

Daube, Carl Heinz; Krivenkov, Vladislav

**Working Paper**

## Aktuelle Bewertung von Bonitätsrisiken bei deutschen Immobilien-Unternehmen

IUCF Working Paper, No. 2/2023

*Suggested Citation:* Daube, Carl Heinz; Krivenkov, Vladislav (2023) : Aktuelle Bewertung von Bonitätsrisiken bei deutschen Immobilien-Unternehmen, IUCF Working Paper, No. 2/2023, ZBW – Leibniz Information Centre for Economics, Kiel, Hamburg

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/267845>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Carl Heinz Daube und Vladislav Krivenkov<sup>1</sup>

## **Aktuelle Bewertung von Bonitätsrisiken bei deutschen Immobilien-Unternehmen**

### **Zusammenfassung**

Dieses Working Paper erhebt die Bonitätsentwicklung von deutschen börsennotierten Immobilienkonzernen über den Zeitraum vom ersten Quartal 2018 bis zum dritten Quartal 2021. Neben der strukturellen Auswertung ihrer Bilanzkennzahlen liegt der Untersuchungsschwerpunkt in der Beurteilung der Bonitätsrisiken, die durch einen Abschwung am gewerblichen Wohnimmobilienmarkt einhergehen könnten.

### **Management Summary**

This working paper studies the developments in the creditworthiness of German public real estate companies during the first quarter of 2018 and the third quarter of 2021. Besides an analysis of balance sheet data, this working paper evaluates credit risks resulting from a deteriorating environment in German real estate market.

---

<sup>1</sup> **Prof. Dr. Carl Heinz Daube**, Professor für Finanzierung und ProRektor Forschung an der NBS Northern Business School - University of Applied Sciences, lehrt und forscht am IUCF Institut für Unternehmensrechnung, Controlling und Finanzmanagement. Er ist außerdem Partner bei MGRP Management Group Dr. Röser & Partner.

**Vladislav Krivenkov, B.A.** Portfolio-Manager bei der nordIX AG und Dozent für Finanzierung an der NBS Northern Business School -University of Applied Sciences.

## Inhalt

Abbildungsverzeichnis .....	III
Tabellenverzeichnis .....	IV
1. Immobilienbranche in Bewegung .....	5
2. Gang der Untersuchung .....	8
3. Gewerbliche Wohnungsunternehmen in Deutschland .....	9
3.1. Strukturen gewerblicher Wohnungsunternehmen .....	9
3.2. Entwicklung von bonitätsrelevanten Bilanzkennzahlen .....	13
3.3. Covenants gewerblicher Wohnungsunternehmen .....	16
4. Bewertung der Markt-Entwicklung und den Risiken von Vertragsbrüchen .....	19
4.1 Bewertung der ergriffenen Maßnahmen der Aufsichtsbehörden .....	19
4.2. Bewertung der Struktur und Entwicklung der Immobilien-Unternehmen .....	20
4.3. Bewertung der Entwicklung der bonitätsrelevanten Kennzahlen .....	21
4.4. Bewertung der Gefahr von Covenant Brüchen .....	22
5. Fazit .....	26
6. Quellen- und Literaturverzeichnis .....	28

## Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Entwicklung Wohnungsbestand der deutschen Immobilien-Unternehmen .....	9
Abb. 2: Entwicklung Verschuldung und Immobilienbestandsbewertung .....	10
Abb. 3: Entwicklung der aggregierten Leerstandsquote .....	11
Abb. 4: Aggregiertes EBITDA aus Vermietung .....	11
Abb. 5: Entwicklung der rechnerischen Kaufpreis-Multiples .....	12
Abb. 6: Entwicklung Verschuldung im Verhältnis zu Vermögenswerten .....	14
Abb. 7: Entwicklung Net Debt / EBITDA; quartalsweise rollierend .....	15
Abb. 8: Entwicklung des Zinsdeckungsgrads; quartalsweise rollierend .....	16
Abb. 9: Bedarf und Fertigstellung von Wohnungen in Deutschland 2020 .....	20
Abb. 10: Zinsstrukturkurven öffentlicher Emittenten in der Eurozone .....	23
Abb. 11: Sekundärmarkt-Renditen der Anleihen von LEG Immobilien SE und Vonovia SE .....	25

## **Tabellenverzeichnis**

Tab. 1: Bonitätsbewertungen der führenden Rating Agenturen.....	13
Tab. 2: Covenants der Anleihen.....	17
Tab. 3: Stand der Covenant-Kennzahlen per 31.12.2021 .....	18

## 1. Immobilienbranche in Bewegung

Die vom Verband deutscher Pfandbriefbanken erhobenen Daten von Wohnimmobilien-Transaktionen in Deutschland weisen in den letzten zehn Jahren durchschnittliche Preissteigerungen von rund 7% pro Jahr aus. Mehrfamilienhäuser verteuerten sich im Zeitraum des zweiten Quartals 2012 bis zum zweiten Quartal 2022 um rund 103%. Weder im Momentum der Wertsteigerungen noch in der Tendenz scheint es bisher eine Trendumkehr zu geben. Zurückzuführen ist diese Entwicklung auch auf fundamentale Faktoren wie zum Beispiel rückläufige Kapitalisierungszinssätze und gestiegene Mieteinnahmen. So stiegen die Neuvertragsmieten im selben Zeitraum um rund 49% an und weisen eine durchschnittliche jährliche Steigerungsrate von 3,9% aus.<sup>2</sup>

Auch die Aufsichtsbehörden, wie zum Beispiel die Deutsche Bundesbank, beobachten die Preisentwicklungen am deutschen Immobilienmarkt engmaschig. So stellt die Bundesbank im Finanzstabilitätsbericht 2021 jährliche Wertsteigerungen im Bereich von rund 7% fest und führt dies auf fundamentale Faktoren, wie beispielsweise die positive Einkommens- und Vermögensentwicklung der privaten Haushalte, die anhaltend hohe Nachfrage nach Wohneigentum und ein knappes Wohnungsangebot zurück.<sup>3</sup>

Nichtsdestotrotz stellt die Deutsche Bundesbank, auf Basis volkswirtschaftlicher Schätzungen, bei den Preisniveaus von Wohnimmobilien zunehmende Überbewertungen vom *fairen Wert* zwischen 15% bis 40% fest. Auch Kennzahlen wie das Verhältnis von Kaufpreis zu Jahresmiete oder das Verhältnis von Kaufpreis zu Einkommen liegen laut Auswertungen der Deutschen Bundesbank über ihren längerfristigen Mittelwerten.<sup>4</sup>

Der aus Vertretern des Bundesministeriums der Finanzen (BMF), der Deutschen Bundesbank und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) bestehende Ausschuss für Finanzstabilität (AFS) stellt im Dezember 2021 fest, dass sich zyklische Risiken verstärkt haben und erhöhte Finanzstabilitätsrisiken bestehen. Neben anderen Treibern tragen auch die Entwicklungen am Wohnimmobilienmarkt zu dieser Situation bei. Der AFS sieht die Risikotreiber in kräftig gestiegenen Immobilienpreisen, einer einhergehenden Ausweitung der Vergabe von Wohnimmobilienkrediten und sieht perspektivisch bei einer

Fortsetzung dieser Entwicklung das Risiko einer Verschlechterung der Schuldentragfähigkeit von privaten Haushalten.<sup>5</sup>

Vor diesem Hintergrund ordnet die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht mit Wirkung zum 01.02.2023 einen zusätzlichen Kapitalpuffer von hartem Kernkapital in Höhe von 2% für Wohnimmobilien-finanzierungen an, um mit einem zusätzlichen Puffer gegen mögliche Störung der Finanzsystemstabilität und Realwirtschaft entgegenzuwirken zu können. Auch wenn die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht keine Verschlechterung der Kreditvergabestandards feststellen kann und auch die Bemessung von Kredit-Sicherheiten als ausreichend befindet, so führt sie die Entscheidung auf die Dynamik der Preisentwicklung am Wohnimmobilienmarkt, der wachsenden Gefahr von (zyklischen) Preiskorrekturen und dem Anwachsen des Kreditvolumens im Bereich der Immobilienfinanzierung zurück.<sup>6</sup>

Auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich stellt fest, dass es in den vergangenen Jahren zu signifikanten Preissteigerungen bei Immobilien kam. Risiken sieht sie dahingehend, dass niedrige Zinsen und hohe Immobilienpreise die Verschuldung privater Haushalte haben ansteigen lassen. Zusätzlich könnten hohe Inflation und steigende Zinsen preisdämpfend wirken und die Kapitaldienstfähigkeit von Kreditnehmern verschlechtern.<sup>7</sup>

Auch die Deutsche Bundesbank warnte schon in 2021 vor den möglichen Folgen einer unerwarteten hohen Inflation und gestiegenen Kreditzinsen. Während inflationsgetrieben höhere Baukosten die Preise von neuen Wohnimmobilien verteuern würden, würden steigende Kreditzinsen eine Verteuerung von Wohnimmobilienfinanzierungen zur Folge haben. Beides hätte eine dämpfende Auswirkung auf die Nachfrage und Preisentwicklung zur Folge. Was wiederum eine Gefahr für Bankbilanzen und die Kreditwürdigkeit von Kreditnehmern wäre.<sup>8</sup>

Seit Jahresbeginn 2022 wurden die von den Aufsichtsbehörden gesehenen Risiken nach und nach Realität. Durch Störungen der weltweiten Lieferketten in Folge von Corona Beschränkungen in China und vor allem durch die Sanktionen im Zuge der militärischen Auseinandersetzung von Ukraine und Russland kommt es zu erheblichen Verwerfungen bei Energie- und Rohstoffpreisen. Per August

---

<sup>5</sup> Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität, <https://www.afs-bund.de/afs/Content/DE/Standardartikel/AFS-Aktivitäten/Makroprudenzielle-Instrumente/2022-01-12-makroprudenzielle-massnahmen.html>, abgerufen am 04.09.2022

<sup>6</sup> Vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf\\_2](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_2)

2022 ist die Inflation in Deutschland auf dem Höchststand seit über 30 Jahren.<sup>9</sup> Auch Baustoffe haben sich massiv verteuert. Zudem müssen lange Lieferzeiten in Kauf genommen werden. Im Einklang mit der Inflation sind auch die Zinsen für Immobilienfinanzierung kräftig angestiegen. Die Stimmung bei den Immobilienfinanzierenden Kreditinstituten ist verhalten. Erwartet wird ein rückläufiges Finanzierungsvolumen bei einer risikoaverseren Finanzierungspolitik.<sup>10</sup>

In dieser Gemengelage kommt es zu einer Trendumkehr bei der Expansionspolitik deutscher Immobilienunternehmen. So kündigte der größte deutsche private Vermieter, die Vonovia SE, an sich in den kommenden Jahren von rund 65.600 Wohneinheiten im Wert von 13 Mrd. Euro trennen zu wollen. Auch eine Übernahme des Wettbewerbers Adler Group werde aufgrund der veränderten Marktsituation nicht mehr angestrebt.<sup>11</sup>

Auch der Vonovia-Wettbewerber Adler Group SA kündigte Ende 2021 an, mehrere zehntausend Wohneinheiten, seines 70.000 Wohneinheiten großen Bestandes, zu verkaufen um mit den eingenommenen Mitteln Finanzschulden abzubauen.<sup>12</sup> Nachdem dem Konzern per 31.12.2021 nur noch 27.469 Wohneinheiten geblieben sind, kündigte dieser an weitere 22.301 Wohneinheiten zur Schuldentilgung und Kapitalherabsetzung veräußern zu wollen.<sup>13</sup>

In 2022 tritt auch die LEG Immobilien SE kürzer und verkündet den Rückzug von der im Dezember 2021 begonnen Übernahme von Brack Capital Properties N.V. (BCP), welche einen Bestand von rund 12.100 Wohneinheiten in Deutschland verwaltet. Die LEG Immobilien SE erwarb im Dezember 2021 insgesamt 30,9% der BCP Anteile für 328 Mio. Euro und sicherte sich die Option weitere 63% der BCP Anteile übernehmen zu können. Die Option ließ die LEG Immobilien SE im August 2022 verfallen.<sup>14</sup>

---

<sup>9</sup> Vgl.: Destatis, [https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/08/PD22\\_366\\_611.html](https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/08/PD22_366_611.html), abgerufen am 05.09.2022.

<sup>10</sup> Vgl.: bulwiengesa AG: BF Quartalsbarometer – Quartalsbericht Q3 | 2022, 2022, S. 2.

<sup>11</sup> Vgl.: Tagesschau, <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/unternehmen/vonovia-wohnungsverkauf-adler-uebernahme-101.html>, abgerufen am 05.09.2022.

<sup>12</sup> Vgl.: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/immobilien-adler-group-koennteil-des-immobilien-portfolios-verkaufen/27673932.html>, 2021, abgerufen am 05.09.2022

<sup>13</sup> Vgl.: R. Bender/ L.S. Nagel: Adler-Tochter bittet Aktionäre um Blankovollmacht: Fast alle Wohnungen sollen verkauft werden, <https://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/immobilien-adler-tochter-bittet-aktionaere-um-blankovollmacht-fast-alle-wohnungen-sollen-verkauft-werden/28539160.html>, 2022, abgerufen am 05.09.2022.



Neben den exemplarischen Beispielen einer Trendumkehr bei den großen deutschen Immobilienunternehmen, stellt auch der Immobilien-Management Dienstleister CBRE Group ein rückläufiges Transaktionsvolumen bei Wohnimmobilien in Deutschland für das erste Halbjahr 2022 fest. Trotz stabiler Immobilienbewertungen geht das Transaktionsvolumen bei Wohnimmobilien-investments um 21% gegenüber dem Vorjahr zurück. Als Gründe für die Entwicklung werden die konjunkturellen Unsicherheiten und das angestiegene Zinsniveau aufgeführt, das kreditfinanzierte Investitionen verteuert und zusätzlich Alternativ-Investitionen attraktiver macht.<sup>15</sup>

Die Erhebung der CBRE Group wird von der Geschäftsentwicklung vom Immobilien-Investmentmanager Corestate Capital Holding S.A. flankiert, welcher aufgrund der Kapitalmarktunsicherheiten im ersten Halbjahr 2022 stark rückläufige Einnahmen, bedingt durch rückläufige Transaktionsvolumina und Anzahl an Transaktionen aus der Strukturierung von Immobilienfinanzierungen und der Transaktionsberatung, vermeldete.<sup>16</sup>

## **2. Gang der Untersuchung**

Im vorliegenden Working Paper sollen folgende Aspekte beleuchtet werden: Zunächst werden die Strukturen der großen deutschen börsennotierten Wohnimmobilienunternehmen beschrieben, welche Mitglieder der *European Public Real Estate Association* (EPRA) sind. Dabei wird auf Basis der Geschäftsberichte unter anderem neben der Verschuldung und der Immobilienportfolio-Bewertung auch die Entwicklung der Wohneinheiten und der Unternehmensergebnisse aufgezeigt.

Im Folgenden werden für alle Unternehmen methodisch einheitlich die wichtigsten Covenant-Kennzahlen *Zinsdeckungsgrad* und das *Loan-To-Value* (LTV) erhoben.

Abschließend erfolgt eine Bewertung der Ergebnisse und der gewonnenen Erkenntnisse.

### 3. Gewerbliche Wohnungsunternehmen in Deutschland

#### 3.1. Strukturen gewerblicher Wohnungsunternehmen

Für die nachfolgende Auswertung wurden deutsche börsennotierte Immobilienunternehmen ausgewählt, die Mitglieder der European Public Real Estate Association (EPRA) sind und deren Geschäftsmodell schwerpunktmäßig auf die Bestandsverwaltung von Wohnimmobilien ausgelegt ist. Die Auswertung basiert auf den jeweiligen Quartals-, Halbjahres und Jahresabschlüssen der Adler Group SA, der Deutsche Wohnen SE, der LEG Immobilien SE, der TAG Immobilien AG und der Vonovia SE. Der Zeitraum der Untersuchung erstreckt sich vom ersten Quartal 2018 bis zum dritten Quartal 2021.

Die Stichprobe deckt rund 1 Mio. Wohneinheiten in Deutschland ab (Stand 31.12.2021). Vor dem Hintergrund der 43,1 Mio. Wohnungen in Deutschland<sup>17</sup> und in Anbetracht der Ergebnisse des Mikrozensus 2018, im Rahmen dessen festgestellt wurde, dass sich 9,4% des Wohnungsbestandes in Deutschland von privatwirtschaftlichen Unternehmen gehalten werden<sup>18</sup>, stellt die Stichprobe schätzungsweise 26% des Gesamtbestands der von privaten Immobilienunternehmen gehaltenen Wohneinheiten dar.

#### Entwicklung der Bestände der einzelnen Immobilienunternehmen

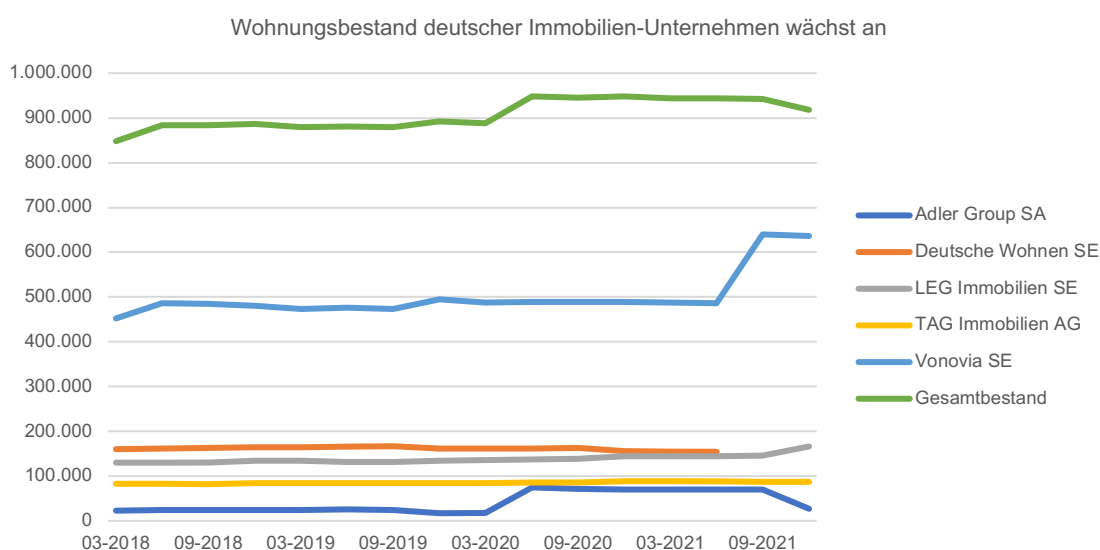


Abb. 1: Entwicklung Wohnungsbestand der deutschen Immobilien-Unternehmen<sup>19</sup>

<sup>17</sup> Vgl.: Statistische Bundesamt (Destatis): [https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/07/PD22\\_318\\_31231.html](https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/07/PD22_318_31231.html), abgerufen am 05.09.2022.

Gut erkennbar stellt die Abbildung die dominante Rolle der Vonovia SE auf dem deutschen privaten Immobilienmarkt dar. Mit 636.507 Wohneinheiten per Dezember 2021 (inkl. Deutsche Wohnen SE) entfallen rund 69% der Stichprobe auf das Unternehmen. Dies stellt eine Marktanteilssteigerung von rund 16 Prozentpunkten gegenüber dem Start der Periode im März 2018 dar. Dabei ist zu beachten, dass die Grafik für die Zeitpunkte September 2021 und Dezember 2021 die Bestände der Deutsche Wohnen SE in der Bilanz der Vonovia SE aufgenommen hat.

Durch Konsolidierungsübernahmen und Neubau konnten alle Unternehmen, mit Ausnahme der Deutschen Wohnen SE, im Untersuchungszeitraum ihren Bestand zwischen 6% und 41% steigern. Der Wohnungsbestand der Deutsche Wohnen SE ging im selben Zeitraum um 6% zurück.

### Entwicklung von Verschuldung und Immobilienbestand

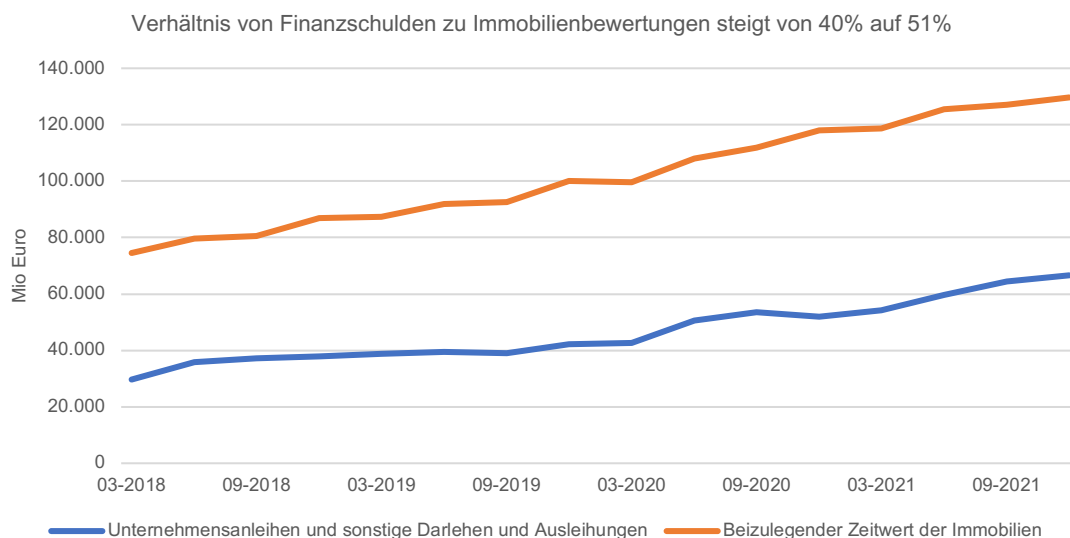


Abb. 2: Entwicklung Verschuldung und Immobilienbestandsbewertung<sup>20</sup>

Die untersuchte Zeitperiode zeigt einen Anstieg von der Verschuldung, aber auch der Bewertung der Immobilienbestände an. Das spiegelt neben Wertzuschreibungen des Immobilienbestands auch das Wachstum durch Bestandsübernahmen wider.

Das Verhältnis von Finanzschulden zu Immobilienbewertung steigt in der Zeitperiode von 40% auf 51% an. Besonders in der Zeit von Mitte 2020 bis zum Ende 2021 war der Anstieg stärker ausgeprägt.

### Entwicklung von Leerstandsquoten

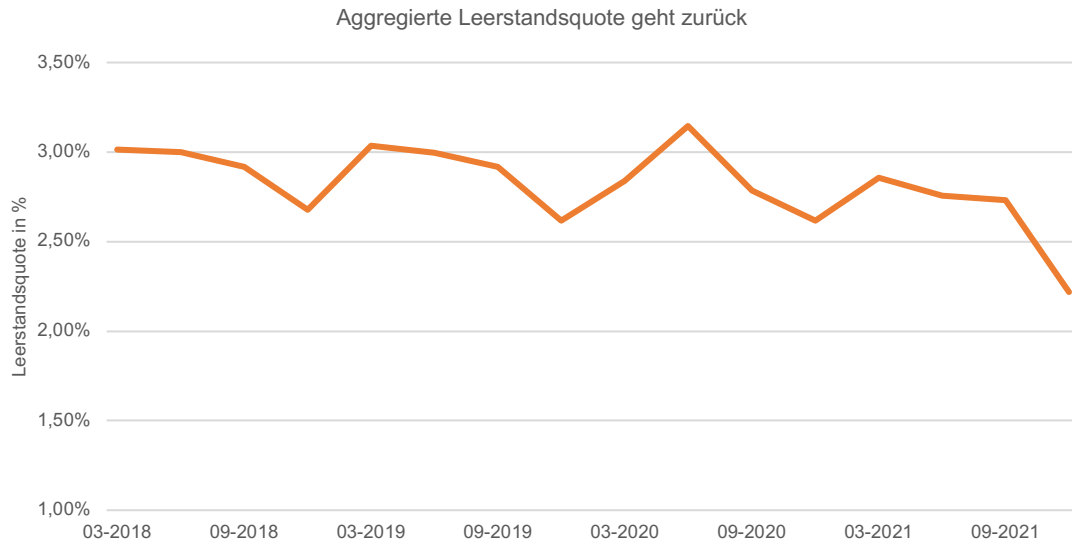


Abb. 3: Entwicklung der aggregierten Leerstandsquote<sup>21</sup>

Die Leerstandsquoten der untersuchten Immobilien-Unternehmen gehen im Beobachtungszeitraum um rund 40 Basispunkte zurück und liegen auf aggregierter Ebene per Dezember 2021 bei 2,22%. Dabei hat die Deutsche Wohnen SE mit einer Leerstandsquote von durchschnittlich 1,88% die geringste und die TAG Immobilien AG von 5,60% die höchste durchschnittliche Leerstandsquote.

### Entwicklung des Ergebnisses aus Vermietung

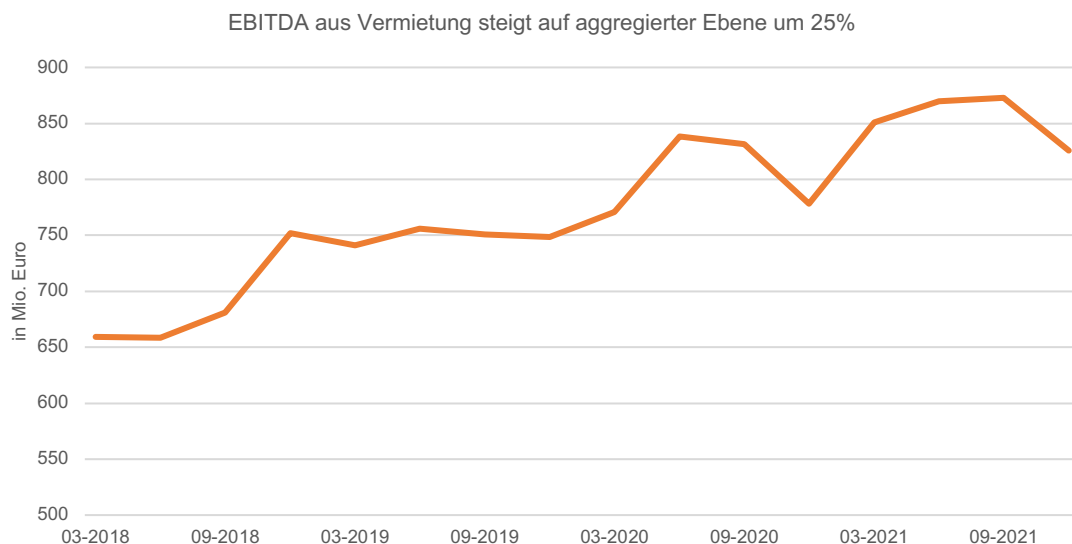


Abb. 4: Aggregiertes EBITDA aus Vermietung<sup>22</sup>

Sowohl auf aggregierter als auch auf unternehmensspezifischer Ebene steigt das EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) aus

Vermietung kräftig an. Zurückzuführen ist das auf die steigende Mieteinnahmentwicklung bei proportional geringer steigenden Bewirtschaftungskosten (wie zum Beispiel Personalaufwand oder Instandhaltung).

Der Vergleich des Gesamtjahres-EBITDA aus Vermietung von 2018 gegen das des Jahres 2021 zeigt Wachstumsraten von 10% (TAG Immobilien AG) bis zu 121% (Adler Group SE) auf.

Das Jahr 2020 eignet sich, aufgrund in etwa konstanter Wohneinheiten Bestände, gut um das absolute EBITDA aus Vermietung ins Verhältnis zum beizulegenden Zeitwert der Immobilien zu setzen, um die Ertragskraft des Immobilienbestandes festzustellen. Auf aggregierter Ebene weist das Immobilienportfolio eine Rendite nach Bewirtschaftungskosten von 2,9% aus. Auf unternehmensspezifischer Ebene stellt die TAG Immobilien AG mit rund 4,8% einen Ausreiser nach oben dar, während bei für die Adler Group SA, die Deutsche Wohnen SE und die Vonovia SE Werte von 2,11% (Adler Group) bis zu 2,8% (Vonovia) festzustellen sind. Die LEG Immobilien SE weist per 31.12.2021 einen Wert von 3,7% aus.

### Entwicklung der rechnerischen Kaufpreis-Multiples

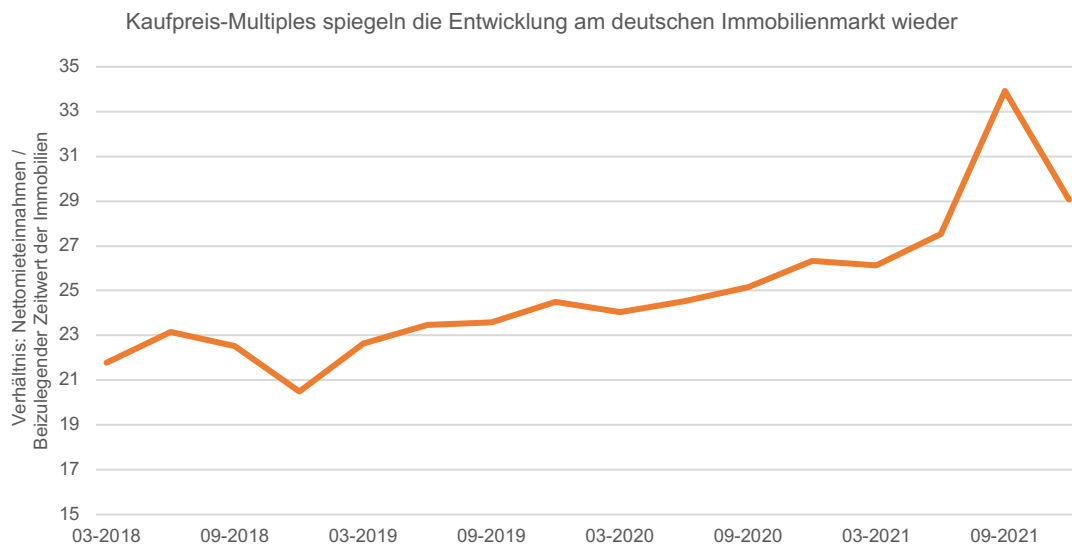


Abb. 5: Entwicklung der rechnerischen Kaufpreis-Multiples<sup>23</sup>

Die Entwicklung der rechnerischen (Brutto-) Kaufpreisfaktoren, bei denen der beizulegende Zeitwert der Immobilien ins Verhältnis zu den annualisierten Nettomiet-Einnahmen des jeweiligen Quartals gesetzt wurde, deckt sich mit der Entwicklung der von Verband deutscher Pfandbriefbanken erhobenen *Cap-Rate*, welche die variablen reziprok einsetzt und zu einem Index verarbeitet<sup>24</sup>. Festzustellen ist, dass der rechnerische Kaufpreisfaktor auf aggregierter Ebene im

Beobachtungszeitraum von 21,6 auf 29,1 gestiegen ist. Auf unternehmensspezifischer Ebene lässt sich weiterhin feststellen, dass der Kaufpreisfaktor (vor Bewirtschaftungskosten) per Dezember 2021 bei vier der fünf Immobilien-Unternehmen bei über 25 liegt. Die TAG Immobilien AG weist hingegen einen Wert von rund 20 aus.

### 3.2. Entwicklung von bonitätsrelevanten Bilanzkennzahlen

Bei der Betrachtung der Bonitätsbeurteilungen der zwei führenden Rating Agenturen *Moody's Investors Service* und *S&P Global Ratings* per 30.09.2022 ist erkennbar, dass die untersuchten Unternehmen eine Schnittmenge beim Rating-Bucket von BBB+ bis BBB- aufweisen, was die letzte Stufe des Investment Grade Segments darstellt. Einen Ausreißer stellt die Adler Group SA dar, welche im Zuge ihrer M&A Aktivität zunächst ihr BBB- Rating verlor und dann nach weiteren Abstufungen, im Zuge des Corporate Governance Skandals, zwischenzeitlich mit einem B Rating beurteilt wurde. Anschließend wurde das Unternehmen, nach weiteren negativen Unternehmensmeldungen und eingetrübten Aussichten des weiteren Konzernumbaus, im Mai 2022 auf ein CCC Rating herabgestuft.<sup>25</sup>

#### Bonitätsbewertung durch Ratingagenturen per 30.09.2022

Unternehmen	Moody's Rating	S&P Rating
Adler Group SA	-	CCC
Deutsche Wohnen SE	A3	BBB+
LEG Immobilien SE	Baa1	-
TAG Immobilien AG	Baa3	BBB-
Vonovia SE	A3	BBB+

Tab. 1: Bonitätsbewertungen der führenden Rating Agenturen<sup>26</sup>

Bei der Bonitätsbeurteilung der Immobilien-Unternehmen, scheinen Rating Agenturen einen Schwerpunkt auf Verschuldungs- und Kapitaldienstkennzahlen zu legen. So können die Kennzahlen *Total Debt / Gross Assets*, *Debt / EBITDA* und der *Zinsdeckungsgrad* als wesentliche Inputfaktoren für die Bonitätsbeurteilung identifiziert werden.<sup>27</sup>

<sup>25</sup> Vgl.: S&P Global Ratings: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/adler-bonds-soften-on-ratings-downgrade-68885892> und <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/220822-credit-trends-risky-credits-european-downgrades-to-ccc-increase-as-refinancing-and-inflation-risks-bite-12476788>, abgerufen am 15.09.2022

## Entwicklung des Total Debt / Gross Assets

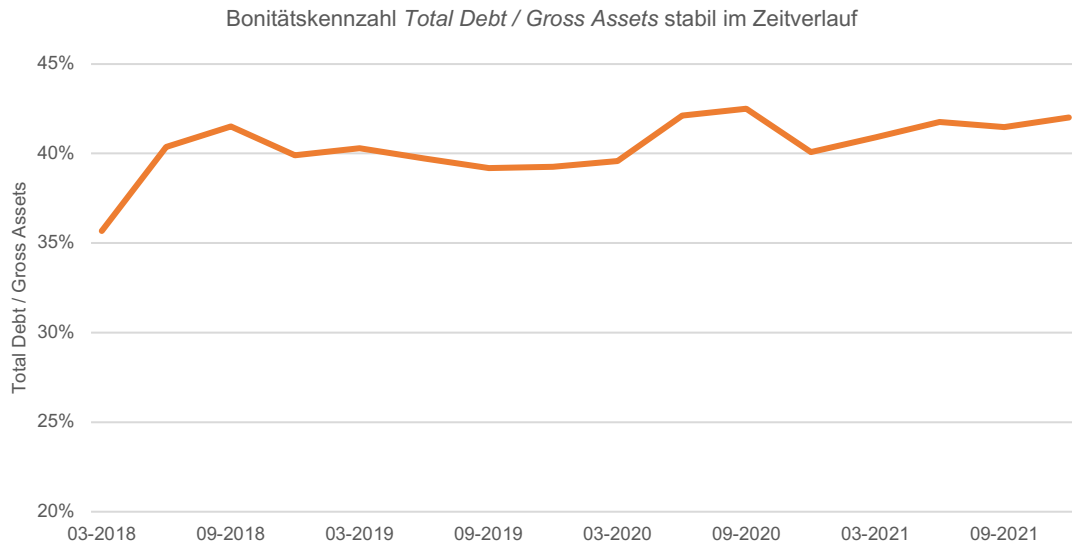


Abb. 6: Entwicklung Verschuldung im Verhältnis zu Vermögenswerten<sup>28</sup>

Im Untersuchungszeitraum weisen die deutschen Immobilien-Unternehmen eine eher stabile Ausprägung des Verhältnisses zwischen Verschuldung und der Vermögenswerte der Unternehmen aus. Einen Ausreißer stellt die Adler Group SA dar. Hier weist die Kennzahl per Dezember 2021 einen Wert von über 50% aus, während die anderen Immobilien-Unternehmen alle Werte von unter 42% ausweisen.

## Entwicklung des Net Debt / EBITDA

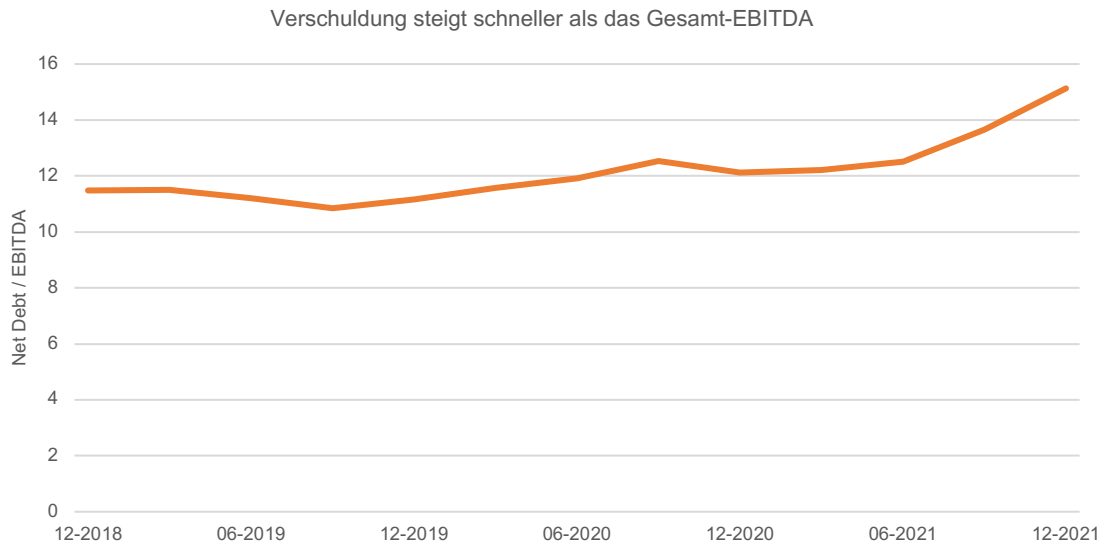


Abb. 7: Entwicklung Net Debt / EBITDA; quartalsweise rollierend<sup>29</sup>

Die Auswertung der zweiten zentralen bonitätsrelevanten Kennzahl, dem Verhältnis von Netto-Verschuldung zu Gesamt-EBITDA der Unternehmen, zeigt einen Anstieg seit Mitte 2020. Zurückzuführen ist das auf eine Ausweitung der Verschuldung bei gleichzeitigem unterproportionalen Wachstum des EBITDA. Bei der EBITDA Berechnung fließen Bewertungsgewinne aus den jeweiligen Immobilienbeständen nicht mit ein.



## Entwicklung des Zinsdeckungsgrads

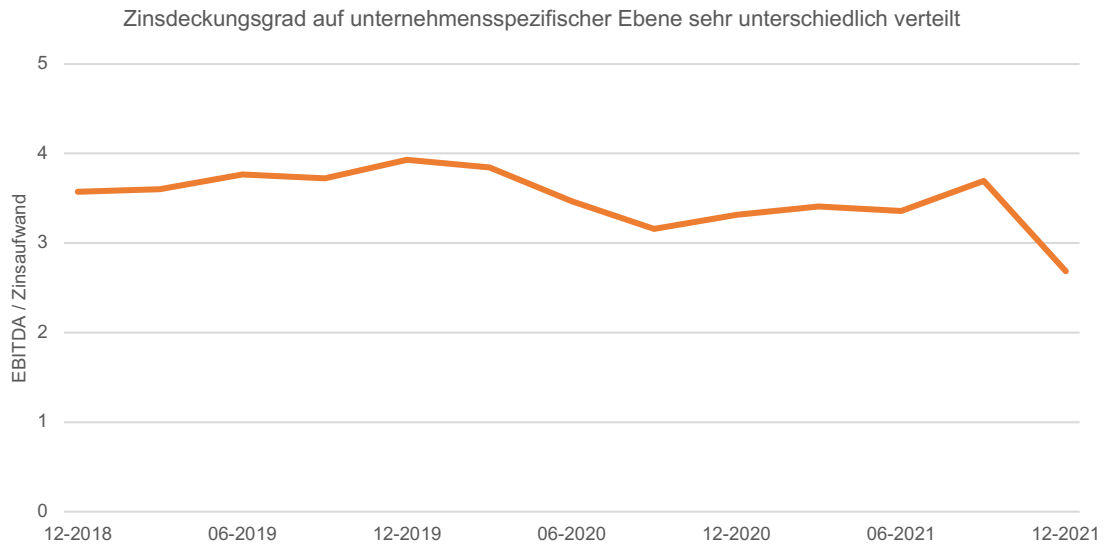


Abb. 8: Entwicklung des Zinsdeckungsgrads; quartalsweise rollierend<sup>30</sup>

Während der Zinsdeckungsgrad auf einer aggregierten Ebene eine konstante Entwicklung auszuweisen scheint, so zeigt der Blick auf die unternehmensspezifischen Entwicklungen dieser Kennzahl sehr unterschiedliche Ausprägungen. So kam es bei der Adler Group SE zu einer massiven Verschlechterung dieser Kennzahl. Dies ist auf die Corporate Governance Probleme des Unternehmens und den darauf erfolgten Rating Herabstufungen zurückzuführen, in Folge dessen sich die Refinanzierungskosten massiv erhöht haben und per Dezember 2021 praktisch in einem 1:1 Verhältnis dem EBITDA gegenüberstehen.

Auf eine positive Entwicklung dieser Kennzahl, kann hingegen die Vonovia SE zurückblicken. Neben einem guten Creditor Management und konnte das Unternehmen vom Umfeld des fallenden Zinsniveau profitieren und trotz einer Ausweitung der Verschuldung ihren Zinsaufwand reduzieren bei gleichzeitiger Steigerung des Unternehmens-EBITDAs. Im Untersuchungszeitraum änderte sich so das Verhältnis von EBITDA zu Zinsaufwand von 3,5x auf 5,3x.

Spitzenreiter ist die Deutsche Wohnen SE, die den Zinsdeckungsgrad von 5,0x auf in der Spitze 7,4x verbessern konnte. Ebenso wie bei der Vonovia SE kam der Deutsche Wohnen SE das gute Creditor Management und das günstige Zinsumfeld zu gute.

### 3.3. Covenants gewerblicher Wohnungsunternehmen

Financial Covenants spielen in der Unternehmensfinanzierung eine wichtige Rolle.

Die in den Kredit bzw. Anleihebedingungen festgehaltenen Covenants führen Kennzahlen auf, die der Kreditnehmer während der Vertragslaufzeit erfüllen muss. Des Weiteren geben sie dem Kreditgeber die Möglichkeit, beim Bruch dieser Kennzahlen, den Kredit zu kündigen und fällig zu stellen oder die Kreditbedingungen zu Gunsten des Kreditgebers anzupassen.<sup>31</sup>

Immobilien Unternehmen	Finanzverbindlichkeiten per 31.12.2022 in TEURO	Covenants				Quelle
		Beleihungsquote (Loan-to-Value Ratio, LTV)	Zinsdeckungsgrad (Interest Coverage Ratio)	Quote unbelastete Vermögenswerte (Unencumbered Asset Ratio)	Quote der besicherten Darlehen (Secured Loan-to-Value Ratio)	
Adler Group SA	7.439.732	≤ 60 %	≥ 1,8		≤ 45 %	Anleihe Bedingungen
Deutsche Wohnen SE	9.073.200	≤ 60 %	≥ 1,8			Anleihe Bedingungen
LEG Immobilien SE	8.885.100	≤ 60 %	≥ 1,8	≥ 125 %	≤ 45 %	Anleihe Bedingungen
TAG Immobilien AG	3.070.100	≤ 60 %	≥ 1,8		≤ 45 %	Anleihe Bedingungen
Vonovia SE	47.229.500	≤ 60 %	≥ 1,8	≥ 125 %	≤ 45 %	Anleihe Bedingungen

Tab. 2: Covenants der Anleihen<sup>32</sup>

In Tab. 2 wurden die Covenant-Kennzahlen aus den Anleihebedingungen der Immobilien-Unternehmen extrahiert und als Tabelle dargestellt. Verwendet wurden Anleihen, die von den Unternehmen in 2021 emittiert worden sind und eine Restlaufzeit von mehr als einem Jahr aufweisen.

Auf der einen Seite überrascht, dass sich die Covenants der unterschiedlichen Unternehmen deckungsgleich sind. Auf der anderen Seite ist diese Ausprägung vor dem Hintergrund einer hohen Standardisierung von Anleihebedingungen ein nachvollziehbares Ergebnis.

Festzustellen ist, dass die Kennzahlen *Loan-To-Value* und der *Zinsdeckungsgrad* bei den untersuchten Anleihebedingungen eine Schnittmenge bilden. Die Anleihebedingungen legen beim Loan-To-Value eine Grenze von 60% beim Verhältnis der Immobilien zu den Netto-Finanzschulden der Unternehmen fest. Zudem wird festgelegt, dass das EBIDTA mindestens 1,8-mal größer sein muss als der Zinsaufwand.

Die von den Unternehmen per 31.12.2021 veröffentlichten Kennzahlen sind in Tab.3 aufgeführt.

<b>Panel A: LTV</b>	<b>Adler Group SA</b>	<b>Deutsche Wohnen SE</b>	<b>LEG Immobilien SE</b>	<b>TAG Immobilien AG</b>	<b>Vonovia SE</b>
Finanzverbindlichkeiten	7.657	9.750	8.858	3.071	47.193
Zahlungsmittel	581	677	676	97	1.932
Sonstige Abzüge	2.017				
<b>Nettofinanzverbindlichkeiten</b>	<b>5.059</b>	<b>9.073</b>	<b>8.182</b>	<b>2.974</b>	<b>45.261</b>
Beizulegender Zeitwert der Immobilien	9.965	28.685	19.068	6.540	97.845
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte		1.633	37	72	
Sonstiges		1.372	25	273	1.918
<b>Vermögenswerte</b>	<b>9.965</b>	<b>31.690</b>	<b>19.130</b>	<b>6.885</b>	<b>99.763</b>
<b>Loan-To-Value in %</b>	<b>50,8%</b>	<b>28,6%</b>	<b>42,8%</b>	<b>43,2%</b>	<b>45,4%</b>
<b>Panel B: Zinsdeckungsgrad</b>					
Zinsaufwand	98	143	122	49	412
EBITDA (bereinigt)	208	635	512	226	2.141
<b>Zinsdeckungsgrad</b>	<b>2,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>
<b>Panel C: Zinsaufwand in %</b>					
Zinsaufwand in %	1,3%	1,5%	1,4%	1,6%	0,9%

 Tab. 3: Stand der Covenant-Kennzahlen per 31.12.2021<sup>33</sup>

Per 31.12.2021 erfüllen die untersuchten Immobilien Unternehmen die Anleihe-Covenants für den Zinsdeckungsgrad und die Loan-To-Value Vorgaben. Das niedrigste Loan-To-Value Verhältnis weist dabei die Deutsche Wohnen SE aus, während die Adler Group mit 50,8% die höchste Kennzahl ausweist. Ferner ist überraschend, dass die Adler Group, entgegen dem Marktstandard, die zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte von den Finanzschulden abzieht, während die anderen Immobilien-Unternehmen diese auf der Vermögensseite aufführen. Im Endergebnis kann die Adler Group SA durch diesen mathematischen Sonderweg ein deutlich geringeres Loan-To-Value Verhältnis ausweisen. Bei der Anwendung der Methodik der anderen Immobilien-Unternehmen käme die Adler Group SA auf ein Loan-To-Value Verhältnis von 59,1%.

## **4. Bewertung der Markt-Entwicklung und den Risiken von Vertragsbrüchen**

### **4.1 Bewertung der ergriffenen Maßnahmen der Aufsichtsbehörden**

Wie in Abschnitt 1 beschrieben, beobachtet die Aufsicht die Entwicklung an den Immobilienmärkten sehr eng und hat im April 2022 einen sektoralen Systemrisikopuffer in Höhe von zwei Prozent für Risikopositionen von mit Wohnimmobilien besicherten Krediten angeordnet.<sup>34</sup> Es gilt, rechtzeitig genug einzugreifen, um Risiken für das Finanzsystem und damit für die Gesamtwirtschaft zu minimieren. Dieser Ansatz basiert auch auf den Lehren über die Ursprünge der Finanzmarktkrise von 2008 (*Great Financial Crisis*). Ein maßgeblicher Auslöser für die Finanzmarktkrise, die im August 2007 ihren Anfang nahm, war bekanntlich das Platzen der Immobilienblase in den USA. Die massenhafte Kapitaldienstunfähigkeit vieler US-Kreditnehmer, welche durch gelockerte bzw. abgesenkte Kreditstandards Hypotheken bewilligt bekamen, war ein auslösender und verstärkender Faktor der Wirtschaftskrise.<sup>35</sup>

Daher erscheint es nur konsequent, dass eine Absenkung der Kreditvergabestandards in Deutschland nicht beobachtet werden kann. Zudem kann festgestellt werden, dass die Finanzaufsicht in Deutschland aktiv etwaigen Klumpenrisiken entgegensteuert, wenn notwendig auch antizyklische Maßnahmen ergreift und versucht idealerweise *vor die Welle* zu kommen, ohne dabei das Immobilienkreditgeschäft nachhaltig zu beschränken.

Banken haben üblicher Weise ein diversifiziertes Kreditportfolio, dass aus unterschiedlichen Branchen und innerhalb der Branchen unterschiedlichen Kreditnehmern besteht. In Bezug auf die Branche *Immobilien-Unternehmen* ist eine Diversifikation nur eingeschränkt möglich<sup>36</sup>, nicht umsonst wird auch vom *Immobilienmarkt* gesprochen. Auch hier sei an die Finanzmarktkrise erinnert, bei der sich herausstellte, dass eine Anzahl von Banken in Deutschland vor allem auch im Immobiliengeschäft zu große Risikopositionen eingegangen waren.

Daher ist es nur konsequent und sachlogisch richtig, wenn Aufsicht und Regulatoren den Immobilienmarkt und die Immobilienkreditvergabe der Finanzindustrie eng beobachten und – wenn nötig - frühzeitig eingreifen.

## 4.2. Bewertung der Struktur und Entwicklung der Immobilien-Unternehmen

Die Entwicklung der Bestände der Immobilien-Unternehmen weist eine vergleichsweise geringe Steigerung auf. Das ist ein Stückweit bemerkenswert, da der Bedarf an Wohnraum in Deutschland nicht gesättigt ist; das zeigt u.a. die Leerstandsquote von 2,8 % Ende 2020<sup>37</sup> sowie die nachstehende Abbildung. Möglicherweise ist für die Immobilien-Unternehmen ihr Geschäftsmodell schwer skalierbar.

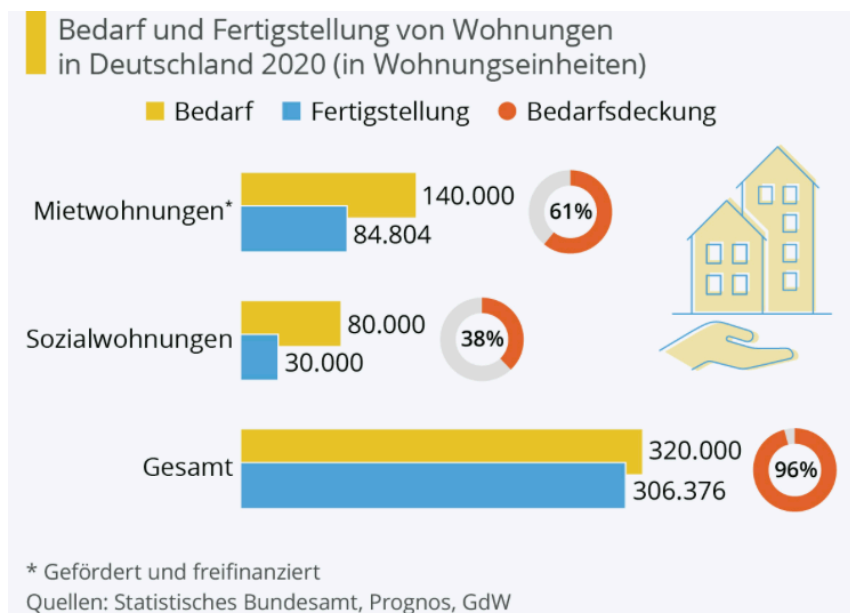


Abb. 9: Bedarf und Fertigstellung von Wohnungen in Deutschland 2020<sup>38</sup>

Die Wertsteigerungen bei Immobilien – primär in den bevorzugten Lagen – ist ökonomisch nachvollziehbar. Die Nachfrage war und ist hoch, das Angebot zu gering. Parallel dazu sind die Einkommen der Menschen tendenziell gestiegen. Die Fremdkapitalkosten waren sehr lange sehr niedrig. Bei gleichzeitig steigenden Mieteinnahmen führt das zu höheren EBITDAs für Immobilien-Unternehmen. Darüber hinaus waren und sind Immobilien attraktive Investitionsobjekte: Sie bieten Sicherheit und zudem – mangels attraktiver Anlagealternativen – noch eine angemessene Verzinsung. Daher sind die Immobilien-Unternehmen insgesamt gegenwärtig gut aufgestellt.

Gleichwohl hat sich das Bild mit Jahresbeginn 2022 zunehmend eingetrübt. Die Rückkehr der Inflation und steigenden Zinsen haben einen Einfluss auf die

Kapitaldienstfähigkeit von privaten Haushalten und Unternehmen. Auch wenn die Auswirkungen auf die Kapitaldienstfähigkeit von Immobilienunternehmen gegenwärtig eher begrenzt spürbar sind, so könnte eine weitere negative Entwicklung in zweiter Ableitung auch die Kreditwürdigkeit der finanzierenden Banken belasten.

### **4.3. Bewertung der Entwicklung der bonitätsrelevanten Kennzahlen**

Betrachtet man die Ratings für die Immobilien-Unternehmen im Untersuchungszeitraum, so liegen diese im Durchschnitt stabil bei BBB. Damit liegt eine *Investmentgrade* Einstufung vor. In Einzelfällen gibt es sogar ein Split-Rating von A, was eine bessere Bonität hervorhebt. Demnach sah es so aus, dass die Rating Agenturen keine Alarmzeichen für eine Verschlechterung der Bonität sahen. Eine zentrale Kennzahl in diesem Zusammenhang ist das Verhältnis von Finanzschulden zu Vermögenswerten (total debt / gross assets). Diese Kennzahl liegt im Betrachtungszeitraum von 2018 bis 2021 stabil zwischen 39% und 43%.

Bei der zweiten wichtigen bonitätsprägenden Kennzahl, dem Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA (net debt / EBITDA) ist ein Anstieg nach einem langen fast konstanten Verlauf um drei Prozentpunkte feststellbar. Im Ergebnis hat sich diese Kennzahl also verschlechtert. Diese Veränderung lag gleichwohl noch im Toleranzbereich der Rating Agenturen. Möglicherweise liegt das auch an einem Sondereffekt. Im Zuge der Übernahme der Deutschen Wohnen SE durch die Vonovia SE hat letztere ihre Zinsaufwendungen deutlich erhöhen müssen. Die Übernahme wurde zunächst durch eine 20 Mrd. € schwere Brückenfinanzierung abgebildet. Anschließend erfolgte eine Kapitalerhöhung sowie die Emission mehrerer Anleihen und Schuldscheindarlehen.<sup>39</sup> Das könnte ein möglicher Grund für den Anstieg sein.

Während die Ratingeinstufungen der Immobilienunternehmen im Untersuchungszeitraum sich eher stabil entwickelten kam es im vierten Quartal 2022 zu einer Reihe an Rating Downgrades bei der Stichprobe. Die Rating Agentur *Moody's Investors Service* stufte am 07.10.2022 zunächst die Bonitätseinschätzung der TAG Immobilien AG von Baa3 zu Ba1 herab. Kurze Zeit später folgte dann am 01.11.2022 die Herabstufung der Bonitätseinschätzung der Deutsche Wohnen SE und der Vonovia SE ebenso um eine Stufe von A3 zu Baa1. Während die Abstufung für die Deutsche Wohnen SE und die Vonovia SE nicht schwerwiegend ist, da sich damit die Bonitätseinschätzung beider Rating Agenturen angleichen, bedeutet die Abstufung der Bonitätseinschätzung der TAG

Immobilien AG einen Verlust des Investment Grade Ratings. Damit gehen höhere Finanzierungskosten und verkleinerter Kreis von potentiellen Kreditgebern einher. Bei allen dreien Unternehmen führt Moody's Investors Service die Entscheidung auf das geschwächte wirtschaftliche Umfeld im Immobiliensegment, die höheren Finanzierungskosten und ein erwarteten (leichten) Abschwung von 10% bei Immobilienbewertungen zurück. Im Zuge dessen verschlechtern sich die Rating-relevanten Kennzahlen wie z.B. das Verhältnis von Finanzschulden zu Vermögenswerten (total debt / gross assets) oder der Zinsdeckungsgrad.<sup>40</sup>

#### **4.4. Bewertung der Gefahr von Covenant Brüchen**

Die in Kreditverträgen und Anleihebedingungen festgelegten Covenants geben den Gläubigern die Möglichkeit, einen Kredit Fällig zu stellen oder eine Anleihe zu kündigen, wenn bestimmte Kennzahlenwerte unterschritten oder überschritten werden. Man spricht dann von einem Covenant Breach. Im Folgenden werden die deutschen Immobilien-Unternehmen daraufhin untersucht, wie stark die Immobilienbewertungen jeweils zurückgehen dürften, bis es ceteris paribus zu einem Covenant Breach kommt.

Die Deutsche Wohnen SE weist mit 28,6 % das niedrigste Loan-To-Value Verhältnis aus. Das Unternehmen hat den größten Puffer und könnte eine Abwertung seines Immobilienbestandes um rd. 60 % verkraften, bis es zu einem Verstoß gegen die Anleihebedingungen kommt.

Loan-To-Value Verhältnisse von gut 42 % bis 45 % haben die LEG Immobilien SE (42,8 %), die TAG Immobilien AG (43,2 %) und die Vonovia SE (45,4 %). Die Puffer bei diesen drei Unternehmen sind groß genug, um eine Abwertung ihrer Immobilienbestände von in etwa 30 % abfedern zu können, bis es zu einem Verstoß gegen die Anleihebedingungen kommt; sie sind also ebenfalls gut aufgestellt.

Bei der Adler Group SA sieht das anders aus. Hier beträgt das Loan-To-Value Verhältnis nur 50,8%. Der Puffer ist also deutlich geringer als bei den zuvor betrachteten Unternehmen. Daher würde eine Abwertung von ca. 16 % hier bereits zu einem Verstoß gegen die Anleihebedingungen führen. Ein Verstoß gegen die Anleihebedingungen könnte hier also mit deutlich höherer Wahrscheinlichkeit als bei den anderen immobilien-Unternehmen eintreten.

Als Zwischenergebnis lässt sich festhalten, dass ceteris paribus je niedriger das Loan-To-Value Verhältnis und umso höher der Puffer für etwaige Abwertungen

des Immobilienbestandes ist, desto niedriger die Wahrscheinlichkeit eines Covenant Breach ist. Bei den untersuchten deutschen Immobilien-Unternehmen scheint gegenwärtig diese Wahrscheinlichkeit am höchsten bei der Adler Group SA zu sein.

Eine weitere wichtige Covenant Kennzahl ist der Zinsdeckungsgrad. In den letzten Jahren mag diese Kennzahl etwas in den Hintergrund gerückt sein, da das Zinsniveau bekanntlich sehr niedrig - für machen Emittenten sogar negativ war. Aufgrund der Entwicklung seit Anfang 2022 sind Inflation und Zinsumfeld wieder in den Fokus gerückt; da ein unmittelbarer Zusammenhang ceteris paribus zu den künftigen Zinsdeckungsgraden der Unternehmen besteht. Jeder fällige Kredit, jede fällige Anleihe kann nur zu einem höheren Zinssatz anschlussfinanziert werden. Somit steigen die Fremdkapitalkosten; das führt ceteris paribus zu niedrigen Zinsdeckungsgraden. Zur Veranschaulichung sei auf die Verschiebung der Zinsstrukturkurven der öffentlichen Emittenten in der Eurozone verwiesen, welche einen Finanzierungskosten-Anstieg für die für eine 10 Jahre laufende Anleihe von rund 2,5 Prozentpunkten dokumentieren.

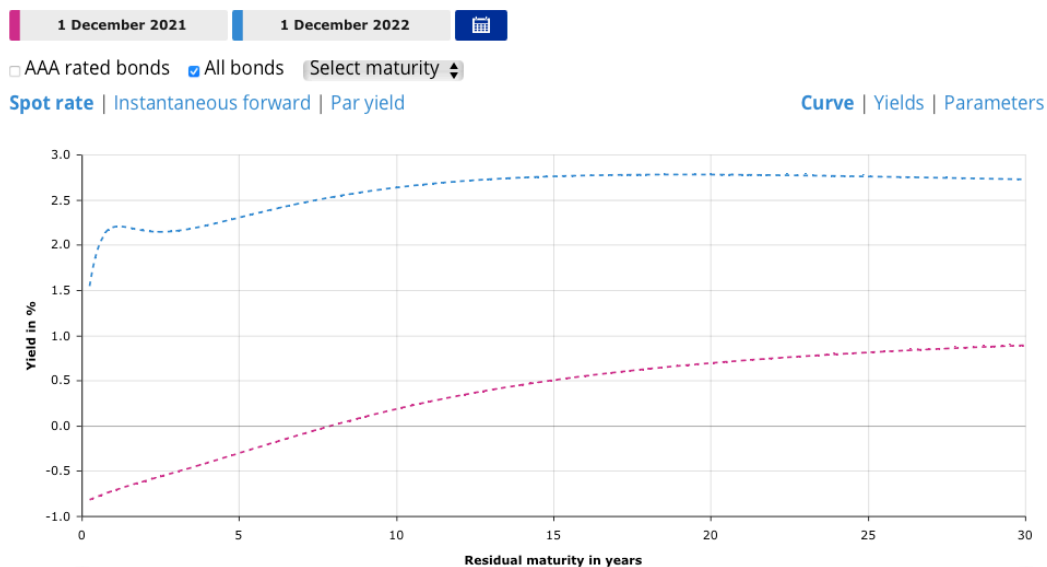


Abb. 10: Zinsstrukturkurven öffentlicher Emittenten in der Eurozone<sup>41</sup>

Die höheren Fremdkapitalkosten schlagen nicht sofort auf die gesamte Passivseite durch, sondern erst im Zeitablauf. Unternehmen, die noch Kredite oder Anleihen mit vergleichsweise langen Restlaufzeiten haben, trifft dieser Zinseffekt erst später. Gleichwohl trifft der Zinseffekt sofort ein, wenn z.B. Wachstum durch die Aufnahme durch neues bzw. zusätzliches Fremdkapital finanziert werden soll. Folglich stellt die aktuelle Zinsentwicklung eine potenzielle Bedrohung für den Zinsdeckungsgrad da.



Betrachtet man die deutschen Immobilien-Unternehmen, so haben diese unterschiedliche Zinsdeckungsgrade. Ein Covenant Breach in Bezug auf den Zinsdeckungsgrad würde ceteris paribus bei 1,8 eintreten. Da die Ratings der deutschen Immobilien-Unternehmen alle bei BBB liegen, scheint die Annahme vertretbar, dass sie alle in etwa die gleichen Fremdkapitalkapitalkosten haben. Gleichwohl sind können die Auswirkungen einer Zinserhöhung sehr verschieden ausfallen, da die Kapitalstrukturen unterschiedlich sind und damit auch die Summe der Fremdkapitalkosten.

Daher würde es bei der Adler Group SA bereits zu einer Verletzung der Anleihebedingungen kommen, wenn die Fremdkapitalkosten auf 1,5% ansteigen würden. Dieser Fall würde bei der Vonovia SE erst bei einem Anstieg der Fremdkapitalkosten auf 2,5% eintreten. Die drei anderen Immobilien-Unternehmen sind noch etwas besser aufgestellt. Eine Verletzung der Anleihebedingungen träte bei der LEG Immobilien SE erst ein, wenn die Fremdkapitalkosten auf 3,25% stiegen. Bei der Deutsche Wohnen SE liegt der Anstieg auf 3,75%; und bei der TAG Immobilien AG sogar erst bei 4%. Wie schnell dieser Effekt jeweils eintreten könnte, hängt von der Fremdkapitalstruktur des jeweiligen Unternehmens, der Geschwindigkeit des weiteren Zinsstiegs sowie des Umfangs der Aufnahme zusätzlichen Fremdkapitals ab. Denkbar wäre in diesem Zusammenhang auch, dass die Rating Agenturen bei tendenzieller Verschlechterung des Zinsdeckungsgrades ihre Ratings weiter nach unten anpassen. Dadurch würden die Fremdkapitalkosten zusätzlich ansteigen, was wiederum zu einer weiteren Verschlechterung des Zinsdeckungsgrades führen würde – und das betreffende Unternehmen wäre in eine vicious cycle.

Die aktuellen Sekundärmarkt Renditen der Anleihen der deutschen Immobilien-Unternehmen zeigen es bereits auf dem aktuellen Niveau perspektivisch zu einem Covenant Breach kommen könnte.

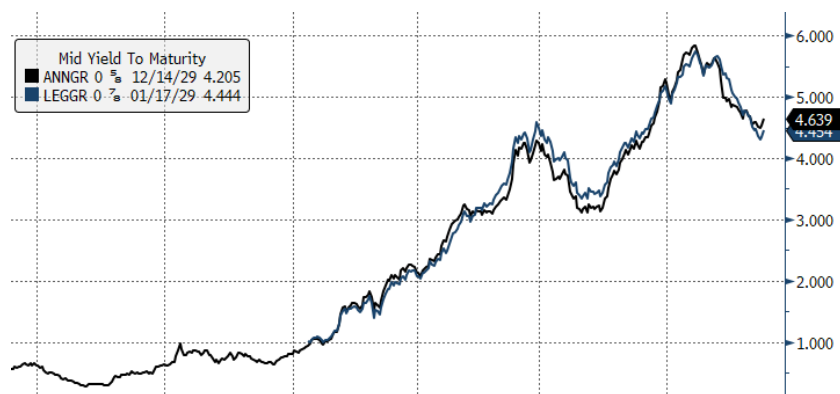


Abb. 11: Sekundärmarkt-Renditen der Anleihen von LEG Immobilien SE und Vonovia SE<sup>42</sup>

Folglich könnten die Immobilien-Unternehmen gezwungen sein, ihre Verschuldung zu reduzieren, damit es eben nicht zu einem Covenant Breach kommt. Eine Möglichkeit wäre, dass sie Bestandsimmobilien verkaufen und die Verkaufserlöse zur Tilgung von Schulden einsetzen. Hier stellt sich die Frage, wer die Käufer sein könnten.

Eine weitere Möglichkeit wäre, eine Kapitalerhöhung durchzuführen, um auf diese Weise Teile des Fremdkapitals durch Eigenkapital zu ersetzen. Hier stellt sich die Frage, wer bereit wäre, die neuen Aktien zu kaufen. Im Übrigen ist sind die Eigenkapitalkosten aufgrund des höheren Risikos höher als die Fremdkapitalkosten. Folglich könnte eine Substitution schnell an natürliche Grenzen stoßen.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass eine Kreditklemme in nicht allzu weiter Ferne für die deutschen Immobilien-Unternehmen unter den gegebenen Covenant Kennzahlen und den erwarteten Bewertungsabschlägen sowie der steigenden Fremdkapitalzinsen möglich erscheint. Als Sonderfall ist die Adler AG anzusehen. Wie oben ausgeführt sind ein oder gleich mehrere Covenant Breach in näherer Zukunft möglich. Bei gegebenem Rating und Geschäftsmodell könnte es sehr herausfordernd sein, hier eine verträgliche Lösung zu finden.

## 5. Fazit

Für den Zeitraum vom ersten Quartal 2018 bis zum dritten Quartal 2021 wurden die Bilanzen deutscher börsennotierter Immobilienunternehmen aus einer bonitätsbewertenden Perspektive ausgewertet. Einleitend wurde die bisherige Entwicklung am deutschen Wohnimmobilienmarkt kurz dargestellt. Es folgte die Zusammenfassung der wesentlichen Maßnahmen, die von den Aufsichtsbehörden in Deutschland ergriffen worden sind, um möglichen Belastungen der Finanzstabilität durch die Risiken am deutschen Immobilienmarkt gegenzusteuern. Daraufhin wurden auf Unternehmensebene der Stichprobe einzelne für die Bonitätsbeurteilung wesentliche Kennzahlen erhoben und dargestellt. Des Weiteren konnten Überschneidungen bei den Covenant Bedingungen in den Anleiheprospekten der einzelnen Unternehmen festgestellt werden. Abschließend folgten eine Bewertung und Einordnung der oben festgestellten Zustände und Entwicklungen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Aufsichtsbehörden ihrem Auftrag und ihrer Sorgfaltspflicht nachgekommen sind und ein Verständnis für zyklische und außerordentliche Risiken im Wohnimmobiliensegment bei Banken und Investoren geschaffen haben ohne die Geschäftsentwicklung negativ zu beeinflussen.

Des Weiteren wurde festgestellt, dass die großen privatwirtschaftlichen Anbieter von deutschen Wohnimmobilien, wie z.B. die Vonovia SE oder die LEG Immobilien SE, im Untersuchungszeitraum eine solide wirtschaftliche Entwicklung vorweisen konnten. Dafür spricht auch eine rückläufige Leerstandsquote bei den Unternehmen der Stichprobe. Auch der Blick auf die Bilanzkennzahlen der Unternehmen festigt diese Einschätzung. Zwar steigt die Verschuldung, gemessen am Verhältnis von Finanzschulden zu Immobilien Bewertung, eher moderat um 10 Prozentpunkte, jedoch befindet sich die Kennzahl absolut gesehen auf einem relativ niedrigen Niveau von rund 50%. Auch lässt sich der wirtschaftliche Erfolg der untersuchten Wohnimmobilien-Unternehmen am steigenden Vermietungs-EBITDA ablesen. Dieses steigt im Untersuchungszeitraum um 25%. Die steigenden Immobilienbewertungen der Unternehmen, decken sich mit der bekannten Entwicklung am deutschen Immobilienmarkt. Sie lassen sich sowohl auf höhere Erträge der Immobilienvermietung, als auch auf Nachfrage-getriebene Preissteigerungen zurückführen. Dies lässt sich anschaulich an der Darstellung des rechnerischen Kaufpreis-Multiples ablesen.

Investment Grade Qualität bei den Bonitäten der untersuchten Unternehmen. Die beobachteten Rating-Herabstufungen im vierten Quartal 2022 zeigen, dass Rating Agenturen wachsam auf die Entwicklungen am Immobilienmarkt reagieren und prospektiv Risiken einschätzen.

Auch bei den Financial Covenants der Anleihebedingungen konnten große Überschneidungen festgestellt werden. Überraschend war die Tatsache, dass unabhängig vom jeweiligen Rating und Größe des Unternehmens dieselben Parameter definiert wurden. Als wichtigsten Covenant Kennzahlen wurde der *Zinsdeckungsgrad* und das *Loan-To-Value* identifiziert. Bei der Adler Group SA wurde eine unübliche Berechnung des Loan-To-Value Verhältnisses festgestellt. Diese führt zu besseren Ergebnissen als bei Einsatz der Berechnungsmethode des Marktstandards. Bei der Feststellung und Bewertung welche Faktoren gegeben sein müssten, dass es zu einer Verletzung der Loan-To-Value Vorgabe käme, spielten die niedrigen Loan-To-Value Werte der Unternehmen eine zentrale Rolle. Bis auf die Adler Group SA, welche von unternehmensinternen Problemen geprägt ist, zeigen die untersuchten Unternehmen eine Resilienz gegenüber einer Abwertung des Immobilienbestands von 30%. Während die Loan-To-Value Vorgabe auch kurzfristig, durch beispielsweise Sondersituationen am Immobilienmarkt, verletzt werden kann, sind Veränderungen beim Zinsdeckungsgrad zeitlich rigider. Festgestellt wurde, dass das stark angestiegene Marktzinsniveau im Dezember 2022 ein Niveau erreicht hat, dass mittelfristig bei den untersuchten Unternehmen zu einer Verletzung der Covenant Vorgabe beim Zinsdeckungsgrad führen würde. Die Deleveraging Aktivitäten der Unternehmen deuten wohl darauf hin, dass diese dem frühzeitig entgegensteuern möchten.

## 6. Quellen- und Literaturverzeichnis

**Ausschuss für Finanzstabilität**, <https://www.afs-bund.de/afs/Content/DE/Standardartikel/AFS-Aktivitäten/Makroprudenzielle-Instrumente/2022-01-12-makroprudenzielle-massnahmen.html>, abgerufen am 04.09.2022

**Bank for International Settlements**, [https://www.bis.org/publ/bcbs\\_nl29.htm](https://www.bis.org/publ/bcbs_nl29.htm), abgerufen am 05.09.2022.

**Bender/Nagel**: Adler-Tochter bittet Aktionäre um Blankovollmacht: Fast alle Wohnungen sollen verkauft werden, <https://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/immobilien-adler-tochter-bittet-aktionaeere-um-blankovollmacht-fast-alle-wohnungen-sollen-verkauft-werden/28539160.html>, 2022, abgerufen am 05.09.2022.

**bulwiengesa AG**: BF Quartalsbarometer – Quartalsbericht Q3 | 2022, 2022, S. 2.

**Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht**: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf\\_220331\\_allgvgf\\_systemrisikopuffer.html?nn=9021442](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_220331_allgvgf_systemrisikopuffer.html?nn=9021442), abgerufen am 04.09.2022.

**Bloomberg Finance L.P.**

**CBRE Group, Inc.**: <https://news.cbre.de/transaktionsvolumen-am-wohnmobilieninvestmentmarkt-deutschland-rueckklaeufig/>, abgerufen am 05.09.2022.

**Corestate Capital Holding S.A.**: Quarterly Statement as of 30 June 2022, 2022, S. 17-18.

**Destatis**, [https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/08/PD22\\_366\\_611.html](https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/08/PD22_366_611.html), abgerufen am 05.09.2022.

**Destatis**: [https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/07/PD22\\_318\\_31231.html](https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/07/PD22_318_31231.html), abgerufen am 05.09.2022.

**Deutsche Bundesbank**: Finanzstabilitätsbericht 2021, 2021.

**Deutsche Bundesbank**: Monatsbericht Februar 2022, 2022, S. 59-60.

**GdW Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen e.V.**: Anbieterstruktur auf dem deutschen Wohnungsmarkt - nach Zusatzerhebung Mikrozensus 2018, 2019, S. 1.

<https://de.statista.com/infografik/27264/bedarf-und-fertigstellung-von-wohnungen-in-deutschland/> abgerufen am 03.12.2022.

<https://www.dertreasurer.de/news/finanzierung-corporate-finance/vonovia-anleihen-spielten-wichtige-rolle-bei-deutsche-wohnen-uebernahme-2021911/> abgerufen am 03.12.2022.

[https://www.ecb.europa.eu/stats/financial\\_markets\\_and\\_interest\\_rates/euro\\_a](https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_a)

<https://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/immobilien-adler-group-koennte-teil-des-immobilien-portfolios-verkaufen/27673932.html>, 2021, abgerufen am 05.09.2022

**Hull:** Risikomanagement – Banken, Versicherungen und andere Finanzinstitutionen, 4. akt. Aufl. 2016, S. 154f.

**LEG Immobilien SE:** [https://ir.leg-se.com/investor-relations/ad-hoc-meldungen/detail?tx\\_eqscontents\\_eqscontentsfe%5Baction%5D=show&tx\\_eqscontents\\_eqscontentsfe%5Bcontroller%5D=Content&tx\\_eqscontents\\_eqscontentsfe%5BnewsID%5D=2315073&cHash=550c6b69c0fd0a2076277b10926fc0a2](https://ir.leg-se.com/investor-relations/ad-hoc-meldungen/detail?tx_eqscontents_eqscontentsfe%5Baction%5D=show&tx_eqscontents_eqscontentsfe%5Bcontroller%5D=Content&tx_eqscontents_eqscontentsfe%5BnewsID%5D=2315073&cHash=550c6b69c0fd0a2076277b10926fc0a2), abgerufen am 05.09.2022.

**Moody's Investors Service:** CREDIT OPINION: TAG Immobilien AG, 2022 und S&P Global Ratings: Research Update: Property Company Deutsche Wohnen Outlook Revised To Positive After Same Action On Parent Vonovia; Affirmed At 'BBB+/A-2', 2021.

**Moody's Investors Service:** Moody's downgrades Vonovia to Baa1, outlook stable, 2022,

**Moody's Investors Service:** Moody's downgrades Deutsche Wohnen's rating to Baa1, outlook stable, 2022,

**Moody's Investors Service:** Moody's downgrades TAG rating to Ba1, stable outlook, 2022.

**Perridon/Steiner/Rathgeber,** Finanzwirtschaft der Unternehmung, 17. Aufl. 2017, S. 459.

**S&P Global Ratings:** <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/adler-bonds-soften-on-ratings-downgrade-68885892> und <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/220822-credit-trends-risky-credits-european-downgrades-to-ccc-increase-as-refinancing-and-inflation-risks-bite-12476788>, abgerufen am 15.09.2022

**Tagesschau:** <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/unternehmen/vonovia-wohnungsverkauf-adler-uebernahme-101.html>, abgerufen am 05.09.2022.

**Verband deutscher Pfandbriefbanken e V. (vdp) (Hrsg.),** vdp-Immobilienpreisindex Q2.2022, 2022.