

## Immo-Branche muss in der Finanzierung umdenken

**SCHWEIZ** Swap-Geschäfte verlieren an Attraktivität.

Die Ausschüttungsrendite treibt die Aktienkurse, was die Rückschlaggefahr erhöht.

**WOLFGANG GAMMA**

Immobilienaktien haben sich im bisherigen Jahresverlauf als robust erwiesen. Auch den Paukenschlag der Schweizerischen Nationalbank (SNB) mit der deutlichen Anpassung der Negativzinsen haben sie weggesteckt. Doch ohne Sorgen ist die Immobilienbranche nicht. Es ist schwieriger geworden, zu beurteilen, wie sich der Schweizer Immobilienmarkt als Ganzes entwickeln wird. Die SNB-Massnahmen setzen zudem Fragezeichen hinter ein gängiges Finanzierungsinstrument, die Zinsabsicherung mit Swap-Transaktionen. Neue Kalkulationen sind notwendig.

Je nach Verschuldungsgrad müssen sich die Gesellschaften eingehender mit der Materie auseinandersetzen. Unternehmen wie PSP Swiss Property oder Allreal mit einem Verschuldungsgrad unter 30 respektive von 45% nehmen die Entwicklung ernst, aber gelassen.

### Gelassenheit herrscht vor

PSP-Finanzchef Giacomo Balzarini sieht keinen Bedarf, die Finanzierungsstruktur grundsätzlich zu ändern, in der Zinsabsicherungsgeschäfte seit dem IPO vor fünfzehn Jahren einen festen Platz haben. Derzeit würden die entsprechenden Kreditverträge mit den Banken aufgearbeitet. Die Finanzverbindlichkeiten beliefen sich Mitte 2014 auf 1,3 Mrd. Fr.; verteuert sich ihre Bedienung um 1%, beeinträchtigt dies die Erfolgsrechnung mit 13 Mio. Fr. Balzarini schätzt jedoch, dass die SNB-Massnahme den Zinsaufwand nur kurzfristig erhöhen wird, weil das Zinsniveau noch auf längere Sicht gering bleiben werde. Er schliesst dabei nicht aus, dass der durchschnittliche Fremdkapitalkostensatz von PSP nach einem kurzfristigen Anstieg noch weiter zurückgehen könnte. Ende Juni betrug er 1,76% (nach 1,85% ein Jahr zuvor). Gut 600 Mio. Fr. sind über

Anleihen finanziert. Eine 1%-Anleihe über 100 Mio. Fr. wurde kurz vor dem SNB-Entscheid aufgelegt, sodass Balzarini dem Finanzierungsmix die Note «Gut» gibt.

Übereiltes Handeln kommt auch für Allreal nicht in Frage. Das Unternehmen hat knapp die Hälfte der Verschuldung von 1,7 Mrd. Fr. mit Swap-Geschäften abgesichert, wie Sprecher Matthias Meier darlegt. Ein Viertel entfällt auf drei Obligationenanleihen, 15% auf Festhypotheken und 10 bis 11% auf variabel verzinsten Kreditvorschüssen. Aus heutiger Sicht besteht gemäss Meier kein Anlass, zinsswap-gesicherte Geschäfte vorzeitig zu kündigen. Die Aufstockung des Anleihenanteils bezeichnet er als mögliche Alternative.

Swiss Prime Site (SPS) steuert die Refinanzierung mit der Staffellung von Festhypotheken, die mit 4 Mrd. Fr. den Grossteil der finanziellen Verbindlichkeiten ausmachen. Anleihen und eine Wandelanleihe – eine zweite wurde vor wenigen Tagen in Aktien gewandelt – machen rund 1 Mrd. Fr. aus. Swap-gesteuerte Geschäfte fanden nur durch Übernahmen (Jelmoli, Tertianum) Eingang in die Bücher, und dies in marginalem Umfang.

Diese Bilanzstruktur lässt bei Markus Meier, SPS-Finanzchef ad interim, keine Unruhe aufkommen, auch wenn in den kommenden Monaten einige Hypothekerverträge zur Erneuerung anstehen. «Auf dem aktuell sehr tiefen Zinsniveau sollten wir uns günstiger als bisher finanzieren können, obwohl die von der Bank auferlegte Marge steigen dürfte», schätzt Meier. Das Portfolio sei diversifiziert und habe rund 25 Banken als Vertragspartner. Klumpenrisiken gebe es keine, auch punkto Fälligkeit nicht. Bisher zahlte SPS auf den Verbindlichkeiten durchschnittlich 2,2% Zins.

### Tiefes Zinsniveau hilft

Kurzfristig werde es für die Unternehmen teurer, erwartet ZKB-Immobilienanalyst

Markus Waeber. Er hält aber die Kostenfolgen für verkraftbar, zumal das Zinsniveau weiter sinkende Durchschnittszinskosten erwarten lasse. «Die geringere Attraktivität von Zinsabsicherungen beschränkt aber die Flexibilität der Unternehmen in der Refinanzierung», räumt Waeber ein. Definitiv wichtiger sei jedoch, wie sich der Immobilienmarkt entwickle. Und da kommen die Zweitrundeneffekte des SNB-Euroentscheids – Produktionsverlagerung, Zuwanderung – ins Spiel.

In der jüngst robusten Kursentwicklung der Immobilienaktien (vgl. Kursgrafik links) sieht Waeber einen Prämienanstieg zum inneren Wert und nicht einen Wertanstieg per se. Zudem komme der hohen Ausschüttungsrendite der Immobilienaktien (PSP 3,5%, Allreal 3,8%, Mobimo 4,5%, SPS 4,6%) Bedeutung zu.

Weil das anspruchsvolle Umfeld einer Wertsteigerung der Immobilien seit längerem Grenzen setzt (vgl. Kursgrafik rechts), ist kein kontinuierlicher Aufwärtstrend der Branchentitel zu erwarten. Die Dividendenrendite stützt den Kurs, Rückschlaggefahr ist durch die konjunkturellen Fragezeichen aber gegeben.

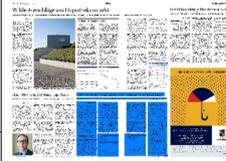
Alle Finanzdaten zu den Unternehmen im Online-Aktienführer:

[fuw.ch/SPSN](http://fuw.ch/SPSN), [fuw.ch/PSPN](http://fuw.ch/PSPN)  
[fuw.ch/MOBN](http://fuw.ch/MOBN), [fuw.ch/ALLN](http://fuw.ch/ALLN)



Datum: 28.01.2015

# FINANZ und WIRTSCHAFT



p | s | p  
Swiss Property

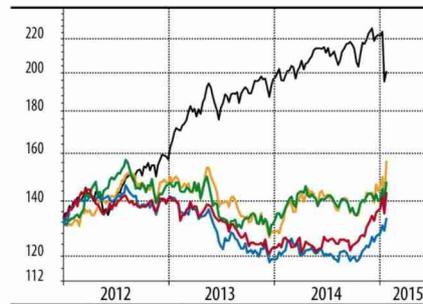
Finanz und Wirtschaft  
8021 Zürich  
044/ 248 58 00  
www.fuw.ch

Medienart: Print  
Medientyp: Publikumszeitschriften  
Auflage: 25'067  
Erscheinungsweise: 2x wöchentlich

Themen-Nr.: 230.015  
Abo-Nr.: 1068523  
Seite: 6  
Fläche: 38'127 mm<sup>2</sup>

## Allreal N

- Allreal N: 143.70 Fr., Valor 883756
- Mobimo N angeglichen
- Swiss Prime Site N angeglichen
- PSP N angeglichen
- SPI-Gesamtindex angeglichen



Quelle: Thomson Reuters / FuW

## Allreal N

- Allreal N: 143.70 Fr., Valor 883756
- Mobimo N angeglichen
- Swiss Prime Site N angeglichen
- PSP N angeglichen
- SPI-Gesamtindex angeglichen



Quelle: Thomson Reuters / FuW