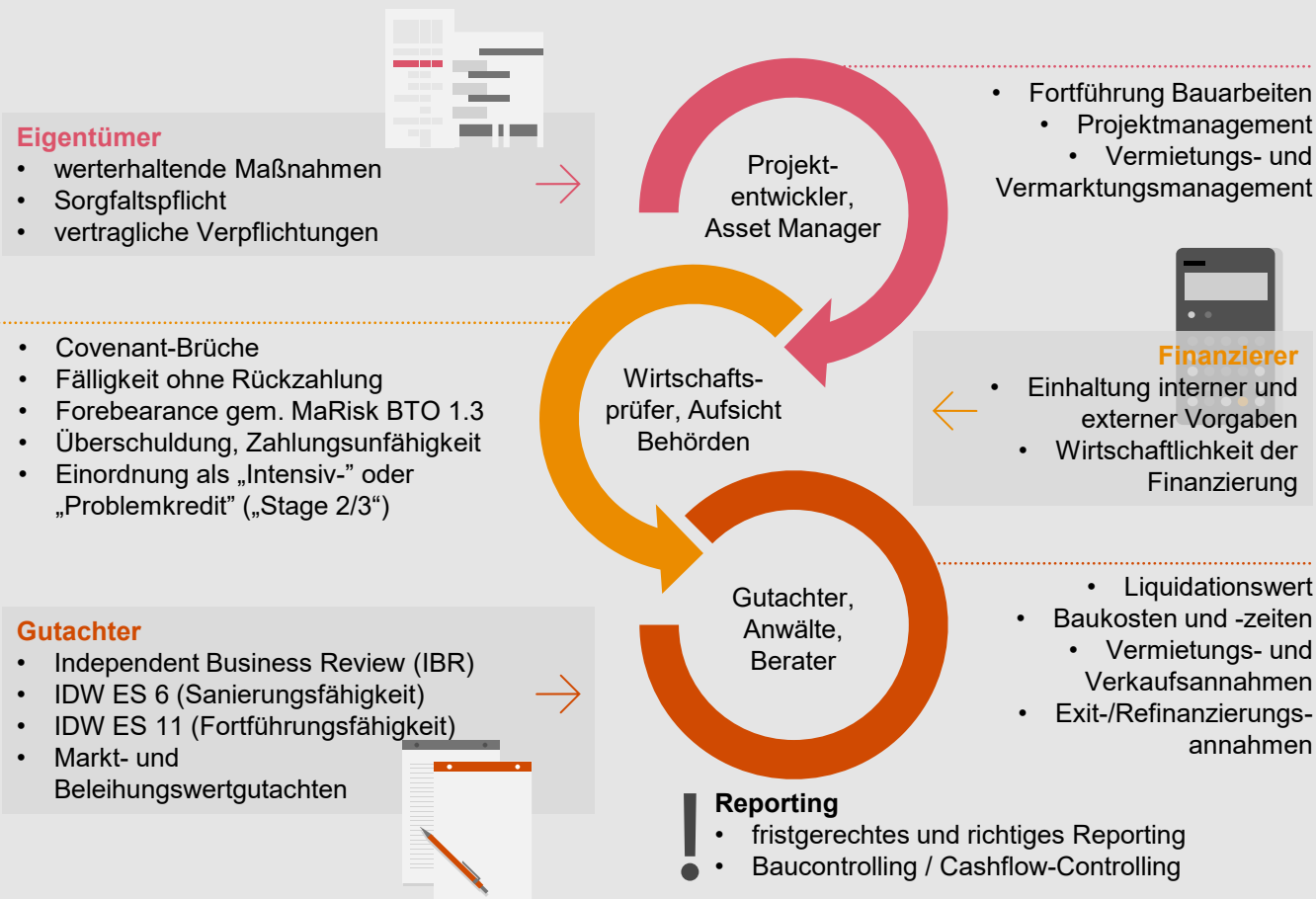
Kommt es aufgrund von Covenant-Brüchen, baldiger Fälligkeit des Kredits ohne Aussicht auf Rückzahlung, Zahlungsunfähigkeit des Kreditnehmers oder sonstiger negativer Ereignisse zu einer Krisensituation, gilt es zunächst Transparenz zu schaffen und Komplexität zu reduzieren.

### Vorgehensweise in Immobilien-Krisensituationen

- 1 Sofortige Immobilien- und Finanzanalyse
- 2 Kommunikation mit Gläubigern
- 3 Identifizierung von Maßnahmen und Optionen
- 4 Erarbeitung einer Strategie
- 5 Verhandlungen mit Stakeholdern
- 6 Umsetzung und Monitoring

Insgesamt erfordern Immobilien-Krisensituationen eine **sorgfältige Analyse**, **strategische Planung** und **flexible Reaktion**, um die negativen Auswirkungen (z.B. Baustillstand) zu minimieren.

Aufgrund der vorherrschenden **Komplexität** geht es aber zunächst darum, alle relevanten Akteure zu identifizieren und die möglichen **Handlungsoptionen** zu erarbeiten. Wichtig ist hierbei, nicht zu voreilig Entscheidungen zu treffen, die nachteilig für die langfristige Lösung der Situation sein können.



# Mit der Hilfe von Experten wird eine valide Grundlage geschaffen, um gremiensichere Entscheidungen treffen zu können

## Beispiel: Projektentwicklung in der Krise

Welche Optionen haben Projektentwickler/Kreditnehmer und Finanzierer in Krisensituationen? Dies hängt sehr stark von den Gegebenheiten und insbesondere dem Stadium der Entwicklung ab.

### Fall 1: Grundstücksfinanzierung (mit oder ohne Baurecht)

- Transparenz/Status der Baurechtsschaffung
- Reduzierung laufender (Projekt-)Kosten
- Validierung des geplanten Bauvorhabens (insbes. Nutzungsarten)
- intensive Diskussionen mit allen Stakeholdern

→ „Wait & see“  
als valide Option

### Fall 2: Projektentwicklung im Bau (Fertigstellungsgrad < ca. 85%)

- Transparenz angefallene & verbleibende Baukosten und -zeiten
- Validierung bestehender Verträge (GU, Sub) und ggf. Neuvergabe
- Durchfinanzierung auf Basis eines transparenten Businessplans

→ Fokus auf Vermarktung  
Durchfinanzierung  
ggf. JV oder  
Neufinanzierungspartner

### Fall 3: Bau im Endstadium (Fertigstellungsgrad > ca. 85%)

- Transparenz angefallene & verbleibende Baukosten und -zeiten
- Neuvergabe bestehender Verträge i. d. R. nicht sinnvoll
- (Voll-)Vermietung und Vermarktung

→ Zügiger Bauabschluss  
ggf. „Fresh Money“

**Die Bedeutung von Experten in Krisensituationen - folgende Fragen müssen beantwortet werden**  
Unabhängig davon, welche Entscheidung durch die Finanzierer getroffen wird, gilt es, diese auf einer belastbaren Informationsgrundlage zu basieren.

#### Baukosten und -zeiten

- Wie ist der derzeitige Bautenstand?
- Wie hoch sind die verbleibenden Baukosten (gem. DIN276)?
- Wie lange dauert es, das Bauprojekt zu finalisieren?
- Welche Leistungen sind (zu welchen Konditionen) bereits beauftragt – müssen neue Dienstleister involviert werden?
- Laufendes Baucontrolling ausreichend?
- Muss der derzeitige Service Developer ausgetauscht werden?

! Bau- und technisches Know-how als  
• Voraussetzung



#### Immobilienwirtschaftliche Einwertung

- Wie ist die (Vor-) Vermietungssituation?
- Zu welchen Konditionen sind (Miet-/Verkaufsverträge) bereits geschlossen?
- Wie sind mögliche Verkaufspreise und Vermarktungszeiten?
- Welche immobilienwirtschaftlichen Risiken bestehen?

! Immobilienwirtschaftliches Markt-Know-how erforderlich

#### Integriertes Restrukturierungs- /Refinanzierungskonzept

- Gibt es einen integrierten Businessplan (Bilanz und GuV) für die Objekt-/Projektgesellschaft?
- Wie viel zusätzliche Mittel sind erforderlich, um das Bauvorhaben/Projekt langfristig zu stabilisieren („fresh money“)?
- Wie sieht die (langfristige) Liquiditätssituation auf Ebene der Projektgesellschaft (SPV) und ggf. auf Holding-Ebene aus?
- Wie hoch ist die nachhaltige Zinshöhe/Marge?
- Wie kann am Ende ein Exit/eine Refinanzierung umgesetzt werden?

! Pragmatische Umsetzung auf Ebene der Immobilien-SPVs sinnvoll

# Literaturverzeichnis und weitere Publikationen



- BaFin (2021). Rundschreiben 10/2021 (BA) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement – MaRisk.
- Banque centrale de Luxembourg (2024). Entwicklung der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen Deutschlands in den Jahren 1995-2023.
- Bas G. & Kara M. (2021). The Effect of Macroeconomic Factors on Non-Performing Loans: A Time Series Analysis for Turkey, Journal of Economics Business and Political Research.
- Bundesvereinigung Kreditankauf und Servicing e.V. & Frankfurt School of Finance and Management (2022). NPL-Barometer, Dezember 2022/Herbst 2023.
- Deutsche Bundesbank (2024). Leerstandsquote für Büroimmobilien in Deutschland in den Jahren von 1995 bis 2023. Zitiert „statista“.
- Deutsche Bundesbank (2024). Nettoanfangsrenditen für Gewerbeimmobilien nach Städtegruppen.
- European Banking Authority (2024). Risk Dashboard: Q3 2023.
- EZB (2022). Statistiken der Bankenaufsicht für das erste Quartal 2022.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED) (2023). Economic Research.
- Foglia M. (2022). Non-Performing Loans and Macroeconomics Factors: The Italian Case, Risks.
- ifo Institut (2023). ifo Institut kürzt Prognose fürs Wachstum 2024 auf 0.9 Prozent.
- INFINA (2024). EZB-Leitzins: Verlauf, Statistik und Prognose.
- Jakubik P. & Reininger T. (2013). What are the Key Determinants of Nonperforming Loans in CESEE?, Focus on European Economic Integration.
- Jones Lang LaSalle Investmentmarktüberblick (2024).
- PwC Deutschland (2020). Mehr Home, weniger Office.
- PwC Deutschland (2021). Home bleibt Office.
- PwC Deutschland (2022). Die Zukunft deutscher Innenstädte.
- PwC Deutschland (2023). Home sweet Homeoffice.
- PwC Deutschland (2023). Einzelhandel im Wandel – Sind Shoppingcenter noch zukunftsfähig?
- Said R. (2021). Implications of Macroeconomic Factors on Non- Performing Property Loans: Case of Malaysia, International Surveying Research Journal.
- Statistisches Bundesamt (2023): Langfristige Wirtschaftsentwicklung in Deutschland.
- Statistisches Bundesamt (2023): Verbraucherpreisindex und Inflationsrate.
- Vdp | Die deutschen Pfandbriefbanken (2024). Vdp-Immobilienpreisindex (Q4-2023).
- The Wall Street Journal (2024). Offices Around America Hit a New Vacancy Record.
- The World Bank (2023). <https://www.worldbank.org/en/home>.

# PwC Real Estate Transactions & Restructuring

## Ansprechpartner:innen



**Rita Marie Roland**

Partnerin

Friedrich-Ebert-Anlage 35–37  
60327 Frankfurt am Main

+49 160 96905846

[rita.m.roland@pwc.com](mailto:rita.m.roland@pwc.com)

**Alexia Manukwem**  
Senior Managerin

Bernhard-Wicki-Str. 8  
80636 München

+49 170 8723087

[alexia.manukwem@pwc.com](mailto:alexia.manukwem@pwc.com)

**Joost J. Völker**  
Manager

Alsterufer 1  
20354 Hamburg

+49 175 2110922

[joost.voelker@pwc.com](mailto:joost.voelker@pwc.com)

## Autor:innen

Rita Marie Roland | Alexia Manukwem | Joost J. Völker |  
Magnus Abels | Merve Markiewicz | Prof. Dr. Florian Hackelberg

© März 2024 PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

Alle Rechte vorbehalten. "PwC" bezeichnet in diesem Dokument die PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, die eine Mitgliedsgesellschaft der PricewaterhouseCoopers International Limited (PwCIL) ist. Jede der Mitgliedsgesellschaften der PwCIL ist eine rechtlich selbstständige Gesellschaft.