

Der Immobilienboom stösst an Grenzen

Ein Stresstest der Immobiliengesellschaft Peach Property zeigt, wie sich Hunderte Millionen Franken Eigenkapital in Luft auflösen können

LORENZ HONEGGER

Der globale Immobilienboom verliert an Schub. Während die Zentralbanken sich von den Negativzinsen verabschieden, drohen die Preise von Wohn- und Geschäftsgebäuden von Stockholm bis Sydney unter Druck zu geraten.

Die unabhängige Zürcher Rating-Agentur Independent Credit View (ICV) spricht aufgrund des jüngsten Zinsanstiegs und des überhitzten Marktumfelds von einem «massiven Korrekturpotenzial». Viele Unternehmen hätten hohe Aufwertungsgewinne verbucht und verfügten aufgrund einer «aggressiven» Wachstumsstrategie über ein «zunehmend strapaziertes Finanzprofil». Dazu zählen die Analytiker beispielsweise das deutsche Immobilienunternehmen Vonovia, die auf den amerikanischen Markt ausgerichtete Schweizer Gesellschaft Varia US Properties oder den schwedischen Konzern Heimstaden Bostad.

Spektakulärer Strategiewechsel

Ein Unternehmen, das die Folgen der jüngst auch in Europa einsetzenden Zinswende ebenfalls zu spüren bekommt, ist die Peach Property Group mit Sitz in Zürich. Die Schweizer Immobiliengesellschaft ist bei den Anlegern beliebt: Ihr Aktienkurs entwickelte sich in den vergangenen Jahren im Branchenvergleich überdurchschnittlich. Das Wachstum wurde erst durch die jüngst einsetzende Zinswende gestoppt.

«Peach», wie man das Unternehmen in der Branche kurz und knapp nennt, eignet sich als Anschauungsbeispiel, um die Folgen der Zinswende an den globalen Immobilienmärkten und die daraus entstehenden Risiken besser zu verstehen. Die Geschichte von Peach Property ist die eines spektakulären Strategiewechsels. In den ersten Jahren seiner Existenz entwickelte und verkaufte das Unternehmen Luxuswohnungen sowohl in der Schweiz als auch in Deutschland und Österreich. Ab 2011, ein Jahr nach dem Börsengang, setzte es zunehmend auf Mietwohnungen, weil das Geschäft mit Wohneigentum ins Stocken geraten war und sich an der Börse schlecht verkaufen liess.

Peach Property akquirierte Zehntausende Wohnungen in sogenannten B-, C- und anderen Städten in Deutschland, ein grosser Teil davon im Ruhrgebiet an Orten wie Oberhausen, Neukirchen-Vluyn oder Essen. Die Kaufpreise an solchen Lagen sind tiefer als in A-Städten wie Berlin oder München und die Mietrenditen höher. Peach Property saniert, vermietet und verwaltet die Wohnungen in Deutschland eigenständig mit dem Ziel, die Mieteinnahmen, aber auch den Wert des Immobilienbestands zu steigern – was in jüngster Zeit stets gelungen ist.

Die von Peach Property beauftragte Bewertungsgesellschaft Wüest Partner hat den Bilanzwert der über 27 000 Wohnungen in den vergangenen vier Jahren um 620 Millionen Franken nach oben korrigiert; in der Immobilienbranche spricht man dabei von Bewertungsgewinnen. Der Gesamtwert des Portfolios beläuft sich mittlerweile auf 2,7 Milliarden Franken. Auch wenn es sich strenggenommen nur um Buchgewinne handelt, fliessen diese gemäss dem Rechnungslegungsstandard IFRS in der Erfolgsrechnung direkt in den operativen Gewinn ein. Etwa die Hälfte davon sind Einwertungsgewinne, die dann entstehen, wenn Peach Property eine Immobilie unter dem Marktwert erwerben kann. Die andere Hälfte sind Aufwertungsgewinne, die das Resultat von Anstrengungen zur Aufwertung des Portfolios sind oder wenn bei der Berechnung der Immobilienwerte ein tieferer Diskontsatz eingesetzt wird.

Für 2021 verbuchte Peach Property den «höchsten Vorsteuergewinn der Unternehmensgeschichte», knapp 260 Millionen Franken, wobei die positive Ergebnisentwicklung laut Medienmitteilung «insbesondere das Resultat von Neubewertungen des gesamten Portfolios der



Ab 2011 akquirierte die Schweizer Immobiliengesellschaft Peach Property Zehntausende von Wohnungen in Deutschland, einen grossen Teil davon im Ruhrgebiet an Orten wie Oberhausen, Neukirchen-Vluyn oder Essen (im Bild). JOCHEN TRACK / IMAGO

Gruppe» ist. Die Erfolgsrechnung zeigt: Rund 288 Millionen Franken des Unternehmensergebnisses im Jahr 2021 entfallen auf buchhalterische Aufwertungen.

Diskontsatz ist zentral

Doch so wie der Hebeleffekt am Immobilienmarkt während Jahren zugunsten von Peach Property und anderen Unternehmen gewirkt hat, kann sich dieser auch zu ihrem Nachteil auswirken. Wenn sich das Zinsumfeld verschlechtert und der Anlagendruck bei institutionellen Anlegern nachlässt, können aus den Bewertungsgewinnen Bewertungsverluste werden, die dem Eigenkapital zusetzen.

Auf Seite 99 des Geschäftsberichts legt Peach Property in einer Art Stresstest-Tabelle dar – im Bericht heisst es «Sensitivitätsanalyse» –, wie sich ein Anstieg des Diskontsatzes auf den Wert des Portfolios auswirken würde. Dabei handelt es sich um eine Prozentzahl, mit der die Bewertungsgesellschaften den Gegenwartswert von Immobilien berechnen. Steigt der Diskontsatz an, sinkt der Wert der Immobilie. Das kann dann der Fall sein, wenn sich die immobilienpezifischen Faktoren wie die Objektqualität verschlechtern oder die Erträge sinken. Die Bewertungsgesellschaften passen den Satz aber auch dann nach oben an, wenn die Investoren aufgrund von Veränderung der Zinsstruktur ihren Verzinsungsanspruch an Immobilieninvestitionen erhöhen und eine signifikant höhere Rendite – sprich: einen Preisabschlag – verlangen. Als Bezugsgrösse dient hier häufig die Verzinsung der zehnjährigen Bundesobligation.

Aus der Tabelle im Geschäftsbericht lässt sich herauslesen, dass bei einem Anstieg des zur Bewertung verwendeten Diskontsatzes um 0,4 Prozentpunkte das Portfolio von Peach Property 260 Millionen Franken an Wert verlieren würde. Das entspricht gut 10 Prozent des Gesamtwerts des knapp 2,7 Milliarden Franken schweren Portfolios. Nicht abgebildet sind die potenziellen Wertverluste im Fall eines Zinsanstiegs von mehr als 0,4 Prozentpunkten.

Abwertungsverluste werden für ein Immobilienunternehmen dann gefährlich, wenn die Eigenkapitaldecke zu dünn wird, die kreditgebenden Banken Nachschusspflichten geltend machen und sich die Kosten für neues Fremdkapital so stark erhöhen, dass das Geschäftsmodell nicht mehr rentiert.

Doch obwohl Wolken an der Zinsfront aufziehen, gibt sich Thomas Wolfensberger, CEO von Peach Property, beim Gespräch in einem Sitzungszimmer am Hauptsitz des Unterneh-

mens im Zürcher Seefeld zuversichtlich. «Natürlich wäre es mir bezüglich unserer Fremdkapitalkosten lieber, wenn die Zinsen nicht zu stark steigen würden. Doch gesamthaft sind unsere Fremdkapitalkosten seit dem allgemeinen Zinsanstieg weiter gesunken, weil wir unsere Verschuldung gezielt reduziert und unsere Bonität verbessert haben.»

Peach Property hält trotz den gegenwärtigen Marktunsicherheiten an seinem bisherigen Ausblick für das Geschäftsjahr fest und will die Mieteinnahmen weiter steigern. Auch weitere Akquisitionen schliesst das Unternehmen nicht aus und hat sich von den Aktionären an der Generalversammlung vom 20. Mai grünes Licht für die dazu notwendige Kapitalerhöhung geben lassen. Die Kritik der Analytiker von I-CV an den Bewertungsgewinnen der vergangenen Jahre hält Wolfensberger für überzogen: Es sei nicht sein Unternehmen, das die Immobilienbewertungen erstelle, sondern eine spezialisierte Bewertungsgesellschaft, auf deren Methode Peach Property keinen Einfluss habe. Nicht nur die Aufwertungsgewinne, auch die Einwertungsgewinne seien hart erarbeitet: «Wir kämpfen wie verrückt dafür, dass wir günstiger einkaufen können als die Konkurrenz.»

Wolfensberger ist von der Qualität des Portfolios von Peach Property überzeugt: Zwei Drittel des Portfolios befänden sich in Nordrhein-Westfalen, das mit 18 Millionen Einwohnern, 22 Prozent der deutschen Wirtschaftsleistung, einer stark gesunkenen Arbeitslosigkeit und einer hohen Zuwanderung «eine sehr starke Demografie» aufweise. Ge-

Peach Property hält trotz den gegenwärtigen Marktunsicherheiten an seinem bisherigen Ausblick für das Geschäftsjahr fest und will die Mieteinnahmen weiter steigern.



Thomas Wolfensberger
CEO von
Peach Property

Das Immobilienportfolio von Peach Property: Geschichte einer radikalen Neuaufrichtung

Zuerst setzte Peach Property auf Luxuswohnungen, heute besteht das Portfolio zum Hauptteil aus günstigen Wohnungen in Nordrhein-Westfalen



QUELLE: PEACH PROPERTY

rade in Krisensituationen zeige sich, wie hoch die Nachfrage nach bezahlbarem Wohnraum sei, sagt er. Der deutsche Wohnungsmarkt sei zudem stark unterversorgt, weil zu wenig gebaut werde. Die sich aufgrund der relativen Knappheit an Wohnraum weiter erhöhenden Marktmieten und die steigenden Baukosten im Neubau führen laut Wolfensberger zudem dazu, dass sich die Immobilienpreise im Segment des «bezahlbaren Wohnraums» auch nach dem Zinsanstieg weiter erhöhen werden. Die angesprochene Korrektur in diesem Segment werde sich kaum einstellen.

Immobilienexperten und Analytiker äussern sich zurückhaltender. Peach Property habe zwar einiges richtig gemacht, indem es etwa wiederholt sein Eigenkapital aufgestockt habe, sagt der Analytiker Marc Meili von I-CV. Auch dass das Unternehmen nur wiederkehrende Erträge und keine Substanz ausschütete, sei «absolut sinnvoll». Trotzdem sieht er erhebliche Risiken auf Peach Property und die Immobilienbranche zukommen: «Der Zinsanstieg in Europa wird grosse Wertberichtigungen auslösen. Das ist unumgänglich.» Wenn ein Immobilienunternehmen dann aus konjunkturellen Gründen die Mieten reduzieren müsse oder die Leerstände anstiegen, sei schnell ein grosser Teil des Eigenkapitals weg.

Auch die Renovationskosten stiegen inflationsbedingt an und es gebe Verzögerungen im Bau, was sich zusammen mit den höheren Fremdkapitalkosten negativ auf die Profitabilität auswirke, sagt Meili. Die verbesserten Kredit-Ratings verschiedener Agenturen für Peach Property – bei Fitch fehlt mit dem Rating «BB+» nur noch eine Stufe bis zum begehrten Investment-Grade – sind in den Augen Meilis ebenfalls mit Vorsicht zu geniessen, da die Schuldner die Rating-Agenturen für die Bewertungen bezahlen müssen.

Mieterträge steigerbar?

Der Immobilienexperte und Dozent Stephan Kloess lobt zwar die Massnahmen, die Peach Property eingeleitet hat, um die Eigenkapitaldecke zu stärken. «Es scheint, dass sie die Zeichen der Zeit erkannt haben.» Die Tatsache, dass Peach Property auf seinen Unternehmensanleihen Coupons von 4 Prozent bezahlen müsse, sei aber ein Ausdruck des Risikos, das der Markt in dem Unternehmen sehe. Im Vergleich dazu habe das Schweizer Immobilienunternehmen PSP im vergangenen Jahr eine Anleihe mit 0 Prozent Zins ausgeben können, sagt Kloess. Umso wichtiger sei es für Peach Property, bei den Rating-Agenturen die Kategorie Investment-Grade anzustreben.

Sollte es zu Zinssteigerungen kommen, bestehe für Peach Property und andere Immobiliengesellschaften das Risiko, dass aufgrund von daraus folgenden potenziell niedrigeren Bewertungen sogenannte «Covenants» gerissen werden und Eigenkapital aufgestockt oder Kredite zurückbezahlt werden müssten, sagt Kloess. Gleichzeitig stiegen derzeit der behördliche Druck und die Kosten für Nachhaltigkeitsmassnahmen. Und die Erträge in dem von Peach abgedeckten Wohnungsmarkt sind in den Augen von Kloess kaum steigerungsfähig.

Der Peach-CEO Wolfensberger hält das Potenzial für eine Erhöhung der Mieterträge dagegen für intakt und verweist auf entsprechende interne Analysen. Nach den grossen Zukäufen in den Jahren 2020 und 2021 liege der Fokus nun auf Sanierungen und damit auf der Wertsteigerung des Bestands. Auch in die Qualität der Mieterbeziehung investiert Peach laut Wolfensberger viel. Es sei ihm wichtig, dass Probleme schnell und effizient gelöst würden. «Wir tracken jede Interaktion mit den Mietern und wissen jeden Abend, wie viele Tickets noch offen sind. Das ist uns im Zweifelsfall wichtiger als die nächste Immobilientransaktion.» Auf die Frage, ob der deutsche Immobilienmarkt gegenwärtig überhitzt sei, gibt Wolfensberger nur indirekt Antwort: «Wir haben für unsere Verhältnisse schon lange nichts mehr gekauft.»