

# Rating Immobiliengesellschaften

## Überblick über die methodische Ratingvergabe an Immobiliengesellschaften

August 2019

### 1 Gegenstand

---

Die Ratingmethodik für Immobiliengesellschaften richtet sich primär an die folgenden, indirekten Immobilienanlagenformen in der Schweiz:

- **Immobilienunternehmen**
- **Wohnbaugenossenschaften**
- **Investmentgesellschaften**
- **Immobilien-Anlagestiftungen**

Immobilien­gesellschaften bezwecken den Erwerb, die Erschliessung, die Finanzierung, die Baurealisation, die Vermietung, das Halten und die Vermarktung einer oder mehrerer Immobilien. Der Immobiliensektor zählt mit rund 15% der Bruttowertschöpfung sowie der erwerbstätigen Bevölkerung zu den bedeutendsten Wirtschaftssektoren der Schweiz. Die Finanzierung erfolgt typischerweise durch mit Immobilien besicherte Hypothekarkredite. Das ausstehende Volumen alleine von Banken betrug per Ende 2017 rund CHF 1'300 Mia. Jüngere Trends deuten auf eine verstärkte Konkurrenz der Bankfinanzierung durch neue Angebote von Versicherungen und Pensionskassen hin.

Das Risikoprofil des Immobiliensektors ist charakterisiert durch (1) überdurchschnittlich stabile Cash-Flows aus Mieteinnahmen, (2) stark segmentierte Immobilienmärkte aufgrund der geographischen Lage und regulatorischer Vorschriften, (3) überdurchschnittlich hohe Fremdfinanzierung und Besicherung von Immobilien und (4) ausgeprägte zyklische Wertschwankungen von Immobilien u.a. aufgrund von Veränderungen makroökonomischer Grössen.

### 2 Grundsätze

---

Die Ratingmethodik für Immobiliengesellschaften erfüllt uneingeschränkt die Anforderungen der allgemeinen Ratingmethodik für Unternehmen sowie die Leitlinien für den Ratingprozess. Die vorliegende Ratingmethodik erweitert und ergänzt die allgemeine Ratingmethodik für Unternehmen im Hinblick auf die strukturellen Besonderheiten und spezifischen Risikocharakteristika von Immobiliengesellschaften (siehe Abbildung 1).

Für die Vergabe von Emissionsratings an nachrangige Schuld­forderungen von Immobiliengesellschaften kommt zusätzlich die Ratingmethodik für Emissionsratings zur Anwendung. Für die Ratingvergabe an immobilienbesicherte Schuldinstrumente sowie hypothe­kenbesicherte Anleihen (Covered Bonds) und strukturierte Finanzierungen mit Tranchen (Notes) kommt die Expected Loss Credit Rating Methodology zur Anwendung.<sup>1</sup>

Die vorliegende Ratingmethodik dient den für die Ratingvergabe zuständigen Analysten als Leit­faden und Orientierung. Aufgrund der starken Segmentierung im Immobilien­sektor besteht eine der Herausforderungen bei der Ratingvergabe in der Analyse und Beurteilung von sehr spezifischen Geschäftsmodellen mit stark divergierenden Strukturen von Immobilienportfolios. Die Ratinganalysten verfügen daher über einen Ermessensspielraum bei der Bewertung und Beurteilung auf der Grundlage dieser Ratingmethodik.

---

<sup>1</sup> Verfügbar zum Download auf der Webseite von fedafin ([www.fedafin.ch](http://www.fedafin.ch))

Insbesondere können Analysten ihre Beurteilung fallweise auch auf Kennziffern und qualitative Ratingkriterien abstellen, die von den in diesem Dokument angeführten Ratingkriterien abweichen. Beispielsweise kann dies bei Immobiliengesellschaften mit einem sehr tiefen Rating oder einem sehr grossen Anteil an Projektentwicklungen angemessen sein. Letztlich obliegt dem Ratingausschuss die definitive Ratingvergabe.

### 3 Ratingkriterien

Die Vergabe eines Unternehmensratings an eine Immobiliengesellschaft beinhaltet die systematische Analyse und Bewertung von Erfolgs- und Risikofaktoren aus drei Kernbereichen. Die drei ratingrelevanten Bereiche umfassen:

- (1) das finanzielle Risikoprofil
- (2) das geschäftliche Risikoprofil
- (3) die Supportwahrscheinlichkeit

Die Bonitätsbeurteilung umfasst sowohl quantitative als auch qualitative Sachverhalte. Die umfassende Betrachtung der Risiko-Chancen-Charakteristika gewährleistet eine fundierte und objektiv vergleichbare Ratingvergabe an eine Immobiliengesellschaft. Die Bewertung des finanziellen Risikoprofils als Startpunkt der Ratingvergabe führt zum Ankerrating. Darauf basierend führt eine ergänzende Beurteilung des geschäftlichen Risikoprofils zum Stand-alone Rating. Die abschliessende Überprüfung und Beurteilung allfälliger Supportmerkmale resultiert schliesslich im Emittenten- bzw. Unternehmensrating.

#### 3.1 Finanzielles Risikoprofil

Die Beurteilung der Fähigkeit von Immobiliengesellschaften, ihren Zins- und Kapitaldienst fristgerecht zu leisten, unterscheidet sich von Unternehmen in anderen Branchen

primär durch die überdurchschnittlich hohe Fremdfinanzierung, deren Besicherung durch Immobilien sowie die zyklischen Bewertungsschwankungen des Immobilienportfolios auf der Aktivseite der Bilanz.

#### Finanzrating

Im Fokus der Analyse des finanziellen Risikoprofils stehen daher (1) die Fähigkeit zur Refinanzierung auslaufender Verbindlichkeiten, (2) die Fähigkeit zur Deckung des laufenden Zins- und Kapitaldienstes, (3) die Liquidität zur Überbrückung von Refinanzierungsengpässen bei zyklischen Bewertungseinbussen sowie (4) die Profitabilität und Effizienz der Immobilienbewirtschaftung zur Generierung ausreichender Cash-Flows. Im Rahmen der quantitativen Risikobeurteilung werden Kennziffern aus vier Bereichen als grundsätzlich ratingrelevant eingestuft:

#### Einnahmen und Cash-Flow

- Höhe und Volatilität des operativen Cash-Flows
- Höhe und Volatilität der EBITDA-Marge

#### Kapitalstruktur und Verschuldung

- adj. Eigenkapitalquote
- besicherte Schulden in Prozent des Fremdkapitals

#### Liquidität und Finanzierung

- EBITDA in Prozent des Zins- und Kapitaldienstes
- Liquidität in Prozent des Zins- und Kapitaldienstes
- Unbesicherte Immobilien in Prozent des Immobilienportfolios

#### Profitabilität und Effizienz

- Höhe und Volatilität der Mieteinnahmen in Prozent des ertragsabwerfenden Immobilienportfolios (Income-Producing Real Estate, IPRE)
- Höhe und Volatilität der Leerstandsquote

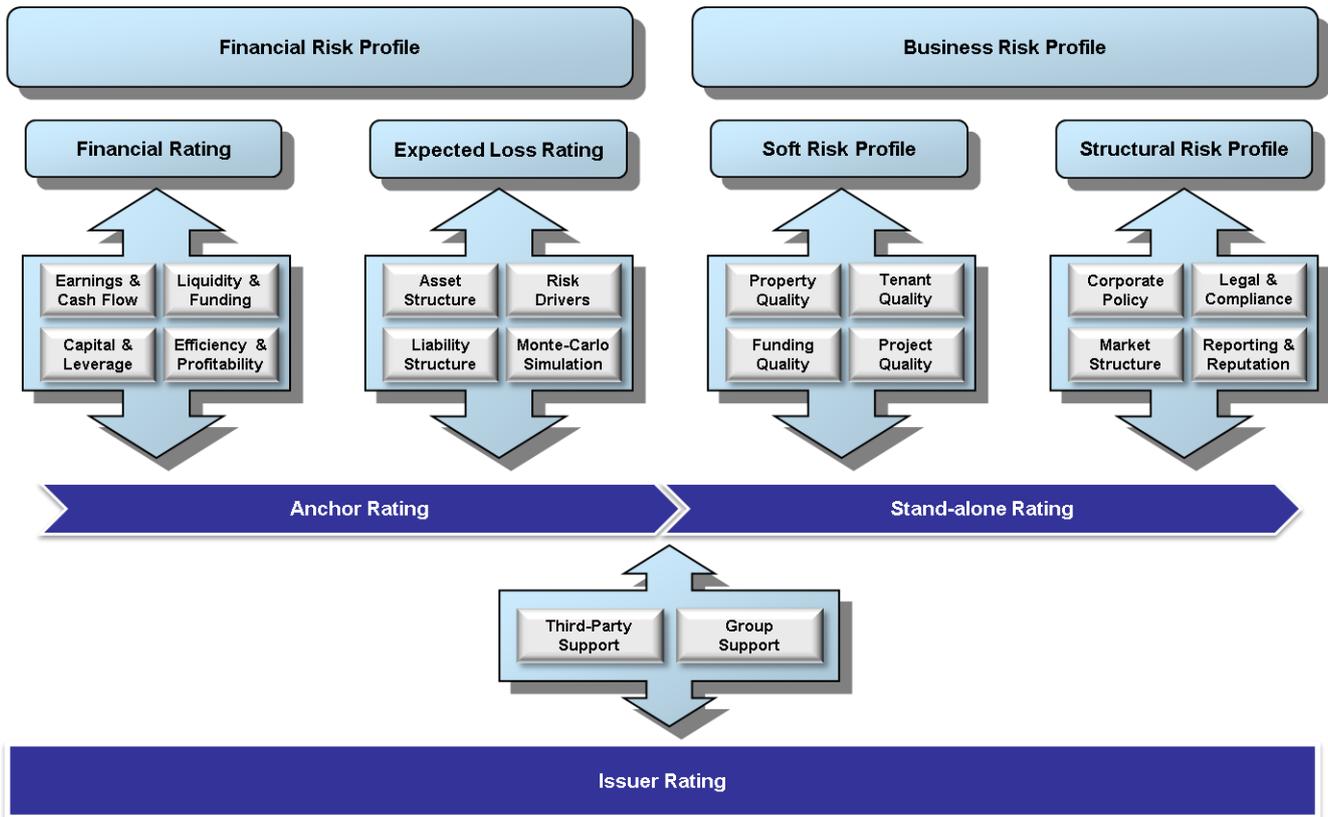


Abbildung 1: Ratingmethodik Immobiliengesellschaften

Die EBITDA-Marge liefert einen objektiv vergleichbaren Massstab für die Ertragskraft einer Immobiliengesellschaft. Die Volatilität der EBITDA-Marge gibt einen Hinweis auf die Stabilität der Ertragskraft. Die Volatilität wird massgeblich durch die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells sowie die Struktur und Grösse des Immobilienportfolios beeinflusst.

Die adjustierte Eigenkapitalquote widerspiegelt den Kapitalbedarf einer Immobiliengesellschaft, unabhängig vom aktuellen Stand des Immobilienzyklus. Die Bewertung basiert auf einem Gleichgewichts-Kapitalisierungssatz für die Mieteinnahmen aus ertragsabwerfenden Immobilien (IPRE). Ein wichtiger Aspekt bei der Beurteilung des Kapitalbedarfs ist der Anteil von mit Immobilien besichertem Fremdkapital am gesamten Fremdkapital bzw. an den Aktiven. Je höher diese Werte ausfallen, desto riskanter fällt das Risikoprofil einer Immobiliengesellschaft bzw. ihrer vorrangig unbesicherten Verpflichtungen aus.

Die Ertragskraft und Liquidität zur Sicherstellung des laufenden Zins- und Kapitaldienstes sowie der Zahlungsverpflichtungen in Phasen sinkender Immobilienpreise sind die bestimmenden Risikofaktoren für die Ratingvergabe. Insbesondere bei Preiskorrekturen im Immobiliensektor ist der Anteil des Immobilienportfolios, welcher als Sicherheit für Refinanzierungen zur Verfügung steht, bedeutsam. Für bestehende Verpflichtungen dienende Sicherheiten einer Immobiliengesellschaft stehen für die Refinanzierungsfähigkeit oder als Vermögenswert im Konkursfall für Gläubiger von unbesicherten Schulden nicht zur Verfügung.

Die Profitabilität und Effizienz der Immobilienbewirtschaftung hängen stark vom Geschäftsmodell und der Struktur des Immobilienportfolios ab. Positiv für die Ratingvergabe wirken sich Geschäftsmodelle von Immobiliengesellschaften aus, welche die Fähigkeit zur Generierung hoher und stabiler Mieteinnahmen sowie tiefer Leerstände unter Beweis stellen können.

### Expected Loss Credit Rating

Für Immobilien-Investmentgesellschaften und Immobilien-Anlagestiftungen kann kein Finanzrating auf der Grundlage der oben angeführten Kennziffern vergeben werden. Auch die Aussagekraft von ratingrelevanten Daten und Informationen, welche von Immobilienunternehmen zur Verfügung gestellt werden, können als unzureichend robust eingestuft werden. Gründe dafür sind mitunter ein ungenügender Track Record, stark schwankende Finanzpläne oder geringe Volumina und Granularität des Immobilienportfolios. Diese Charakteristika findet man häufig bei (1) jungen oder neu gegründeten Immobiliengesellschaften, (2) Immobiliengesellschaften mit stark wachsenden oder schrumpfenden Immobilienportfolios oder (3) kleinen und lokal ausgerichteten Immobilienportfolios.

Im Rahmen einer spezifischen Ratingvergabe können daher Analysten zum begründeten Schluss kommen, dass alternativ zur Vergabe eines Finanzratings die Vergabe eines Expected Loss Credit Ratings angemessen ist. In solchen Fällen kommt die eigens für den Schweizer Immobiliensektor entwickelte Expected Loss Credit Rating Methodology<sup>2</sup> zur Anwendung, die auf einem semi-parametrischen Hazard Rate Model basiert. Die konzeptionelle Grundlage der Methodik besteht aus den folgenden drei Bausteinen:

#### Replikation Bilanzstruktur als Hypothekenpool

- Struktur und Bewertung Immobilienportfolio
- Konditionen und Besicherung Fremdkapital
- Rangierung und Wasserfall für „Senior Unsecured“

#### Risikofaktoren (Hazard Rates)

- Immobiliensegment
- aktuelle Schuldendeckung (LTV)
- aktueller Trend der Arbeitslosigkeit
- aktueller Zins-Spread zum Coupon

#### Monte-Carlo Simulation

- Zufallsprozesse mit Mean-Reversion Eigenschaft
- Korrelation segmentspezifischer Immobilienpreise

Mit Hilfe des Risiko-Tools können die Ausfall- und Verlustwahrscheinlichkeiten von Schweizer Immobiliengesellschaften statistisch fundiert modelliert werden.

### 3.2 Geschäftliches Risikoprofil

Das finanzielle Risikoprofil wird anschliessend durch eine fundierte Beurteilung des geschäftlichen Risikoprofils ergänzt. Qualitative Risiko- und Erfolgsfaktoren für Immobiliengesellschaften werden systematisch identifiziert und durch das Ratingteam bewertet. Die Analyse und Bewertung von ratingrelevanten institutionellen Rahmenbedingungen der Leistungserbringung vervollständigen die Beurteilung des geschäftlichen Risikoprofils.

#### Qualitatives Risikoprofil

Im Rahmen des Ratingprozesses werden für Immobiliengesellschaften bonitätsrelevante Sachverhalte in vier Bereichen als grundsätzlich ratingrelevant eingestuft:

#### Struktur und Qualität des Immobilienportfolios

- Struktur nach Segment, Alter, Grösse und Standard
- Mikro- und Makrolage
- Immobilienbewertung

#### Struktur und Qualität von Mietern und Mieteinnahmen

- Mietertyp und -struktur
- durchschnittliche (minimale) Mietdauer

#### Struktur und Qualität des besicherten Fremdkapitals

- Konditionen (Zinssatz, Laufzeit, Amortisation)
- Kapitalstruktur (Obergrenzen)

#### Projektprofil Liegenschaften und andere Projekte

- Anteil und Art von Entwicklungsprojekten
- Andere Einnahmequellen

Die Preissensitivität von Liegenschaften hängt naturgemäss auch von qualitativen Eigenschaften ab. Dazu gehören beispielsweise das Alter, der Wohnstandard und die Wohnfläche einer Immobilie. Diese Eigenheiten werden zusammen mit dem regionalen Standort und der lokalen Lage beurteilt. Projektentwicklungen werden gesondert

<sup>2</sup> Verfügbar zum Download auf der Webseite von fedafin ([www.fedafin.ch](http://www.fedafin.ch))

betrachtet und können je nach Geschäftsmodell mehr oder weniger riskant ausfallen.

Die Mieterstruktur kann Rückschlüsse auf die Stabilität und das Potenzial an Mieteinnahmen liefern. Die Spannbreite kann von einer einzigen Betreibergesellschaft über homogene Mietergruppen bis hin zu sehr heterogenen Mieterschichten gehen. Positiv für die Ratingvergabe sind lange Mietverhältnisse, mitunter verbunden mit Mindestanforderungen in Miet- und Betreiberverträgen.

Die Struktur und Zusammensetzung der Fremdfinanzierung kann ebenfalls Rückschlüsse für die Ratingvergabe geben. Durchschnittlich kurze Laufzeiten, eine hohe oder variable Verzinsung und geringe Amortisationspflichten erhöhen tendenziell das Risikoprofil. Umgekehrt sind verbindliche Plafonds für Immobilien, welche als Sicherheit für die Hypothekendarfinanzierung dienen dürfen, positiv einzustufen.

Die Bewertung der Immobilien wird entweder intern oder extern durch Drittanbieter vorgenommen. Die regulatorische Anerkennung und Reputation von Gutachtern sowie ihre Bewertungsmethoden und -grundsätze werden ebenso einer Beurteilung unterzogen wie die daraus resultierenden Schätzungen für Immobilienpreise und Kapitalisierungssätze.

### **Strukturelles Risikoprofil**

Im Rahmen des Ratingprozesses werden für Immobiliengesellschaften bonitätsrelevante Sachverhalte in vier Bereichen als grundsätzlich ratingrelevant eingestuft:

#### **Geschäftsmodell und -strategie**

- Nachhaltigkeit der Unternehmensstrategie
- Finanzierungs- und Dividendenpolitik

#### **Marktstrukturen**

- Marktposition
- Markteintrittsbarrieren

#### **Rechtliche und regulatorische Risiken**

- regulatorische Rahmenbedingungen
- operationelles und finanzielles Risiko-Management

#### **Reporting und Reputation**

- Qualität der Informations- und Datengrundlagen
- Reputation und Image

Das Geschäftsmodell einer Immobiliengesellschaft wird auf besondere Risikocharakteristika und seine Nachhaltigkeit hin überprüft. Kernelemente der Analyse bilden die Beurteilung der Unternehmensstrategie, der Finanzierungspolitik sowie der Dividendenpolitik. Bei Holdings und Gruppenstrukturen werden zusätzliche ratingrelevante Sachverhalte wie beispielsweise die Gewährung von Garantien und Aktionärsdarlehen sowie mögliche strukturelle Nachrangigkeiten einer Beurteilung unterzogen.

Marktstrukturen können je nach Unternehmenssektor einen bedeutenden Einfluss auf die Ratingvergabe haben. Im Immobiliensektor sind neben der Marktposition auch Markteintrittsbarrieren vor allem durch das Planungs- und Baurecht relevant. Je nach Geschäftsmodell und Immobilienportfolio können zahlreiche weitere regulatorische Rahmenbedingungen Gegenstand einer Analyse sein.

Im Immobiliensektor sind operationelle Risiken angesichts der Regulierungsdichte überdurchschnittlich relevant. Die Implementierung von Kontroll- und Überwachungsinstrumenten sind ein Indiz für eine professionelle Immobilienbewirtschaftung. Beispiele hierzu sind eine effektive Compliance oder ein effektives Management von Liquiditäts- und Projektrisiken.

Ein qualitativ hochstehendes Reporting misst sich an Transparenz, Konsistenz und Aussagekraft der offengelegten Daten und Informationen bezüglich der zukünftigen Geschäftsentwicklung. Reputation und Image einer Immobiliengesellschaft sind ein Indiz für ein professionelles und kundenorientiertes Geschäftsgebaren. Entsprechende Versäumnisse können sich beispielsweise in einer negativen Berichterstattung oder Rechtsstreitigkeiten mit Behörden und Kunden widerspiegeln.

### 3.3 Garantien und Support

Abschliessend werden Garantien von Drittparteien sowie mögliche Sachverhalte, welche die Wahrscheinlichkeit eines finanziellen Supports unterstützen, systematisch analysiert und bewertet. Unterstützungsaspekte können beispielsweise im Rahmen der Ratingvergabe an Immobilien-Anlagestiftungen oder Wohnbaugenossenschaften von Bedeutung sein. Ein Support kann sich positiv auf die Ratingvergabe auswirken, aber auch die Bonität des Garantiegebers beeinträchtigen.

Ein expliziter Support beinhaltet rechtlich verbindliche Bürgschaften sowie Haftungs-, Defizit- und Finanzierungs-garantien. Beim impliziten Support mit rechtlich unverbindlichen Garantien können zwei Kategorien von Supportgebern unterschieden werden:

#### Support von Drittparteien (öffentliche Hand)

- ökonomisch oder politisch „too-important-to-fail“
- signifikante Kontroll-, Eigentums- oder Vorkaufsrechte

#### Gruppeninterner Support

- gruppeninterne operative oder finanzielle Verflechtung
- gruppeninterne Unterstützungsmassnahmen

Die Beurteilung der Wahrscheinlichkeit eines impliziten Supports durch die öffentliche Hand basiert auf Kriterien wie Art und Umfang eines gesetzlich verankerten Leistungsauftrages der öffentlichen Hand, regionalen oder systemischen Ansteckungsrisiken zulasten der Finanzhaushalte der öffentlichen Hand oder politische Opportunitätskosten zur Bewahrung von Wiederwahlchancen. Neben signifikanten Kontroll- und Eigentumsrechten können sich Vorkaufsrechte – beispielsweise für das Immobilienportfolio von Wohnbaugenossenschaften zugunsten der öffentlichen Hand – ebenfalls positiv auf die Ratingvergabe auswirken.

Betriebliche und finanzielle Abhängigkeiten können die rechtliche Unabhängigkeit verschiedener Einheiten relativieren. Beispiele hierfür sind Konzernstrukturen mit gruppeninternen Tochtergesellschaften, welche das operative Kerngeschäft des Konzerns betreiben. Konkrete Mass-

nahmen können die Einschätzung der Wahrscheinlichkeit eines gruppeninternen Supports untermauern, beispielsweise in Form einer Gewährung von Aktionärsdarlehen oder einer Absichtserklärung zum Verzicht auf einen substanziellen Teil der Dividendenausschüttung.

## 4 Ratingvergabe

Die Ausgangslage der Ratingvergabe an eine Immobiliengesellschaft bildet eine quantitative Risikobeurteilung. Diese basiert entweder auf einer parametrischen Analyse diverser Kennziffern (Finanzrating) und/oder einer stochastischen Analyse des erwarteten Verlusts (Expected Loss Rating). Als methodische Bewertungsgrundlage für die Vergabe eines Finanzratings dient eine asymmetrisch erweiterte Logit-Funktion (siehe Abbildung 2).

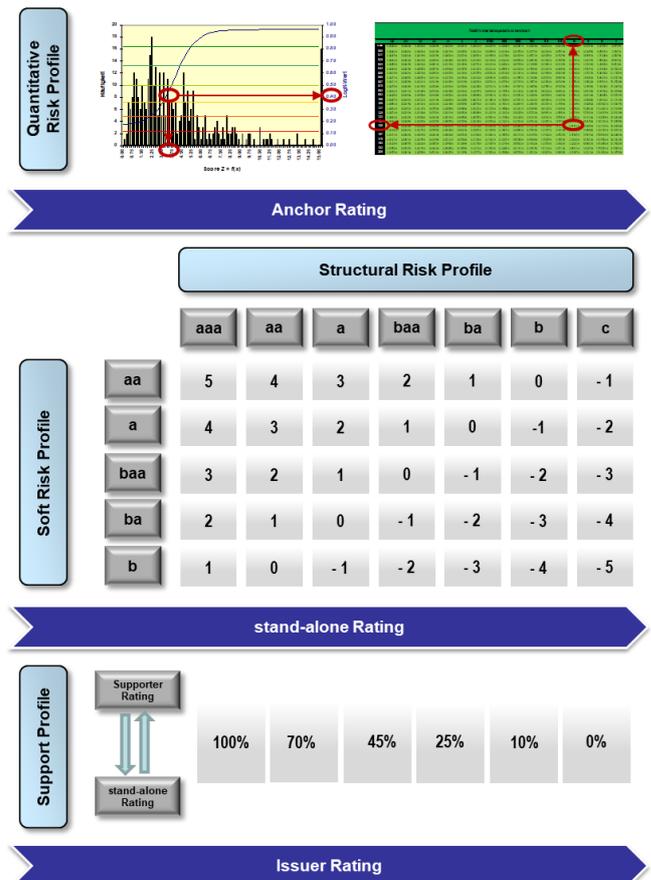


Abbildung 2: Bewertungsmethodik Immobiliengesellschaften

Die Beurteilung des Geschäftsprofils erfolgt auf der Grundlage einer Bewertungsmatrix mit fünf Stufen für das qualitative Risikoprofil und sieben Stufen für das strukturelle Risikoprofil. Der Umfang einer möglichen Ratingveränderung bewegt sich in einem Bereich von +/- fünf Ratingstufen. Das Analyistenteam kann vom Standard bezüglich Auswahl und Gewichtung von ratingrelevanten Risiko- und Erfolgsfaktoren abweichen, sofern sie dies nach Beurteilung des konkreten Einzelfalls als angemessen erachtet. Damit soll dem Umstand Rechnung getragen, dass im Einzelfall eine sehr ausgeprägte Stärke andere vorhandene Schwächen übertreffen oder umgekehrt eine sehr ausgeprägte Schwäche andere vorhandene Stärken übertreffen kann.

Die Bewertung des Supportprofils erfolgt auf einer Skala von sechs Stufen von 0% bis 100%. Der Umfang einer allfälligen Ratingverbesserung hängt (1) von der Einschätzung der Wahrscheinlichkeit eines Supports durch die Analysten und (2) der Ratingdistanz zwischen dem Standalone Rating und dem Rating des Supportgebers ab. Sofern zum Zeitpunkt der Ratingvergabe keine eigene Bonitätsbeurteilung als Referenz vorliegt, kann alternativ auch das entsprechende Emittentenrating einer anderen anerkannten Ratingagentur herangezogen werden.

Die abschliessende Beurteilung durch das Analyistenteam führt schliesslich zu einem Vorschlag für die Ratingvergabe zuhanden des Ratingausschusses. Der Ratingausschuss vergibt das definitive Rating an eine Immobiliengesellschaft in Übereinstimmung mit den geltenden regulatorischen Standards und den internen Richtlinien von fedafin.

## Kontakt

---

fedafin AG  
Galerieweg 8  
9443 Widnau  
Schweiz

Telefon: +41 71 552 32 00  
E-Mail: [info@fedafin.ch](mailto:info@fedafin.ch)  
Webseite: [www.fedafin.ch](http://www.fedafin.ch)

## Disclaimer

---

© Copyright 2002-2020 fedafin AG. Alle Urheberrechte bleiben vorbehalten. Das Reproduzieren, Übermitteln, Modifizieren oder Benutzen von Elementen und Informationen in diesem Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke ist ohne vorherige schriftliche Genehmigung der fedafin AG ausdrücklich untersagt. Sämtliche Informationen stammen aus Quellen, die als zuverlässig und akkurat eingestuft werden. Dennoch kann fedafin AG die Genauigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit der verwendeten Informationen aus Gründen von menschlichen, technischen oder anderen Fehlern nicht garantieren und lehnt daher jede Haftung für irgendwelche Schäden aus der Verwendung dieser Informationen ab. Überdies stellen die Informationen in diesem Dokument keinerlei Aufforderungen, Ratschläge oder Empfehlungen für irgendwelche wirtschaftlichen Tätigkeiten dar.