

WAS NPLS, REFINANZIERUNGEN UND FONDSABFLÜSSE FÜR IMMOBILIENWERTE BEDEUTEN

Die Diskussion über eine mögliche NPL-Welle hat wieder an Fahrt aufgenommen. Viele Finanzierungen laufen aus, die Anschlusskonditionen sind häufig schlechter als bei Abschluss der ursprünglichen Kredite. Gleichzeitig haben sich die Werte vieler Gewerbeimmobilien seit der Zinswende verändert.

Aus Sicht eines Immobilienbewerter greift die NPL-Quote allein jedoch zu kurz. Ein Kredit kann notleidend werden, obwohl die Immobilie weiterhin stabilen Cashflow erzielt. Umgekehrt kann eine Immobilie erhebliche wirtschaftliche Probleme haben, obwohl der Kredit noch bedient wird. Auch ein Verkauf unter finanziellem Druck ist nicht automatisch ein Notverkauf.

vdpExpertise zeigt diese Trennung deutlich: Die Verlustquote bei gewerblich immobilienbesicherten Krediten lag in Deutschland 2025 bei 0,11% und damit unter dem europäischen Durchschnitt von 0,29% (vgl. vdpExpertise GmbH, „Verlustquoten bei wohn- und gewerbeimmobilienbesicherten Krediten in Europa im Jahr 2025: Deutschland im Vergleich“, 08/2026). Steigende NPLs übersetzen sich also nicht eins zu eins in realisierte Kreditverluste. Für die Bewertung sind deshalb drei Fragen wichtiger: Funktioniert die Immobilie? Ist ihre Kapitalstruktur tragfähig? Und warum kommt sie gerade jetzt auf den Markt?



NICHT JEDES OBJEKT UNTER VERKAUFSDRUCK IST DISTRESSED

Eine aktuelle JLL-Auswertung zu knapp 87 Milliarden Euro Transaktionsvolumen zwischen 2024 und Mitte 2026 zeigt: Mehr als 70 Prozent der Verkäufe erfolgten freiwillig, bei 17 Prozent war finanzieller Druck ausschlaggebend und weitere zehn Prozent entfielen auf Insolvenzverfahren. Bei offenen Immobilienpublikumsfonds erfolgten 93 Prozent des analysierten Verkaufsvolumens aus finanziellem Druck - vor allem wegen Mittelabflüssen und Liquiditätsbedarf, nicht zwingend wegen Problemen der verkauften Immobilien. (vgl. JLL, „Freiwillige Verkäufe dominieren den deutschen Immobilieninvestmentmarkt“, 24.08.2026)

Ein Fonds kann also ein gut vermietetes Objekt verkaufen müssen, weil Anleger Mittel abziehen. Ein Bestandshalter kann verkaufen, weil die Refinanzierung ausläuft. Für die Bewertung ist entscheidend, ob der Handlungsdruck den Preis tatsächlich geprägt hat. Ein geordnet und ausreichend breit vermarktetes Objekt kann trotz finanziellen Drucks einen belastbaren Marktbeleg liefern. Bei z.B. kurzer Vermarktung oder eingeschränkter Käuferansprache ist die Aussagekraft kritischer zu prüfen.

VIER KONSTELLATIONEN - VIER MÖGLICHE WERTPFADE

Zur Einordnung bietet sich eine einfache Matrix an. Auf der einen Achse steht die wirtschaftliche Funktionsfähigkeit der Immobilie, auf der anderen der Handlungsdruck auf Seiten des Eigentümers oder der Finanzierung. „Funktionierend“ bedeutet dabei nicht risikofrei, sondern: Cashflow und Businessplan sind unter den aktuellen Bedingungen grundsätzlich tragfähig.

	Kein akuter Handlungsdruck	Akuter Handlungsdruck
Funktionierendes Asset	A – Stabilität ohne Preisbeweis	B – Price Discovery
Belastetes Asset	C – Option auf Repositionierung	D – Liquidity Distress

A FUNKTIONIERENDES ASSET OHNE AKUTEN HANDLUNGSDRUCK

Die Immobilie funktioniert, der Cashflow trägt, der Eigentümer muss nicht verkaufen. Gerade hier kann die Marktevidenz schwach sein. Wenn Eigentümer in vergleichbar komfortablen Situationen ebenfalls abwarten, fehlen aktuelle Abschlüsse. Höhere Finanzierungskosten oder veränderte Renditeanforderungen wirken dennoch negativ. Ein ausbleibender Verkauf ist daher kein Beweis für Wertstabilität.

Der Vorteil ist Zeit. Der Nachteil: Der ausgewiesene Wert wird über längere Zeit nur begrenzt durch neue Transaktionen getestet. Läuft später die Finanzierung aus, kann das Objekt unmittelbar in Feld B wechseln - und der bisherige Wert erstmals einem echten Markttest unterzogen werden.

Möglicher Werttrend: eher stabil bis moderat verändert, bei höherer Unsicherheit über den tatsächlich erzielbaren Preis.



B FUNKTIONIERENDES ASSET UNTER HANDLUNGSDRUCK

Dieses Feld ist für die Preisfindung besonders wichtig. Die Immobilie funktioniert; das Problem liegt in der Kapital- oder Eigentümerstruktur: auslaufende Finanzierung, hoher Fremdkapitalanteil, fehlendes Eigenkapital, Fondsabflüsse oder anderer Liquiditätsbedarf. Bereits das German Debt Project 2025 der IREBS wies auf einen hohen Anteil kurzfristig fällig werdender Gewerbeimmobilienfinanzierungen hin. (vgl. Just/Wiersma, IREBS Standpunkt 146, 18.09.2025)

Kommt ein solches Objekt in einem geordneten Verfahren auf den Markt, kann sein Preis sehr aussagekräftig sein. Der Verkäufer steht unter Druck, das Asset selbst aber nicht. Genau solche Transaktionen können zeigen, welchen Preis Käufer unter heutigen Bedingungen tatsächlich zahlen - und damit Bewertungsniveaus testen, die in Feld A lange kaum durch Abschlüsse bestätigt wurden.

Kurzfristig kann das weitere Wertkorrekturen auslösen. Vergleichbare, nicht verkaufte Immobilien müssen sich mit den neuen Preisbelegen auseinandersetzen; LTVs können die von Banken akzeptierten Niveaus übersteigen und Refinanzierungen schwieriger werden. Gleichzeitig können niedrigere Preise neue Käufer anziehen und Businesspläne wieder tragfähig machen.



Möglicher Werttrend: eher stabil bis moderat verändert, bei höherer Unsicherheit über den tatsächlich erzielbaren Preis.

C BELASTETES ASSET OHNE AKUTEN HANDLUNGSDRUCK

Hier liegt das Problem in der Immobilie selbst: Leerstand, hoher Capex, kurze Mietverträge, energetischer Modernisierungsbedarf oder schwierige Repositionierung. Der Eigentümer beziehungsweise die Finanzierung hat aber Zeit. Für die Bewertung gilt trotzdem: Zeit darf nicht mit Werterhalt verwechselt werden.

Der Marktwert beantwortet, was das Objekt heute wert ist. Die Investment- oder Workout-Entscheidung beantwortet eine andere Frage: Ist Halten, Investieren und späteres Verkaufen wirtschaftlich sinnvoller? Ein heute niedriger Marktwert kann deshalb mit einer sinnvollen Haltestrategie und späterem Aufholungspotenzial zusammenpassen.

Möglicher Werttrend: große Bandbreite. Erfolgreiche Repositionierung eröffnet Aufholungspotenzial; scheitert der Businessplan, drohen weitere Korrekturen.



D BELASTETES ASSET UNTER HANDLUNGSDRUCK

Hier treffen Objektprobleme und Kapitaldruck zusammen. Hoher Investitionsbedarf, unsichere Vermietung oder eingeschränkte Drittverwendungsfähigkeit treffen auf auslaufende Finanzierung oder fehlendes Eigenkapital. Das Abwärtsrisiko ist am größten. Gleichzeitig ist der erzielte Preis für andere Immobilien am wenigsten ohne Weiteres übertragbar, weil er Objekt-, Finanzierungs-, Vermarktungs- und Zeitrisiken gleichzeitig enthalten kann.

Ein niedrigerer Einstiegspreis kann einem neuen Eigentümer einen Neustart ermöglichen. Es gibt aber Objekte, bei denen selbst ein deutlicher Abschlag keinen belastbaren Businessplan schafft. Wenn Kaufpreis, Capex, Vermietung, Finanzierung und Exit gleichzeitig unsicher sind, besteht nicht nur ein Preisproblem, sondern ein Liquiditätsproblem.

Möglicher Werttrend: deutlich negativ und volatil; zugleich kann die tatsächliche Transaktionsaktivität gering bleiben.



WAS BEDEUTET DAS FÜR DIE BEWERTUNG?

Eine Zunahme von Verkäufen unter erhöhtem Handlungsdruck kann auch die Werte von Immobilien beeinflussen, die selbst nicht distressed sind. Das gilt vor allem für Feld B. Die Wertkorrektur entsteht dann nicht, weil sich das Gebäude verschlechtert hat, sondern weil ein zuvor kaum sichtbarer Marktpreis beobachtbar wird.

Dieser Prozess kann zwei Richtungen nehmen. Positiv: niedrigere Preise bringen Käufer und Verkäufer wieder zusammen, schaffen neue Bewertungsanker und erhöhen die Liquidität. Negativ: niedrigere Preise führen zu niedrigeren Bewertungen, höheren LTVs, schwierigeren Refinanzierungen und weiterem Verkaufsdruck. Welche Richtung überwiegt, hängt davon ab, welche Immobilien verkauft werden und wie übertragbar deren Preise sind.

Für den Bewerter wird deshalb die Einordnung jeder Transaktion wichtiger. Was stand tatsächlich unter Druck - das Objekt, die Kapitalstruktur, der Eigentümer, das Anlagevehikel oder der gesamte Businessplan? Wie breit wurde vermarktet? Wie viele ernsthafte Gebote gab es? Welche Capex- und Vermietungsrisiken lagen vor? Ein Verkauf unter Druck kann ein belastbarer Marktbeleg sein. Er ist aber nicht automatisch einer.



UNSERE PERSPEKTIVE

Der deutsche Immobilienmarkt braucht keine NPL-Welle. Er braucht belastbare Entscheidungen und Preise. Zunehmender Handlungsdruck kann wenig getestete Preisniveaus sichtbar machen und neue, tragfähige Businesspläne ermöglichen. Die Preisentwicklung innerhalb einzelner Verkäufergruppen oder besonders belasteter Assets darf aber nicht pauschal auf den gesamten Bestand übertragen werden.

Aus Sicht des Bewerter ist deshalb entscheidend, was distressed war. War es nur die Kapitalstruktur, kann der Verkauf eines funktionierenden Objekts ein wichtiger neuer Bewertungsanker sein. War das Objekt selbst strukturell belastet, ist derselbe Preis möglicherweise nur für ein enges Teilsegment relevant. Und fehlt selbst bei stark reduziertem Preis ein tragfähiger Käufer-Businessplan, geht es nicht mehr nur um Bewertung, sondern um Marktliquidität.

Die Aufgabe der Bewertung ist daher nicht, Verkaufsdruck pauschal mit einem Abschlag zu versehen. Sie besteht darin, neue Transaktionen richtig einzuordnen und daraus belastbare Schlüsse für die vielen Immobilien zu ziehen, die nicht verkauft wurden. **Denn Distress ist nicht der Preis. Distress entscheidet zunächst nur, an welchen Immobilien der Markt seinen Preis sichtbar macht.**



Kontakt



Dmitry Stul MRICS

Managing Director | Geschäftsführer

Mobile +49 160 3136145

dmitry.stul@avisonyoung.com



Robert Becker MRICS

Managing Director | Geschäftsführer

Mobile +49 160 7827542

robert.becker@avisonyoung.com

AVISON
YOUNG