

# Immobilienverständnis und Ratingsysteme

Elmar Pfeiffer

## Rating – Definition und Dimensionen

Immobilienrating zielt darauf ab, Ertragssicherheit und Ertragsaussichten von Objekten einzugrenzen, sie Risikokategorien zuzuordnen, Ertragsklassen abzubilden und Investments vergleichbar zu machen.

Einerseits bilden Ratings Relationen ab, andererseits dienen sie dazu, absolute monetäre Größen beziehungsweise Erwartungswerte zu bestimmen. Wenngleich Ratingverfahren dazu herangezogen werden können, kurz- und mittelfristige Chancen und Risiken einzugrenzen, verlangt die (unterstellte) Langlebigkeit von Immobilien an sich nach einer langfristig ausgerichteten Einwertung jeweiliger Objekte. Zumindest aus Sicht nicht primär trading-orientierter agierender Marktteilnehmer, deren Ziel es ist, Portfolien aufzubauen und Bestände zu halten. Dieselbe Perspektive ist für finanzierende Instanzen und langfristig ausgerichtete Halter einzelner Immobilien bis hinab zum Eigenheimbesitzer geboten.

**PROBLEMATISCHES IMMOBILIENVERSTÄNDNIS.** Wiederkehrende Markteinbrüche, mit ihnen einhergehende, teils abrupte Wertkorrekturen, Wogen schlagende Pleiten ratingaktiver und ratinggegenständlicher Immobilienunternehmen und -finanzierer werfen zwei Fragen auf: Einmal, was eingesetzte Ratingmodelle wert sind, zum anderen, was eigentlich geratet wird. – Tatsächlich Immobilien?

Die in jeder Krise gebetsmühlenhafte Betonung, dass nun wieder entscheidende Merkmale von Immobilien – nämlich lage- und objektspezifischen Qualitäten – in den Vordergrund gerückt würden, lässt erahnen, dass diese Faktoren vielfach ausgeblendet, zumindest jedoch unangemessen berücksichtigt wurden. Dieses Defizit ist nicht notwendigerweise den eingesetzten Ratingmodellen anzulasten. Sie unterscheiden sich erheblich, sind mehr oder weniger immobiliennah ausgelegt. Gleichwohl ist zu vermuten, dass gängigen Ratingverfahren mehrheitlich ein Immobilienverständnis unterliegt, das Fehleinschätzungen geradezu herausfordert. Eines, das den Immobiliensektor als integralen Bestandteil globaler Finanzmärkte begreift. Es übersetzt sich in gedankliche Ansätze, die Immobilien zu schablonenhaft erfassen, ungegenständlichen Produkten degradieren. – Was deren elementarem Charakter vollkommen widerspricht.

In finanzorientierte Denkschemata fügt sich ein selbst auf Ratings beruhendes Verbriefungssystem, das nun kaskadenhaft handelbare Risiken letztlich unbeherrschbar macht. Dies unter anderem deshalb, weil jeweilige Immobilien respektive Portfolien von überwiegend «immobilienfernen» Investorenkreisen allenfalls deskriptiv «geratet» werden (können). Zugleich scheinen Eigenkapitalrenditen unterschwellig mit Immobilienrenditen verwechselt zu werden. Vielfach übersehen wird, dass

kapitalmarktgetriebene Entwicklungen zu einer Situation führen, in der phasenweise übliche Preise bzw. Wertvorstellungen keine realen, keine bedarfsgesteuerten Werte mehr decken. Beispielhaft sei auf die jüngere, folgenschwere Entwicklung US-amerikanischer Wohn- und Gewerbeimmobilienmärkte hingewiesen. Diese war vorprogrammiert, war absehbar. Letztlich spiegelt sie eine unausweichliche Rückkehr zu marktbasierter Preisbildungsmechanismen wider. Jedes halbwegs taugliche Ratingmodell hätte früh Alarm auslösen müssen.

Systemlogisch ebenfalls irreführend ist ein weiterer finanzorientierter, vorrangig an laufenden Zahlungsströmen, Mieterbonitäten und Mietverträgen ausgerichteter «Ratingansatz». Die Erklärung dieser Aussage mag spitzfindig klingen, ist jedoch elementar: Genannte Momente stellen keine Immobilienmerkmale, sondern aus Immobilienmerkmalen abgeleitete Größen dar.

**BELASTBARES IMMOBILIENVERSTÄNDNIS.** Immobilien weisen grundlegende Charakteristika auf, von denen besonders zwei bedeutsam sind: Immobilien stellen standort- und zweckgebundene Gebilde dar. Sie repräsentieren vergleichsweise langlebige Konstanten innerhalb eines Wandlungen unterworfenen, übergeordneten funktionalen Zusammenhangs. Dies impliziert, dass Immobilien – trotz umfelddefinierender Rückwirkung – zunächst umfelddefinierte Objekte darstellen, die als Schnittstellen menschlicher Bewegung und raumgebundener Aktivität zu be greifen sind. Es sind standörtliche Merkmale, die nutzungsselektiv wirken. Ratingtechnisch vorrangig bedeutsam ist somit, inwieweit eine Immobilie mit absehbaren Standortgegebenheiten harmoniert. Die Grundfrage lautet, ob sie typenbezogen der idealen Nutzungsart entspricht. Alsdann gilt es zu klären, inwieweit baulich-strukturelle Qualitäten geeignet sind, bestehende Ertragspotentiale auszuschöpfen.

**GÄNGIGE RATINGVERFAHREN.** Nachhaltigkeitsorientierte Ratingmodelle sind zwingend auf langfristig wirksame, hochgradig aussagefähige Faktoren aufzubauen. Eine Maßgabe, die zahlreiche Ratingansätze nicht erfüllen. Stattdessen nehmen sie Unmengen einzelner Größen – bis hin zur Parteienzahl in Parlamenten – auf, gewichten und verrechnen diese. Letztlich gaukeln sie Genauigkeiten vor, eine Objektivität, die sich als fiktiv erweist. Beispielsweise gehen Zahlen ein, die nicht flächendeckend verfügbar oder hinsichtlich ihrer Erhebungssystematik nicht vergleichbar sind. Oder: Unterstellte Zusammenhänge bestehen in ei-

nem Immobiliensegment, nicht aber in einem anderen. Davon abgesehen zieht eine wachsende Faktorenanzahl systematische Probleme nach sich. So können voneinander abhängige Größen als eigenständig wirksam erscheinen, Gewichtungen erweisen sich als willkürlich, schlagen kaum auf das Gesamtergebnis durch, Bezüge verschwimmen. Zweifelhafte Ergebnisse liefern insbesondere Modelle, die in starkem Maße auf reine Wirtschaftsdaten bauen.<sup>1</sup> Deren «Prognosen» überholen sich regelhaft rasch und tendenziell beschleunigt. Kurz: Manches so genannte Ratingmodell erweist sich als mäßig aussagekräftiges Scoringssystem.

**INNOVATIVE RATINGVERFAHREN.** Dargelegte Zusammenhänge münden in die Frage, wie eine Alternative zu überbordenden multifaktoriellen Systemen aussehen könnte. Diese Ausgangsfrage zieht weitere nach sich: Können viele Einzeldaten womöglich als «Mosaiksteine» übergeordneter Bestimmungsgrößen aufgefasst werden, deren qualitative und quantitative Einordnung verlässlichere Aussagen zulässt, als eine Verknüpfung dieser «Mikrofaktoren»? Gibt es Konstanten in sich wandelnden Umfeldern, die langfristig gültige Ratings zulassen? Die Antwort führt zu Prinzipien menschlicher Bewegung und Organisation im Raum. Ein wesentliches Moment repräsentieren Erreichbarkeitsaspekte. Diese tragen entscheidend dazu bei, vergleichsweise stabile, von starken Trägheitskräften gekennzeichnete Nutzungsgefüge entstehen zu lassen. Die Rede ist von Zentren und Zentrenhierarchien, die sich zwischen Orten sowie – ab einer gewissen Größe – innerörtlich ausbilden. Nutzungsvielfalt und Nutzungsdichte erhöhen sich ausgehend von Landgemeinden, über Klein-, Mittel- und Großstädte zu Metropolen. Innerörtlich verringern sich Nutzungsintensitäten ausgehend von Hauptzentren über Stadtteil- und Nahbereichszentren zu nicht-zentralen Bereichen. Verkürzt dargestellt weisen jeweilige Zentrenkategorien rangkorrelierte Schnittstellenqualitäten auf. Oder, umgekehrt formuliert: Jeweilige Schnittstellenqualitäten bestimmen den Zentrenrang. Wird nun berücksichtigt, dass die Wettbewerbsresistenz mit steigendem Zentrenrang zunimmt, und werden Zentrenklassen anhand fest umrissener Ausstattungs- und Funktionsmerkmale definiert, zeichnet sich die Grundlage eines Ratingansatzes ab. Er beruht auf einer Matrix, die bereits tiefenscharf mit jeweiligen Standorten und hiesigen Immobilien verbundene Chancen abbildet. Wie eine solche Matrix aussehen könnte, verdeutlicht folgende Übersicht. Die vorgestellte Matrix ermöglicht absolute kategoriale Zuordnungen abseits beschreibender Begriffe und überbordender

Zahlengerüste. Die Suche nach weiteren «Bündelfaktoren» führt zur Bevölkerungsentwicklung.

**BEVÖLKERUNGSENTWICKLUNG.** Bevölkerungszahl und -entwicklung entscheiden maßgeblich über Absatzmöglichkeiten von Produkten und Leistungen. Sie bestimmen die Marktbreite und -tiefe, Art und Umfang infrastruktureller Elemente, räumliche Verdichtungsgrade, Grundstückspreisentwicklungen und letztlich über die Wertentwicklung von Immobilien. Die Bevölkerungsentwicklung ist ein erstrangiger Indikator der Räumen zugebilligten Wirtschaftskraft und ihnen zugestanderener Entwicklungsaussichten: Menschen ziehen dorthin, wo sie Chancen sehen und dort weg, wo sie Perspektiven vermissen. Es entstehen sich selbst verstärkende Spiralen: Hier aufwärts, dort abwärts gerichtet. Zuzug geht mit Verdichtungen einher und erhöht die Nachfrage nach gewerblichen Flächen sowie Wohnraum. In Abwanderungsgebieten verhält es sich umgekehrt.

**BARE MÜNZE.** Mittels einer zentrentypologisch basierten Matrix in Verbindung mit Einwohnerzahlen und deren Entwicklungen lassen sich Standorte auf der Makro- und Meso-Ebene bereits sehr präzise einordnen. Mit wenigen weiteren, hier nicht thematisierten Faktoren lassen sich gewonnene Ergebnisse schärfen. Qualitäten jeweiliger Mikrostandorte können durch einen in die Rubrik «Erreichbarkeit» fallenden Faktor annähernd bestimmt werden: Die Verkehrsanbindung. Unter anderem aufgrund verbreiteter fehlender mikrostatistischer Daten lässt sich der Potentialraumtyp allerdings nur bedingt erfassen. Zu entscheiden, ob der unmittelbare Nahbereich einer Immobilie aufstrebt, statisch verfasst ist, oder niedergeht, bedarf zumeist einer Ortsbegehung.

Eine weitere Beschränkung «ferndiagnostischen» Ratings schlummert im jeweiligen Objekt selbst. Schwerlich ein Modell wird fähig sein, Gebäudepläne zu interpretieren. Einschlägige Kennzahlen wie das Verhältnis von BGF zu Nutzfläche reichen nicht notwendig aus, um objektspezifische Qualitäten zu bestimmen. Soll etwa ein Shopping Center beurteilt werden, ist der menschliche Faktor sowie fundiertes fachliches Wissen unerlässlich. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass desktopbasiertes Rating – abhängig von der immobilienbezogenen Reife eingesetzter Modelle – nützlich sein kann. Blindlings zahlen- und modellgläubig auf wirklichkeitsgerechte Einwertungen zu vertrauen, verbietet sich gleichwohl von selbst. Es ist unverzichtbar, gewonnene Ergebnisse fachkundig zu verifizieren.

**Fussnoten**

1 Pfeiffer, E.: Betriebsformen und Zentrentypen; in: Everling / Jahn / Kammermeier (Hrsg.): Rating von Einzelhandelsimmobilien. Qualität, Potenziale und Risiken sicher bewerten, Seiten 35 bis 57, Gabler Verlag, Wiesbaden 2008.

**AUTOR**  
 Elmar Pfeiffer arbeitete als Kommunal- und Unternehmensberater sowie als Projektentwickler. Seit 2000 ist der diplomierte Geograph Head of Research & Analysis eines Konzernunternehmens. Er verfasste rund 95 Printpublikationen und betreibt das Internetportal «Immobilien-Kosmos» (www.stalys.de).

ZENTREN RANG						
	Innerkommunal					
Interkommunal	Z1	Z2	Z3	Z4	Z5	...
Z1	HZ	NC	STZ		NBZ	
Z2		HZ		STZ	NBZ	
Z3			HZ			
Z4				HZ		
Z5					HZ	
Einkaufszentren			EZ1	EZ2	EZ3	
Fachmarktzentren				FMZ1	FMZ2	

HZ = Hauptzentrum, NC = Nebencity, STZ = Stadtteilzentrum, NBZ = Nahbereichszentrum. Quelle: In Anlehnung an Pfeiffer (2008)