

# Abententeuerliche Bewertung der Jelmoli-Immobilie

Mariano Mottola, März 2023



Hat an Wert zugenommen: Das Jelmoli-Gebäude an der Bahnhofstrasse in Zürich. Foto: Keystone

## Wert der SPS-Immobilien

Jahr	Zins*	Diskontierungssatz*	Immobilienwert**	Differenz zu heute**	Eigentümer/ Ereignis
2003	2.78	6.00	5 338 395	-6 568 805	Walter Fust
2004	2.38	6.00	5 338 395	-6 568 805	
2008	2.15	5.80	5 522 477	-6 384 723	Von Opel
2009	1.97	4.70	6 814 972	-5 092 228	SPS
2013	1.25	4.02	7 967 753	-3 939 447	fixer Wechselkurs
2021	-0.13	2.75	11 647 407	-259 793	Negativzinsen
2022	1.57	2.69	11 907 200	0	Zinswende

\*in Prozent, \*\*in Franken. Der Zins richtet sich nach der langfristigen Bundesobligation (hier Zins für 10 Jahre). Der aus dem Zins abgeleitete Diskontierungssatz bestimmt den Immobilienwert. Es gilt, je höher der Satz, desto tiefer der Wert. Es fragt sich, warum der Diskontsatz sinkt, während die Zinsen steigen. Die Tabelle zeigt den Wert des heutigen Immobilienportfolios, wenn die historischen Diskontsätze eingesetzt worden wären. Die Werte vor 2009 beziehen sich auf die Diskontierungssätze bei Jelmoli unter den früheren Eigentümern Walter Fust und Georg von Opel.

Quelle: SPS, eigene Berechnungen.

Gerne verweisen wir auf den gesamten Sonntags-Zeitung-Bericht vom 26.01.2023:

# Abenteuerliche Bewertung bei Jelmoli-Eignerin

**Wertsteigerung** Obwohl die Zinsen steigen und die wirtschaftliche Lage unsicher ist, schrauben die Jelmoli-Besitzer den Wert ihrer Immobilien immer höher.

Arthur Rutishauser

Das Jelmoli an der Zürcher Bahnhofstrasse geschlossen wird und das Warenhaus zum grossen Teil Büros weichen muss, hat eine Debatte zu den Immobilienpreisen ausgelöst. Es fragt sich, ob sich bei den hohen Preisen für Liegenschaften in der Innenstadt von Zürich überhaupt noch Detailhandel betreiben lässt.

Gleichzeitig stellt sich aber auch die Frage, ob es angesichts der steigenden Zinsen bei der Eigentümerin Swiss Prime Site (SPS) zu einem massiven Abschreiber auf den Immobilien kommt.

Die Bewertungen für Immobilien jagen in der ganzen Schweiz von Rekord zu Rekord. Der Einwanderungsdruck führt dazu, dass Wohnungsnot herrscht und Mieten und Wohnhäuser immer teurer werden.

Bei den Geschäftshäusern hingegen gibt es gegenläufige Trends. Zwar suchen Anleger nach wie vor sichere Renditen auch in Geschäftsliegenschaften, doch Onlinehandel und der Trend zum Homeoffice lassen zunehmend Büroflächen und Ladenlokale zu Ladenhütern werden.

Zudem machen die steigenden Zinsen die Finanzierung von Immobilienprojekten oder den Zukauf von Geschäftsliegenschaften zunehmend teurer. Allein im vergangenen Jahr stiegen die Zinsen für langfristige Hypotheken von knapp einem Prozent auf knapp 3 Prozent.

### Risiken für Immobilien nicht kleiner

Bei einer börsenkotierten Immobiliengesellschaft wie der SPS hat der Wert der von ihr gehaltenen Liegenschaften, neben den Mietzinseinnahmen, direkten Einfluss auf Gewinn und Verlust. Vor 15 Jahren wurde zur Wertbestimmung eine neue Methode zur Berechnung des Nettobarwerts nach Rechnungslegungsstandard IAS 40 eingeführt.

Demnach wird halbjährlich der Wert der Immobilien neu ermittelt.



Hat an Wert zugenommen: Das Jelmoli-Gebäude an der Bahnhofstrasse in Zürich. Foto: Keystone

Er richtet sich nach den erwarteten zukünftigen Einnahmen und einem sogenannten Diskontierungssatz. Je höher der Diskontierungssatz, je unsicherer und je weiter die Einnahmen

in der Zukunft, desto tiefer deren Wert. Bei der SPS berechnet sich der Diskontierungssatz laut Geschäftsbericht wie folgt: Man nehme den Zins von lang-

fristigen Bundesobligationen plus einem Risikozuschlag für Immobilien. Im Geschäftsbericht findet sich eine Tabelle, die die Sensibilität der Immobilienbewertung bei Zinserhöhungen anhand von Beispielen zeigt.

Dabei geht es um Milliardenbeträge. Müsste der Diskontierungssatz von 2,69 auf 3,33 Prozent, also um 0,64 Prozentpunkte erhöht werden, ergäbe sich dabei eine Abwertung um 19,1 Prozent oder ein Bewertungsverlust von 2,2 Milliarden Franken.

Ein Blick auf die Webseite der Nationalbank zeigt, dass der Zins für zehnjährige Bundesobligationen im Dezember 2021 bei minus 0,13 Prozent lag und bis Dezember 2022 auf 1,57 Prozent stieg. Derweil wurden die Risiken für Immobilien nicht kleiner. Der Diskontierungssatz müsste um mindestens 1,7 Prozent gestiegen sein und etwa bei 4,5 Prozent liegen – genauso wie das in der Vergangenheit funktionierte.

Hätte die SPS nur schon den gleichen Diskontierungssatz genommen wie 2013, als die Zinsen zum Jahresende tiefer lagen als im vergangenen

Jahr, hätte ein Verlust von 4 Milliarden Franken resultiert, wie die Tabelle zeigt.

Geschehen ist das Gegenteil. Die SPS senkte den Diskontierungssatz nämlich von 2,75 Prozent auf 2,69 Prozent und machte damit einen Aufwertungsgewinn von 260 Millionen Franken. Gefragt, ob dies zulässig sei, verweist Sprecher Mladen Tomic auf den externen Immobilienberater von Wüest Partner, der dies abgesegnet habe.

### SPS gibt sich hart gegenüber Rettungsversuchen

Immerhin ist das Spiel mit Bewertungsgewinnen nun ausgereizt. «Unsere Guidance für die Bewertungen ist für 2023 insgesamt flach», sagte Firmenchef René Zahnd kürzlich an einer Analystenkonferenz. Dass es zu Abwertungen auf dem Portfolio führen könnte, glaubt er aber nicht. Ob er recht hat, wird sich zeigen.

Die hohen Bewertungen für die Immobilien haben auch Auswirkungen auf Jelmoli. Dessen Stammhaus an der Bahnhofstrasse wurde seit der Jahrhundertwende von 350 Millionen Franken auf 824 Millionen Franken aufgewertet. Darum stieg die Sollmiete von 13 auf 27 Millionen Franken – ein Betrag, der für ein Warenhaus nicht realistisch erscheint.

Wenn das Jelmoli-Gebäude aber nach den Massstäben der früheren Besitzer bewertet würde, dann käme der Wert wieder zurück auf rund 400 bis 500 Millionen Franken, und es liesse sich die Miete halbieren. Dann wäre auch ein Warenhausbetrieb wieder möglich, und private Investoren könnten einen Rettungsversuch wagen.

SPS gibt sich hart gegenüber Rettungsversuchen, die im Moment unternommen werden. «Die Immobilie steht nicht zum Verkauf», heisst es auf Anfrage. Fragt sich aber, ob nicht sowieso ein Abschreiber auf der Jelmoli-Immobilie nötig wird. Immerhin wird sie zwei Jahre leer stehen. Die Zinsen steigen weiter, und ob sich die Büros wirklich so teuer vermieten lassen, wie geplant, muss sich zeigen.

Wert der SPS-Immobilien

Jahr	Zins*	Diskontierungssatz*	Immobilienwert**	Differenz zu heute**	Eigentümer/Ereignis
2003	2,78	6,00	5 338 395	-6 568 805	Walter Fust
2004	2,38	6,00	5 338 395	-6 568 805	
2008	2,15	5,80	5 522 477	-6 384 723	Von Opél
2009	1,97	4,70	6 814 972	-5 092 228	SPS
2013	1,25	4,02	7 967 753	-3 939 447	fixer Wechselkurs Negativzinsen
2021	-0,13	2,75	11 647 407	-259 793	
2022	1,57	2,69	11 907 200	0	Zinswende

\*in Prozent, \*\*in Franken. Der Zins richtet sich nach der langfristigen Bundesobligation (hier Zins für 10 Jahre). Der aus dem Zins abgeleitete Diskontierungssatz bestimmt den Immobilienwert. Es gilt, je höher der Satz, desto tiefer der Wert. Es fragt sich, warum der Diskontierungssatz sinkt, während die Zinsen steigen. Die Tabelle zeigt den Wert des heutigen Immobilienportfolios, wenn die historischen Diskontierungssätze eingesetzt worden wären. Die Werte vor 2009 beziehen sich auf die Diskontierungssätze bei Jelmoli unter den früheren Eigentümern Walter Fust und Georg von Opél. Quelle: SPS, eigene Berechnungen.

ANZEIGE

«Ob im Horner oder Heuet, wer guggge gära z talus und teschet hiesigi Ruschtig uf. Da chame nume sine, wi fürnäähm wers hii.»

Kauderwelsch? Nur wenn man nicht richtig hinhört. Wir engagieren uns für eine belebte Bergwelt.

berghilfe.ch



Zur Auflösung



Dazu stellen wir gerne folgende fachtechnisch nicht nachvollziehbare Fragen von unserer Seite aus:

- Wie kann ein Diskontsatz tiefer sein, wenn die **Zinsen auf breiter Front gestiegen sind** (Geld- und Kapitalmarktzinsen)..?
- Wie kann ein Diskontsatz tiefer sein, wenn die **Bundesobligationen** von **- 0.13% auf 1.57%** gestiegen sind..?
- Wie kann ein Diskontsatz tiefer sein, wenn die **Inflation am Steigen** begriffen ist...?
- Wie kann ein Diskontsatz tiefer sein, wenn die insbesondere die **Objektrisiken** (z.B. Investitionskosten, Leerstand, Ertragsausfälle etc.) stark am Zunehmen sind...?
- Wie kann ein Diskontsatz tiefer sein, wenn die **heutige Nutzung nicht nachhaltig** (Mieter- Ertragsprobleme) ist und eine Neuausrichtung nötig wird?

Wie man aus meinen obigen Fragen ersehen kann, sind die angewendete Diskontierungssätze **höchst fraglich** und für uns nicht **nachvollziehbar**...!!

Was meint ihr dazu, könnte ihr mir **vielleicht die eine oder andere Frage** beantworten?