UBS real estate focus

Research Schweiz

Januar 2011



Immobilienmarkt *Schweiz* 2011

Markttreiber Aufwind für den Immobilienmarkt Wohnimmobilien Erhöhte Gefahrenstufe bei Eigenheimen Geschäftsimmobilien Qualität wichtiger denn je Börsennotierte Immobilien Vorjährige Performance kaum zu übertreffen



Inhalt

UBS real estate focus 2011

Diese Publikation wurde durch UBS AG erstellt. Bitte beachten Sie die wichtigen rechtlichen Informationen am Ende der Publikation. Aus der Performance der Vergangenheit kann nicht auf künftige Renditen geschlossen werden. Die angegebenen Marktpreise sind Schlusskurse der jeweiligen Hauptbörse.

Herausgeber

UBS AG, Wealth Management Research (WMR), Postfach, CH-8098 Zürich

Chefredaktion

Claudio Saputelli

Redaktion

Viviane Vajda, Pierre Weill

Autoren

Daniel Brüllmann*, Patric Caillat*, Urs Fäs*, Gunnar Herm*, Caesar Lack, Dalibor Maksimovic*, Stefan R. Meyer, Achim Peijan, Claudio Saputelli, Niklaus Scheerer*, Christian Unternährer*, Thomas Veraguth, Markus Wagemann*

Redaktionsschluss

3 Januar 2011

Produktmanagement

Caspar Heer

Desktop

Werner Kuonen, Margrit Oppliger, Linda Sutter

Bilder

www.masterfile.com

Druck

Druckerei Flawil AG, Flawil, Schweiz

Spracher

Deutsch, Englisch, Französisch und Italienisch

Kontakt

ubs-research@ubs.com

*Diese Autoren stammen allesamt aus Abteilungen ausserhalb von Wealth Management Research. Diese Einheiten unterliegen nicht allen gesetzlichen Bestimmungen bezüglich der Unabhängigkeit der Finanzanalyse. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse», die der Verwaltungsrat der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) erlassen hat, gelten nicht.

SAP-Nr. 83518D-1101

Editorial Auf einen Blick	
Markttreiber	
Konjunktur und Einkommen	6
Inflation und Zinsen	
Bevölkerung und Beschäftigung	
Überblick Markttreiber	8
Wohnimmobilien	
Eigenheime – erhöhte Gefahrenstufe	
Mietwohnungen – konstante Renditen	
Überblick Wohnimmobilien	12
Im Fokus	
Eigenmietwertbesteuerung verletzt klassische Steuerlehre	
Zweite-Säule-Vorbezug als gefährliches Spiel	
Wohnen mit Service-Dienstleistungen zunehmend beliebt	17
Geschäftsimmobilien und Sondernutzungen	
Büroflächen – stärkeres Ausdifferenzieren nach Qualitäten	
Verkaufsflächen – Nullwachstum erwartet	
Überblick Geschäftsimmobilien	22
Im Fokus	
Public Private Partnership ist mehr als ein Schlagwort	
Spitalimmobilien im Umbruch	25
Internationale Immobilienanlagen bieten	
Diversifikations möglich keiten	27
Börsennotierte Immobilien und Anlagestiftungen	
Immobilienaktien – auf solidem Boden	
Immobilienfonds – eine attraktive Beimischung im Portfolio	
Überblick börsennotierte Immobilien	32
Im Fokus	
Der Aufstieg der Schweizer Immobilienaktien	
Entwicklungen und Trends bei notierten Immobilienfonds	35
Immobilien-Anlagegruppen von Anlagestiftungen	
auf dem Vormarsch	37
Unsere Dienstleistungen	
Unsere Dienstleistungen rund um Immobilien	40
Ausgewählte Research-Publikationen	42

Bestellungen oder Abonnemente

Als UBS-Kundin oder -Kunde können Sie *UBS real estate focus* abonnieren und zusätzliche Exemplare dieser Publikation über Ihre Kundenberaterin oder Ihren Kundenberater oder die Mailbox von Printed & Branded Products bestellen: **sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com**.

Eine elektronische Abonnierung ist zudem über das WMR-Portal möglich.

Editorial



Daniel Kalt



Claudio Saputelli

Liebe Leserin, lieber Leser

«Immobilien sind der Kern beinahe jedes Geschäfts», meint der US-amerikanische Immobilienmogul Donald Trump. Er hat nur teilweise recht. Es stimmt zwar, dass sich bei den Autoren dieser neuen Publikation *UBS real estate focus* im Alltag praktisch alles um Immobilien dreht. Doch im Zentrum eines jeden Geschäfts bleibt stets unsere Kundin oder unser Kunde. Dank ihnen werden wir mit sehr unterschiedlichen Fragestellungen konfrontiert, die von der einfachen Beratungstätigkeit in Immobilienfragen bis hin zur komplexen Finanzierung eines Public-Private-Partnership-Grossprojektes reichen.

Die durch den Kundenkontakt gewonnenen Erfahrungen werden zusätzlich bereichert, indem sich die Immobilienteams von UBS intern in regelmässigen Abständen in Form eines Immobiliennetzwerkes fachlich austauschen und unterstützen. Dabei werden aktuelle Themen und Schwerpunkte diskutiert, so dass in den letzten Jahren ein grosser Fundus an Immobilienwissen entstanden ist. Mit unserer neuen umfassenden Immobilienmarkt-Studie *UBS real estate focus* wollen wir Ihnen dieses Know-how auf jährlicher Basis zugänglich machen. Schliesslich werden wir gerade durch die Suche nach kundenspezifischen Immobilienlösungen immer wieder von neuem herausgefordert und gezwungen, in neue Wissensbereiche vorzustossen und innovative Lösungen auszuarbeiten.

Der *UBS real estate focus* ist in vier Kapitel aufgeteilt. Das erste Kapitel «Markttreiber» beleuchtet die wichtigsten makroökonomischen Einflussfaktoren der Schweizer Immobilienmärkte. Bei den beiden nächsten Kapiteln «Wohnimmobilien» sowie «Geschäftsimmobilien und Sondernutzungen» stehen direkte Immobilienanlagen im Mittelpunkt. Das vierte Kapitel «Börsennotierte Immobilien und Anlagestiftungen» hingegen widmet sich dem Thema der indirekten Immobilienanlagen. Die einzelnen Kapitel beginnen mit einem Marktüberblick, gefolgt von drei Fokusthemen, die bei den Marktakteuren momentan hohe Aktualität geniessen. Der modulare Aufbau der Studie ermöglicht einen raschen Überblick über Märkte und Trends.

Wir hoffen, dass wir Sie mit dem *UBS real estate focus* bei der Entscheidungsfindung hinsichtlich Immobilien-Sachfragen unterstützen können. Zu diesem Zweck schlagen wir bei den einzelnen Fokusartikeln eine Brücke zwischen Analyse und Praxis und geben in einem Kasten kurz unsere Empfehlungen zum Thema ab. Denn hier sind wir mit Donald Trump ganz einer Meinung: «Um Ihr Vermögen aufzubauen und Ihren Geschäftssinn zu verbessern, müssen Sie sich im Immobilienbereich auskennen.»

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre.

Daniel Kalt

Chefökonom Schweiz Wealth Management Research - April 1

Claudio Saputelli

Leiter Real Estate

Wealth Management Research

Auf einen Blick

Wohnimmobilien

Die in den letzten Quartalen erhoffte Abflachung der Preisentwicklung ist ausgeblieben. Deshalb macht sich in der Öffentlichkeit zunehmend die Angst vor einer Immobilienblase breit – nicht ganz unbegründet. Vorsicht ist angesagt. **Seite 10**

Der Mietwohnungsmarkt zeigt sich stabil und bietet Steigerungspotenzial. Aufgrund des Preisniveaus für Mehrfamilienhäuser erscheinen kommerzielle Liegenschaften für Anlegerinnen und Anleger zunehmend attraktiv. **Seite 12**

Im Fokus

Eigenmietwertbesteuerung verletzt klassische Steuerlehre

Die Besteuerung des Eigenmietwertes als fiktives Einkommen ist umstritten. Seit Jahren laufen deshalb heisse Diskussionen, ob sie abgeschafft werden soll oder nicht. Mit dem Ziel, das Steuersystem zu vereinfachen, sprach sich der Bundesrat im letzten Sommer für die vollständige Abschaffung des Eigenmietwerts aus. **Seite 13**

Zweite-Säule-Vorbezug als gefährliches Spiel

Seit 1995 haben schätzungsweise rund 520 000 Vorbezüge von Vorsorgegeldern stattgefunden. Das vorbezogene Kapital dürfte 2010 den Betrag von 35 Milliarden Franken übersteigen. Mögliche Auswirkungen auf künftige Vorsorgeleistungen bleiben jedoch unbekannt. Die Risiken sollten nicht ausser Acht gelassen werden. **Seite 15**

Wohnen mit Service-Dienstleistungen zunehmend beliebt

Wohnen mit Service, ein innovatives Wohnkonzept, ist die Antwort auf das Bedürfnis nach mehr Wohnqualität und grösserem Wohlbefinden in urbanen Gebieten. Was sich im Ausland vielerorts bereits etabliert hat, wird auch in der Schweiz immer öfters nachgefragt. **Seite 17**

Geschäftsimmobilien und Sondernutzungen

Trotz globaler Wirtschaftskrise hat sich der Schweizer Büroimmobilienmarkt gut geschlagen. Aufgrund des Kostendrucks der Mieter erwarten wir eine stärkere Performancespreizung zwischen zentralen und peripheren Lagen. **Seite 20**

Die Verunsicherung der Schweizer Konsumentinnen und Konsumenten hält sich im internationalen Vergleich in Grenzen. Davon profitiert neben dem Einzelhandel auch der Immobiliensektor. Die Qualität des Flächenangebotes gewinnt für den Anlageerfolg zunehmend an Bedeutung. Seite 22

Im Fokus

Public Private Partnership ist mehr als ein Schlagwort

Seit jeher arbeiten Staat und Private zusammen. Bei Public Private Partnerships geht es nicht bloss um Zusammenarbeit, sondern um Prozesse für die Strukturierung, Risikoallokation, Ausschreibung und Regelung einer solchen Partnerschaft. **Seite 23**

Spitalimmobilien im Umbruch

Die Spitallandschaft Schweiz ist komplex. Sie ist strukturell, baulich und seitens der Finanzierungsrahmenbedingungen stark in Bewegung. Dieser Wandel eröffnet Anlegerinnen und Anlegern attraktive Chancen. **Seite 25**

Internationale Immobilienanlagen bieten Diversifikationsmöglichkeiten

Der globale Immobilienmarkt ist sehr stark national, oft gar regional strukturiert, was den Marktzugang erschwert. Direkte und indirekte Immobilienprodukte erleichtern den Marktzugang und bieten Diversifikationsmöglichkeiten, die in einer globalen Wirtschaft an Bedeutung gewinnen. **Seite 27**

Börsennotierte Immobilien und Anlagestiftungen

2010 profitierten die Immobilienaktien von einem vorteilhaften wirtschaftlichen Umfeld und trugen auch ihren Teil zum Erfolg bei. Doch 2011 wird deutlich schwieriger werden. **Seite 30**

Die notierten Schweizer Immobilienfonds sind attraktiv, da sie Aktien-, Obligationenund Immobiliencharakter besitzen. Diese Konstellation spiegelt sich im Risiko-Rendite-Profil, was die Immobilienfonds interessant macht, unter anderem im Kontext eines gemischten Portfolios. **Seite 31**

Im Fokus

Der Aufstieg der Schweizer Immobilienaktien

Neukotierungen, Kapitalerhöhungen und Übernahmen sind in diesem noch jungen Schweizer Aktienmarktsegment sozusagen an der Tagesordnung. Trotz regen Veränderungen und limitierter Erfahrung eignen sich die führenden Schweizer Immobilienaktien für defensive und längerfristig orientierte Anlegerinnen und Anleger. **Seite 33**

Entwicklungen und Trends bei notierten Immobilienfonds

Die schweizerischen Immobilienfonds sind zurzeit sowohl bei privaten als auch bei institutionellen Investoren beliebt. Die starke Nachfrage hat zu einer Vergrösserung des Produktangebots und erhöhter Transparenz geführt. Kapitalerhöhungen und Neukotierungen dürften auch künftig die Marktentwicklung beleben.

Seite 35

Immobilien-Anlagestiftungen weiter auf dem Vormarsch

Im Schatten der viel beachteten notierten Immobilienaktiengesellschaften und Immobilienfonds haben die Immobilien-Anlagestiftungen mit einer bemerkenswerten Dynamik eine starke Marktposition erzielt. Attraktive Produkteigenschaften sowie Sacheinlagen haben dazu einen gewichtigen Beitrag geleistet. **Seite 37**

Markttreiber

Die Ampeln der wichtigsten Nachfragetreiber stehen nach wie vor auf Grün.

Konjunktur und Einkommen

In den nächsten zwei Jahren erwarten wir für die Schweizer Wirtschaft Wachstumsraten von über 2 Prozent. Dies liegt deutlich über dem historischen Durchschnitt und wird sich positiv auf die Immobilienpreise auswirken.

Die Schweizer Wirtschaft befindet sich seit Mitte 2009 im Aufschwung. Die Rezession fiel erheblich schwächer aus als in den meisten anderen westlichen Industrieländern. Die Wirtschaftserholung verläuft nicht nur schneller als erwartet, sondern auch rascher als im europäischen Ausland. Gemäss Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco) wuchs das inflationsbereinigte Bruttoinlandprodukt (BIP) seit Ende der Rezession mit annualisierten Verlaufswachstumsraten von durchschnittlich 3 Prozent und übertraf im dritten Quartal 2010 wieder das Vorkrisenniveau.

Ausreichend Fachkräfte und gesunde Bilanzen

Ein Grund für die überraschend starke Dynamik der Schweizer Wirtschaft dürfte im Personenfreizügigkeitsabkommen mit der Europäischen Union liegen. Dieses beflügelt das Wirtschaftswachstum, indem es den Firmen die Einstellung von qualifiziertem Fachpersonal erleichtert. Das damit einhergehende Bevölkerungswachstum stützt den Konsum und die Bauinvestitionen und erhöht somit ganz direkt das BIP. Im Gegensatz zu vielen anderen westlichen Industrieländern sind zudem die privaten und öffentlichen Bilanzen in der Schweiz kerngesund. Die Schweiz gehört zu den wenigen Ländern, die im Vorfeld der Krise nicht über ihre Verhältnisse gelebt haben. Die Schweiz als Ganzes (Staat. Haushalte und Unternehmen) verfügt über ein im internationalen Vergleich äusserst hohes Netto-Auslandvermögen von über 100 Prozent des BIP. Auch wenn man nur die Staatsfinanzen vergleicht, ist die Schweiz in einer beneidenswerten Lage – mit einem praktisch ausgeglichenen Budget und einer Bruttoschuldenquote von rund 40 Prozent schneidet sie im internationalen Vergleich hervorragend ab. In der aktuellen Schuldenkrise ist sie somit in einer bedeutend besseren Ausgangslage als die meisten anderen, hoch verschuldeten westlichen Industrieländer

Nach dem ungestümen Aufschwung der vergangenen Quartale erwarten wir für die Zukunft ein etwas schwächeres, aber weiterhin robustes Wirtschaftswachstum. Wachstumsstützen sind die äusserst expansive Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank, der globale Wirtschaftsaufschwung und die anhaltende Immigration. Konkret rechnen wir 2011 mit 2,3 Prozent Wachstum und 2012 mit 2,1 Prozent. Dies ist deutlich höher als die durchschnittliche Wachstumsrate von 1,7 Prozent über die letzten 30 Jahre. Aufgrund des starken Franken dürfte das Wachstum allerdings nicht mehr exportgetrieben sein wie in den Vorkrisenjahren, sondern vermehrt aus dem Binnensektor stammen.

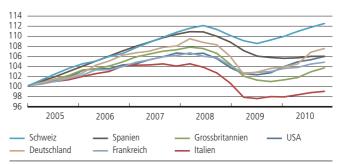


Caesar Lack
Wealth Management Research
UBS AG

Wirtschaftswachstum stützt Immobiliennachfrage

Gemäss internationalen Studien liegt die Einkommenselastizität der Nachfrage nach Wohnraum etwas unter eins. Das heisst, dass eine Zunahme der Einkommen von 1 Prozent zu einer Zunahme der Ausgaben für Wohnen von etwas unter 1 Prozent führt. Die im historischen Vergleich hohen erwarteten Wachstumsraten dürften zu einem entsprechend hohen Anstieg der Wohnausgaben führen. Diese wiederum dürften einerseits in die Neuerstellung von Wohnraum fliessen, andererseits aber auch aufgrund der knappen Landressourcen in der Schweiz die Preise für existierende Wohnimmobilien weiter hochtreiben. Aber auch die Preise für Geschäftsflächen dürften von der starken Binnenkonjunktur profitieren.





Quellen: Reuters EcoWin; UBS WMR

Inflation und Zinsen

In der Schweiz sind die Zinsen derzeit ausserordentlich tief. Wir rechnen damit, dass sich dies im Verlauf dieses Jahres ändert. Die solide einheimische Konjunkturentwicklung, der von uns erwartete Anstieg der Inflationsraten und die notwendige Straffung der Geldpolitik sprechen für höhere Zinsen.

Importierte Güter machen über einen Viertel des Warenkorbs aus, an dem die Konsumentenpreisteuerung gemessen wird; allein die Erdölprodukte beanspruchen fast 5 Prozent. Die Frankenstärke hat in den vergangenen Monaten zu einer negativen Jahresteuerung der importierten Güter geführt. In den letzten Monaten lag deswegen die Teuerung, gemessen am gesamten Landesindex der Konsumentenpreise, im Vorjahresvergleich regelmässig unter 0,5 Prozent. Da wir keine weitere Frankenaufwertung erwarten, dürfte der preisdämpfende Wechselkurseffekt in diesem Jahr jedoch allmählich auslaufen. Zudem sind die Rohstoffpreise in den vergangenen Monaten stark angestiegen – es ist zu erwarten, dass sich der auslaufende Wechselkurseffekt und der Anstieg der Rohstoffpreise im Laufe des Jahres in einem Preisanstieg der importierten Güter widerspiegeln.

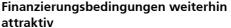
Nicht nur die Preise der importierten Güter, sondern auch der inländischen Güter dürften aufgrund der anhaltend kräftigen Binnenkonjunktur anziehen. Für 2011 erwarten wir daher einen Anstieg der Teuerung auf fast 1 Prozent, für 2012 sogar auf gegen 2 Prozent.

Erster Zinsschritt der SNB in der ersten Jahreshälfte erwartet

UBS Economic Research Schweiz prognostiziert eine höhere Teuerungsrate als die Schweizerische Nationalbank (SNB) – Letztere hatte an ihrer Lagebeurteilung im September 2010 ihre Inflationsprognose überraschend deutlich nach unten revidiert und die tiefe Inflationsprognose an ihrer Lagebeurteilung im Dezember 2010 bestätigt. Wir erwarten, dass die SNB ihre Inflationsprognose wieder anheben und womöglich schon in der ersten Jahreshälfte einen ersten Zinsschritt von 0,25 Prozent vornehmen wird, um einer Überhitzung der Binnenkonjunktur und der Immobilienmärkte vorzubeugen.

Schweizer Staatsanleihen (Eidgenossen) profitieren derzeit von ihrem Status als international anerkannter sicherer Hafen. Die europäische Schuldenkrise wie auch die weltweite Lockerung der geldpolitischen Zügel hat eine Flucht in Schweizer Staatsanleihen ausgelöst und die Renditen auf Niveaus sinken lassen, die seit 1965 nicht mehr erreicht wurden.

Unserer Meinung nach müssen sich Anlegerinnen und Anleger allerdings auf mittelfristig steigende Zinsen und Verfallrenditen bei Anleihen einstellen. Die konjunkturelle Erholung dürfte sich fortsetzen und die extrem lockere Geldpolitik sollte im Verlaufe dieses Jahres gestrafft werden. Anleihenrenditen nehmen eine geldpolitische Straffung meist vorweg und steigen bereits im Vorfeld an. Insgesamt dürfte die Anpassung an höhere Zinsen jedoch graduell erfolgen. Dennoch dürften die Zinsen in diesem Jahr im historischen Vergleich relativ tief bleiben.



Die Finanzierung von Immobilien wird somit vorerst günstig bleiben, was die Immobilienpreise entsprechend stützen wird. Was die Wohnungsmieten betrifft, ist davon auszugehen, dass der zugrunde liegende hypothekarische Referenzzinssatz frühestens in der zweiten Jahreshälfte wieder geringfügig zulegen wird. Mietpreissteigerungen werden auch bei vermieteten Geschäftsflächen begrenzt ausfallen, da deren Mieten in der Regel an die zurzeit noch tiefe Teuerung gebunden sind.



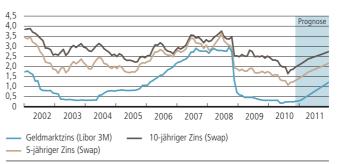
Achim PeijanWealth Management Research
UBS AG



Caesar Lack
Wealth Management Research

Historische Tiefzinsphase neigt sich dem Ende zu

Historische und erwartete Zinsentwicklung in Prozent



Quellen: Bloomberg; UBS WMR

Bevölkerung und Beschäftigung

In den letzten Jahren ist die Bevölkerung überdurchschnittlich stark gestiegen, dies vor allem dank der ausserordentlich starken Einwanderung. Die Beschäftigungsentwicklung blieb seit dem Rezessionsjahr 2009 erstaunlich robust. Trotz Finanzkrise musste der tertiäre Sektor bisher kaum Federn lassen.

Die Bevölkerung in der Schweiz wächst munter weiter, und dies zum 33. Jahr in Folge. Gemäss unserer Hochrechnung aus den provisorischen Monatsdaten vom Bundesamt für Statistik dürfte 2010 ein Wachstum von 1,1 Prozent resultieren. Nur siebenmal vermochte die Schweiz in den letzten 40 Jahren den Bevölkerungsbestand um mehr als 1,0 Prozent zu steigern, davon alleine viermal in den letzten vier Jahren. Die Einführung der vollen Personenfreizügigkeit gegenüber den EU-17- und den EFTA-Mitgliedstaaten per Anfang Juni 2007 hat demnach merklich Spuren hinterlassen. Dies geht auch aus der detaillierten Analyse des Wanderungssaldos hervor. Während in den 80er und 90er Jahren der Wanderungssaldo (inklusive Statuswechsel) etwa 50 Prozent des Bevölkerungswachstums ausmachte, betrug der Anteil jüngst 80 Prozent und mehr (2007: 91 Prozent). Überdurchschnittlich dürften 2010 wiederum die Kantone Waadt, Obwalden, Freiburg, Genf, Aargau und Zürich zugelegt haben. Dank den insgesamt positiven Wirtschaftsaussichten erwarten wir für 2011 wiederum ein Bevölkerungswachstum in der Grössenordnung von 1 Prozent.

Auch die Beschäftigung wächst

Parallel zur Bevölkerung nahm in den letzten Jahren auch die Beschäftigung zu. So erhöhte sich diese in Vollzeitäquivalenten in der Hochkonjunkturphase zwischen 2005 und 2008 um rund 8,4 Prozent, was absolut rekordverdächtig anmutet. Seit 2009 ist jedoch die Gesamtbeschäftigung über mehrere Quartale hin ins Stocken geraten. Hierfür zeichnete insbesondere der Industriesektor verantwortlich, wobei die Zahl der Beschäftigten im dritten Quartal 2010 inzwischen wieder leicht angestiegen ist. Entsprechend hat sich im sekundären Sektor auch die Stimmung wieder etwas aufgehellt. Im Gegensatz dazu ist der Dienstleistungssektor insgesamt auch im Rezessionsjahr 2009 um

0,7 Prozent gewachsen. Für den Geschäftsflächenmarkt sind vor allem die Bürobranchen sowie Handelsbranchen von Bedeutung. Erstere verzeichneten in den ersten drei Quartalen 2010 einen geringfügigen Beschäftigungszuwachs von durchschnittlich 0,2 Prozent im Vergleich zum Vorjahr. Auch die Beschäftigung bei den Handelsbranchen vermochte in derselben Periode wieder zuzulegen, und zwar um 1,2 Prozent. Damit haben die Handelsbranchen den Beschäftigungsrückgang aus dem Jahr zuvor mehr als nur wettgemacht.



Claudio Saputelli Wealth Management Research UBS AG

Nachfragedruck im Wohnungsmarkt bleibt

Dank des anhaltenden Bevölkerungswachstums dürfte die Nachfrage nach Wohnungen konstant hoch bleiben. Eine Entspannung der aktuellen Preisentwicklung – insbesondere bei den Eigenheimen – kann also nur über eine erhöhte Wohnbautätigkeit bewirkt werden. Betreffend Geschäftsflächen stehen die Zeichen bei Verkaufsflächen gut, dass die Nachfrage nach Zusatzflächen wieder etwas in Schwung kommt. Demgegenüber dürfte bei Büroflächen vor allem noch jene Nachfrage im Zentrum stehen, welche von Flächenoptimierungen getrieben wird.

Überblick Markttreiber Immobilien

Sofern nicht anders erwähnt, verstehen sich alle Angaben in Prozent und als Wachstum im Vorjahresvergleich.

Konjunktur und Einkommen	2011 ¹	2010 ²	2009	2008	10 J. ³
Bruttoinlandprodukt, real	2,3	2,7	-1,9	1,9	1,7
Bauinvestitionen, real	1,3	3,4	3,0	0,0	1,1
Lohnwachstum, real	0,7	0,4	2,6	-0,4	0,7
Inflation und Zinsen					
Durchschnittliche Jahresteuerung	0,9	0,7	-0,5	2,4	0,9
3-Monate-Libor CHF ⁴	1,2	0,2	0,3	0,7	1,0
Rendite 10 JBundesobligationen ⁴	2,4	1,8	1,9	2,1	2,5
Bevölkerung und Beschäftigung					
Bevölkerungsbestand	1,1	1,1	1,1	1,4	0,9
Beschäftigung, in Vollzeitäquivalenten	1,2	0,7	-0,1	2,7	1,0
Arbeitslosenquote	3,4	3,9	3,7	2,6	3,2

Prognose UBS WMR

Quellen: Seco; BFS; UBS WMR

² Hochrechnungen beziehungsweise Prognose UBS WMR (Stand 3. Januar 2011)

³ Mittelwert: 2001 bis 2010

Wohnimmobilien

Schweizweit haben wir keine Immobilienblase; dennoch sollten wir auf der Hut bleiben.

Eigenheime – erhöhte Gefahrenstufe

Die Angebotspreise für Eigenheime steigen munter weiter. Die in den letzten Quartalen erhoffte Abflachung der Preisentwicklung ist ausgeblieben. Deshalb macht sich in der Öffentlichkeit zunehmend die Angst vor einer Immobilienblase breit – nicht ganz unbegründet. Vorsicht ist angesagt.

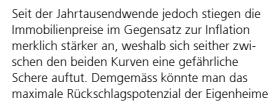
In der Meteorologie sind viele Begriffe klar definiert. So ist beispielsweise «heisser Sommertag» oder auch «Tropentag» die Bezeichnung für einen Tag, an dem eine Höchsttemperatur von mindestens +30° C erreicht wird. Von «Starkregen» spricht man, wenn in einer Stunde eine Niederschlagsmenge von 15 Litern pro Quadratmeter und mehr herunterprasselt. Gerade um derartig klar definierte Begriffe wird die Meteorologie von der Ökonomie oft beneidet. So kennt beispielsweise kein Wirtschaftswissenschaftler die genauen Kriterien, die eine Immobilienblase auszeichnen. Zwar ist bekannt, dass in einer Immobilienblase die Immobilien irgendwie deutlich überbewertet sind, doch wie stark die Preissteigerungen in Prozenten sein müssen und vor allem über welchen Zeitraum diese zu erfolgen haben, damit man von einer Immobilienblase sprechen kann, bleibt nebelhaft.

Auf eine Immobilienblase folgt ausserdem in der Regel ein drastischer Preisverfall innert relativ kurzer Zeit. Doch auch dazu gibt es kaum greifbare Anhaltspunkte, um den Begriff Immobilienblase einzugrenzen. Gerade weil eine Immobilienblase keinen messbaren Kriterien unterliegt, wird sie in der Öffentlichkeit und auch unter Experten immer wieder voreilig aufgegriffen. Dies gilt seit Beginn des letzten Jahres auch für die Schweiz, nachdem sich die Preissteigerungen bei Eigenheimen vor allem jüngst weiter beschleunigt haben. Doch kommen wir zu den konkreten Fakten. Der Aufschwung im Schweizer Immobilienmarkt setzte 1998 ein. Seither sind die Angebotspreise gemäss den Indizes von Wüest & Partner für Eigentumswohnungen um 56 Prozent und für Einfamilienhäuser um 37 Prozent gestiegen. Nachhaltig oder nicht? Zur Beantwortung dieser Frage werden die Eigenheimpreise in der Wissenschaft jeweils mit mindestens drei weiteren Vergleichsgrössen in Zusammenhang

gebracht, und zwar mit den Mietpreisen, der Inflation und dem Einkommen.

Eigentumswohnungen weniger erschwinglich

Aufgrund des ausgereiften Schweizer Mietrechts sind Mietwohnungen valable Substitute von Eigenheimen, weshalb ein allzu starkes Divergieren beider Preisentwicklungen auf Marktungleichgewichte hindeuten kann. Die Angebotsmieten haben in den letzten zwölf Jahren prozentual in etwa gleich stark zugenommen wie die Angebotspreise für Einfamilienhäuser. Die Differenz zu den Eigentumswohnungen fällt für die betrachtete Zeitspanne nicht dramatisch aus, umso weniger wenn man bedenkt, dass zum einen der Mietwohnungsmarkt im Gegensatz zum Eigentumsmarkt von günstigeren älteren Objekten dominiert wird und zum anderen die Eigentumswohnungen bezüglich Ausbaustandards jüngst deutlich zugelegt haben. Was den Vergleich mit der Inflation betrifft, konnten unzählige internationale Studien aufzeigen, dass Immobilienpreise inflationsbereinigt langfristig seitwärts tendieren. Auch der Schweizer Häusermarkt vermochte dieses Kriterium in der Zeitperiode von 1970 bis 2000 praktisch exakt zu erfüllen.

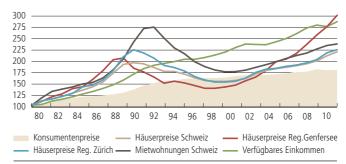




Claudio Saputelli Wealth Management Research URS AG

Keine flächendeckenden Übertreibungen der Häuserpreise

Häuserpreise im Vergleich zur Miete und zum verfügbaren Einkommen (Index 1980 = 100)



Quellen: BFS; Wüest & Partner; UBS WMR

theoretisch auf die aktuelle Differenz beider Kurven beziffern, was bei Eigentumswohnungen 33 Prozent und bei Einfamilienhäusern 26 Prozent betragen würde. Doch in der ökonomischen Literatur gibt es noch einen weiteren viel beachteten Ansatz, wonach die Häuserpreise langfristig an das verfügbare Einkommen der Haushalte gekoppelt sind. In dieser Beziehung spricht man auch oft von der Erschwinglichkeit von Immobilien. Nehmen beispielsweise die Immobilienpreise über die Zeit stärker zu als das verfügbare Einkommen, so bedeutet dies, dass Eigenheime für die Haushalte weniger erschwinglich sind. Entsprechend schwächt sich die Nachfrage ab, was wiederum die Preise drückt. Seit 1998 ist das durchschnittlich verfügbare Einkommen in der Schweiz um etwa 35 Prozent gestiegen. Während also die Erschwinglichkeit bei Einfamilienhäusern über diese Zeitperiode schweizweit in etwa konstant geblieben ist, ist sie bei Eigentumswohnungen merklich gesunken.

Grosse regionale Diskrepanzen

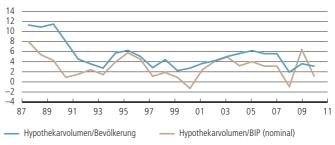
Dieser Sachverhalt trifft allerdings nicht für alle Regionen der Schweiz zu, deren Immobilienmärkte untereinander sehr heterogen sind. Die Spannweite der durchschnittlichen jährlichen Anstiege der Angebotspreise für Eigentumswohnungen seit 2000 reicht von 3 Prozent für die Region Bern bis 8 Prozent für die Region Genfersee (Schweiz: 4,2 Prozent). Mit anderen Worten, die Region Bern braucht – bei gleichbleibendem Durchschnittswachstum – rund 24 Jahre, bis sich die Immobilienpreise verdoppelt haben, wohingegen der Region Genfersee bereits neun Jahre genügt haben; ginge es in der Region Genfersee im gleichen Tempo weiter, so würden sich die Immobilienpreise nach 24 Jahren mehr als versechsfacht haben. Dieses einfache Zahlenspiel verdeutlicht, dass die aktuelle Marktentwicklung am Genfersee alles andere als nachhaltig ist. Aktuell schnellen die Eigenheimpreise immer noch in die Höhe. Die erwünschte Beruhigung an der Preisfront ist definitiv ausgeblieben. So legten in der Schweiz die Transaktionspreise im dritten Quartal 2010 im Vergleich zum Vorjahr bei Eigentumswohnungen um 7,3 Prozent zu (Genfersee 10.0 Prozent: Zürich 8.7 Prozent: Innerschweiz 8,1 Prozent) und bei Einfamilienhäusern um 3,0 Prozent (Genfersee 5,7 Prozent; Innerschweiz 4,7 Prozent; Zürich 4,1 Prozent). Ausserdem verzeichnete keine Grossraumregion einen Preisrückgang.

Gefahrenstufe sieben

Fasst man den Zahlenkranz zusammen, so lassen sich grob zwei wichtige Tendenzen erkennen: Gesamtschweizerisch und im langfristigen Vergleich reflektieren die Eigenheimpreise immer noch mehr oder weniger die wichtigsten Fundamentaldaten. Gleichwohl gibt es Regionen, die im Vergleich zum Schweizer Durchschnitt sehr stark nach oben ausreissen, insbesondere die Seegemeinden rund um den Genfer-, Zürich- und Zugersee sowie einige noble Tourismusregionen südlich der Alpen. Diese Regionen abgesondert als einzige Gefahrenherde für den Schweizer Immobilienmarkt zu betrachten, wäre fahrlässig. Die Vergangenheit hat oft gezeigt, dass Preiskorrekturen unberechenbare und überregionale Dominoeffekte auslösen können. Entsprechend ist es angebracht, die Gefahrenstufe für den gesamten Schweizer Immobilienmarkt hinreichend zu erhöhen. Da aber die Ökonomie (noch) keine Gefahrenskala hinsichtlich der Stärke einer Immobilienblase kennt, soll hier auf die Beaufortskala aus der Meteorologie zurückgegriffen werden; diese klassifiziert die Winde je nach ihrer Geschwindigkeit in die Stufen null (Windstille) bis zwölf (Orkan). Demnach würden wir aktuell die Stufe sinnbildlich auf sieben «steifer Wind» setzen. Die Beschreibung dazu lautet: Bäume schwanken, Widerstand beim Gehen gegen den Wind.

Keine Übertreibungen beim Wachstum der Hypothekarkredite

Veränderung Verhältnis Hypothekarvolumen und Bevölkerung beziehungsweise BIP in Prozent



Quellen: SNB; BFS; UBS WMR

Mietwohnungen – *konstante Renditen*

Der Mietwohnungsmarkt zeigt sich stabil und bietet Steigerungspotenzial. Aufgrund des Preisniveaus für Mehrfamilienhäuser erscheinen kommerzielle Liegenschaften für Anlegerinnen und Anleger zunehmend attraktiv.

Die langsamere konjunkturelle Gangart sowie die etwas geringere Einwanderung hatten insgesamt keinen nennenswerten Einfluss auf die Nachfrage nach Wohnraum. Die Anzahl der im Bau befindlichen Wohnungen schwächte sich in der Schweiz während der Rezession zwar geringfügig ab, von einem Wendepunkt kann aber nicht gesprochen werden. Das niedrige Zinsniveau unterstützte die Bautätigkeit auch 2010. Zum Ende des dritten Quartals 2010 befanden sich mehr als 70 000 Wohnungen im Bau. Dies ist ein Spitzenwert, der fast 12 Prozent höher liegt als 2009. Die Anzahl der Baugenehmigungen deutet auf einen leichten Rückgang der Bautätigkeit 2011 hin. Aufgrund des sich inzwischen bereits verbesserten Wirtschaftsumfeldes kann davon ausgegangen werden, dass mit keiner signifikanten Steigerung der Leerstandsquote zu rechnen ist. Mit 0,9 Prozent weist die Schweiz die niedrigste Leerstandsquote in Europa auf.

Knappheit begünstigt Mietsteigerung

Vor allem die tiefen Leerstände in städtischen Gebieten haben dazu geführt, dass das Mietpreiswachstum anhielt. Die Angebotsmieten wuchsen schweizweit in den ersten drei Quartalen 2010 um durchschnittlich 2 Prozent, wobei sich regional ein sehr differenziertes Bild zeigt. Am Genfersee stiegen die nominalen Angebotsmieten im selben Zeitraum um knapp 7 Prozent, in der Südschweiz um rund 3.1 Prozent. In den übrigen Grossregionen verteuerten sich die Angebotsmieten in den ersten drei Quartalen 2010 hingegen nur zwischen 0,8 und 1,6 Prozent. Das Marktumfeld deutet darauf hin, dass mit weiteren Mietpreissteigerungen gerechnet werden kann, allerdings sollte immer eine regional differenzierte Analyse erfolgen. Trotz weiter anhaltender Bautätigkeit im Raum Zürich werden die demografischen Trends für eine Absorption des zusätzlichen Angebotes sorgen. In der Region Genf trifft die Bevölkerungszunahme auf ein sehr eingeschränktes Angebot, was das Mietpreiswachstum unterstützt. Eher ländlich

geprägte Regionen, wie der Jura und Teile der Zentralschweiz, werden hingegen mit Mietpreisrückgängen zu rechnen haben.

Zurückhaltung bei Neuinvestitionen

Der hohe Anlagebedarf vieler Investoren hat den Anlagedruck erhöht. Dabei haben sich viele Anleger auf das Mietwohnungssegment konzentriert. Dies hat bei Bestandeswohnungen zu einem gestiegenen Preisniveau für Mehrfamilienhäuser geführt. Auch wenn wir keine generelle Überteuerung im Mietwohnungsmarkt bei professionellen Investoren sehen, raten wir doch zu einer kritischen Analyse von Neuinvestitionen. Wir erwarten, dass die bewertungsbasierte Gesamtrendite von Mehrfamilienhäusern in diesem Jahr auf dem Niveau der Vorjahre verharren dürfte. Angesichts des erwarteten, sich zunehmend verbessernden Wirtschaftsumfeldes gehen wir infolge steigender Mieten von Aufwertungen im kommerziellen Immobiliensektor aus, was 2012 zu einer Überperformance der kommerziellen Immobiliensektoren im Vergleich zu Mehrfamilienhäusern führen dürfte.



Gunnar Herm Global Asset Management UBS AG

Überblick Wohnimmobilien

Sofern nicht anders erwähnt, verstehen sich alle Angaben in Prozent und als Wachstum im Vorjahresvergleich.

Wohnbau und Leerstände	2011 ¹	2010 ²	2009	2008	10 J. ³	
Reinzugang Wohnungen (Anzahl)	45 000	42 000	38977	44717	38 255	
Leerwohnungsquote	1,0	0,9	0,9	1,0	1,0	
Mietwohnungen						
Angebotspreise Mietwohnungen	1,5	1,7	3,5	4,2	3,1	
Angebotspreise Mietwohnungen Neubau	-1,5	-1,2	-4,5	1,5	3,8	
Preisindex Bestandesmieten	1,0	1,1	2,4	2,5	1,7	
Hypothekarischer Referenzzinssatz ⁵	3,0	2,8	3,0	3,5	-	
Leer stehende Mietwohnungen (Anzahl)	31000	28 947	26 343	28 138	29 567	
Gesamtrendite Direktanlage Wohnen	5,0	5,0	5,3	6,1	5,64	
Eigenheime						
Angebotspreise Eigentumswohnungen	3,0	4,9	6,4	4,1	4,2	
Transaktionspreise Eigentumswohnungen	2,5	5,9	3,3	4,7	4,4	
Angebotspreise Einfamilienhäuser	2,5	4,7	5,0	2,7	3,0	
Transaktionspreise Einfamilienhäuser	1,5	2,3	0,4	3,8	2,7	
Variabler Hypothekarzinssatz, alle Banken ⁵	3,0	2,7	2,7	2,8	3,3	
Wachstum Hypothekarkredite, alle Banken	4,5	5,1	4,9	3,4	4,1	
Leer stehende Eigenheime (Anzahl)	8000	7 766	8418	8 980	7 938	

¹ Prognose UBS WMR

Ouellen: Wüest & Partner: BFS: SNB: IPD: UBS WMR

² Hochrechnungen beziehungsweise Prognosen UBS WMR (Stand 3. Januar 2011)

Mittelwert: 2001 bis 2010

Mittelwert: 2006 bis 2010

Eigenmietwertbesteuerung

verletzt klassische Steuerlehre

Die Besteuerung des Eigenmietwerts als fiktives Einkommen ist umstritten. Seit Jahren laufen deshalb heisse Diskussionen, ob sie abgeschafft werden soll oder nicht. Mit dem Ziel, das Steuersystem zu vereinfachen, sprach sich der Bundesrat im letzten Sommer für die vollständige Abschaffung des Eigenmietwerts aus.

Im Januar 2009 reichte der Hauseigentümerverband Schweiz die Volksinitiative «Sicheres Wohnen im Alter» ein. Der Bundesrat lehnte die Initiative ab und beabsichtigt, mit einem indirekten Gegenvorschlag die Besteuerung des Eigenmietwerts generell aufzuheben. Im Gegenzug sollen die privaten Schuldzinsen – abgesehen von Ausnahmen – nicht mehr zum Steuerabzug berechtigen. Dasselbe gilt für die Unterhaltskosten, es sei denn, es handelt sich um qualitativ hochwertige Energiespar- und Umweltschutzmassnahmen.

Eigenmietwertbesteuerung als Ursprung des Übels

Interessant bei der ewigen Diskussion um den Eigenmietwert ist, dass diese stets eng verknüpft mit den vom steuerbaren Einkommen abziehbaren Hypothekarzinsen und weiteren Kosten geführt wird. Das Ganze wird als untrennbares System betrachtet. Doch zur volkswirtschaftlichen Beurteilung des Systems ist es vorteilhaft, die Bestandteile voneinander isoliert zu analysieren. Beginnen wir mit dem Eigenmietwert. Er entspricht quasi den fiktiven Mieteinnahmen, die in der Theorie mit dem Eigenheim auf dem freien Immobilienmarkt erzielbar wären, und unterliegt als solcher im Sinne eines Vermögensertrags der Eigenmietwertbesteuerung. Damit sollen Mieter und Eigenheimbesitzer gleichgestellt werden mit der Argumentation, dass Letztere sich die Mieten ersparen können, was entsprechend ihre wirtschaftliche Leistungsfähigkeit erhöht.

Dieses Argument greift unserer Meinung nach zu kurz. Umso mehr, wenn man bedenkt, dass Mieter im Gegensatz zu Eigenheimbesitzern einerseits keinem Investitionsrisiko bezüglich Wohnstätte ausgesetzt sind und andererseits keine Opportunitätskosten des Vermögens (entgangene Erlöse aus einer Immobilieninvestition) zu tragen haben. Gerade in dieser Hinsicht profitiert die öffentliche Hand stark vom eingegangenen Risiko des Eigenheiminvestors, indem sie beim

Verkauf des Objekts mittels Grundstückgewinnsteuer einen nicht unwesentlichen Teil des Kapitalgewinns einheimst. Allfällige Verluste hingegen trägt vollumfänglich der Immobilienverkäufer. Dass die angestrebte Gleichbehandlung zwischen Mietern und Eigenheimbesitzern mittels Eigenmietwertbesteuerung schwer zu bewerkstelligen ist, zeigt sich auch bei der Festsetzung des Eigenmietwertes selbst. Gerade bei Einfamilienhäusern fehlen oft Vergleichsobjekte, weshalb marktkonforme Mietzinse zur Bestimmung des Eigenmietwertes schwer beziehungsweise bei Luxusobjekten unmöglich zu ermitteln sind. Dass die Kantone jeweils unterschiedliche, teilweise komplizierte Einschätzungsverfahren zur Ermittlung des Eigenmietwertes anwenden, verletzt zudem die in der klassischen Steuerlehre geforderte Transparenz und Einfachheit der Steuergesetze.

Hypothekarzinsabzug – die andere Seite der Medaille

Wie steht es, und jetzt sind wir beim Gegenstück des heutigen Systems der Wohneigentumsbesteuerung, mit den vom steuerbaren Einkommen abziehbaren Schuldzinsen und Unterhaltskosten? Die aktuelle Gesetzgebung verlangt, dass eine Versteuerung des Eigenmietwerts automatisch auch die Abzugsberechtigung der Kosten nach sich zieht (Gewinnungskosten). Der Wegfall der Eigenmietwertbesteuerung erlaubt damit, auch bei den Hypothekarzinsen einen pragmatischen Weg einzuschlagen. Vorwiegend aus drei Gründen sollte deshalb unseres Erachtens auch die Abzugsberechtigung bei selbstgenutzten Wohnungen aufgehoben werden, also so, wie es im



Claudio Saputelli Wealth Management Research

Kompliziertes System der Wohneigentumsbesteuerung Beeinflussung der Einkommenssteuer durch Eigenheimbesitz



Quelle: UBS WMR

Wesentlichen der indirekte Gegenvorschlag des Bundesrates vorsieht. Erstens, weil sie einen unnötigen Anreiz zur erhöhten Verschuldung der Haushalte schafft, was eigentlich per se nicht zwingend schlecht sein muss, aber dennoch nicht explizit vom Staat zu fördern ist. Lassen sich, zweitens, Schuldzinsen mit dem steuerbaren Einkommen verrechnen, dann heisst dies, dass der Staat, und damit der Steuerzahler, einen Teil des vom Eigenheimerwerber eingegangenen Zinsrisikos trägt. Mit anderen Worten: Bei steigenden Zinsen dürfen Hauseigentümer mehr Schuldzinsen vom Einkommen abziehen, was dementsprechend auch die Steuerschuld reduziert. Im Gegensatz dazu sind die Mieter nach heutigem Mietrecht über den hypothekarischen Referenzzinssatz vollständig dem Zinsrisiko ausgesetzt. Schliesslich drittens, da Mieter keinen einzigen Rappen von ihren Wohnkosten steuerlich geltend machen dürfen, sollten unserer Meinung nach auch Eigenheimbesitzer nicht davon profitieren können.

Fragwürdige Ausnahmen von Schuldzinsabzügen

In diesem Zusammenhang will der Bundesrat, um dem Verfassungsauftrag zur Wohneigentumsförderung nachzukommen, generell den Haushalten, die erstmals eine Immobilie kaufen, einen betragsmässig beschränkten Hypothekarzinsabzug über zehn Jahre gewähren. Von diesem sogenannten Ersterwerberabzug würden auch einkommensstarke Haushalte profitieren, was offensichtlich am Ziel vorbeischiesst und deshalb zu überdenken ist. Auch Steuerpflichtige mit Vermögenserträgen dürfen gemäss indirektem Gegenvorschlag des Bundesrates künftig weiterhin Hypothekarzinsen abziehen, und zwar in der Höhe, wie die Steuerpflichtigen Vermögenserträge generieren. Auch dieser Sachverhalt ist einseitig und begünstigt insbesondere jene Eigenheimbesitzer, welche künftig ihre steuerpflichtigen Zins- und Wertpapiererträge mit den Hypothekarzinsen verrechnen können.

Nebst den privaten Schuldzinsen sollen laut indirektem Gegenvorschlag künftig auch die Unterhaltskosten nicht mehr vom steuerbaren Einkommen abgezogen werden können. Aus demselben Grund, wie Mieter keine Steuerreduktionen für ihre Wohnkosten erhalten, ist auch dieser Punkt zu begrüssen. Doch auch in dieser Beziehung

sieht der Bundesrat abzugsberechtigte Ausnahmen vor, und zwar bei Energiespar- und Umweltschutzmassnahmen, die konkrete energetische Anforderungen erfüllen. Die regelmässige Definition dieser Massnahmen und die Überprüfung derselben bei den einzelnen Eigenheimbesitzern können sehr bürokratisch und deshalb kostspielig werden. Daher wäre es effizienter, die umweltfreundlichen Energieträger und Bausubstanzen direkt zu subventionieren.

Wir plädieren für Abschaffung der Eigenmietwertbesteuerung

Wirtschaftlich betrachtet macht die Eigenmietwertbesteuerung in der heutigen Form wenig Sinn. Verzichtet man darauf, so werden auch die darauf aufbauenden Abzugsregelungen und Ausnahmen obsolet. Der Einfachheit halber sollte deshalb die öffentliche Hand gänzlich auf diese Art Wohneigentumsbesteuerung verzichten, so dass sie dem Eigentümer mit dem Haus auch den Hof überlässt.

Leverage-Formel entscheidend

Bei einem allfälligen Systemwechsel der Wohneigentumsbesteuerung drängt sich die Frage auf, inwiefern sich eine Rückzahlung der Hypothekarschuld lohnt. Die Antwort lässt sich am einfachsten mit der Leverage-Formel (Hebelwirkung des Fremdkapitals auf die Eigenkapitalverzinsung) zusammenfassen: Ist die Rendite der langfristigen Vermögensanlage höher als der aktuelle Hypothekarzinssatz, so zahlt es sich aus, die Hypothekarschuld zugunsten der Vermögensanlage aufzustocken. Im umgekehrten Fall sollte man hingegen eine Rückzahlung der Hypothek zumindest in Betracht ziehen. Korrespondieren schliesslich die längerfristigen Anlagerenditen mit den Hypothekarzinsen, dann spielt die Höhe der Hypothekarschuld für die finanzielle Optimierung keine Rolle. Zusätzlich zur Überlegung der optimalen Verschuldungsquote empfehlen wir, auch die Diversifikation des Vermögens stets im Auge zu behalten. Getreu dem Motto, nicht alle Eier in einen Korb zu legen, ist es auch für Eigenheimbesitzer ratsam, eine breite Portfoliodiversifikation anzustreben. Aufgrund der tiefen Korrelation direkter Immobilienanlagen mit anderen Anlagekategorien sollte deshalb aus portfoliotheoretischer Sicht das Vermögen nicht ausschliesslich ins eigene Heim investiert sein.

Zweite-Säule-Vorbezug als

gefährliches Spiel

Seit 1995 haben schätzungsweise rund 520 000 Vorbezüge von Vorsorgegeldern stattgefunden. Das vorbezogene Kapital dürfte 2010 den Betrag von 35 Milliarden Franken übersteigen. Mögliche Auswirkungen auf künftige Vorsorgeleistungen bleiben jedoch unbekannt. Die Risiken sollten nicht ausser Acht gelassen werden.

Im August 1992 wurde die «Botschaft über die Wohneigentumsförderung mit den Mitteln der beruflichen Vorsorge» im Bundesblatt publiziert. Darin wurde festgehalten: «Die Wohneigentumsquote der Bevölkerung in der Schweiz ist im weltweiten Vergleich ausgesprochen tief. Es besteht in staats- und sozialpolitischer Hinsicht ein Bedürfnis, sie anzuheben.» Zudem hat die politische Seite etwas undifferenziert behauptet, die geringe Eigentumsquote stehe im Widerspruch zum staatspolitischen Ziel einer möglichst breiten Streuung des Wohneigentums.

Schweizerische Eigentumsquote bleibt tief

1990 lag die Wohneigentumsquote bei 31 Prozent. Im Jahr 2000, fünf Jahre nach der Inkraftsetzung der gesetzlichen Wohneigentumsförderung mittels Vorbezug und Verpfändung von Pensionskassengeldern, waren 34,6 Prozent aller dauernd bewohnten Wohnungen von ihren Eigentümern bewohnt. Die Wohneigentumsquote wird mittlerweile vom Bundesamt für Wohnungswesen auf 39 Prozent geschätzt. Dieser Wert liegt in Deutschland bei 42, in Frankreich bei 57 und Italien bei 70 Prozent.

Die späte Einführung des Stockwerkeigentums in der Schweiz im Jahre 1965 wird als erster Grund für die geringe Eigentumsquote aufgeführt. Zweitens funktioniert der schweizerische Mietwohnungsmarkt im internationalen Vergleich relativ gut, was den Reiz des Eigenheimbesitzes mindert. Warum stieg aber die Eigentumsquote in den Neunzigerjahren so markant an? Nach dem Platzen der Immobilienblase entwickelten sich die Eigenheimpreise in den Neunzigerjahren rückläufig und nahmen im Verhältnis zum Volkseinkommen signifikant ab. Zudem sind die geburtenstarken Jahrgänge jetzt vierzigjährig und älter geworden – die Alterskategorie, in welcher das Wohneigentum am weitesten verbreitet ist. Seit 1995 können schliesslich Mittel der beruflichen Vorsorge für den Eigentumserwerb eingesetzt werden. Allerdings steht noch nicht fest, ob diese vom Gesetzgeber geschaffene Möglichkeit bisher nicht lediglich Mitnahmeeffekte ausgelöst hat.

Berufliche Vorsorge ungeeignet für die Eigentumsförderung

Das erklärte Ziel der seit 1985 gesetzlich verankerten beruflichen Vorsorge besteht darin, zusammen mit der AHV den gewohnten Lebensstandard im Alter, beim Tod des Versorgers oder bei Invalidität zu gewährleisten. Da die berufliche Vorsorge im Kapitaldeckungsverfahren finanziert ist, stellt sie aus politischer Sicht die interessanteste Geldquelle für die Durchsetzung der Wohneigentumsförderung dar. Bei einem Vorbezug von Pensionskassengeldern reduzieren sich aber nicht nur die künftigen Altersleistungen. Risikoleistungen bei Invalidität und Todesfall sind ebenfalls tangiert, falls die Risikoleistungen vom gesparten Kapital abhängig sind (Beitragsprimat). Denn der Vorbezug führt im Beitragsprimat zu einer Kürzung der Leistungen bei Erwerbsunfähigkeit und Tod. Somit sind die Gelder der beruflichen Vorsorge zur Wohneigentumsförderung ungeeignet, da das Ziel der beruflichen Vorsorge klar und eindeutig in der Auszahlung von Renten- oder allgemeinen Kapitalleistungen im Pensionsalter besteht.

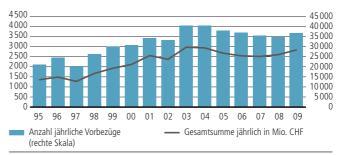
In der Botschaft über die Wohneigentumsförderung werden angebrachte Zweifel wie folgt aus dem Weg geräumt: «Diese Eigentumsförderung entspreche durchhaus dem Ziel der beruflichen



Thomas VeraguthWealth Management Research
UBS AG

Anzahl BVG-Vorbezüge relativ konstant seit 2003

Jährliche Gesamtsumme und Anzahl der Vorbezüge seit 1995



Quellen: EDI; ESTV; UBS WMR

Vorsorge, da die Wohnkosten auch für die Pensionierten eine der Hauptausgaben darstelle.» Doch diese Behauptung überzeugt nicht. Die Gebote der Verteilung von Anlagerisiken und der Auswahl von Anlagen, die genügend Sicherheit und Ertrag gewährleisten, wie im Bundesgesetz über die berufliche Vorsorge festgehalten, werden vollends verletzt. Denn der Vorbezüger von Vorsorgegeldern setzt sich auf Jahre den einseitigen, nicht diversifizierbaren und nicht zu unterschätzenden Immobilienmarktrisiken schutzlos aus.

Gesamtsumme der Vorbezüge niedrig

Für eine differenzierte Beurteilung der Eigenheimfinanzierung mit Vorbezug lohnt sich aber noch ein Blick auf die vorhandenen statistischen Daten. Seit 1995 hat sich das Kapital der beruflichen Vorsorge beinahe verdoppelt und erreichte 2009 rund 600 Milliarden Franken. Es nahm also seit 1995 bis 2009 um beinahe 290 Milliarden Franken zu. Die rund 35 Milliarden Franken, die kumuliert von 1995 bis 2009 vorbezogen wurden, erscheinen deshalb verschwindend klein. Sie machen gerade mal 12 Prozent des Kapitalzuwachses der beruflichen Vorsorge der letzten 15 Jahre aus und im Durchschnitt werden jährlich rund 0,5 Prozent des gesamten BVG-Kapitals vorbezogen. Zum Vergleich: Der Marktwert aller Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen in der Schweiz 2010 wird von Wüest & Partner auf 1240 Milliarden Franken geschätzt. Weiter beliefen sich die ausstehenden Hypotheken von Privathaushalten im September 2010 auf 566 Milliarden Franken.

Ein weiteres Merkmal des Vorbezugsverhaltens ist die erstaunliche Kontinuität der vorbezogenen Summen. Die mittleren Vorbezüge bewegen sich seit 1995 praktisch unverändert in einer engen Bandbreite von 60 000 bis 73 000 Franken. Ein Höhepunkt wurde im Jahr 2003 mit 73 160 Franken erreicht. Somit haben keine Übertreibungen stattgefunden, da typische Eigenheime für rund 680 000 Franken gehandelt werden. 1995 betrugen die Vorbezüge 6 Prozent aller Ausgaben der schweizerischen beruflichen Vorsorge, bestehend aus Renten und Kapitalleistungen und 16,7 Prozent aller Kapital- und Barleistungen der beruflichen Vorsorge. 2009 lagen diese Anteile bei schätzungsweise 6 beziehungsweise 22 Prozent.

Masshaltung als oberstes Gebot

Die vom Gesetzgeber geschaffene Möglichkeit der Eigenheimfinanzierung mittels Vorbezug von Vorsorgegeldern ist aus ökonomischer Sicht nicht unproblematisch. Die Entwicklung der Anzahl und der Gesamtsumme der jährlich vorbezogenen Gelder lässt allerdings vermuten, dass bisher ein gesundes Mass an Zurückhaltung geübt wurde. Pro Jahr tätigen weniger als 1 Prozent aller BVG-Versicherten einen Vorbezug. Dies ist nicht zuletzt auf die Schranken zurückzuführen, die der Gesetzgeber selber in die relevante Verordnung eingebaut hat. Diese bestehen unter anderem darin, dass Vorbezüge besteuert werden. Wir blicken somit vorsichtig optimistisch in die Zukunft der Eigenheimfinanzierung, empfehlen aber, die Verpfändung dem Vorbezug vorzuziehen.

Vor- und Nachteile des Vorbezugs abwägen

Seit 1995 können Pensionskassengelder für die Finanzierung von Eigenheimen vorbezogen werden. Wohneigentum wird als adäquate Form der Altersvorsorge betrachtet. Berücksichtigt man allerdings die Altersentwertung und die entgangenen Anlage-Opportunitäten, erweisen sich Eigenheime gegenüber Kapitalanlagen als nicht attraktiv. Gemäss Befragungen erfolgen dennoch bis zu ein Fünftel aller Handänderungen bei bestehenden Objekten und ein Drittel bei neuen Objekten mit Beizug von Pensionskassengeldern. Dabei tätigen die so genannten Schwellen-Haushalte (tiefe Einkommen und niedrige Sparquote) besonders häufig Vorbezüge. Problematisch ist, dass zurzeit keine aktuelle, offizielle Wirkungsanalyse zur Verfügung steht. 2004 ergaben schriftliche Befragungen von Hornung, dass der Stellenwert des Vorbezuges sehr hoch ist. Die Frage, ob wirtschaftlich schwächere Arbeitnehmende mit einem Eigentumserwerb die künftigen Versicherungsleistungen zu stark schmälern, bleibt aber unbeantwortet. Ausserdem wurde am 22.8.2007 der Artikel 18 der Wohneigentumsförderungs-Verordnung, wonach das Bundesamt für Sozialversicherung für die Wirkungsanalyse zuständig ist, gestrichen. Beim Eigenheimerwerb sind daher die Vor- und Nachteile eines Vorbezugs sorgfältig abzuwägen.

Wohnen mit Service-Dienstleistungen

zunehmend beliebt

Wohnen mit Service, ein innovatives Wohnkonzept, ist die Antwort auf das Bedürfnis nach mehr Wohnqualität und grösserem Wohlbefinden in urbanen Gebieten. Was sich im Ausland vielerorts bereits etabliert hat, wird auch in der Schweiz immer öfters nachgefragt.

Neben steigendem Wohlstand ist auch die stetig wachsende Zahl der Kleinhaushalte für die zunehmende Nachfrage nach neuen Wohnformen mit integrierten Service-Dienstleistungen verantwortlich. Dies trifft nicht mehr nur auf die sehr vermögende Mieterklientel oder Menschen im dritten Lebensabschnitt zu. Gerade bei der gehobenen Mittelschicht, zu der auch viele Dinks (douple income no kids) gehören, sinkt die Bereitschaft, kostbare Freizeit mit der Erledigung lästiger Besorgungen oder mit aufwändigen Haushaltsarbeiten zu verbringen. Selbst junge Familien wissen vermehrt diese nützlichen Dienstleistungen zu schätzen.

Neue Wohnformen gewinnen an Bedeutung

Das Angebot an Wohnformen hat sich über Jahre hinweg den veränderten Bedürfnissen angepasst. So entstanden im Laufe der Zeit Seniorenresidenzen oder Pflegewohngruppen. Mittlerweile ist das Spektrum vielfältiger und diversifizierter geworden: Heute stehen Alternativen von Boarding-House (Pension) bis Wohnen mit Service zur Auswahl. Auch wenn diese neuere Form des Wohnungsangebotes noch einige Jahre ein Nischenprodukt bleiben dürfte, sorgen das zunehmende Interesse für Unterstützungsund Service-Dienstleistungen sowie das allgemein gestiegene Bedürfnis nach Wohngualität für eine nachhaltige Nachfrage. Entscheidend ist dabei, das Angebot auf die Bedürfnisse und Anliegen der avisierten Zielgruppen auszurichten. Unsere Erfahrungen im Projekt «James – Wohnen mit Service» haben gezeigt, dass das Konzept nicht nur an die Zielgruppen, sondern auch an die örtlichen Gegebenheiten angepasst werden muss.

«James – Wohnen mit Service»

Der Immobilienfonds UBS (CH) Property Fund – Swiss Mixed «Sima» entwickelte das Konzept «James – Wohnen mit Service». Im Jahre 2007 eröffnete der Fonds auch die erste «James»-Wohnüberbauung mit rund 280 Wohnungen in der Stadt Zürich. 2009 realisierte die UBS Anlagestiftung für Personalvorsorge eine weitere «James»-Wohnüberbauung in Lausanne mit einem an die lokalen Gegebenheiten angepassten Konzept. 34 der 114 entstandenen Wohnungen wurden speziell für ältere oder gehbehinderte Personen entwickelt. In Winterthur entsteht zurzeit die dritte «James»-Überbauung, die Mitte 2011 bezugsbereit sein wird. Dieses Zentrum verbindet Wohnen und Einkaufen; zwischen den rund 150 Wohnungen und dem Einkaufszentrum, den Restaurants und der Garage besteht eine direkte Verbindung.

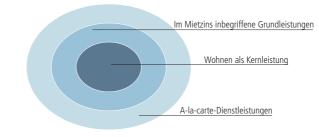
Das Konzept «James – Wohnen mit Service» wurde den heutigen Lebensformen und Bedürfnissen angepasst. Dabei werden den technischen Möglichkeiten der modernen Kommunikation (Internet, E-Mail) wie dem Bedürfnis nach persönlichem direktem Kontakt (James ist physisch vor Ort) gleichermassen Rechnung getragen. So stehen den Bewohnerinnen und Bewohnern einer «James»-Überbauung immer ein Concierge und diverse im Mietpreis enthaltene Dienstleistungen zur Verfügung, wie der Empfang von Gästen, die Entgegennahme von Sendungen und Einkäufen oder die Reservation von Restaurants und Veranstaltungstickets. Zusätzlich sind umfassendere A-la-Carte-Dienstleistungen im Angebot, wie Wäscheservice, Wohnungsreinigung, das Giessen von Pflanzen, die Betreuung von Haustieren oder ein Ferienservice. Diese Dienstleistungen werden separat gemäss Beanspruchung verrechnet.



Patric CaillatGlobal Asset Management
UBS AG

Mögliches Konzept beim Wohnen mit Service-Dienstleistungen

Die drei Elemente im Projekt «James – Wohnen mit Service»



Quelle: UBS GRE Switzerland

Mögliche Elemente beim Wohnen mit Service

Neuartig in der Schweiz ist die Kombination von Concierge mit Wohnen. Mit «Concierge» wurde in Frankreich ursprünglich der Torhüter oder Pförtner einer Burg bezeichnet. Heute versteht man unter Concierge in erster Linie den französischen Hausmeister oder Hauswart eines Wohnhauses. Doch verbreiten sich vermehrt auch die Bezeichnungen Concierge-Service für eine intensive und gegebenenfalls persönliche Betreuung von Mietern oder Besuchern. Bekannt ist der Begriff auch aus der Luxushotellerie, wo die Aufgaben des Concierge weit über den üblichen Dienst eines Rezeptionisten hinausgehen. Er steht vollkommen im Dienste der anspruchsvollen Kundschaft. Hier knüpft auch das «James»-Konzept an. Die Mieter und Besucher einer «James»-Überbauung sollen gleich beim Betreten erkennen und erleben, dass sie hier ein differenzierteres Angebot als nur Wohnen erwartet. Das Konzept «James – Wohnen mit Service» kann auch neuen, sich über Jahre verändernden Bedürfnissen der Bewohner angepasst werden, da das Serviceangebot modular aufgebaut ist. Das Konzept basiert auf den drei Elementen Wohnnutzung, integrierte Grunddienstleistungen und zusätzlich verfügbare A-la-carte-Dienstleistungen.

Die Wohnung als Kernleistung ist essenziell und muss den Wohnbedürfnissen bezüglich Lage, Infrastruktur, Komfort und Ästhetik in hohem Masse genügen. Einige für die Zielgruppen wichtige Grundleistungen müssen beim Service-Wohnen bereits im Mietpreis enthalten sein; dies als wichtiges Differenzierungselement zur normalen Wohnform. Zusätzlich sollen dem Bewohner einer Wohnung mit Service auch umfangreiche A-la-carte-Dienstleistungen zur Verfügung gestellt werden. Diese Dienstleistungen, die er nach Bedarf einfach beziehen kann, werden separat verrechnet. Die Wohnung erhält so einen hotelähnlichen Charakter. Der Schlüssel zum Erfolg liegt indessen in der intelligenten Kombination dieser Elemente unter Berücksichtigung örtlicher Gegebenheiten.

Andere Modelle im Markt

Über die letzten Jahre sind verschiedene Modelle im Wohnungsmarkt mit leicht unterschiedlichen Ansätzen eingeführt worden. Nebst «James – Wohnen mit Service» von UBS Global Asset Management sind weitere Wohn-Service-Modelle im Markt präsent. Erwähnenswert sind hierbei die Living-Services von Real Estate Asset Management der Credit Suisse oder «Bonacasa» der Bracher und Partner AG.

Service-Dienstleistungen kombiniert mit attraktivem Wohnen können einer Liegenschaft eine eigene Note verleihen und so deren langfristige Attraktivität sicherstellen. Dies gilt auch im Kontext eines intelligenten Immobilienmarketings. Es funktioniert indessen nur, wenn die Service-Dienstleistungen für Nutzer, Betreiber und Eigentümer gleichermassen lukrativ sind. Obwohl in der Schweiz noch keine Langzeiterfahrungen mit derartigen Modellen vorliegen, sind die Voraussetzungen und Perspektiven für die Erzielung von Win-win-Situationen doch vielversprechend.

Mehrnutzen zu attraktiven Konditionen

«Wohnen mit Service» scheint sich zu einem wachsenden Bedürfnis zu entwickeln. Damit dies erfolgreich funktioniert, stellt sich seitens Benutzer und Betreiber eine ganz entscheidende Frage: «Wo liegt der Nutzen von wohnbegleitenden Serviceleistungen?» Die Leistung muss einen praktischen Nutzen für den Mieter haben. Und für den Vermieter oder Betreiber muss das zusätzliche Serviceangebot ökonomisch aufgehen. Die zusätzliche Dienstleistung wird in keiner der Wohnformen kostenlos erbracht. Entweder sind die Serviceleistungen im Mietpreis einkalkuliert oder sie werden nach effektivem Aufwand verrechnet. Dabei stellen sich gleich zu Beginn einige wichtige Fragen: Wer ist das Zielpublikum? Welchen Serviceumfang wünschen die anvisierten Personen? Dies mag auf den ersten Blick trivial erscheinen, doch es sind erfahrungsgemäss genau diese Punkte und ihre konsequente Umsetzung, die schliesslich über Erfolg oder Misserfolg entscheiden. Langfristig erfolgreich werden Wohn-Servicekonzepte sein, die den Mietern einen effektiven Mehrnutzen zu attraktiven Konditionen bieten können. Das Konzept muss ausserdem den sich verändernden Bedürfnissen der Bewohnerschaft angepasst werden können.

Geschäftsimmobilien und Sondernutzungen

Der Markt trennt Spreu von Weizen.

Büroflächen – *stärkeres* Ausdifferenzieren nach Qualitäten

Trotz globaler Wirtschaftskrise hat sich der Schweizer Büroimmobilienmarkt gut geschlagen. Aufgrund des Kostendrucks der Mieter erwarten wir eine stärkere Performancespreizung zwischen zentralen und peripheren Lagen.

Im kommerziellen Immobilienmarkt kommt dem Büroflächenmarkt bei weitem die grösste Bedeutung zu. Investment Property Databank (IPD) schätzt die Grösse des kommerziellen Schweizer Immobilienmarktes per Ende 2009 auf rund 68 Milliarden Franken. Davon entfallen etwa 58,8 Prozent auf Büro-, 37,7 Prozent auf Detailhandels- und 3,5 Prozent auf Industrieliegenschaften.

Stabile Nachfragefaktoren

Nebst der relativen Grösse spiegelt der Büroimmobilienmarkt zudem die föderale Struktur der Schweiz wider, auch wenn die beiden Finanzzentren Zürich und Genf immerhin 17 beziehungsweise 10 Prozent des gesamten Büroflächenbestandes ausmachen. Der Anteil des Finanz- und Geschäftsdienstleistungssektors an der Gesamtbeschäftigung der Schweiz ist mit mehr als 18 Prozent im internationalen Vergleich relativ hoch. Es ist aber festzuhalten, dass sich die Schweizer Finanzbranche vergleichsweise gut in der globalen Finanzmarktkrise geschlagen hat. Während in der EU zum Teil massive Beschäftigungsverluste in der Finanzindustrie hingenommen werden mussten, sank in der Schweiz 2009 zwar die Wachstumsrate, doch sie blieb positiv. Diesbezüglich sehen wir aber einen zunehmenden Trend hin zu Teilzeitmodellen in der Schweiz. Wie auch in den anderen europäischen Ländern fokussieren die Schweizer Unternehmen ihre Anstrengungen auf die Produktivitätssteigerung der Mitarbeitenden, so dass für die kommenden Jahre nur moderate Beschäftigungssteigerungsraten zu erwarten sind.

Qualität zunehmend wichtig

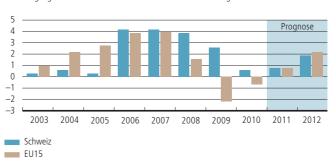
Der Analyse des Büroflächenangebotes kommt aufgrund der gedämpften – aber dennoch weiterhin positiven – Aussichten des Beschäftigungswachstums eine verstärkte Bedeutung zu. Die Büroleerstandsraten bewegen sich in den Schweizer Städten zwischen 2 und 6 Prozent. Dies ist im internationalen Vergleich als eher moderat zu bezeichnen und hat das Mietpreiswachstum im Bürosegment während der vergangenen Jahre unterstützt. So hat IPD auch für das Krisenjahr 2009 ein Mietpreiswachstum im Schweizer Bürosektor von 1,0 Prozent festgestellt. Gleichwohl ist zu erwähnen, dass sich die Bürofertigstellungen in den vergangenen Jahren insbesondere in der Deutschschweiz expansiv entwickelt haben, während in der Westschweiz eine restriktive Flächenausweitung zu beobachten ist. So kommen im Zeitraum 2011/2012 in Zürich rund 150 000 m² neue Büroflächen auf den Markt, in Genf sind es hingegen nur rund 60 000 m². Das Büroflächenangebot sollte allerdings differenziert betrachtet werden. Vor dem Hintergrund zunehmender Diskussionen bezüglich des Themas Nachhaltigkeit sind wir mittelfristig skeptisch bei nicht integrierten Bürolagen (verkehrstechnisch beschränkt erschlossen und geringe Verfügbarkeit von Serviceeinrichtungen) in den Aussenbezirken der Städte beziehungsweise den Agglomerationen. Auch bei einer weiter anhaltenden Zuwanderung werden Unternehmen zunehmend bemüht sein, ihren Mitarbeitenden ein attraktives Arbeitsumfeld zu bieten. Gut erreichbare, zentrale Bürolagen werden somit weiter an Bedeutung gewinnen. Deshalb gehen wir davon aus, dass sich die Büromärkte künftig noch stärker differenzieren werden. Während wir für innerstädtische Lagen, die über ein restriktiveres Büroflächenangebot verfügen, eine positive Entwicklung erwarten, dürften sich nicht integrierte Bürolagen in der Vermietung



Gunnar Herm Global Asset Management UBS AG

Kein Beschäftigungsabbau in der Schweiz

Beschäftigungswachstum Finanz- und Unternehmensdienstleistungen in Prozent



Quelle: Experian Business Services, Juni 2010

zunehmend schwerer tun. In diesen periphereren Lagen erwarten wir, dass die Mietpreise weiter unter Druck bleiben werden, denn diese Lagen werden vorwiegend für Backoffice-Funktionen genutzt, wo der Kostendruck besonders stark ist. Innerstädtische Lagen hingegen dürften 2011 über Renovationen oder Neubauten zusätzliche Wertsteigerungen erfahren und attraktivere Renditen bieten. In diesem qualitativ hochwertigen Bürosegment rechnen wir deshalb mit einem weiter steigenden Mietpreisniveau.

Wertsteigerungsrate positiv

Trotz fallender Zinsen sowie Renditen von Staatsanleihen haben sich laut IPD die Anfangsrenditen im institutionellen Bürosegment kaum verändert und wiesen 2009 wie auch 2008 eine Anfangsrendite von 5,8 Prozent auf. Im Gegensatz zu vielen europäischen Immobilienmärkten hat sich im Schweizer Büroimmobilienmarkt die Wertsteigerungsrate nicht von der Mietpreissteigerungsrate entkoppelt. Auch lag in der Schweiz die Steigerungsrate für die Vergabe gewerblicher Hypotheken nicht oberhalb der Inflationsrate. Damit steht der gewerbliche Immobilienmarkt in der Schweiz auf soliden Füssen. Infolge der fallenden Renditen für Staatsanleihen ist die relative Attraktivität von gewerblichen Immobilien noch gestiegen, was den Anlagedruck auf die Anlageklasse erhöht hat. Dennoch empfehlen wir Büroimmobilieninvestoren 2011, das Chancen-Risiko-Profil des individuellen Objektes genau zu prüfen und wenig Kompromissbereitschaft bei ihrem Anforderungsprofil zu zeigen.

Eigenkapitalorientierte Investoren sind derzeit die aktivste Käufergruppe und die von dieser Investorengruppe benötigte Fremdfinanzierung ist auf den Kapitalmärkten verfügbar. Investoren, die hohe Fremdfinanzierungsquoten anwenden, sind im Gegensatz zu den Vorjahren kaum noch auf dem Schweizer Immobilienmarkt tätig.

Auch wenn die schweizerische Volkswirtschaft robust aus der globalen Krise herausgetreten ist und das Wirtschaftswachstum in Europa mit anführt, hat sich die Schweizerische Nationalbank mit steigenden Zinsschritten bisher zurückgehalten. Ein steigendes Zinsniveau muss

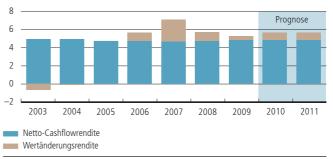
im gewerblich-institutionellen Immobilienmarkt aber nicht automatisch zu Abwertungen führen. Ein Zinsniveau reflektiert auch das vorherrschende Wirtschaftswachstum, was auch zu einer positiven Entwicklung der Mieteinnahmen führen wird, womit sich eine Höherbewertung der Immobilien ergibt. Hierin besteht zwar kein Automatismus, aber Investitionen in nachhaltigen Lagen brauchen steigende Zinsen vom derzeit historisch niedrigen Zinsniveau nicht zu fürchten.

Stabile Performance erwartet

Insgesamt erwarten wir für das laufende Jahr stabile Gesamtrenditen im Schweizer Büroimmobilienmarkt. Die Gesamtrendite wird auch weiterhin von einer stabilen laufenden Rendite bestimmt, während sich die Wertsteigerungen in einem sehr begrenzten Rahmen ergeben werden. Diese Wertsteigerungsraten basieren auf erwarteten Mietpreissteigerungen infolge der verbesserten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und nicht auf einer Veränderung der Bewertungsrenditen, die spekulativ getrieben wäre. Damit ist der Schweizer Büroimmobilienmarkt Ausdruck der zugrunde liegenden wirtschaftlichen Fundamentallage.

Leichtes Wertsteigerungspotenzial erwartet

Gesamtrendite Büromarkt Schweiz (in Prozent pro Jahr)



Quellen: IPD; UBS GRE

Aus der Performance der Vergangenheit kann nicht auf künftige Renditen geschlossen werden.

Verkaufsflächen –

Nullwachstum erwartet

Die Verunsicherung der Schweizer Konsumentinnen und Konsumenten hält sich im internationalen Vergleich in Grenzen. Davon profitiert neben dem Einzelhandel auch der Immobiliensektor. Die Qualität des Flächenangebotes gewinnt für den Anlageerfolg zunehmend an Bedeutung.

Auch wenn der Schweizer Konsument von der weltweiten Wirtschaftskrise nicht vollkommen unberührt geblieben ist, kann nicht von einer Krise im Schweizer Detailhandel die Rede sein. Trotz der konjunkturellen Abschwächung sind die teuerungsbereinigten Detailhandelsumsätze 2009 immer noch um rund 0,5 Prozent gestiegen, verglichen mit bis zu 4,3 Prozent in den Boomjahren. Die steigenden Arbeitslosenzahlen haben zwar 2009 zu Verunsicherung geführt, doch seit Februar 2010 sinkt die Arbeitslosigkeit bereits wieder und die Konsumenten fassen zunehmend Vertrauen, was sich positiv auf die Detailhandelsumsätze auswirken dürfte. Sowohl für 2010 als auch für das laufende Jahr wird mit einem teuerungsbereinigten Umsatzwachstum im Detailhandel von über 2,0 Prozent gerechnet.

Konzentration setzt sich fort

Das im europäischen Vergleich positive Wirtschaftsumfeld und die hohe Kaufkraft in der Schweiz veranlassen auch ausländische Detailhändler, eine Präsenz in der Schweiz aufzubauen. Hierbei konzentrieren sich die Handelsunternehmen in einem ersten Expansionsschritt vornehmlich auf die innerstädtischen Haupteinkaufsstrassen und erstklassige Shopping-Center. Diese Konzentrationsbewegung der Detailhändler stellt Lagen und Shopping-Center, die qualitative Mängel aufweisen, vor grosse Herausforderungen. Häufig können nur umfangreiche und kostspielige Massnahmen den Standort wieder wettbewerbsfähig machen. Mit einer Gesamtperformance von 6,3 Prozent hat der Schweizer Detailhandelsimmobiliensektor 2009 die Performance des gesamten Schweizer Immobilienmarktes deutlich übertroffen. Gleichzeitig nahmen gemäss Wüest & Partner auch die Angebotsmieten in den Jahren 2009 und 2010 jeweils über 3 Prozent zu, was vor allem auf die veränderten Qualitätsunterschiede in der Angebotsstruktur zurückzuführen ist.

Ausdifferenzierung der Performance

Bei der Standortwahl der Detailhändler spielen die Flächenqualität und die Lageeigenschaft ebenfalls eine zunehmende Bedeutung und bestimmen den Erfolg einer Anlage im Segment der Detailhandelsimmobilien. Deshalb gehen wir davon aus, dass sich die Performancebandbreite auch im Detailhandelssektor weiter spreizen dürfte. Während der vergangenen Jahre war die Bautätigkeit in einigen Regionen recht hoch und ältere Shopping-Center, die sich nicht mehr auf dem aktuellen Stand befinden, wurden renoviert. Dies hatte zur Folge, dass der Flächenwettbewerb angestiegen ist. Deshalb dürfte im Detailhandelsmarkt 2011 das Potenzial für Mietpreissteigerungen begrenzt sein. Für den Gesamtmarkt ist also insgesamt von einem Nullwachstum auszugehen. Nur exzellente Lagen und Objekte, die sehr gut gemanagt werden, dürften sich positiv vom stagnierenden Mietpreistrend abheben. Wir rechnen ebenfalls damit, dass sich die Wertsteigerungen in den kommenden Jahren zwischen 1 und 2 Prozent einpendeln werden.



Gunnar Herm Global Asset Management UBS AG

Überblick Geschäftsimmobilien

Sofern nicht anders erwähnt, verstehen sich alle Angaben in Prozent und als Wachstum im Vorjahresvergleich.

Beschäftigung, Umsätze und Stimmung	2011 ¹	2010 ²	2009	2008	10 J. ³
Beschäftigung Büro, in Vollzeitäquivalenten	0,5	0,3	1,7	4,2	2,0
Beschäftigung Handel, in Vollzeitäquivalenten	0,5	1,2	-0,9	1,8	0,3
Detailhandelsumsätze arbeitstagbereinigt, real	2,5	2,8	0,5	3,3	1,9
Index Konsumentenstimmung, Mittelwert	-	-5,8	-33,3	-7,0	-8,8
Büroflächen					
Angebotsmieten Büroflächen	0,0	0,7	4,0	0,8	1,2
Leerstandsquote Büroflächen	4,8	4,5	4,3	4,3	-
Netto-Cashflowrendite	4,9	4,9	4,9	4,8	4,84
Wertänderungsrendite	0,8	0,8	0,4	1,0	1,04
Gesamtrendite Direktanlage Büro	5,7	5,7	5,3	5,9	5,84
Angebotsmieten Verkaufsflächen	0,5	3,6	3,4	0,6	1,4
Netto-Cashflowrendite	4,9	4,8	4,8	5,0	4,94
Wertänderungsrendite	0,4	0,5	1,5	1,4	2,24
Gesamtrendite Direktanlage Handel	5,3	5,3	6,3	6,5	7,14

Ouellen: Wüest & Partner: Colliers: IPD: BFS: Seco: UBS WMR

Prognose UBS WMR

² Hochrechnungen beziehungsweise Prognosen UBS WMR

⁽Stand 3, Januar 2011)

⁴ Mittelwert: 2006 bis 2010

Mittelwert: 2001 bis 2010

Public Private Partnership ist

mehr als ein Schlagwort

Seit jeher arbeiten Staat und Private zusammen. Bei Public Private Partnerships geht es nicht bloss um Zusammenarbeit, sondern um Prozesse für die Strukturierung, Risikoallokation, Ausschreibung und Regelung einer solchen Partnerschaft.

Über einen Betrachtungszeitraum von 25 bis 30 Jahren sind bei Hochbauprojekten für Betrieb inklusive Unterhalt und Instandsetzung ähnlich hohe Kosten einzukalkulieren wie für die Erstellung (ohne Finanzierungskosten). Berücksichtigt man den Zeitwert des Geldes, so müssen für die Erstellung rund zwei Drittel und für den Betrieb über 25 bis 30 Jahre etwa ein Drittel der Kosten budgetiert werden. Es ist deshalb durchaus sinnvoll, bereits bei der Planung eines Bauprojekts die Betriebsphase zu berücksichtigen. Gerade hier setzen Public Private Partnerships, kurz PPPs, an.

Ursprünglich aus einer gewissen finanziellen Notlage der öffentlichen Hand im Ausland entstanden, rechtfertigt sich heute ein PPP-Ansatz bei Projekten insbesondere dank dem systematischen Einbezug der Betriebsphase bereits in der Ausschreibung. Systematisch heisst hier, dass in der Gesamtleistungsofferte der verschiedenen Anbieter die Betriebskosten nicht nur das entsprechende Gewicht erhalten. sondern dass den Privaten im Hinblick auf die Optimierung der Betriebskosten ausreichend Gestaltungsfreiraum bei der Konzeption der Gebäudestruktur und/oder der Infrastruktur gewährt wird. Der PPP-Ausschreibungsansatz führt deshalb zu einer Einbindung des künftigen Betreibers ins Bieterkonsortium bereits von Beginn an, was zu nachhaltigem Planen und Bauen beiträgt.

Ausschreibungsverfahren ist zentral

Der Vertrag zwischen der öffentlichen Hand und der Projektgesellschaft mit einem klar definierten Leistungsauftrag bildet das Kernelement eines jeden PPP-Projekts und ist normalerweise auf eine Laufzeit von 20 bis 30 Jahren ausgerichtet. Darin zeigt sich, dass PPP nicht beim Bau und der Finanzierung eines Infrastrukturobjekts aufhört, sondern auf den ganzen Lebenszyklus eines Objekts ausgerichtet ist. Zu einem erfolgreichen PPP-Projekt gehört ein richtig konzipiertes Ausschreibungsverfahren,

das die Planung, das Design, die Herstellung, die Finanzierung und den Betrieb ins Verfahren zu integrieren und in allen Teilbereichen ein stark kompetitives Umfeld zu schaffen vermag.

Falls die öffentliche Hand einen Architekturwettbewerb durchführt und anschliessend im Rahmen einer Ausschreibung für die Realisierung und den Betrieb einen privaten Partner sucht, wird dem Gedanken von PPP ungenügend Rechnung getragen. Denn so hat wegen der vorgängig festgelegten Architektur der private Leistungserbringer nur noch begrenzte Möglichkeiten, sein Angebot aus Erstellungsund Betreiberoptik zu optimieren. Mögliche Effizienzgewinne bei Konzeption und Betrieb wiegen die höheren Finanzierungskosten von Privaten im Vergleich zur öffentlichen Hand nicht genügend auf.

Das PPP-typische Ausschreibungsverfahren kann signifikante Einsparungen bringen, die sowohl der privaten Projektgesellschaft als auch der öffentlichen Hand zugute kommen. Zahlreiche Analysen von PPP-Projekten in Nachbarländern weisen Effizienzgewinne in der Grössenordnung von 15 bis 20 Prozent sowie häufig kürzere Bauzeiten nach. Bei Hochbauprojekten in der Schweiz dürften die Effizienzgewinne bei 5 bis 10 Prozent liegen.



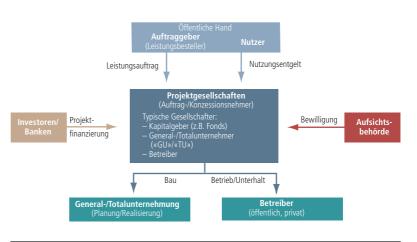
Niklaus Scheerer



Christian Unternährer
Wealth Management &
Swiss Bank LIBS AG

Typische Struktur eines Infrastruktur-PPP-Projektes

Projektgesellschaft als Auftragnehmer



Quelle: UBS Real Estate Advisory

Höhere Finanzierungskosten als schwaches Gegenargument

Ein vielfach vorgebrachtes Argument gegen die Auslagerung und Vorfinanzierung von Leistungen an Private sind deren höhere Finanzierungskosten im Vergleich zur öffentlichen Hand. Diese Argumentation lässt jedoch ausser Acht, dass bei einer Projektrealisierung im Rahmen eines PPP-Projektes die bei der öffentlichen Hand verbleibenden Projektrisiken nicht zu vergleichen sind mit denjenigen einer Eigenrealisierung. So werden Herstellungs- und Betreiberrisiken bei einem PPP-Projekt an den Privaten ausgelagert, während diese Risiken bei der Eigenrealisierung die öffentliche Hand zumindest teilweise zu tragen hat.

Die tiefen Finanzierungskosten der öffentlichen Hand basieren letztlich auf der impliziten «Garantie» der Steuerzahler. Gerade bei Leistungen und Risiken, welche die Privaten ohne weiteres erbringen und tragen können, ist der Rückgriff auf diese Garantie der Steuerzahler nur schwer zu begründen. Dies führt zu einem Zirkelschluss bei der Risikoallokation, indem sich der Bürger und Steuerzahler als indirekter Projektinitiant selber garantiert. Durch diese Struktur wird somit das effektive Risiko des Projektes aus den Finanzierungsüberlegungen ausgeblendet, was zu einer suboptimalen Allokation des Kapitals führen kann.

Bei einer Struktur, wie sie bei PPP-Projekten Anwendung findet, werden hingegen möglichst alle Risiken eines Projektes klar identifiziert und quantifiziert und demjenigen zugewiesen, der die entsprechenden Risiken am besten beurteilen und tragen kann. Die Finanzierung des Projektes erfolgt durch den Privaten, wobei auch bei diesem Modellansatz die öffentliche Hand mehr oder weniger Garantien abgeben kann oder muss. Diese Garantien sind jedoch eindeutig mit einem Risikoereignis gekoppelt, was ein Risikomanagement der öffentlichen Hand erst zulässt.

Viele Anwendungsbereiche denkbar

Ein geeigneter Anwendungsbereich für PPP-Projekte ist die Transportinfrastruktur. Doch auch das Gesundheits-, das Bildungs- und das Justizwesen sowie die Landesverteidigung sind Gebiete, in denen PPP-Vorhaben in den letzten

zehn Jahren insbesondere im Ausland erfolgreich umgesetzt wurden. In der Schweiz dürften PPP-Modelle in den kommenden Jahren vor allem bei der Spitalfinanzierung in Betracht gezogen werden. Ein Grundgedanke bei der Neuregelung der auf Anfang 2012 in Kraft tretenden Spitalfinanzierung (vgl. Beitrag «Spitalimmobilien im Umbruch» auf Seite 25) war nämlich die Schaffung gleich langer Spiesse für öffentliche und private Betreiber von Akutspitälern. Eigenerstellung und Betrieb eines Spitals durch den Staat wären diesem Ziel nicht förderlich. Das heisst aber nicht, dass die öffentliche Hand sich aus dem Spitalsektor zurückzuziehen hat. Vielmehr muss sie eine neue Rolle übernehmen, wie sie bei PPP-Projekten angedacht ist. Der Kreativität bei der Arbeitsteilung zwischen öffentlicher Hand und Privaten sind dabei keine Grenzen gesetzt. Wichtig ist dabei stets, dass die Arbeitsteilung von Beginn weg von beiden Partnern klar strukturiert und konsequent umgesetzt wird. PPP ist kein Schwarz-Peter-Spiel zwischen öffentlicher Hand und Privaten.

Durchdachte Risikoallokation dank PPP

PPP-Modelle als Spezialfall von Projektfinanzierungen sind auch für die Schweiz praxistauglich, dies zeigt das neue Verwaltungszentrum Neumatt des Kantons Bern in Burgdorf. Die öffentliche Hand erhält zeitgerecht und im geplanten Kostenrahmen eine neue Infrastruktur, deren Realisierung und Finanzierung ihre Ressourcen wohl überstiegen hätte. Je nach Anwendungsbereich und Risikostruktur resultiert bei PPP-Projekten ein unterschiedlicher Eigenfinanzierungsgrad. Üblicherweise beträgt dieser bei Hochbauprojekten, wo kein oder nur ein geringes Marktrisiko durch den Privaten zu tragen ist, 10 bis 20 Prozent der Projektkosten. Dank diesem vergleichsweise tiefen Eigenkapitalanteil, der nur durch die klare Risikoallokation bei PPP-Projekten möglich ist, können einerseits attraktive Eigenkapitalrenditen erzielt werden, andererseits resultiert dadurch eine Optimierung der Gesamtfinanzierungskosten, was aus Sicht der öffentlichen Hand von Interesse ist. Für grössere Immobilieninvestoren ist die Auseinandersetzung mit dem PPP-Modellansatz angesichts des Potenzials von neuen PPP-Projekten, die in der Schweiz in Zukunft zu erwarten sind, angebracht. Eine frühe Auseinandersetzung mit diesem Thema ist lohnenswert

Spitalimmobilien im Umbruch

Die Spitallandschaft Schweiz ist komplex. Sie ist strukturell, baulich und seitens der Finanzierungsrahmenbedingungen stark in Bewegung. Dieser Wandel eröffnet Anlegerinnen und Anlegern attraktive Chancen.

Schweizer Spitalimmobilien befinden sich inmitten einer Umbruchsphase. Nicht nur stehen bedeutende Erneuerungsinvestitionen bei den mehrheitlich in den Siebziger- und Achtzigerjahren erstellten Liegenschaften an, sondern auch in vielen Kantonen ist eine nicht zukunftsfähige, sehr kleinräumige Spitalstruktur anzutreffen. Hinzu kommt, dass durch den anhaltenden Trend weg von stationären und hin zu ambulanten Behandlungsmethoden neue Raumbedürfnisse entstehen, welche die aktuelle Spitalinfrastruktur nur ungenügend und mit einem zu hohen Kostenaufwand zu befriedigen weiss.

Neue Spitalfinanzierung ab 1.1.2012

Den wahrscheinlich grössten Umbruch für die Spitäler stellt die 2007 beschlossene Revision des Bundesgesetzes über die Krankenversicherungen (KVG) dar, in der die Spitalfinanzierung per 1.1.2012 neu geregelt wird. Ziel ist die Steigerung von Effizienz und Transparenz. Die künftige Abrechnung der akutsomatischen Spitalleistungen nach Fallpauschalen bringt den Spitälern anstelle einer retrospektiven Abgeltung mit Defizitgarantien oder Globalbudgets eine Vergütung pro Fall aufgrund von prospektiv berechneten Pauschalen. Bei diesem sogenannten Fallpauschalensystem wird jeder Spitalaufenthalt anhand von bestimmten Kriterien, wie Hauptdiagnose, Nebendiagnosen, Behandlungen und Schweregrad, nach dem Modell «Diagnosis Related Groups» (DRG) einer Fallgruppe zugeordnet und pauschal vergütet. Die Höhe der Fallpauschalen soll an den kostengünstigen Spitälern bemessen, laufend angepasst und schweizweit einheitlich von der eigens dafür gegründeten SwissDRG AG festgelegt werden, wobei in der Übergangsphase von alter zu neuer Spitalfinanzierung allenfalls Sonderregelungen zur Anwendung kommen. Die Fallpauschale beinhaltet neu auch eine Abgeltung für Investitionen, welche bisher durch die Kantone finanziert wurden. Nicht geregelt in der neuen Spitalfinanzierung ist die Finanzierung ambulanter Leistungen. Diese werden wie bisher über das Tarifsystem Tarmed abgegolten.

Schwierig einzuschätzender Regulator

Wird das neue System so umgesetzt, wie vom Gesetzgeber angedacht, so werden Spitäler, die aufgrund ihrer Kostenstruktur die Leistungen nicht zu den gegebenen Fallpauschalen oder günstiger erbringen können, nicht überleben. Ob dies politisch auch effektiv so gelebt wird, muss die Zukunft aber erst noch weisen, sind doch die Kantone zur Sicherstellung der stationären Spitalversorgung verpflichtet. Der Markt wird die mit der Revision des KVG unter anderem anvisierte Strukturbereinigung der Spitallandschaft Schweiz deshalb kaum alleine richten können.

Politische Standortentscheide wird es insbesondere brauchen, solange die widersprüchliche Mehrfachrolle der Kantone bestehen bleibt. Diese vergeben nämlich im Rahmen der Spitalplanung nicht nur Leistungsaufträge an Spitäler, welche die Grundlage für die Aufnahme auf die Spitalliste bilden, sondern sie sind vielfach selber auch direkt oder indirekt Eigentümer und Betreiber von Spitälern.

Finanzielle Prüfung

Die Konsequenz des neuen Finanzierungssystems von Spitälern ist, dass nicht mehr die Bonität des jeweiligen Kantons, sondern des entsprechenden Spitalbetreibers für die Beur-



Niklaus Scheerer



Christian Unternährer

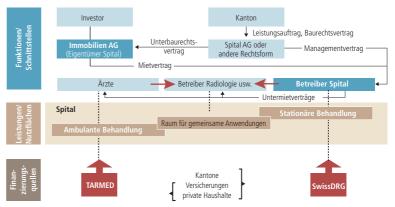


Markus Wagemann

Wealth Management &
Swiss Rank LIBS AG

Struktur und Einnahmenquellen der Spitäler ab 2012

Dargestellt an einem Beispiel



Quellen: UBS Corporate Finance Switzerland, Project & Product Development

teilung des Finanzierungsrisikos massgebend ist. Das heisst, die Spitalfinanzierung wird sich künftig vermehrt an den für Firmenfinanzierungen üblichen Beurteilungskriterien orientieren, da Garantien und Bürgschaften seitens der öffentlichen Hand wegen ihrer stark wettbewerbsverzerrenden Wirkung im neuen System nicht opportun wären. Sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalgeber werden künftig die Überlebensfähigkeit eines Spitals und dessen Zukunftsaussichten ganz genau prüfen müssen.

Qualitativ und kostenmässig gut positionierte Spitäler mit attraktivem Einzugsgebiet werden die notwendigen Finanzierungsquellen für das Weiterbestehen vermutlich problemlos erschliessen können, obwohl auch diese Spitäler noch diverse Hürden zu nehmen haben, beispielsweise eine ausreichende Ausstattung der Spitalgesellschaft mit Eigenkapital. Schwierig dürfte es hingegen für schlecht positionierte Spitäler mit nicht effizienten Strukturen werden. Die Kantone haben zum Teil Finanzierungshilfen in Form von Darlehen mit marktkonformen Zinsen in Aussicht gestellt, sollten private Geldquellen nicht im notwendigen Masse zur Verfügung stehen. Diesen Widerspruch in der künftigen Spitalfinanzierung gilt es aber erst noch aufzulösen, um nicht neue wettbewerbsverzerrende Strukturen zu schaffen. Denn es ist legitim davon auszugehen, dass bei marktkonformen Zinsen, welche sich am Risiko des jeweiligen Engagements orientieren, sich für alle Spitäler mit einer Existenzberechtigung durchaus private Geldgeber finden lassen. Gerade solche Eingriffe ins System Spitallandschaft Schweiz macht es für Investoren und Fremdkapitalgeber künftig schwierig, die Marktattraktivität und Wettbewerbsposition eines bestimmten Spitals einzuschätzen. Es ist deshalb zu vermuten, dass künftig alle privat finanzierten Spitäler eine systembedingte Intransparenzprämie zu bezahlen haben.

Attraktive Chancen für Immobilieninvestoren

Trotz oder gerade wegen der Komplexität des Systems Spitallandschaft Schweiz bietet dieser Markt für Immobilieninvestoren unseres Erachtens attraktive Chancen. Denn Spitäler, die es verstehen, ihre Infrastruktur optimal auf die medizinischen Prozesse und die unterschiedli-

chen Raumbedürfnisse ambulanter und stationärer Leistungen auszurichten, können eine Kostenführerschaft erreichen, die eine überdurchschnittliche Gewinnspanne verspricht. Hinzu kommen positive Elemente wie das Wachstumsmoment des Gesundheitssektors generell sowie die unter anderem aufgrund der starken Regulierung hohen Eintrittsbarrieren für Neuanbieter. Den Anlegern wird aber abverlangt, dass sie sich mit der komplexen Materie Spitallandschaft Schweiz auseinandersetzen und auch andere Finanzierungsmodelle als das typische Mietmodell akzeptieren können. Offenheit und Kreativität für die Erbringung von Dienstleistungen, die über das übliche Bereitstellen von Räumen hinausgehen, sind weitere Merkmale von erfolgreichen Investoren in diesem Spezialsegment des Immobilienmarktes. Der Investor wird durch die Aussicht auf attraktive Cashflow-Renditen für die hohen Anforderungen entschädigt.

Einige Aspekte einer Due Diligence

Der Strukturwandel in der Spitallandschaft Schweiz hat bereits vor Jahren eingesetzt. Während die Anzahl Betriebe im Segment der Allgemeinspitäler bereits stark zurückging, blieb die Zahl der Spezialkliniken stabil. Bei beiden Kliniksegmenten werden heute aber deutlich mehr Fälle bei gleichzeitigem Rückgang der Bettenzahl behandelt. Diesen Konzentrations- und Spezialisierungstrend gilt es bei einer Investition in eine Spitalimmobilie zu berücksichtigen. Ausserdem müssen die Rolle der öffentlichen Hand, deren Handlungsspielraum und künftige Verpflichtungen klar identifiziert werden. Zentral für die Beurteilung der Marktpositionierung eines Spitals sind natürlich die Spitallisten und die Leistungsaufträge der Kantone. Zudem ist dem Umgang der einzelnen Kantone mit den Spitalimmobilien besondere Beachtung zu schenken. Weiter gilt es, den Trend hin zu vermehrt ambulanten Leistungen in Spitälern zu antizipieren, weil wegen unterschiedlicher Investitionskostenabgeltungen im Tarmedund SwissDRG-Tarif bei bestehenden Spitälern eine Kostenfalle lauert. Die kritische Grösse von rund 100 Betten sollte zudem nicht unterschritten werden, damit eine effiziente Leistungserbringung gewährleistet ist.

Internationale Immobilienanlagen bieten

Diversifikationsmöglichkeiten

Der globale Immobilienmarkt ist sehr stark national, oft gar regional strukturiert, was den Marktzugang erschwert. Direkte und indirekte Immobilienprodukte erleichtern den Marktzugang und bieten Diversifikationsmöglichkeiten, die in einer globalen Wirtschaft an Bedeutung gewinnen.

Das globale Anlagevolumen gewerblicher Immobilien schätzt DTZ Research per Ende 2009 auf rund 10 Billionen US-Dollar, wovon etwa 39 Prozent auf Nordamerika, 32 Prozent auf Europa und 29 Prozent auf Asien/Pazifik entfallen. Über die Marktgrösse hinaus unterscheiden sich die verschiedenen regionalen Märkte in vielerlei Hinsicht. Jeder Markt weist seine eigenen Charakteristika hinsichtlich investierbarer Sektoren, erwarteter Risiken und Renditen, aber auch bezüglich der Liquidität auf. Während in der Schweiz, in Deutschland und in den USA Anlegerinnen und Anleger Wohnimmobilien eine grosse Bedeutung beimessen, spielen in den meisten europäischen Ländern mit hohen Wohneigentumsguoten vor allem Geschäftsimmobilien eine zentrale Rolle. Zudem unterscheidet sich das Mietrecht von Land zu Land deutlich. So sind die Laufzeiten der Mietverträge in Kontinentaleuropa grundsätzlich kürzer als in Grossbritannien. Im Rahmen von Mietzinsanpassungen kennen Grossbritannien und Irland das «upward-only lease review»-Prinzip, das in guten Zeiten eine Mietzinserhöhung erlaubt, in schwierigen Phasen jedoch eine Reduktion verhindert. In Kontinentaleuropa hingegen werden Mietzinsen oftmals indexiert, typischerweise gekoppelt an die Entwicklung eines Konsumentenpreisindex, was in guten Marktphasen eine Maximierung der Mietzinseinnahmen zwar verhindert, gleichzeitig aber während der Mietvertragslaufzeit einen wirksamen Inflationsschutz darstellt.

Aufbau eines internationalen Immobilienportfolios

Ein breit diversifiziertes globales Immobilienportfolio kann sowohl das Risiko eines Portfolios reduzieren als auch die Rendite erhöhen. In der Regel dominiert der Effekt der Risikoreduzierung. Möchte ein Investor zudem die Rendite erhöhen, bietet sich eine Erweiterung der globalen Immobilienstrategie um Sektoren

und andere Investitionsstadien an. Die Möglichkeiten zur Renditesteigerung sind vielfältig. Die Abbildung vergleicht Investitionen in Immobilien in 82 Länder-Sektor-Kombinationen (zum Beispiel französische Büroflächen und deutsche Wohnliegenschaften) sowie die maximal und minimal erzielte Totalrendite von 1995 bis heute. Insbesondere im Krisenjahr 2008 war die Abweichung zwischen bester und schlechtester Performance mit 60 Prozent signifikant. Bedingt durch die Natur der Anlageklasse ist es jedoch nicht ohne weiteres möglich, Länder und Sektoren schnell zu wechseln. Vor diesem Hintergrund ist es umso wichtiger, die strategische und taktische Asset Allocation mit dem nötigen Augenmass und Weitblick festzulegen.

Grundsätzlich stehen zwei Wege offen, um ein globales Immobilienportfolio aufzubauen: einerseits über Direktinvestitionen via Privatmarkt oder Anlage in nicht notierte Fonds oder Dachfonds (auch Funds of Funds genannt) und andererseits über indirekte Investitionen in notierte Immobilien-Aktiengesellschaften oder notierte Immobilienfonds.

Direkte Immobilieninvestitionen

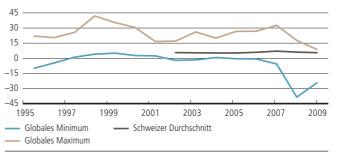
Bei Direktinvestitionen hat das steigende Angebot von offenen, nicht notierten Immobilienfonds, die über eine reguläre Ausgabe und Rücknahme verfügen, bei Investoren den Eindruck erweckt, dass dieses Vehikel möglicherweise liquider erscheint, als es tatsächlich ist. Diese nicht notierten Fonds halten jedoch selber Immobilien, sie sind daher gleich illiquid



Gunnar Herm Global Asset Management UBS AG

Globales Performancespektrum ermöglicht Diversifikation

Das globale Spektrum der Erträge auf Länder-/Sektorenebene in Prozent



Quellen: IPD; UBS GRE

Aus der Performance der Vergangenheit kann nicht auf künftige Renditen geschlossen werden.

wie die Anlage selbst. Ein Vorteil für die Anleger ist allerdings, dass die Fondsanteile in wesentlich kleinere Beträge aufgeteilt und gehandelt werden als direkt gehaltene Immobilien. Dies macht den Kauf und Verkauf von Fondsanteilen deutlich flexibler. Die Liquidität auf Ebene des Anlagevehikels kann aber nur durch das Halten von Cash oder anderen liquiden Instrumenten gefördert werden, was die Performance der Immobilienanlage jedoch verwässern kann.

Indirekte Immobilieninvestitionen

Oftmals wählen Investoren eine Umsetzung der globalen Immobilienstrategie mittels notierter Fonds oder Gesellschaften, da diese gegenüber Direktinvestitionen eine scheinbar höhere Liquidität bieten. Es ist verlockend, das grundsätzliche Illiquiditätsproblem von Immobilien durch ein solches Engagement zu vermeiden. Der Preis dieses Vorgehens ist jedoch zusätzliche Volatilität. Eine substanzielle Allokation in notierte Immobilienanlagen innerhalb einer Immobilienstrategie kann dazu führen, dass das Portfolio auf einen Schlag einen Performancerückgang aufgrund tieferer Börsenwerte hinnehmen muss. Es ist zu berücksichtigen, dass der Markt für notierte Immobilienanlagen vergleichbar effizient ist wie für globale Aktienmärkte; jede Vorhersage und Absicherung von Marktkorrekturen ist damit auch entsprechend anspruchsvoll bis unmöglich.

Historisch gesehen liefern notierte Immobiliengesellschaften bereinigt um den Einfluss der Preisfindung an der Börse sowie bereinigt um den Fremdfinanzierungsanteil über die Zeit einen ähnlichen Ertrag wie eine Direktanlage in Immobilien. Nicht notierte Fonds bewegen sich in der Regel hinsichtlich Ertrag und Risiko in der Mitte dieser beiden Extrema.

Aktuelle Entwicklungen und Ausblick

Während der Finanzkrise haben die meisten globalen Immobilienmärkte zum Teil deutlich abgewertet. Aufgrund der reduzierten Bewertung der Immobilien ist der Abstand der laufenden Immobilienrendite zu den aktuell tiefen Renditen von Staatsanleihen stark angestiegen und hat zum Teil historische Höchststände erreicht, was Investoren ab Mitte 2009 zunehmend dazu bewegt hat, wieder in Immobilien

zu investieren. Dies hat zu einer Stabilisierung der Immobilienbewertungen geführt. Aufgrund des weiterhin fragilen Wirtschaftsumfelds in den meisten westlichen Immobilienmärkten haben wir einen vorsichtig optimistischen Ausblick. Der Fokus einer globalen Anlagestrategie sollte 2011 auf der Sicherung der laufenden Rendite liegen. Starke Wertsteigerungen wie vor der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise sind nicht zu erwarten. Während in Grossbritannien 2011 eine leichte Korrektur nicht unwahrscheinlich ist, sehen wir zunehmend Chancen in den meisten Ländern der Eurozone und den USA. In den meisten asiatischen Ländern herrschen Value-added- (Mehrwert) und opportunistische Anlagestrategien vor. Der Makrotrend in den Schwellenländern ist zwar weiterhin intakt, allerdings empfiehlt sich eine Anlage nur für den risikofreudigen Investor.

Kontinentaleuropa attraktiv

Bei einer Immobilienanlage beeinflusst die Investitionsform die Liquidität sowie die kurzfristige Performance. Das Ausnutzen von zeitlich versetzten Performancezyklen kann signifikante Diversifikationseffekte bringen. Aufgrund der unterschiedlichen Konjunkturentwicklung der einzelnen Volkswirtschaften wird die Performance der Geschäftsimmobilienmärkte je nach Region anders ausfallen. Die USA, aber auch kontinentaleuropäische Märkte bieten derzeit attraktive Rendite-Risiko-Profile. Die asiatischen Märkte entwickeln sich zwar rasant, erfordern aber zumeist eine höhere Risikobereitschaft. Allgemein gilt: Wer seine Immobilienanlagen nur auf die Schweiz konzentriert, verzichtet auf eine Beteiligung an knapp 99 Prozent des weltweiten Investitionsvolumens für Immobilienanlagen. Zudem zeigt die Geschichte, dass eine schweizweit überregionale Diversifikation nur wenig Erfolg verspricht. Dies ist insbesondere der Fall, weil die Cashflows überregional denselben makroökonomischen Grössen, wie Zinsen, Inflation und Einkommen, unterworfen sind.

Börsennotierte Immobilien und Anlagestiftungen

Indirekte Schweizer Immobilienanlagen zählen zu den Gewinnern der letzten Jahre.

Immobilienaktien – *auf solidem Boden*

2010 profitierten die Immobilienaktien von einem vorteilhaften wirtschaftlichen Umfeld und trugen auch ihren Teil zum Erfolg bei. Doch 2011 wird deutlich schwieriger werden.

Die Schweizer Immobilienaktien profitierten 2010 von einem soliden Nährboden: keine wesentlichen Preisübertreibungen, eine sich rasch erholende Wirtschaft, robuste Nachfrage und sinkende Zinsen. Zudem nahmen die Unternehmen weiterhin wertsteigernde Investitionen an ihren Liegenschaften vor. Entsprechend darf sich die Aktienkursentwicklung der Schweizer Immobilienaktien sehen lassen. Einige von ihnen erholten sich nicht nur von den Korrekturen von Ende 2008 und Anfang 2009, sondern erklommen gar neue Allzeithochs. Dies gelang unter anderen den zwei führenden Immobilienwerten Swiss Prime Site (SPS) und PSP Swiss Property.

Inventaraufwertungspotenzial nur moderat

Nach solider absoluter und relativer Kursentwicklung 2010 stufen wir das Kurspotenzial aufgrund fairer Bewertung und limitiertem Aufwertungspotenzial des Inventarwertes nun moderater ein. Trotzdem können langfristig orientierte Anlegerinnen und Anleger die Aktien wegen der attraktiven, unseres Erachtens nachhaltigen, Dividendenrendite weiter halten. Im Falle der führenden Immobilienfirmen wird die Dividende derzeit als quellensteuerfreie Nominalwertrückzahlung ausgeschüttet. Insgesamt ist unsere Einschätzung aber nun leicht vorsichtiger für Schweizer Immobilienaktien. Mögliche Kursdellen sollten aber zum erneuten Aufbau von Positionen genutzt werden.

Immobilien sind spätzyklisch. Entsprechend erwarten wir moderat tiefere Immobilienpreise über die nächsten zwei Jahre. Allerdings ist der negative Einfluss für die führenden Immobilienfirmen wie SPS und PSP aufgrund der langen Mietrestlaufzeiten graduell und limitiert. Bei PSP liegt die durchschnittliche Mietrestlaufzeit bei vier bis fünf Jahren und bei SPS ist sie aufgrund der Jelmoli-Übernahme im Jahr 2009 gar höher. Die Leerstandsquote von derzeit 3,5 bis 8 Prozent bei den grössten Immobilienfirmen dürfte über die nächsten zwei Jahre leicht ansteigen.

Eine gewisse Spezialität unter den grossen Schweizer Immobilienunternehmen bilden Allreal und Flughafen Zürich. Allreal erwirtschaftet zirka einen Viertel des Gewinnes mit der Projektierung und dem Bau von Immobilien. Bei rückläufigen Immobilienpreisen und langfristig steigenden Zinsen erwarten wir hier eine moderatere Nachfrage. Allerdings verfügt die Firma derzeit über einen hohen Auftragsbestand von 1,7 Milliarden Franken oder zirka dreieinhalb Mal den jährlichen Divisionsumsatz.



Stefan R. Meyer Wealth Management Research UBS AG

Gewisse Immobiliennischen attraktiv

Der Flughafen Zürich betreibt eine kapitalintensive Flughafen-Infrastruktur mit robustem Cashflow. Trotz der Rezession sanken die Passagierzahlen am Zürcher Flughafen 2009 nur um 1 Prozent. Wir erwarten ein Passagierwachstum von knapp 5 Prozent für 2010 und 3 bis 4 Prozent im Jahr 2011. Kurzfristig wird das Wachstum durch die Erholung der weltweiten Nachfrage nach Luftreisen getragen. Auf mittlere Sicht wird es durch die steigenden Verkaufsflächen am Zürcher Flughafen getrieben. Ausserdem lancierte der Flughafen das attraktive langfristige Wachstumsprojekt «The Circle», ein Immobilienentwicklungsprojekt mit einer Investitionssumme von 1 Milliarde Franken gleich neben dem Flughafen. Mit robusten Gewinnperspektiven ist Flughafen Zürich nun eine der interessanteren Immobilienaktien hierzulande.

Fulminante Performance dürfte sich etwas beruhigen

Kursgewinne inklusive Dividenden über die letzten 10 Jahre (Index 2001 = 100)



Quellen: Reuters; UBS WMR

Aus der Performance der Vergangenheit kann nicht auf künftige Renditen geschlossen werden.

Die obigen Angaben stellen weder ein Investment Research, noch einen Verkaufsprospekt, ein Angebot oder eine Aufforderung zur Offertenstellung für Anlagetransaktionen dar.

Immobilienfonds – eine attraktive Beimischung im Portfolio

Die notierten Schweizer Immobilienfonds sind attraktiv, da sie Aktien-, Obligationenund Immobiliencharakter besitzen. Diese Konstellation spiegelt sich im Risiko-Rendite-Profil wider und macht die Immobilienfonds nicht zuletzt im Kontext eines gemischten Portfolios interessant.

Immobilienfonds blicken auf eine lange Geschichte zurück, bestehen doch einige schon seit über 50 Jahren. Lange Zeit galten sie als nicht transparent und langweilig. Während den letzten Jahren haben sie jedoch einen regelrechten Boom erlebt. Verschiedene Gründe führten dazu, dass die Anlegerinnen und Anleger die zahlreichen Vorteile der notierten Schweizer Immobilienfonds erkannt haben. Grundsätzlich bietet diese Anlageklasse stabile und interessante Erträge, teilweise Schutz vor Inflation, Diversifikation nach Regionen und Sektoren, ein attraktives Risiko-Rendite-Profil und guten Anlegerschutz. Die Summe der Eigenschaften führt dazu, dass praktisch in sämtlichen Marktlagen die Immobilienfonds mit einem Agio (positive Differenz zwischen Börsenpreis und Nettoinventarwert) an der Börse gehandelt werden.

Anlegerschutz ist gross geschrieben

Der technische Aufbau der Immobilienfonds verdeutlicht den Anlegerschutz. Dieser Schutz erweist sich als äusserst speziell: Die Anzahl ausgegebener Anteile ändert sich nur bei bestimmten Gegebenheiten wie bei einer Kapitalerhöhung. Zudem sind die Immobilienfonds dem Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG) und der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) unterstellt, was ebenfalls dem Anlegerschutz dient. Aufgrund des gesetzlichen Rahmens dürfen höchstens 50 Prozent des Verkehrswertes der Liegenschaften fremdfinanziert werden. Auch ist die Rückgabe der gehaltenen Anteile nach einer Kündigungsfrist von einem Jahr auf den Geschäftsabschluss zum Nettoinventarwert (abzüglich Gebühren) möglich.

Anfang der Jahrhundertwende war der Markt strukturellen Änderungen unterworfen. Emittenten verwalteten damals mehrere Immobilienfonds mit ähnlichen Zielsetzungen, so dass die Anzahl notierter Immobilienfonds aufgebläht erschien. Allmählich wurden diese Produkte konsolidiert. Auch wurde stetig an der Transparenz gearbeitet, um die Attraktivität der Produkte zu steigern. Mit der 2003 eintretenden Tiefzinsphase erhöhte sich die Nachfrage nach börsennotierten Immobilienfonds. Die kurzfristigen Zinsen waren damals (wie heute) sehr niedrig. Mit einer zeitlichen Verzögerung fielen auch die langfristigen Zinsen auf ein niedriges Niveau. Die tiefen Anleihenrenditen führten zu einer höheren Renditedifferenz zu den Ausschüttungsrenditen der Fonds, was die Immobilienfonds interessant machte.

Auch die demografische Entwicklung begünstigte die Nachfrage nach Wohnimmobilien, in welche die Immobilienfonds grösstenteils investiert sind. In der deutschsprachigen Schweiz setzte eine starke Einwanderung aus Deutschland ein, was die Nachfrage nach Wohneinheiten erhöhte. In der Folge legten auch die Preise deutlich zu. In den französischsprachigen Regionen wanderten Arbeitskräfte aus Ländern wie England ein; die Folgen waren mit Blick auf den Immobilienmarkt dieselben.



Die Wirtschaftskrise der letzten Jahre und das historisch tiefe Zinsniveau haben die Entwicklungen stark beeinflusst. Nach dem Kollaps von Lehman Brothers haben sämtliche notierten Anlagen gelitten, auch die Immobilienfonds. Der langjährige Durchschnitt der Agios liegt bei etwa 15 Prozent und trotzdem



Dalibor MaksimovicGlobal Asset Management
UBS AG

Positive Entwicklung in verschiedenen Marktlagen

Performance von notierten Schweizer Immobilienfonds (Index 2003 = 100)



Quellen: UBS GAM; SXI Real Estate Funds Index; Thomson Reuters; Immobilienfonds Geschäftsabschlüsse Aus der Performance der Vergangenheit kann nicht auf künftige Renditen geschlossen werden. wurden in dieser Phase Immobilienfonds zum Teil mit einem Disagio gehandelt. Anleger erkannten jedoch schnell in den Immobilienfonds eine konservative Anlageklasse mit attraktiven Ausschüttungsrenditen von über 3 Prozent. Vor allem seit Anfang 2009 legten Investoren vermehrt in Immobilienfonds an, dabei waren sowohl aktiv als auch passiv verwaltete Produkte gesucht.

Die Gesamtrendite betrug 2009 für den SXI Real Estate Funds Index 19,6 Prozent. Der Zuwachs des Index, der sämtliche notierten Schweizer Immobilienfonds enthält, stellt eine stolze Wertentwicklung für eine derart konservative Anlageklasse dar. Starke Neugeldzugänge durch Direktanleger und über neu kreierte Produkte führten zu einer Jahresendrally. Die Handelsvolumina stiegen stark an und erreichten Höchstwerte. Die begrenzte Anzahl der Anteile führte oft zu Liquiditätsengpässen, was die Agios steigen liess. Die Immobilienfondsmanager erkannten die sehr hohe Nachfrage und fingen an Kapitalerhöhungen durchzuführen. Diese wurden in den meisten Fällen so angelegt, dass die Verwässerung minimiert wurde.

Attraktive Fremdfinanzierung

Angesichts der tiefen Zinsen ist die Fremdfinanzierung momentan sehr attraktiv, wodurch die Immobilienfonds gezwungen werden, ein vernünftiges Verhältnis zwischen Fremdfinanzierung und Eigenkapitalfinanzierung zu finden. Vergleicht man die Nettorenditen der Immobilienfonds mit den Fremdfinanzierungskosten, ergibt sich eine Differenz von rund 2 Prozent. Deshalb ist ein gewisses Mass an Leverage durch Fremdfinanzierung vorteilhaft und verändert den defensiven Charakter des Immobilienfonds nicht. Momentan sind die Immobilienfonds durchschnittlich zwischen 15 und 20 Prozent fremdfinanziert. was weit unter der gesetzlichen Maximalfremdfinanzierung von 50 Prozent liegt.

Zusätzlich zu den Kapitalerhöhungen hat der Markt auch einige Neunotierungen erlebt. In einem solch positiven Umfeld ist es nicht weiter erstaunlich, dass nicht notierte Immobilienfonds eine Börsennotierung anstreben oder neue Immobilienfonds kreiert werden, mit dem

Ziel, diese in wenigen Jahren zu notieren. Aktuell besteht der Markt aus 21 notierten Immobilienfonds mit einer Marktkapitalisierung von etwa 22 Milliarden Franken. Seit 2003 wuchs der Markt der notierten Immobilienfonds durch Kapitalerhöhungen oder Neunotierungen um etwa 7 Milliarden Franken – Tendenz steigend. Kapitalerhöhungen und Neunotierungen werden auch in Zukunft weiter stattfinden. Der im Dezember 2010 gefallene Zinsentscheid und der Kommentar der Schweizerischen Nationalbank, welche die tiefen Zinsen bestätigte, werden weiter für Interesse an der Anlageklasse sorgen. Dieses Umfeld ist zurzeit sehr vorteilhaft für Immobilienfonds, entsprechend dürften steigende Zinsen deren Preisentwicklung zumindest kurzfristig negativ beeinflussen. Angesichts der tiefen Renditen von vergleichbaren Anlagen bleibt aber die Nachfrage nach Immobilienfonds (seitens privater und institutioneller Anleger) weiterhin intakt, wobei sogar eine leichte Zunahme des Interesses an der Anlageklasse zu vermerken ist. Dies wird bestätigt durch die Kapitalerhöhungen und Neunotierungen im Jahr 2010 (etwa 1,8 Milliarden Franken), was weitaus mehr ist als die Gesamtsumme von etwa 1 Milliarde Franken aus den Jahren 2008 und 2009 zusammen

Überblick börsennotierte Immobilien

Sofern nicht anders erwähnt, verstehen sich alle Angaben in Prozent und als Wachstum im Vorjahresvergleich.

Immobilienaktien	2010¹	2009	2008	2007	5 J. ²
Gesamtrendite	25,1	16,9	-11,2	-10,9	7,3
Korrelation zum Swiss Performance Index ³	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4
Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)	19,6	14,8	16,2	13,5	12,3
Geschätzte Prämien	5,0	-6,4	5,7	19,2	8,04
Immobilienfonds					
Gesamtrendite	5,6	19,6	0,5	-3,4	5,2
Korrelation zum Swiss Performance Index ³	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)	18,2	15,8	12,0	10,3	11,2
Geschätzte Agios	20,1	10,8	5,4	14,5	13,44
Benchmark					
Gesamtrendite Swiss Performance Index	5,1	23,2	-34,0	-0,1	9,1
Gesamtrendite Swiss Bond Index (AAA)	3,8	4,2	8,8	-0,6	3,1

Quellen: Bloomberg; UBS WMR

¹ Seit Jahresbeginn (Stand: 23. Dezember 2010)

² Mittelwert: 2005 bis 2009

Wert zwischen –1 (= vollständiger Diversifikationseffekt) und 1 (= kein Diversifikationseffekt)

Aufpreise zu Nettoinventarwerten von Immobilienaktien (Prämien) und Immobilienfonds (Agios)

Der Aufstieg der

Schweizer Immobilienaktien

Neunotierungen, Kapitalerhöhungen und Übernahmen sind in diesem noch jungen Schweizer Aktienmarktsegment sozusagen an der Tagesordnung. Trotz reger Veränderungen und limitierter Erfahrung eignen sich die führenden Schweizer Immobilienaktien für defensive und längerfristig orientierte Anlegerinnen und Anleger.

Im November 2010 wurde ein weiteres Immobilienunternehmen an der Schweizer Hauptbörse notiert. Die auf dem Börsentableau neue Peach Property Group wurde 1999 gegründet, fokussiert seit 2006 auf die Entwicklung von Luxuswohneigentum in Europa und firmiert seit 2008 unter dem heutigen Namen. Die von der Familie Wolfensberger kontrollierte Gesellschaft ist damit nach Orascom Development das zweite an der Schweizer Hauptbörse notierte Schweizer Immobilienunternehmen, das sich auf die Planung und Entwicklung von Immobilien in der Schweiz sowie im Ausland spezialisiert hat.

Ein halbes Jahr zuvor, im Mai 2010, hat Allreal eine Kapitalerhöhung durchgeführt. Durch die Ausgabe von neuen Aktien im Umfang von 20 Prozent des zuvor ausstehenden Aktienvolumens finanziert die Firma ihr Wachstum durch Realisierung verschiedener Immobilienprojekte. Das ist eine Fortsetzung von Allreals bisheriger Unternehmensstrategie, denn die Gesellschaft hat auch in der Vergangenheit ihr robustes internes Wachstum durch Kapitalerhöhungen alle zwei bis drei Jahre finanziert.

Intershop ist die Dienstälteste

Werfen wir zunächst einen Blick zurück zu den Anfängen der notierten Schweizer Immobilienindustrie. Die älteste börsennotierte Immobiliengesellschaft Intershop Holding wurde 1962 gegründet und ist seit 1972 an der Schweizer Börse gelistet. In den ersten 35 Jahren entwickelte sie vorwiegend kommerziell genutzte Liegenschaften in Frankreich, Deutschland und der Schweiz. Seit 1997 konzentriert sich Intershop ausschliesslich auf den heimischen Immobilienmarkt.

Als börsengehandeltes Industriesegment existieren die Immobilienfirmen aber erst seit gut

zehn Jahren. Das Frühjahr 2000 hatte es in sich, denn innerhalb von nur zwei Monaten bereicherten nicht weniger als vier neue reine Immobilienfirmen den Börsenzettel am Zürcher Aktienmarkt. Den Startschuss setzte der Industriekonzern Oerlikon-Bührle, als er Anfang März 2000 seine Immobilientochtergesellschaft unter dem Namen Allreal Holding an die Börse brachte. Im gleichen Monat notierte auch die Versicherungsgruppe Zürich Versicherungen ihr ausgegliedertes und in PSP Swiss Property (PSP) umbenanntes Immobiliengeschäft an der Schweizer Börse. Die Feldschlösschen-Hürlimann Holding wurde nach dem Verkauf ihrer Getränkeaktivitäten im April 2000 zu einer notierten, reinen Immobilienfirma. Diese wurde kurze Zeit später in REG Real Estate Group umfirmiert und im Mai 2004 von PSP übernommen. Ebenfalls im April 2000 gelangte die Swiss Prime Site (SPS) zur Börsennotierung. Die SPS wurde 1999 von der Pensionskasse der Credit Suisse, der Winterthur Leben und der Pensionskasse der Siemens-Gesellschaften in der Schweiz gegründet.

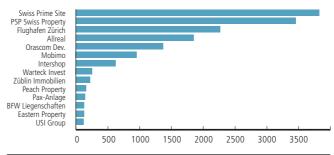
Die 1948 unter dem Namen Flughafen Immobiliengesellschaft gegründete Flughafen Zürich AG wurde wie die REG und die SPS im April 2000 an der Börse Zürich gelistet. Einerseits ist die Flughafen Zürich AG natürlich Flughafenbetreiberin. Andererseits ist die Gruppe aber auch erfolgreiche Immobilienvermieterin. Da der Nicht-Flugbereich heutzutage über 90 Prozent zum operativen Ergebnis beisteuert, ist das Unternehmen eindeutig



Stefan R. Meyer Wealth Management Research UBS AG

Immobilienaktienindustrie bietet Grösse und Breite

Marktkapitalisierung in Millionen Franken



Quellen: Bloomberg; UBS WMR

Die obigen Angaben stellen weder ein Investment Research, noch einen Verkaufsprospekt, ein Angebot oder eine Aufforderung zur Offertenstellung für Anlagetransaktionen dar.

eine Immobilienfirma und eine interessante Ergänzung des Spektrums innerhalb des Schweizer Immobiliensegments.

Zwei Helvetier unter den 18 grössten Europäern

Spätere Börsengänge und regelmässige Übernahmewellen liessen das Schweizer Immobiliensegment auf eine Marktkapitalisierung anwachsen, die internationales Interesse weckt. Nach PSP gehört unterdessen auch SPS zum Immobiliensegment des europäischen Dow-Jones-Stoxx-600-Aktienindex. Dieser Index enthält derzeit 18 europäische Immobilienaktien, wovon nun bereits zwei schweizerischer Herkunft sind.

Selbst nach der jüngsten Kapitalerhöhung und Neunotierung sehen wir noch reichlich Wachstumschancen für diese Branche. Die börsennotierten Immobilienunternehmen am Schweizer Aktienmarkt entsprechen nur gerade 1 Prozent des geschätzten Gesamtwerts der landesweiten Immobilien. Da sich die meisten Unternehmen auf Gewerbeobjekte konzentrieren, ist ihr repräsentierter Anteil höher, liegt aber immer noch im einstelligen Prozentbereich. Entsprechend ist ein weiterer Aufstieg der Schweizer Immobilienindustrie ein logischer Ausblick.

Rege Kapitalmarktaktivität erwartet

Wir erwarten, dass die Schweizer Immobilienindustrie weiterhin geprägt sein wird von Neunotierungen, Kapitalerhöhungen und Übernahmen. Neunotierungen helfen, die Liquidität des Schweizer Immobilienmarktes zu verbessern. Kapitalerhöhungen erlauben den Gesellschaften, ihren Wachstumskurs auf organischer Basis und durch Akquisitionen aufrecht zu erhalten. Fusionen ermöglichen Wachstumssprünge, die meist interessante Synergien durch Skalenvorteile und Kosteneinsparungen bringen.

Das derzeit wichtigste Segment ist klar die Bewirtschaftung von Gewerbeobjekten in der Schweiz. Der grösste Vertreter hier ist SPS, gefolgt von PSP. Zu den Immobilieninvestoren, die nebst Gewerbegebäuden auch einen signifikanten Anteil an Wohnungen im Portfolio führen, gehören Allreal, gefolgt von Mobimo und Warteck Invest.

Der Aufstieg geht weiter

Einen weiteren Meilenstein erfuhr das Immobiliensegment durch den Zuzug von ausländischen Immobilienfirmen. Im Januar 2005 wurde die nach wie vor auf den Britischen Jungferninseln registrierte Eastern Property Holding in der Schweiz notiert. Sie investiert in osteuropäische Immobilien, vor allem in Russland. Im Mai 2008 wurde die Orascom Development in Zürich notiert. Die in Altdorf ansässige Orascom ist eine Städtebauerin und Hotelliegenschafteninvestorin. Während die Firma nach wie vor den Grossteil ihrer Einnahmen im Mittleren Osten generiert, hat sie sich in den letzten Jahren auch nach Europa und Nordafrika ausgedehnt. In der Schweiz entwickelt die Gruppe das Luxusprojekt Andermatt Swiss Alps, wo die Vorverkäufe gut angelaufen sind.

Die Immobilienindustrie hat sich im Schweizer Aktienmarkt unterdessen gut etabliert und eine Marktkapitalisierung von deutlich über 10 Milliarden Franken erreicht. Die Liste der am SIX Swiss Exchange notierten Immobilienfirmen umfasst bereits 14 Namen. Zudem ist das Spektrum der Subsegmente schon recht breit. Insofern war der Aufstieg der Immobilienfirmen an der Schweizer Börse erfolgreich und wird mit Sicherheit weitergehen.

Die Grossen als attraktive Kernanlagen

Die grössten Schweizer Immobilienfirmen konzentrieren sich meist ausschliesslich auf den einheimischen Markt, den sie gut kennen und der auch noch genügend Wachstumspotenzial bietet. Das Management dieser Grossen erachten wir als erfahren und solid. Die im internationalen Vergleich sehr stetigen Mieteinnahmen werden grossenteils via Dividenden an die Aktionäre ausgeschüttet. Dank ihrer insgesamt eher konservativen Geschäftsstrategien und den nachhaltigen Dividenden gelten sie als attraktive Kernanlagen für private und institutionelle Investoren. Die international tätigen Immobilienfirmen stufen wir als aggressivere Aktien ein, die oft signifikante Schwankungen in ihren Gewinnentwicklungen aufweisen. Dadurch unterliegt auch die Dividendenzahlung grösseren Auf und Ab über den Zyklus. Insofern eignet sich dieses Segment weniger gut als stetige Basisanlage, bietet jedoch in Aufschwungphasen der Immobilienmärkte überdurchschnittliches Kurspotenzial. Die Schweizer Börse offeriert ein recht breites Angebot an Immobilienaktien für verschiedene Anlegerinteressen.

Entwicklungen und Trends bei

notierten Immobilienfonds

Die schweizerischen Immobilienfonds sind zurzeit sowohl bei privaten als auch bei institutionellen Investoren beliebt. Die starke Nachfrage hat zu einer Vergrösserung des Produktangebots und erhöhter Transparenz geführt. Kapitalerhöhungen und Neunotierungen dürften auch künftig die Marktentwicklung beleben.

Gerade in Zeiten, wo das wirtschaftliche Umfeld von Unsicherheit und Veränderung geprägt ist, sind Immobilienfonds für Anlegerinnen und Anleger attraktiv. Denn sie unterstehen dem schweizerischen Kollektivanlagengesetz und weisen somit Eigenschaften wie Stabilität, Fokussierung auf Ertragsausschüttung, Liquidität durch den laufenden Handel an der Börse und Ausrichtung auf den Anlegerschutz auf. Die grosse Nachfrage hat dazu geführt, dass langjährige Anbieter von Immobilienfonds zusätzliche Produkte lanciert haben, und gleichzeitig sind neue, kleinere Anbieter mit neuen Fonds in den Markt eingetreten. Die Produktvielfalt hat deutlich zugenommen und es ist davon auszugehen, dass sich diese Entwicklung fortsetzt. Daher ist es für den Anleger wichtig, sich mit den Entwicklungen und Trends bei börsennotierten Immobilienfonds auseinander zu setzen

Bei der Beurteilung von Immobilienfonds können drei Betrachtungsebenen unterschieden werden: die Ebene des Investors, der an der Börse Fondsanteile erwerben kann, die Ebene des Produktes, das unterschiedliche Strukturvarianten bietet, und die Ebene des Liegenschaftsportfolios, wobei die Qualität und das Management der Immobilien ausschlaggebend sind. Die Weiterentwicklung der notierten Immobilienfonds ist auf allen drei Ebenen sichtbar

Erhöhte Transparenz und Vergleichbarkeit

Aus Anlegersicht hat sich in den letzten Jahren die Transparenz der Immobilienfonds deutlich erhöht. Die Swiss Funds Association SFA hat Finanzkennzahlen definiert, die jeder Fonds regelmässig publizieren muss. Dadurch hat sich die Vergleichbarkeit der Produkte entsprechend verbessert. Wichtige Kennzahlen sind dabei zum Beispiel die Börsenperformance, das Agio (Differenz zwischen Börsenkurs und Nettoinventarwert in Prozent) und die Ausschüttungsrendite, aber auch produktund liegenschaftsspezifische Angaben wie Anlagerendite und Mietzinsausfallrate. Ein direkter Vergleich zwischen den Produkten wird zudem durch Indizes ermöglicht, welche die Marktentwicklung erfassen. Zum Beispiel bietet die Schweizer Börse SIX zwei Indizes für den Immobilienfondsmarkt an, wobei ein Index die Entwicklung der grössten zehn Immobilienfonds, ein zweiter diejenige aller notierten Immobilienfonds aufzeigt. Und nicht zuletzt erhöhen die Fondsanbieter laufend die Transparenz ihrer Berichterstattung, so dass bezüglich der Verfügbarkeit von Informationen eine Annäherung an die Standards von notierten Aktiengesellschaften stattfindet.



Daniel Brüllmann Global Asset Management UBS AG

Neue Produkte und steuereffiziente Strukturen

Auf Produktebene sind zwei wesentliche Veränderungen sichtbar. Zum einen ist in den letzten Jahren eine stattliche Anzahl neuer Immobilienfonds lanciert worden, so dass derzeit über 20 Immobilienfonds mit einem Gesamtvolumen von deutlich über 20 Milliarden Franken an der Schweizer Börse notiert sind. Unter anderem sind mehrere kleinere Fonds entstanden, die vor allem in Liegenschaften in der Westschweiz investieren, und es wurden mehrere Fonds lanciert, die sich durch die Fokussierung auf spezifische Themen wie Nachhaltigkeit differenzieren.

Notierte Immobilienfonds 2010 stark nachgefragt

Notierte Immobilienfonds: Kapitalerhöhungen und Neunotierungen



Quellen: UBS GAM; SIX Homepage

Zum anderen hat sich seit der Inkraftsetzung des Kollektivanlagengesetzes vor vier Jahren die Struktur des direkt investierenden Immobilienfonds etabliert, von der die meisten neu lancierten Fonds Gebrauch machen, da sie für Privatanleger Steuervorteile bietet. Im Gegensatz zu sogenannt indirekt investierenden Fonds, welche die Liegenschaften über Immobiliengesellschaften halten, werden beim direkt investierenden Fonds die Immobilien direkt durch den Fonds erworben und gehalten. Dies hat den Effekt, dass der Fonds selbst Steuern bezahlt, während der private Anleger von Ertrags- und Vermögenssteuern auf seinen Fondsanteilen befreit ist. Ein weiterer wichtiger Aspekt auf Produktebene ist die Fremdfinanzierung, die sich bei schweizerischen Immobilienfonds in einem sehr moderaten Bereich von rund 20 Prozent bewegt. Im aktuellen Marktumfeld mit tiefen Zinsen muss das Fondsmanagement laufend abwägen, ob eine Finanzierung durch Fremdkapital oder durch Eigenkapital mittels Kapitalerhöhung erfolgen soll. Entsprechend der Entwicklung des Immobilienfondsmarktes kam es in den letzten Jahren zu verschiedenen Kapitalerhöhungen und Neunotierungen.

Nachhaltiges Wachstum ist gefragt

Bezüglich der Immobilieninvestitionen, welche die Fonds tätigen, haben sich in jüngster Zeit neue Trends etabliert. Dies wird die Entwicklung der Immobilienfonds auch künftig prägen. Ein grosses Thema ist die Nachhaltigkeit. So achten die Fondsmanager bei der Auswahl von Investitionen mehr und mehr auf die nachhaltige Ausrichtung der zu erwerbenden Immobilien, wobei neben ökologischen Kriterien (zum Beispiel Minergie-Zertifizierung) auch ökonomische und soziokulturelle Faktoren in die Nachhaltigkeitsbetrachtung einbezogen werden. Ähnliche Überlegungen werden bei der Sanierung von Liegenschaften berücksichtigt, so kann beispielsweise bei der Sanierung von Wohnüberbauungen aus den 1960er bis 1980er Jahren durch gezielte Sanierungsmassnahmen eine signifikante Reduktion des Energieverbrauchs erzielt werden. Viele Immobilienfonds, insbesondere solche, die bereits seit einigen Jahrzehnten existieren, können aus ihren bestehenden Portfolios erhebliches Wachstum generieren, indem sie Bestandesliegenschaften nicht nur sanieren, sondern vorhandenes Potenzial in Form von Erweiterungsbauten ausschöpfen oder Ersatzneubauten auf Bestandesgrundstücken erstellen. Und nicht zuletzt engagieren sich Immobilienfonds in Neubauprojekten und Projektentwicklungen, um so neue Liegenschaften für ihre Portfolios zu gewinnen. Dies setzt allerdings das nötige Spezialwissen und die Kapazität zur Abwicklung seitens der jeweiligen Fondsleitung voraus.

Das grosse Wachstum der Immobilienfondsbranche in den letzten Jahren zeigt eindrücklich das Interesse einer breiten Anlegerschaft an diesen Produkten. Dies dürfte zu einem guten Teil in der soliden Produktstruktur und der generell hohen Nachfrage nach Schweizer Immobilien begründet sein. Und mit den aktuellen Entwicklungen auf allen Ebenen bereitet sich die Immobilienfondsbranche darauf vor, auch in Zukunft ein Erfolgsmodell zu bleiben.

Produkte sind zu vergleichen

Agios von Immobilienfonds sind zwar laufend Schwankungen aufgrund der Kursbewegungen an der Börse unterworfen, langfristig liegen sie aber im Bereich von rund 15 Prozent. Dies hat seine guten Gründe. Die Liquidität der Fondsanteile an der Börse ist deutlich höher als bei einer direkten Investition in Immobilien. Innerhalb der Fondsportfolios besteht ein Diversifikationseffekt, der in der Summe der Verkehrswerte beziehungsweise im Nettoinventarwert nicht berücksichtigt ist. Zudem sind Immobilienfonds immer zu Liquidationswerten bewertet, wodurch im Nettoinventarwert erhebliche Liquidationssteuern eingerechnet sind. Der Fortführungswert eines Immobilienfonds müsste daher bereits höher liegen als der Nettoinventarwert. Da sich die Kurse von Immobilienfonds nach Angebot und Nachfrage an der Börse richten, lohnt es sich, nicht nur auf die Kurse zu schauen, sondern das zugrunde liegende Produkt genauer zu betrachten. Insbesondere sollte dabei auf Produktebene die steuerliche Struktur und der Fremdfinanzierungsgrad beachtet werden, auf Liegenschaftsebene sind Aspekte wie die Verteilung des Liegenschaftsportfolios nach Regionen und Nutzungen sowie die Mietzinsausfallrate zu beachten. Schliesslich lohnt es sich auch, die Entwicklung der einzelnen Produkte über die letzten Jahre zu vergleichen.

Immobilien-Anlagegruppen von Anlagestiftungen *auf dem Vormarsch*

Eine bemerkenswerte Dynamik und eine starke Marktposition zeichnen Immobilien-Anlagen von Anlagestiftungen aus. Sie bieten attraktive Produkteigenschaften; Sacheinlagen von Pensionskassen leisten einen gewichtigen Beitrag zum Wachstum.

Der Zweck von Anlagestiftungen besteht in der kollektiven Anlage und Verwaltung des Vermögens. Dabei stehen Anlagestiftungen nur für die in der Schweiz domizilierten steuerbefreiten Einrichtungen der beruflichen Vorsorge (2. Säule und Säule 3a) offen. In der Schweiz gibt es rund 40 Anlagestiftungen, davon sind 26 der Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (KGAST) angeschlossen. Die KGAST nimmt seit ihrer Gründung 1973 als Branchenvertretung die Interessen der Anlagestiftungen wahr.

Attraktive Grundmerkmale

Der klar umschriebene Anlegerkreis, die Anlagevorschriften gemäss Gesetzgebung der beruflichen Vorsorge sowie der aus der Entstehungsgeschichte herrührende Selbsthilfegedanke machen die Besonderheit dieser kollektiven Anlage aus. Die als Hilfseinrichtungen (sogenannte Annexeinrichtungen) der beruflichen Vorsorge eingestuften Anlagestiftungen erhalten ab 2012 erstmals innerhalb des Bundesgesetzes über die berufliche Vorsorge eine explizite Rechtsgrundlage.

Die Immobilien-Anlagegruppen können hinsichtlich Investitionsland (Schweiz, Ausland) und Preisbildung (Nettoinventarwert-basiert, börsennotiert) unterschieden werden, wobei die Nettoinventarwert-basierten Schweizer Immobilien im Wert von rund 21 Milliarden Franken klar im Vordergrund stehen. Derzeit sind es 22 Anlagegruppen, die sich in die Segmente Wohnen, Geschäftsliegenschaften und Gemischt aufteilen lassen. Rund 65 Prozent der Immobilienvermögen fallen dabei auf die zehn Anlagegruppen des gemischten Segmentes. Kennzeichnend für die Immobilien-Anlagegruppen ist zudem der im Vergleich zu den Immobilienfonds und den Immobilienaktiengesellschaften sehr tiefe Fremdfinanzierungsgrad von durchschnittlich etwa 10 Prozent.

Starke Zunahme des Immobilienvermögens

Die Abbildung verdeutlicht die starke Zunahme des Vermögens der KGAST Immobilien Schweiz Anlagegruppen über die letzten zehn Jahre. Während die Vermögensentwicklung bis ins Jahr 2001 beinahe stagniert, treten ab 2004 vermehrt auch reine Immobilien-Anlagestiftungen der KGAST bei und sorgen – zusammen mit den zahlreichen Neulancierungen bestehender Anlagestiftungen – für eine bislang nicht gekannte Dynamik. So ist das Immobilienvermögen über die letzten Jahre durchschnittlich um rund 2 Milliarden Franken pro Jahr gestiegen. Gleichzeitig hat auch die Anzahl Gefässe stark zugenommen: Waren es 2000 lediglich drei Anlagegruppen mit einem Immobilienvermögen von 1,9 Milliarden Franken, so sind alleine im Jahr 2010 mindestens fünf neue Anlagegruppen dazugekommen. Weitere Gründungen von Immobilien-Anlagegruppen sowie Beitritte von Immobilien-Anlagestiftungen sind in Vorbereitung. Immobilien-Anlagen haben über die letzten zehn Jahre auch innerhalb der Anlagestiftungen deutlich an Bedeutung gewonnen und machen heute rund einen Viertel des in den KGAST-Anlagestiftungen enthaltenen Anlagevolumens aus: verglichen mit rund einem Sechstel im Jahr 2000

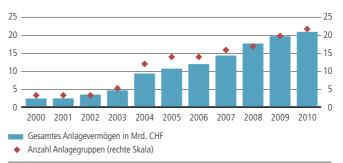
Anlagestiftungen sind etablierte Anlagegefässe für Vorsorgegelder und bieten den Investoren – im Gegensatz zu Immobilienfonds – auch Mitwirkungsrechte an. Die Immobilien-Anlagegruppen als indirekte, aber nicht



Urs FäsGlobal Asset Management
UBS AG

Wachstumsdynamik dürfte hoch bleiben

Entwicklung der Immobilienvermögen und Anzahl Anlagegruppen KGAST Immobilien Schweiz



Quellen: KGAST; Watson Wyatt; UBS GAM (Berechnung)

notierte Anlagen verhalten sich ähnlich wie direkte Immobilienanlagen, sind jedoch liquider und weisen, insbesondere im Gegensatz zu den Börsenkursschwankungen der notierten Immobilienprodukte, eine tiefe Volatilität auf. Anlagestiftungen sind zudem von direkten Steuern befreit. Zwecks Erhöhung der Transparenz und Verbesserung der Vergleichbarkeit der Anlageprodukte setzt sich die KGAST seit einigen Jahren erfolgreich für Vereinheitlichungen und Standards (zum Beispiel bei Kennzahlen) ein. Der KGAST-Immobilien-Index, der die Anlagegruppen Immobilien Schweiz umfasst, weist über die letzten fünf Jahre eine durchschnittliche Performance von 4.9 Prozent aus.

Einstieg und Ausstieg sind grundsätzlich relativ einfach möglich. Die meisten Immobilien-Anlagegruppen sind derzeit jedoch für Neuzeichnungen geschlossen. Damit sollen die beteiligten Investoren in den Immobilien-Anlagegruppen geschützt und unerwünschte Ertrags- beziehungsweise Renditeverwässerungen vermieden werden. Die anhaltend hohe Nachfrage nach Immobilien-Anlagegruppen führt regelmässig zu teilweise massiven Überzeichnungen der durchgeführten Kapitalaufnahmen.

Sacheinlagen im Trend

Pensionskassen können ihre direkt gehaltenen Liegenschaften als Sacheinlage gegen Ansprüche in eine Anlagestiftung einbringen. Dies kann für die Pensionskasse zusätzlich attraktiv sein, da sie ihre bislang direkt gehaltenen Liegenschaften oftmals steuerneutral in die flexibler zu handhabende, indirekte Beteiligung umwandeln kann. Die Abwicklung eines Sacheinlagegeschäftes nimmt einige Zeit in Anspruch und lässt sich in drei Phasen gliedern: Vorbereitung, Transaktion und Nachbearbeitung. Die rechtlichen und steuerlichen Aspekte erfordern dabei besondere Aufmerksamkeit. Schweizer Pensionskassen sind grundsätzlich steuerbefreit; Ausnahmen bilden Grundstückgewinn- sowie Handänderungssteuern mit kantonaler Steuerhoheit. Dennoch ist eine steuerlich privilegierte Überführung von Immobilien in eine Anlagestiftung auch bei diesen beiden Steuerarten möglich. Dies muss jedoch fallweise mit den zuständigen Steuerbehörden vorbereitet und verhandelt werden.

Die KGAST führte Ende 2009 bei ihren Mitgliedern eine Umfrage zu Sacheinlage-Transaktionen durch. Die Umfrage ergab, dass seit 2002 Sacheinlage-Transaktionen im Umfang von rund 5 Milliarden Franken getätigt wurden. Das durchschnittliche Volumen dieser 54 Sacheinlagen betrug in den letzten acht Jahren rund 90 Millionen Franken. Während die Anfangsphase der Sacheinlagen (bis 2005) durch einzelne, aber sehr grosse Transaktionen mit einem kumulierten Wert von knapp 2,9 Milliarden Franken geprägt war, wurden in der zweiten Phase anzahlmässig viele Sacheinlagen-Transaktionen getätigt. Auch 2009 wurden mit neun Sacheinlagen-Transaktionen und einem Gesamtvolumen von knapp 380 Millionen Franken relativ viele Sacheinlagen getätigt. Wohnen ist mit einem Anteil von 87 Prozent der bedeutendste Sektor. Der Trend der Sacheinlagen-Transaktionen wird weiter anhalten. Das erwartete jährliche Transaktionsvolumen an Sacheinlagen wird für die nächsten fünf Jahre auf jährlich rund 500 Millionen Franken geschätzt. Sacheinlagen dürften auch weiterhin mitverantwortlich dafür sein, dass die Wachstumsdynamik im Bereich der Immobilien-Anlagegruppen von Anlagestiftungen hoch bleibt.

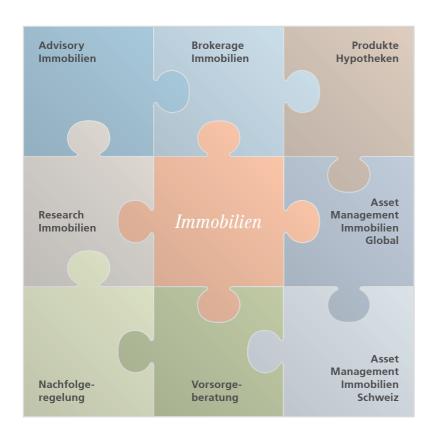
Wertvolle Lösungsansätze

Immobilienanlagen machen in den Portfolios der Schweizer Pensionskassen durchschnittlich zwischen 15 bis 20 Prozent aus, wobei ein Grossteil der Pensionskassen ihr Schweizer Liegenschaftsportfolio im Direktbesitz hält. Was ist langfristig die beste Lösung für diese Kapitalanlage? Der Zukauf guter Bestandesliegenschaften zu vernünftigen Preisen ist ohne breites Netzwerk schwierig. Indirekte Immobilienanlagen sind kaum zugänglich (Immobilien-Anlagestiftungen) oder dann nur zu hohen Prämien (notierte Immobilienfonds/-Aktiengesellschaften) erhältlich. An Projektentwicklungen in der Schweiz oder an Direktinvestitionen im Ausland kann man sich leicht die Hände verbrennen. Immobilien sind herausfordernde Anlagen, für die Erfahrung, fundierte Marktkenntnisse und eine leistungsfähige Umgebung nötig sind. Man sollte sich deshalb von Immobilienspezialisten aufzeigen lassen, welche Immobilienlösungen für die eigenen Bedürfnisse jeweils zur Verfügung stehen. Anlagestiftungen können hier Anregungen und wertvolle Optionen bieten, sei es im Bereich bestehender oder neuer Anlagegruppen, von Sacheinlagen oder von Private-Label-Lösungen oder aber von globalen (direkten und indirekten) Immobilienanlagen.

Unsere Dienstleistungen

Unsere Dienstleistungen

rund um Immobilien





Advisory Immobilien

Real Estate Advisory

- Interdisziplinäre, mehrwertorientierte Beratung im Schweizer Immobilienmarkt
- Strategie- und Transaktionsberatung, Real Estate Corporate Finance, Lifecycle Advisory
- Kauf/Verkauf von Immobilien, Sale & Rentback, Sacheinlagen/Asset-Swaps, PPP
- Beratung für Firmen, Private, institutionelle Investoren, Pensionskassen



Brokerage Immobilien

Real Estate Advisory

- Verkauf von High-End-Luxusobjekten im Wohnbereich ab CHF 5 Mio.
- Platzierung von Bauland an exklusiven Lagen ab 3000 m²
- Immobilienfachorientierte Unterstützung bei Relocation (Ansiedlung von Privaten oder Firmen)



Produkte Hypotheken

Banking Products

- Baufinanzierungen, Fest- und Libor-Hypotheken, spezifische Hypothekarlösungen
- Zinsabsicherungsprodukte, Personenversicherungen
- Umfassende Dienstleistungen rund um die Finanzierung von Wohneigentum, Ferienobjekten, Mehrfamilienhäusern und Geschäftsliegenschaften



Asset Management Immobilien Global

Global Real Estate

- Zugang zu globalen direkten und indirekten Immobilienanlageprodukten
- Entwicklung von internationalen Immobilienanlagestrategien und -lösungen
- Mit rund 400 Immobilienspezialistinnen und -spezialisten in den bedeutendsten Städten weltweit vor Ort präsent
- Weltweit zweitgrösster Immobilien Asset Manager



Asset Management Immobilien Schweiz

Global Real Estate - Switzerland

- Breite Produktpalette von Schweizer Immobilienanlageprodukten
- Markt- und kundengerichtete Lösungen in institutionellen Bereichen wie Kauf/Verkauf von Immobilien, Projektentwicklungen,
- Sacheinlagen (Asset Swaps), Sale & Rentback, Private Public Partnership
- Führender Immobilienfondsanbieter in der Schweiz mit mehr als 65 Jahren Erfahrung



Vorsorgeberatung

Wealth Planning Switzerland

- Individuelle und umfassende Risiko- und Vorsorgeberatung
- Optimierung der Vermögensstruktur (Höhe der Hypothek, Amortisation, Absicherung)
- Verwendung von Vorsorgeansprüchen aus der zweiten und dritten Säule bei der Finanzierung



Nachfolgeregelung

Wealth Planning Switzerland

- Umfassende Beratung hinsichtlich Ehegüterund Erbrecht
- Beratung zu verschiedenen Übertragungsarten: Verkauf, Erbgang oder Schenkung
- Steuerliche Aspekte bei der Übertragung (Erbschaft, Schenkung, Wohnrecht, Nutzniessung, Grundstückgewinnsteuer, Handänderungssteuer, usw.)



Research Immobilien

Wealth Management Real Estate Research

- Regelmässige Researchberichte zum Schweizer und zu globalen Immobilienmärkten
- Factsheets und Foliensammlungen zu sämtlichen Schweizer Gemeinden und Regionen
- Investitionsübersicht zu Schweizer und globalen börsennotierten Immobilienanlagen
- Fachpräsentationen bei verschiedenen Anlässen

Als UBS-Kundin oder -Kunde können Sie die oben aufgeführten Dienstleistungen in Anspruch nehmen. Wenden Sie sich hierfür bitte an Ihre Kundenberaterin oder Ihren Kundenberater.

Ausgewählte Research-Publikationen

Täglich



Anlageideen und liefern Hintergründe zu unseschläge. Sie werden täglich veröffentlicht und basieren auf dem aktuellen Marktgeschehen. Sprachen: Englisch, Deutsch, Französisch und

Vierteljährlich



UBS global outlook

Der UBS global outlook ist eine führende Publikation, die eine umfassende Beurteilung der globa-len gesamtwirtschaftlichen Aussichten, der wesentlichen Anlagemöglichkeiten und der

Wöchentlich



die kurzfristige Chancen an den Märkten nutzen nischen Updates ergänzen unsere umfassende

UBS investor's guide update

informationen zur aktuellen Anlagestrategie von UBS sowie einen Überblick über die aktuellen ren auch Analysen und Empfehlungen zu Aktien-, Anleihen-, Devisen- und Schwellenmärkten.

Vierteljährlich



UBS outlook Schweiz

an Unternehmer und Manager in der Schweiz. Jede Ausgabe präsentiert die Ergebnisse der Umfrage von UBS Research Schweiz unter Industrieschäftlichen Aussichten sowie eine Analyse von Währungen, Zinsen und des Immobilienmarktes. Die Ausgabe für das vierte Quartal 2010 konzen-

Thematisch

Monatlich

UBS investor's guide

UBS investor's guide



UBS research focus

wichtiger globaler Trends auf persönliche Entscheidungen zur Vermögensplanung. Jede Ausgabe ist einem konkreten Thema aus den Berei-

Sept 2010 Schwellenländer im Wettlauf um

Okt 2010 Deutschland auf der Überholspur Nov 2010

Publikationen mit öffentlich zugänglichen Inhalten sind unter www.ubs.com/research zu finden. e-Banking-Seite aufrufen. Das Portal enthält elektronische Versionen aller WMR-Publikationen und



Bestellungen oder Abonnemente

UBS-Kundinnen und -Kunden können die genannten Publikationen bestellen oder abonnieren. Bitte fragen Sie Ihre Kundenberaterin oder Ihren Kundenberater oder senden Sie ein E-Mail an sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com

Wealth Management Research wird produziert durch Wealth Management & Swiss Bank und Wealth Management Americas, Unternehmensbereiche von UBS AG (UBS) oder einer ihrer Tochtergesellschaften. In bestimmten Ländern wird UBS AG als UBS SA bezeichnet. Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab (hiervon ausgenommen sind Offenlegungen, die sich auf UBS und ihre verbundenen Unternehmen beziehen). Alle Informationen und Meinungen sowie angegebenen Preise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Hierin geäusserte Meinungen können von den Meinungen anderer Geschäftsbereiche oder Divisionen von UBS abweichen oder diesen widersprechen, da sie auf der Anwendung unterschiedlicher Annahmen und/oder Kriterien basieren. UBS AG und andere Konzerngesellschaften von UBS (oder Mitarbeiter derselben) können jederzeit für die erwähnten Wertpapiere eine Kauf- bzw. Verkaufsposition einnehmen oder als Auftraggeber bzw. Mandatsträger auftreten oder dem Emittenten dieser Wertpapiere bzw. einer mit einem Emittenten wirtschaftlich oder finanziell eng verbundenen Gesellschaft Beraterdienste oder andere Dienstleistungen zukommen lassen. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. UBS setzt Informationsbeschränkungen ein, um den Informationsfluss aus einem oder mehreren Bereichen innerhalb von UBS in andere Bereiche, Einheiten, Divisionen oder verbundene Unternehmen von UBS zu steuern. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liguidation Ihrer Anlagen werte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten, als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf die persönlichen Anlageziele, finanziellen Situationen und Bedürfnisse unserer einzelnen Kunden eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/ $oder \, Steuerberater \, bezüglich \, m\"{o}glicher - einschliesslich \, steuertechnischer - Auswirkungen \, zu \, konsultieren. \, Dieses \, Dokument \, darf \, ohne \, vorherige \, Einwilligung \, von \, UBS$ oder einer Konzerngesellschaft von UBS weder reproduziert noch vervielfältigt werden. UBS untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieses Dokuments an Dritte. UBS ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieses Dokuments resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

Australien: Vertrieb durch UBS Wealth Management Australia Ltd (Inhaberin der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000. Bahamas: Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS (Bahamas) Ltd verteilt und darf nicht an Personen verteilt werden, die laut «Bahamas Exchange Control Regulations» als Bürger oder Einwohner der Bahamas gelten. Belgien: Diese Publikation stellt kein öffentliches Kaufangebot nach belgischem Recht dar, kann jedoch zu Informationszwecken Kunden der UBS Belgium S.A. zur Verfügung gestellt werden. UBS Belgium S.A. mit Sitz in Avenue de Tervueren 300, 1150 Brüssel, ist eine lizensierte Bank unter Aufsicht der «Commission Bancaire, Financière et des Assurances» (CBFA), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Deutschland:** Herausgeberin im Sinne des deutschen Rechts ist UBS Deutschland AG, Bockenheimer Landstrasse 2–4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht lizenziert und wird durch diese beaufsichtigt. **Dubai:** Der Vertrieb von Research erfolgt durch UBS AG Dubai Branch innerhalb DIFC ausschliesslich an professionelle Kunden und darf nicht innerhalb der Vereinigten Arabischen Emiraten weitergegeben werden. Frankreich: Diese Publikation richtet sich an Privatkunden und «Prospects» der UBS (France) SA mit einem Aktienkapital von € 125726944, 69, boulevard Haussmann, F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670, und wird von dieser verteilt. UBS (France) SA ist als Finanzdienstleister entsprechend den Bestimmungen des französischen «Code Monétaire et Financier» ordnungsgemäss zugelassen und ist eine unter der Aufsicht der französischen Bank- und Finanzaufsichtsbehörden sowie der «Banque de France» und der «Autorité des Marchés Financiers» stehenden Bank. Hongkong: Diese Publikation wird durch die Niederlassung von UBS AG in Hongkong, einem nach der «Hong Kong Banking Ordinance» lizenzierten und gemäss den Bestimmungen der «Securities and Futures Ordinance» registrierten Finanzinstitut, an Kunden der Niederlassung von UBS AG in Hongkong verteilt. Indonesien: Dieses Research- oder Publikationsmaterial ist nicht zum Zwecke eines öffentlichen Zeichnungsangebots gemäss indonesischem Kapitalmarktrecht und dessen Umsetzungsbestimmungen ausgelegt und erstellt. Die hierin erwähnten Wertpapiere sind und werden nicht gemäss indonesischem Kapitalmarktrecht und dessen Bestimmungen eingetragen. Italien: Dieses Dokument wird an Kunden der UBS (Italia) S.p.A., via del Vecchio Politecnico 4 – Mailand, eine ordnungsgemäss von der «Banca d'Italia» als Finanzdienstleister zugelassene und unter der Aufsicht von «Consob» und der «Banca d'Italia» stehende italienische Bank, verteilt. Jersey: UBS AG, Niederlassung Jersey, wird reguliert und autorisiert durch die Jersey «Financial Services Commission» zur Durchführung von Bankgeschäften, Anlagefonds und Investmentgeschäften. Kanada: In Kanada wird diese Publikation von UBS Investment Management Canada Inc. an Kunden von UBS Wealth Management Canada verteilt. Luxemburg: Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach luxemburgischem Recht dar, kann jedoch Kunden der UBS (Luxembourg) S.A., einer lizenzierten Bank unter der Aufsicht der «Commission de Surveillance du Secteur Financier» (CSSF), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde, zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt werden. Österreich: Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot oder eine vergleichbare Anwerbung gemäss österreichischem Recht dar und wird nur unter Umständen verwendet, die keinem öffentlichen Angebot von Wertpapieren in Österreich entsprechen. Das Dokument darf nur vom direkten Empfänger dieser Informationen verwendet und unter keinen Umständen an einen anderen Anleger weitergegeben werden. Singapur: Bitte kontaktieren Sie die Niederlassung von UBS AG Singapore, einen «exempt financial adviser» gemäss dem «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110) und eine nach dem «Singapore Banking Act» (Cap. 19) durch die «Monetary Authority of Singapore» zugelassene Handelsbank, für alle Fragen, welche sich durch oder in Verbindung mit der Finanzanalyse oder dem Bericht ergeben. Spanien: Diese Publikation wird durch die UBS Bank, S.A., eine bei der «Banco de España» registrierte Bank, an Kunden der UBS Bank, S.A. verteilt. UK: Genehmigt von UBS AG, in Grossbritannien beaufsichtigt und autorisiert durch die «Financial Services Authority». Mitglied der «London Stock Exchange». Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS London in Grossbritannien verteilt. Produkte und Dienstleistungen, die ausserhalb Grossbritanniens angeboten werden, werden nicht von den britischen Regulierungen oder dem «Compensation Scheme» der «Financial Services Authority» erfasst. USA: Diese Publikation darf weder in den USA noch an «US persons» verteilt werden. UBS Securities LLC ist ein Tochterunternehmen von UBS AG und ein verbundenes Unternehmen von UBS Financial Services Inc., UBS Financial Services Inc. ist ein Tochterunternehmen von UBS AG. VAE: Diese Research-Publikation stellt in keiner Weise ein Angebot, einen Verkauf oder eine Lieferung von Aktien oder anderen Wertpapieren gemäss den Gesetzen der Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) dar. Der Inhalt dieser Publikation wurde und wird nicht durch irgendeine Behörde der Vereinigten Arabischen Emirate einschliesslich der VAE-Zentralbank und der «Dubai Financial Services Authority», der «Emirates Securities and Commodities Authority», des «Dubai Financial Market», des «Abu Dhabi Securities Market» oder einer anderen Börse in den VAE genehmigt.

Stand Januar 2010.

© UBS 2011. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.



Bis Evelyne Binsack als erste Schweizerin 2001 den Mount Everest bezwungen hatte, wollte sie nicht ruhen. Und ebenso wenig ihre Begleiter.



Weil uns die Schweiz wichtig ist.

Weil wir uns zu unserem Heimmarkt und zu unseren Kunden in der Schweiz bekennen.

Weil sich unsere Unternehmenskultur an bewährten Schweizer Werten wie Zuverlässigkeit, Qualität und Leistung orientiert.

Weil wir uns unserer gesellschaftlichen Rolle in der Schweiz voll bewusst sind.

> Weil wir nachhaltig zum wirtschaftlichen Wohlergehen der Schweiz beitragen wollen.

> > Deshalb können Sie sich auf eines verlassen:

Wir werden nicht ruhen



ubs.com/wirwerdennichtruhen