

# «Der Discount wirkt wie ein richtiges Schreckgespenst»

**IMMOBILIENAKTIEN** Armin Rechberger, Analyst für Immobilienanlagen bei der Zürcher Kantonalbank (ZKB), glaubt nicht, dass sich weitere Immobiliengesellschaften an der Schweizer Börse kotieren lassen werden. Der Trend zeige eher in Richtung Going Private.



**Armin Rechberger bestätigt, dass die börsenkotierten Immobiliengesellschaften transparent geworden sind.**

**INTERVIEW:  
MARKUS STÄDELI**

*Immobiliengesellschaften weisen in aller Regel Discounts auf. Der scheint angebracht zu sein, denn mit der Discounted-Cashflow-Methode, bei der alle erwarteten Cashflows auf den heutigen Tag*



abdiskontiert werden, ist ja die Wertsteigerung über Jahre schon vorweggenommen.

**Armin Rechberger:** Die Discounted-Cashflow-Methode ist ein gutes Bewertungstool, das von Externen vorgenommen wird und den heutigen Wert des Immobilienportefolios recht verlässlich wiedergibt. Die Anleger verlangen zum Net Asset Value aber eine gewisse Risikoprämie, weil 100 Fr. als Immobilien-Aktien nicht gleich 100 Fr. in bar sind. Ein Abschlag ist zum Beispiel für die Illiquidität angebracht, die Immobiliengesellschaften trotz Verbriefung der Liegenschaften aufweisen. Das Immobilienportefolio kann nicht von heute auf morgen verkauft werden; und die latenten Steuern, die die Gesellschaften für die künftigen Verkäufe aufzuführen, würden bei einer Liquidation wohl

verschwinden, das neue Segment müsse sich einfach erst etablieren. Offenbar sind hohe Discounts aber völlig normal.

**Rechberger:** Ja, das mussten wir in der Schweiz erst lernen. Das Phänomen der Discounts verschwindet nicht. Im Gegenteil: Je weiter der Immobilienmarkt in einem Land entwickelt ist, desto grösser werden die Discounts. Dabei spielt vor allem der Immobilienzyklus eine Rolle: Wenn die Immobilien im Aufschwung und die Bewertungen hoch sind, werden die Anleger vorsichtig und verlangen höhere Risikoprämien. Die Discounts nehmen also zu.

*Anleger, die Immobiliengesellschaften kaufen, sind also offenbar professioneller als Käufer von Immobilienfonds, wenn sie sich kritische Gedanken zu den Bewertungen machen.*

**Rechberger:** Ja, auf dem Markt für Immobiliengesellschaften

weht ein steiferer Wind als bei Immobilienfonds. Der Fondsmarkt ist eher intransparent und wird auch schlecht abgedeckt vom Research der Banken. Die ZKB ist meines Wissens die einzige Bank, die eine grössere Studie zu den Immobilienfonds veröffentlicht hat.

*Um auf die europäischen Immobiliengesellschaften zurückzukommen: Diese gelten punkto Grösse und Liquidität als Vorbild. Sind die Unterschiede so gross?*

**Rechberger:** England ist der unumstrittene Marktleader mit riesigen Gesellschaften wie Land Securities Group oder British Land. Im EPRA-Index, der die 74 europäischen Immobiliengesellschaften mit dem

grössten Handelsvolumen abbildet, sind aber vier Schweizer Gesellschaften vertreten. Die Gewichtung im Index erfolgt dabei nach der Börsenkapitalisierung. PSP Swiss Property schafft es immerhin auf Rang 21, REG Real Estate Group auf Platz 32. Die durchschnittliche Börsenkapitalisierung der Schweizer Gesellschaften entspricht etwa dem europäischen Durchschnitt.

*Die Schweiz fällt also nicht ab?*

**Rechberger:** Nein, nur im Vergleich mit den entwickeltesten Märkten wie England oder Skandinavien. Und was die Rechnungslegung angeht – Stichwort IAS 40 –, hat die Schweiz eine Vorreiterrolle. Deutschland steckt im Vergleich noch in den Kinderschuhen. Die IAS-Richtlinien werden zwar gerne kritisiert. Als Finanzanalyst mit einem Bedürfnis nach möglichst grosser Transparenz finde ich sie sehr wichtig.

*Das Börsensegment Immobiliengesellschaften ist überfüllt. Eventuell kommen Börsenanwärter wie Swissville, Mobimo oder Jelmoli dazu. Rechnen Sie in nächster Zeit mit Neuzugängen?*

**Rechberger:** Ich glaube, es geht eher in die entgegengesetzte Richtung – Going Private. Diese Tendenz kann man zum Beispiel in England beobachten. Wieso soll jemand sein Immobilienportfolio an die Börse

Fortsetzung auf Seite 58

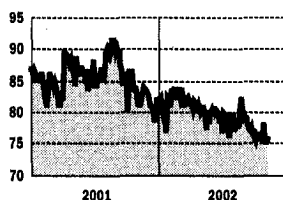
**STECKBRIEF**

**NAME:** Armin Rechberger  
**GEBOREN:** 28. Februar 1965  
 in Malters LU  
**ZIVILSTAND:** Ledig  
**WOHNORT:** Zürich  
**AUSBILDUNG:** Betriebsökonom HWV und dipl. Masch.-Ing. HTL  
**FUNKTION:** ZKB-Analyst für Immobilienanlagen

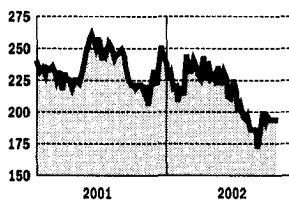
auch nicht genügen. Eine Prämie verlangen die Anleger auch, weil die Bewertung der Immobilien nicht ganz der Wirklichkeit entsprechen könnte.

*Europäische Immobiliengesellschaften haben Discounts von rund 20%. Die Abschlüsse bei den Schweizer Gesellschaften bewegen sich ebenfalls in dieser Grössenordnung. Bei der Einführung des Immobiliensegments der Schweizer Börse hat es immer geheissen, die Discounts würden*

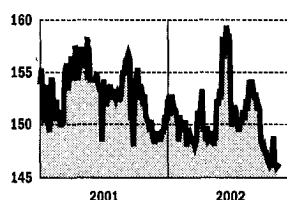
**Allreal N**  
letzter Kurs: Fr. 75.75



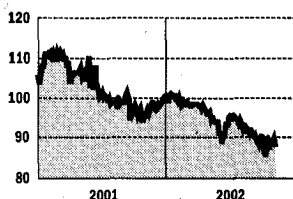
**Maag I**  
letzter Kurs: Fr. 193.25



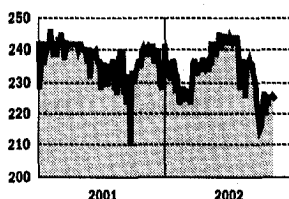
**PSP N**  
letzter Kurs: Fr. 146



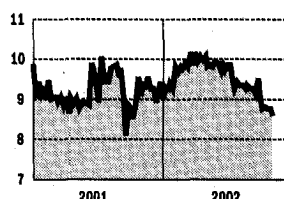
**REG N**  
letzter Kurs: Fr. 88.50



**Swiss Prime N**  
letzter Kurs: Fr. 224.75



**Zübln I**  
letzter Kurs: Fr. 8.89



Fortsetzung von Seite 57

## «Der Discount ...»

bringen, wenn er dessen Bewertung dann gleich um 20% vermindert? Gesellschaften wie Mobimo oder Swissville haben laut über den Börsengang nachgedacht. Jetzt ist es ruhig um sie geworden.

*Die drohenden Abschlüsse sind der wichtigste Hinderungsgrund?*

**Rechberger:** Ja, der Discount ist ein richtiges Schreckgespenst, er ermöglicht den Anlegern aber andererseits eine günstige Einstiegsmöglichkeit bei den bestehenden Immobiliengesellschaften.

*Es gibt doch einige Unternehmen mit grossen Immobilienportefeuilles, die ihre Liegenschaften bei der eigenen Pensionskasse platziert haben. Viele Vorsorgeinstitutionen wollen heute aber lieber indirekt in Immobilien investieren. Könnten nicht auch auf diese Weise weitere börsenkotierte Immobiliengesellschaften entstehen?*

**Rechberger:** Es gibt tatsächlich einen Trend zu indirekten Immobilienanlagen bei den Pensionskassen. Aber diese bringen direkt gehaltene

Liegenschaften heute eher in eine Anlagestiftung, einen Fonds oder eine bestehende Immobiliengesellschaft ein.

*Maag, die zwar ein grosses Entwicklungspotenzial hat, aber auch eine schwache Kapitalbasis, bietet sich zum Kauf an. Es kursieren Gerüchte, wonach die Jelmoli-Liegenschaften übernommen werden könnten, anstatt verselbstständigt zu werden. Auch Ebner dürfte Intershop en bloc verkaufen wollen. Was halten Sie von entsprechenden Gerüchten?*

**Rechberger:** Maag ist offensichtlich heiratswillig. Problematisch bei

Maag ist allerdings die Ablösung der bestehenden Finanzierung. Das könnte ein wichtiger Hinderungsgrund für eine Fusion sein. Eine Aufspaltung von Jelmoli ist durchaus denkbar, auch wenn die Frage offen bleibt, was dann mit dem allein wohl zu kleinen Detailhandelsgeschäft geschehen soll. Wir glauben aber kaum, dass die Jelmoli-Liegenschaften von einer anderen Immobiliengesellschaft übernommen werden. Und Ebner ist vermutlich sehr daran gelegen, Intershop zu verkaufen.

*Zu wem könnte Intershop mit ihren Einkaufszentren passen?*

**Rechberger:** Ich gehe eher davon aus, dass Intershop aufgeteilt und nicht als Gesamtpaket verkauft wird. Zu Jelmoli würden die Detailhandelsimmobilien von Intershop zwar passen. Jelmoli hat aber selber grössere Projekte, sodass die Finanzkraft kaum ausreichen dürfte.

*Seit es das Immobiliensegment gibt, wird von Konsolidierung gesprochen. Alle reden mit allen, heisst es gemeinhin. Aber geschehen ist nichts. Dafür machen SPS und Züblin eine Kapitalerhöhung. Wieso ist es so schwierig, zwei Immobiliengesellschaften zu fusionieren?*

**Rechberger:** Die Steuerfolgen sind ein grosses Problem und stehen einer Konsolidierungswelle im Wege. Fusionen werden als Immobilien-Handwechsel angesehen, weshalb der Fiskus kräftig zulant. Während sich die Immobilienfonds alle sehr ähneln, haben die Gesellschaften sehr unterschiedliche Charaktere. Auch das steht einer grossangelegten Konsolidierung im

Wege. Es ist schwierig, verschiedene Strategien in einer Gesellschaft zu verschmelzen.

*Immobilien-gesellschaften konzentrieren sich fast alle auf Geschäfts- und Büroimmobilien an bester Lage, wie es so schön heisst. Wenn alle Premiumobjekte kaufen wollen, steigen die Preise für solche Immobilien stark an.*

**Rechberger:** Das hat auf jeden Fall einen preistreibenden Effekt, und entsprechend fällt die Rendite bei diesen Objekten. Zu sagen, man habe lauter 1A-Liegenschaften, ist aber auch ein Marketingargument, das nicht unbedingt der Wirklichkeit entspricht. Jede Gesellschaft hat Immobilien an bester Lage und zeigt die Bilder davon an vorderster Stelle im Geschäftsbericht. Aber das sind Flaggschiffe, die nicht repräsentativ für das ganze Portfolio sein müssen. Die Gesellschaften sind sich sehr wohl bewusst, dass die Rendite sinkt, wenn sie zu viel für ihre Immobilien bezahlen.

*Gibt es Gesellschaften, bei denen Marketing und Realität in diesem Punkt übereinstimmen?*

**Rechberger:** Am ehesten noch das Portefeuille von PSP, deren Aktien wir zum Kauf empfehlen. Auch REG besitzt zum Beispiel Immobilien an bester Lage. Diese Gesellschaft hat aber auch Getränkedepots, die auf der grünen Wiese stehen.

*Verschiedene Firmen haben ihr Immobilienportefeuille einer Immobilien-gesellschaft verkauft. Sind die Preise für solche Pakete nicht überhöht?*

**Rechberger:** Das ist sehr schwierig abzuschätzen. Die Transaktionskosten sinken sicher, wenn ein ganzes Immobilienpaket übernommen

wird. Als Aussenstehender ist es aber fast unmöglich, zu beurteilen, ob solche Paketverkäufe teuer sind

oder nicht. Dazu müsste man die einzelnen Mietverträge kennen; das können Tausende sein.

*Welche Gesellschaften haben ein grosses Entwicklungspotenzial, das in den Aktienkursen zu wenig reflektiert wird?*

**Rechberger:** Allreal besitzt ein beträchtliches Entwicklungspotenzial. Zudem hat sie die Dividende erhöht, so dass die Rendite nun bei 6% liegt. Der Kurs hat jedoch nicht reagiert. Wir empfehlen Allreal zum Kauf. Vermutlich haben die Anleger Respekt vor dem Generalunternehmer-Geschäft, das diese Gesellschaft ja auch noch betreibt.

*Wie risikoreich ist das GU-Geschäft?*

**Rechberger:** Das Generalunternehmer-geschäft im engeren Sinn ist, wenn man für einen Bauherrn zu einem von vornherein festgelegten Betrag ein Projekt realisiert. Das ist nicht so gefährlich, denn die Branche hat gelernt, ihre Kosten zu kontrollieren und konnte in den letzten Jahren auch von immer weiter fallenden Baukosten profitieren. Aber Allreal geht noch weiter und übernimmt oft das Erstvermietungsrisiko, die Promotion der Liegenschaften. Das ist ein riskantes Geschäft, das Allreal bis anhin aber erfolgreich betrieben hat und kaum mehr über Flächen für die Erstvermietung verfügt. Anders PSP, die in Wallisellen grössere Flächen zur Erstvermietung frei hat. Eigentlich kauft nur Züblin ausschliesslich vollvermietete Liegenschaften.

*Züblin versucht, als einzige Schweizer Immobilien-gesellschaft die verschieden verlaufenden Immobilienzyklen in Europa zu spielen. Ist es*

*nicht risikoreich, auf ausländischen Märkten zu agieren, die man nicht so gut kennen kann wie seinen Heimmarkt?*

**Rechberger:** Dieses Risiko wird oft unterschätzt. Immobilien sind ein sehr lokales Geschäft. Wer hätte vor Jahren

zum Beispiel geglaubt, dass aus der Gegend um den Escher-Wyss-Platz in Zürich eine boomende Satellitenstadt wird. Um solche Trends erkennen zu können, muss man einen Markt sehr gut kennen. Züblin verlässt sich bei ihren europäischen Geschäften auf Partner vor Ort.

*Immobilienkäufe im Ausland sind aber wohl dennoch recht riskant.*

**Rechberger:** Züblin hat jedoch bei Verkäufen bis anhin fast immer Gewinne realisiert. Und zwar nicht nur gegenüber den Einstandspreisen, sondern auch gegenüber den Buchwerten gemäss IAS 40. Bis jetzt ist Züblins Strategie also gut aufgegangen. Viele Anleger sind skeptisch, ob die Immobilienbewertungen im Ausland gleich seriös vergenommen werden wie bei uns. Wahrscheinlich hat Züblin deshalb einen besonders grossen Abschlag. Aber die Bewertungsfirmen, mit denen das Unternehmen zusammenarbeitet, sind international und auch in der Schweiz tätig. Darum ist anzunehmen, dass die Bewertungsstandards gleich sind. Wir haben Züblin auf unserer Empfehlungsliste.

*Gesellschaften, die nur in der Schweiz tätig sind, unterliegen vollständig dem hiesigen Immobilienzyklus. In Zürich Nord und in der Stadt Zug gibt es Überhitzungen bei Geschäftsimmobilien. Welche Immobilienge-*

*sellschaften sind davon am stärksten betroffen?*

**Rechberger:** Es ist ja nicht so, dass eine Immobilienblase geplatzt wäre und dies dramatische Folgen hätte. Die Überhitzungen sind, wie Sie gesagt haben, lokal sehr eng begrenzt.

*Rechnen Sie in diesem Jahr mit Abwertungen, die bei IAS genauso vorgehen sind wie Aufwer-*

tungen?

**Rechberger:** Aufwertungen, wie wir sie in der Vergangenheit gesehen haben, werden sich sicher nicht mehr wiederholen. Die waren auch durch Sonderfaktoren, wie die Umstellung auf IAS, oder durch besonders günstig erworbene Portfolios bedingt. In Zukunft werden Aufwertungen nach IAS wohl nur noch etwa im Gleichschritt mit der Teuerung erfolgen können. Bei einzelnen Objekten kommt es sicher zu Abwertungen, aber über die gesamten Portfolios hinweg muss man sicher nicht von Abstürzen ausgehen.

*Entsprechende Ängste stammen wohl noch von der Immobilienkrise An-*

*fang der 90er Jahre?*

**Rechberger:** Ja, die sitzt tief in den Knochen. Mit dem Vergleich tut man der heutigen Immobilienbranche aber Unrecht, hat diese doch viel dazugelernt. Die Immobiliengesellschaften sind zudem sehr transparent. Produktionsbetriebe legen nicht offen, wie jede einzelne Produktionsanlage ausgelastet ist. Die Immobiliengesellschaften aber sind nahe daran, solche Daten zu publizieren. Viele zeigen, wie viel Rendite sie auf den einzelnen Objekten erzielen. Die Immobilienbranche ist diesbezüglich vorbildlich.

«Die Überhitzungen sind lokal sehr eng begrenzt.»

«Ich gehe eher davon aus, dass Intershop aufgeteilt wird.»