

UBS real estate focus

Research Schweiz
Januar 2012



Immobilienmarkt *Schweiz* 2012

Markttreiber *Talsole bei den Zinsen*

Wohnimmobilien *Preisanstiege zunehmend besorgniserregend*

Geschäftsimmobilien *Divergierende Entwicklung in den Grossstädten*

Börsennotierte Immobilien *Weiterhin in der Gunst der Investoren*

Inhalt

UBS real estate focus 2012

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,
Postfach, CH-8098 Zürich

Chefredaktor

Claudio Saputelli
Leiter Global Real Estate Research

Redaktion

Viviane Vajda

Autoren

Alessandro Farsaci*, Urs Fäs*, Reto Gamper*,
Béatrice Gollong*, Elias Hafner, Amine
Hamdani*, Gunnar Herm*, Matthias Holzhey,
Bruno Kurz*, Caesar Lack, Till Leisner*,
Dalibor Maksimovic*, Stefan R. Meyer,
Marcin Paszkowski*, Claudio Saputelli,
Stefanie Schneuwly, Marc A. Soguel-dit-
Piquard*, Thomas Veraguth, Markus
Wagemann*

Gastautoren

Prof. Kees Christiaanse*, Niels Lehmann*,
Anne Mikoleit*, Moritz Pürckhauer*,
Prof. Dr. Felix Schindler*

Redaktionsschluss

3. Januar 2012

Desktop

Werner Kuonen, Margrit Oppliger,
Linda Sutter

Titelbild

Igor Stramyk/Dreamstime.com

Druck

Druckerei Flawil AG, Flawil, Schweiz

Sprachen

Deutsch, Englisch, Französisch
und Italienisch

Kontakt

ubs-research@ubs.com

*Diese Autoren sind Gastautoren oder stammen allesamt aus Abteilungen ausserhalb von Wealth Management Research. Diese 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-1201

Editorial	3
Auf einen Blick.....	4

Markttreiber

Konjunktur und Zinsen.....	5
Bevölkerung und Beschäftigung	7
Überblick Markttreiber Immobilien	8

Wohnimmobilien

Eigenheime – geeignete Fluchtanlage?.....	9
Mietwohnungen – zunehmende Bautätigkeit	11
Überblick Wohnimmobilien.....	12
Im Fokus	
Sanierungsstau und die Rolle des Staats.....	13
Verkehrsinfrastruktur-Projekte treiben Immobilienwerte nur bedingt	15
Stadtplanung und Verdichtung von Ballungszentren	17

Geschäftsimmobilien

Büroflächen – deutliche regionale Differenzen.....	19
Verkaufsflächen – rückläufige Renditen	21
Überblick Geschäftsimmobilien	22
Im Fokus	
Land in Sicht! Innovationen bei Lagebewertung und Standortsuche.....	23
Planung von Ferienanlagen in Schweizer Urlaubsorten	25
Neuerungen im Lease Accounting und Folgen für Immobilientransaktionen.....	27

Börsennotierte Immobilien

Immobilienaktien – ein solides Fundament hat seinen Preis	29
Immobilienfonds – Gewinner im aktuellen Tiefzinsumfeld	31
Überblick börsennotierte Immobilien.....	32
Im Fokus	
Frischer Wind fordert und fördert die 2. Säule	33
Globale Immobilienanlagen als attraktive Beimischung im Portfolio.....	35
Globale Immobilienaktien drei Jahre nach der grossen Krise.....	37

Fragen und Antworten

Fragen und Antworten rund um Immobilien	39
---	----

Ausgewählte Research-Publikationen	42
--	----

Bestellungen oder Abonnemente

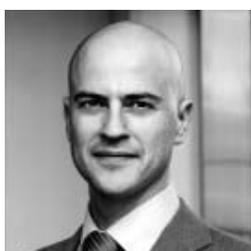
Als UBS-Kundin oder -Kunde können Sie *UBS real estate focus* abonnieren und zusätzliche Exemplare dieser Publikation über Ihre Kundenberaterin oder Ihren Kundenberater oder die Mailbox von Printed & Branded Products bestellen: **sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com**

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

Editorial



Daniel Kalt



Claudio Saputelli

Liebe Leserin, lieber Leser

Kaum ein anderer Begriff hat jüngst das Wirtschaftsgeschehen stärker geprägt als das Wort *Grenze*: die Kursuntergrenze des Schweizer Franks zum Euro, welche die Schweizerische Nationalbank im September letzten Jahres einführte, das politische Gerangel um die US-Schuldengrenze, die beinahe zur Zahlungsunfähigkeit der grössten Volkswirtschaft der Welt führte, oder die von Regierungen hochverschuldeter Länder massiv überschrittenen «Maastricht-Grenzen», denen man sich in den nächsten Jahren mit rigorosen Sparmassnahmen wieder annähern will.

Auch im Schweizer Immobilienmarkt stösst die Entwicklung an Grenzen. Das Zinssenkungspotenzial ist praktisch ausgeschöpft. Bei Bundesobligationen mit kurzen Laufzeiten wurde im letzten Sommer gar die Nullzins-Grenze unterschritten (Negativzinsen). Zusätzlich heizen lukrative Finanzierungsbedingungen die Immobiliennachfrage an. Der Bauboom hat dazu geführt, dass in gewissen Grosszentren und ihren Agglomerationen kaum mehr Baulandreserven existieren. Für Neuerschliessungen ist der Handlungsspielraum durch das bestehende Raumplanungsgesetz aber begrenzt. Durch neue Verkehrsinfrastrukturprojekte und bessere Erreichbarkeit gewinnen Peripherielagen zwar an Attraktivität, doch durch das anhaltend hohe Bevölkerungswachstum verpufft die Wirkung.

Grenzen sind nicht statisch; sie werden vielmehr immer wieder neu definiert. So haben das ungebremsste Wachstum auf dem Hypothekarmarkt und das damit einhergehende gestiegene Risiko bei der Kreditvergabe für Wohneigentum die Finanzmarktaufsicht Finma längst auf den Plan gerufen. Neue Richtlinien zur Hypothekarkreditvergabe, welche die bestehenden qualitativen Kriterien konkretisieren, wurden genehmigt. Auch werden vorübergehend höhere Kapitalanforderungen für Banken gefordert, insbesondere bei der Vergabe von Krediten, die bankeigene Kreditrichtlinien nicht erfüllen.

Während es zweckmässig ist, gewisse Grenzen zu respektieren, gilt es andere zu durchbrechen. Im *UBS real estate focus 2012* überschreiten wir Haus- und Landesgrenzen: Zum einen finden Sie in der vorliegenden Ausgabe neben Fachartikeln von UBS-Immobilienexpertinnen und -experten auch Gastbeiträge zweier Professoren von renommierten Hochschulen. Weiter werfen wir einen Blick über die Schweizer Grenze und beleuchten Aspekte des ausländischen Immobilienmarkts.

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'D. Kalt'.

Daniel Kalt
Chefökonom Schweiz
Wealth Management Research

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'C. Saputelli'.

Claudio Saputelli
Leiter Global Real Estate Research
Wealth Management Research

Auf einen Blick

Wohnimmobilien

Immobilien gelten als sichere Anlageklasse. So erstaunt es nicht, dass als Folge der aktuellen Marktturbulenzen immer mehr Gelder in Schweizer Wohnimmobilien fließen. Eine gefährliche Tendenz. **Seite 9**

Zur voraussichtlichen Abnahme der Migration durch die Konjunkturabkühlung gesellt sich eine Angebotsausweitung auf dem Mietwohnungsmarkt. Entsprechend ist mit leicht steigenden Leerwohnungsziffern und einer Abflachung des Mietpreiswachstums zu rechnen. **Seite 11**

Im Fokus

Sanierungsstau und die Rolle des Staats

Der Sanierungsstau in der Schweiz ist in aller Munde. In einer freien Marktwirtschaft werden Investitionen nur getätigt, wenn sie sich lohnen. Der Staat greift zwar über verschiedene Regulierungen ein, doch die Auswirkungen sind gering. Der Sanierungsmarkt Schweiz ist intakt. **Seite 13**

Verkehrsinfrastrukturprojekte treiben Immobilienwerte nur bedingt

Die gute Erreichbarkeit einer Region macht ihren Immobilienmarkt attraktiv. Eine neue Verkehrsinfrastruktur kann aber nur dann einen Preiseffekt auslösen, wenn die Region Entwicklungspotenzial hat. **Seite 15**

Stadtplanung und Verdichtung von Ballungszentren

Die Schweizer Bevölkerung wächst und mit ihr die Nachfrage nach Wohnraum. Doch die Bodenressourcen sind begrenzt. Das Stichwort heisst Erschliessung der Agglomeration. Um eine nachhaltige Stadtentwicklung sicherzustellen, ist eine überkommunale Zusammenarbeit im grösseren Massstab notwendig. Lausanne, Zürich und Genf haben unterschiedliche Lösungen gefunden. **Seite 17**

Geschäftsimmobilien

In den zwei Schweizer Finanzmetropolen drifftet die Entwicklung des Büromarkts auseinander. Zudem ist dieses Jahr im aktuellen Tiefzinsumfeld generell kaum Aufwertungspotenzial bei den Immobilienpreisen vorhanden. **Seite 19**

Die Angebotsausweitung bei Verkaufsf lächen übertrifft den möglichen Nachfrageanstieg bei weitem. Wir rechnen deshalb mit tieferen Renditen und sinkenden Angebotsmieten für das laufende Jahr. **Seite 21**

Im Fokus

Land in Sicht! Innovationen bei Lagebewertung und Standortsuche

Ein konkretes Nutzungskonzept, kombiniert mit dem passenden Standort, ermöglicht eine nachhaltige Immobilieninvestition. Dank neuen Methoden zur Lagebewertung kann die Standortsuche zielgruppenspezifisch und flächendeckend erfolgen. So verringert sich das Investitionsrisiko. **Seite 23**

Planung von Ferienanlagen in Schweizer Urlaubsorten

Im Schweizer Hotelgewerbe zeichnet sich ein Trend in Richtung Gesamtkonzept mit Freizeit, Wohnen und Gewerbe ab. Doch von den kürzlich angekündigten über 50 neuen Projekten für grössere Ferienanlagen wurde mehr als die Hälfte auf Eis gelegt oder verworfen. Die Planung und Finanzierung ist hochgradig komplex und viele Projekte scheitern insbesondere an der Finanzierung. **Seite 25**

Neuerungen im Lease Accounting und Folgen für Immobilientransaktionen

Lease Accounting – die Bilanzierung von Miet- und Leasingverhältnissen – wird von den beiden Regelwerken IFRS und US GAAP zunehmend harmonisiert. Die Auswirkungen auf Sale-and-Leaseback-Transaktionen dürften schweizweit gering bleiben, da nur wenige Firmen diese Standards anwenden. **Seite 27**

Börsennotierte Immobilien

Das Jahr 2012 dürfte für Immobilienaktien insgesamt robust, aber im Vergleich zu den letzten Jahren unspektakulär werden. Die Grossen bleiben eine Basisanlage für konservative Investoren. **Seite 29**

Börsennotierte Schweizer Immobilienfonds bieten eine gute Gesamttrendite und Diversifikation fürs Portfolio. Aufgrund der tiefen Zinsen dürfte die Nachfrage nach Immobilienfonds – trotz relativ hoher Bewertung – auch 2012 robust bleiben. **Seite 31**

Im Fokus

Frischer Wind fordert und fördert die 2. Säule

Vorsorgeeinrichtungen investieren einen bedeutenden Vermögensanteil in Immobilien, halten sie überwiegend immer noch im Direktbesitz und bewirtschaften sie selbst. Der Trend zur Professionalisierung im Zuge der Strukturreform zwingt sie jedoch vermehrt, ihre Strategie zu überdenken. **Seite 33**

Globale Immobilienanlagen als attraktive Beimischung im Portfolio

Internationale Immobilienanlagen erweisen sich für Anlegerinnen und Anleger, die in den globalen Aktien- und Anleihenmärkten investiert sind, als attraktiv, da sie eine Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles im Portfolio bewirken. Globale Diversifikation ist bei Immobilien dabei wichtiger als an den Aktienmärkten. **Seite 35**

Globale Immobilienaktien drei Jahre nach der grossen Krise

Von 2007 bis 2009 verloren globale Immobilienaktien 70 Prozent an Wert. Ende 2011 haben sie fast die Hälfte des Verlusts wieder gutgemacht. Diese gewaltigen Bewegungen basieren unter anderem auf krassen Falschbeurteilungen. Die Erholung verläuft harzig und die Risiken sind nicht zu unterschätzen. **Seite 37**



Vichaya Katying-angkullee / Dreamstime.com

Markttreiber

Konjunktur und Zinsen

Die Schweizer Konjunktur kann sich der globalen Wirtschaftsabschwächung nicht entziehen. Doch die Binnenwirtschaft ist robust, die Einkommen steigen und die Zinsen bleiben niedrig.

Die wirtschaftliche Dynamik hat sich gegen Ende des letzten Jahres nicht nur global, sondern auch in der Schweiz stark abgeschwächt. Die Schweizer Wirtschaft wird 2012 deutlich langsamer wachsen als noch im Vorjahr, als sie knapp 2 Prozent zunahm. Dennoch dürfte sich die Konjunktur, wie schon in den vergangenen Jahren, besser entwickeln als im europäischen Ausland. Von 2006 bis 2011 wuchs die Schweizer Wirtschaft im Schnitt jährlich über einen Prozentpunkt rascher als die Eurozone. Selbst wenn die Eurozone 2012 in eine Rezession abgleiten sollte, muss dies nicht automatisch auch eine Rezession in der Schweiz bedeuten.

Schweiz ist ans Ausland gekoppelt
Hauptgrund für die Wirtschaftsabschwächung

in der Schweiz ist die globale Konjunkturschwäche und der damit verbundene Nachfragerückgang nach Schweizer Exporten. Da die Exporte 54 Prozent des Schweizer Bruttoinlandprodukts (BIP) ausmachen, bestimmt die ausländische Nachfrage den Schweizer Konjunkturzyklus. Zum globalen Konjunkturrückgang gesellt sich erschwerend die Frankenstärke. Die Schweizer Exporte werden dieses Jahr mengenmässig kaum zulegen können. Falls die Exportpreise weiter fallen sollten, dürften die Exporterlöse sogar rückläufig sein. Dies würde die Margen der Exporteure weiterhin stark belasten und die Investitionstätigkeit in der Schweiz hemmen.

Hoffnung ruht einzig noch auf den Schwellenländern. Nur sie können die Schweizer Exporte im laufenden Jahr mengenmässig ansteigen lassen. Obwohl weniger als 10 Prozent der Schweizer Warenexporte in die BRIC-Länder (Brasilien, Russland, Indien, China) gehen, zeichnen diese Staaten für fast 30 Prozent des Schweizer Exportzuwachses in den vergange-

Caesar Lack
Wealth Management Research
UBS AG

nen zwei Jahren verantwortlich. Solange die Schwellenländer weiter wachsen, dürfte ihre Nachfrage nach Schweizer Exporten anhalten oder gar ansteigen. Sollte die Wirtschaft in den Schwellenländern sich hingegen stark abkühlen, wovon wir derzeit nicht ausgehen, würden die Schweizer Ausfuhren einbrechen und die Schweizer Wirtschaft 2012 in eine Rezession geraten.

Gesunde Binnenwirtschaft

Im Gegensatz zum Exportsektor erfreut sich die Binnenwirtschaft einer relativ robusten Verfassung. Dies ist erstens darauf zurückzuführen, dass die Schweiz selbst nicht direkt an den globalen Schulden- und Immobilienexzessen in den Vorkrisen Jahren teilnahm und somit kein Schuldenproblem hat. Vielmehr sind die Bilanzen der öffentlichen und privaten Haushalte sowie der Unternehmen in einem sehr guten Zustand. Zweitens dürfte die Zuwanderung anhalten, was die Wirtschaft weiterhin stützt. So sollte der Privatkonsum, trotz relativ schlechter Konsumentenstimmung, auch dieses Jahr zulegen. Obwohl die Arbeitslosenrate leicht gestiegen ist, rechnen wir dieses Jahr mit einer Zunahme der Beschäftigung. Gemäss den Resultaten der UBS-Lohnumfrage vom Herbst 2011 ist für 2012 eine Nominallohnerhöhung von 1,1 Prozent zu erwarten. Die Einkommen dürften somit im laufenden Jahr deutlich ansteigen, wahrscheinlich stärker als das Bruttoinlandprodukt. Die zunehmenden Einkommen werden den Immobilienmarkt insgesamt stützen.

Euro-Mindestkurs bringt 2012 tiefe Zinsen...

Neben der Zuwanderung und den steigenden Einkommen dürften auch die tiefen Zinsen den Immobilienmarkt weiterhin begünstigen. Indirekt ist die Schweiz insofern von der weltweiten Schuldenkrise betroffen, als die Schweizer Geldpolitik von der amerikanischen und der europäischen Notenbank beeinflusst wird. Die Federal Reserve Bank und die Europäische Zentralbank führen eine sehr expansive Geldpolitik, da ihre Wirtschaftsräume immer noch stark unter den Nachwehen der geplatzten Schuldenblase leiden. Aus Rücksicht auf den Franken-Wechselkurs muss die Schweizerische Nationalbank (SNB) diese expansive Geldpolitik mitmachen.

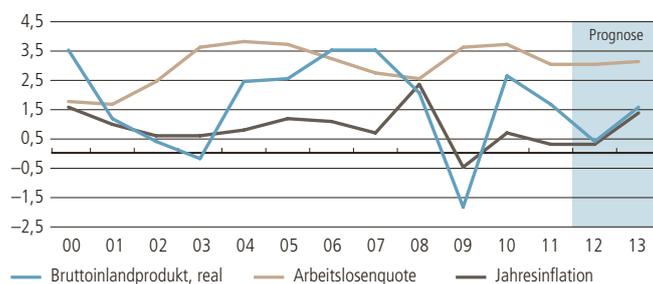
Solange die SNB die Kursuntergrenze des Schweizer Frankens zum Euro von 1,20 beibehält, kann sie weder die Zinsen erhöhen noch die überschüssige Liquidität abschöpfen, da beides den Franken stärken würde. Falls die Märkte die Entschlossenheit der SNB, an der Kursuntergrenze festzuhalten, testen sollten, dann müsste die SNB mehr Franken drucken und/oder Devisen kaufen. Dies würde die Notenbankgeldmenge noch weiter ansteigen lassen, was wiederum den Abwärtsdruck auf die kurzfristigen Zinsen stärker erhöhen würde. Die SNB hat somit die Kontrolle über die Geldpolitik temporär verloren – zugunsten eines stabilen Wechselkurses. Solange die Wechselkursgrenze bestehen bleibt, dürften die Zinsen am kurzen Ende tief bleiben. Schweizerische Anlagen, darunter auch Anleihen, gelten als sichere Häfen. Während die europäische Schuldenkrise andauert, dürfte das Sicherheitsargument die längerfristigen Inflationsbedenken jedoch übertrumpfen, so dass auch die längerfristigen Zinsen nur sehr langsam, falls überhaupt, ansteigen dürften.

...und einen Anstieg der Inflation

Die Weitergabe von Wechselkursgewinnen des Detailhandels sorgt für negative Jahresteuerraten, da der Anteil importierter Güter am Warenkorb des Landesindex der Konsumentenpreise 27 Prozent beträgt. Unter der Annahme, dass der Franken nicht weiter aufwertet, dürfte die Weitergabe von «Euro-Rabatten» an Konsumentinnen und Konsumenten im Laufe des Jahres ein Ende nehmen. Dann dürften die preisdämpfenden Effekte auslaufen und die Teuerungsraten ansteigen.

Konjunktur schwächt sich ab

Bruttoinlandprodukt (BIP) im Vorjahresvergleich, Arbeitslosenquote und Jahresinflation (alles in Prozent)



Quellen: Seco, SNB, UBS WMR

Für das Gesamtjahr rechnen wir mit einer Teuerungsrate, die nahe bei 0 Prozent liegt. Längerfristig sehen wir jedoch, nicht zuletzt aufgrund der expansiven Geldpolitik, steigende Konsumentenpreise. Wir erwarten, dass die Teuerung ab Mitte 2012 ansteigen und ab Ende 2013 eine längere Zeit über dem Teuerungsziel der SNB von 2 Prozent verharren wird.



Digi / Dreamstime.com

Bevölkerung und Beschäftigung

Sowohl die Schweizer Bevölkerung als auch die Zahl der Beschäftigten nehmen weiter zu. Eine Trendwende ist vorerst nicht in Sicht. Preisanstiege von Wohnimmobilien ziehen regionale Bevölkerungsbewegungen mit sich. Den grössten Beschäftigungszuwachs konnte der tertiäre Sektor verzeichnen.

Seit Einführung der vollen Personenfreizügigkeit am 1. Juni 2007 hat die jährliche Wachstumsrate der Schweizer Bevölkerung die Ein-Prozent-Marke überstiegen. Hochrechnungen aufgrund der Monatsdaten des Bundesamts für Statistik lassen für 2011 ein Wachstum von 1,2 Prozent erwarten. Die Zunahme ist zu einem grossen Teil auf den Wanderungssaldo zurückzuführen; die internationale Migration dürfte wiederum mehr als 80 Prozent des Wachstums ausgemacht haben.

Stetige Bevölkerungszunahme

Auch im neuen Jahr erwarten wir keine Trendwende beim Bevölkerungswachstum. Die Schweiz bleibt als Wohn- und Arbeitsstandort nach wie vor attraktiv. Nicht zuletzt dürften Sparmassnahmen und potenzielle Steuererhö-

hungen in den Euroländern den Migrationsdruck in die Schweiz weiterhin aufrechterhalten. Aufgrund der sich abzeichnenden Konjunkturabschwächung in der Schweiz gehen wir für 2012 von einer tieferen Wachstumsrate der Bevölkerung aus; sie dürfte aber immer noch um die Ein-Prozent-Marke liegen. Eines steht fest: Das Knacken der Acht-Millionen-Grenze ist bloss eine Frage der Zeit.

Bevölkerungsbewegungen in Hochpreisregionen

Das anhaltend hohe Bevölkerungswachstum ist kurzfristig ein Treiber der Immobilienpreise. Der Zusammenhang zwischen der Bevölkerungszunahme und der Immobiliennachfrage beziehungsweise den Immobilienpreisen wirkt indes in beide Richtungen: Rückkoppelungen beeinflussen die regionale Bevölkerungsverteilung. Hohe Preise an Spitzenlagen führen dabei zu Bevölkerungsbewegungen, wodurch die umliegenden Regionen einen erhöhten Bevölkerungszuwachs erfahren.

So verzeichnete der Kanton Zug in den letzten Jahren zwar einen Bevölkerungszuwachs aus

Elias Hafner
Wealth Management Research
UBS AG

dem Ausland, gleichzeitig wanderte jedoch eine beträchtliche Anzahl Personen in andere Kantone ab. Profitiert haben dabei vor allem die benachbarten Kantone mit attraktiven Wohnbedingungen. Wir erwarten, dass sich dieser Trend in verschiedenen Hochpreisregionen fortsetzen wird.

Beschäftigungswachstum dürfte sich verlangsamen

Mit dem Wachstum der Bevölkerung stieg auch die Beschäftigung. Von 2006 bis 2011 nahm die Anzahl der vollzeitäquivalenten Stellen in der Schweiz insgesamt um beinahe 7,5 Prozent zu, was ein durchschnittliches Wachstum von rund 1,5 Prozent pro Jahr bedeutet. Diese Entwicklung verlief jedoch nicht graduell; der Höchststand der Stellen vor der Finanzkrise 2008/2009 wurde erst zwei Jahre später wieder erreicht. Auch 2011 dürfte die Beschäftigung angestiegen sein. Dies wird in den vom Bundesamt für Statistik veröffentlichten Daten für die ersten drei Quartale bestätigt. Das verarbeitende Gewerbe,

das vor allem für den Gewerbeflächenmarkt von Bedeutung ist, steigerte in den ersten drei Quartalen 2011 die Beschäftigung um 1,0 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Das grösste Wachstum verzeichnete dabei die Uhrenindustrie. Die fundamental wichtigen Branchen für den Büroflächenmarkt zeigen mit insgesamt 1,4 Prozent eine gar höhere Dynamik. Vor allem die IT-Branche konnte von starken Zuwächsen berichten. Die Entwicklung im Detailhandel, der als Treiber für die Verkaufsflächen gilt, fiel mit einem Minus von 1,4 Prozent enttäuschend aus.

Arbeitsmarktdaten deuten darauf hin, dass das Beschäftigungswachstum nicht für das ganze Jahr 2011 aufrechterhalten werden konnte. Im Oktober 2011 wurde erstmals wieder ein Anstieg der Arbeitslosenquote registriert. Aufgrund unserer Hochrechnung erwarten wir eine Steigerung der vollzeitäquivalenten Beschäftigten für 2011 um 1,1 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Für 2012 gehen wir von einem abgeschwächten Wachstum der Beschäftigung von 0,5 Prozent aus.

Überblick Markttreiber Immobilien

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

	2012 ¹	2011 ²	2010	2009	10 Jahre ³
Konjunktur und Einkommen					
Bruttoinlandprodukt, real	0,4	1,7	2,7	-1,9	1,7
Bauinvestitionen, real	1,5	2,1	3,5	3,0	1,6
Lohnwachstum, real	0,8	1,2	0,5	2,6	0,7
Inflation und Zinsen					
Durchschnittliche Jahresteuierung	0,3	0,3	0,7	-0,5	0,8
3-Monats-Libor CHF ⁴	0,0	0,1	0,2	0,3	0,9
Rendite 10-Jahres-Bundesobligationen ⁴	1,4	0,8	1,7	1,9	2,1
Bevölkerung und Beschäftigung					
Bevölkerungsbestand	0,9	1,2	1,1	1,1	0,9
Beschäftigung, in Vollzeitäquivalenten	0,5	1,1	0,6	-0,3	0,9
Arbeitslosenquote	3,1	3,1	3,9	3,7	3,3

¹ Prognose UBS WMR

² Hochrechnungen beziehungsweise Prognosen UBS WMR (Stand 3. Januar 2012)

³ Mittelwert: 2002 bis 2011

⁴ Ende Jahr

Quellen: Seco, BFS, UBS WMR



Lightroom / Dreamstime.com

Wohnimmobilien

Eigenheime – *geeignete Fluchtanlage?*

Immobilien gelten als sichere Anlageklasse. So erstaunt es nicht, dass als Folge der aktuellen Marktturbulenzen immer mehr Gelder in Schweizer Wohnimmobilien fließen. Eine gefährliche Tendenz.

Am 6. September 2011 schrieb die Schweizerische Nationalbank Geschichte. In einer kurzen Medienmitteilung legte sie in ihrem Kampf gegen die Währungsstärke einen Mindestkurs von 1,20 Schweizer Franken pro Euro fest. Rund drei Wochen später verlor auch der Rohstoff Gold, ausgelöst durch einen negativen Wirtschaftsausblick der US-Notenbank Federal Reserve, 12 Prozent seines Werts und damit einen Teil seines Glanzes. Die beiden hochstilisierten Fluchtanlagen erlitten damit innert kürzester Zeit einen herben Rückschlag, und zwar in einer Situation, in der sowohl der US-Dollar als auch der Euro gravierende strukturelle Probleme haben.

Wie sicher ist der Backstein?

Gesucht ist eine Anlageform, die für das Gold

und den Franken in die Bresche springen kann. Eignet sich der Schweizer Backstein als Fluchtanlage? Generell gilt der Backstein als robust, langlebig und wetterfest, weshalb er sich seit Jahrhunderten bei Architektinnen und Bauherren grosser Beliebtheit erfreut.

Ähnliche Eigenschaften werden im übertragenen Sinne auch Immobilien nachgesagt, insbesondere dass sie eine sichere Anlageklasse bilden. Doch es täuscht. Hauptauslöser der sechs letzten grossen Banken Krisen der Industrieländer waren stets Immobilien: 1970er Jahre Spanien, 1980er Jahre Norwegen, 1990er Jahre Schweden, Finnland und Japan sowie aktuell die USA. Was macht Wohnimmobilien so gefährlich?

Die Marktgrösse als Klumpenrisiko

In einer entwickelten Volkswirtschaft ist der Immobiliensektor aufgrund seiner Marktgrösse stets ein Klumpenrisiko. In der Schweiz bildete diese Anlageklasse 2010 in der Vermögensstruktur der privaten Haushalte mit einem An-

Claudio Saputelli
Wealth Management Research
UBS AG

teil von 42 Prozent bei weitem das grösste Aktivum (zum Vergleich: Aktien 6,4 Prozent, Anleihen 3,5 Prozent). In den letzten sieben Jahren erhöhte sich der Wert der Immobilien in Privatbesitz sogar um über 40 Prozent auf rund 1415 Milliarden Franken. Diese Zahlen zeigen die enormen Auswirkungen von Preisveränderungen bei Wohnimmobilien auf die aggregierten Vermögensbestände der privaten Haushalte.

Der Einfluss der Geldpolitik

Verfolgt eine Notenbank eine expansive Geldpolitik, so absorbiert der Immobilienmarkt aufgrund seiner Grösse häufig die neu geschaffene Liquidität. Die mit der Geldmengenerweiterung einhergehende Zinssenkung steigert die Nachfrage und kurbelt das Wirtschaftswachstum über drei Kanäle an. Erstens erhöhen die steigenden Häuserpreise die Profitabilität der Baubranche und somit die Bautätigkeit. Zweitens nimmt aufgrund anziehender Häuserpreise auch das gefühlte Vermögen der Haushalte und folglich der Privatkonsum zu. Drittens müssen Banken aufgrund abnehmender Kreditrisiken weniger Rückstellungen vornehmen, was zur Ausdehnung des Hypothekarkreditvolumens führt.

Bei restriktiver Geldpolitik hingegen beziehungsweise bei stark steigenden Zinsen – das heisst bei Verschärfung der Kreditkonditionen – wirken sich diese drei Effekte negativ auf das Wirtschaftswachstum aus. In vielen Industrieländern beträgt die Differenz des durchschnittlichen fünfjährigen Wirtschaftswachstums vor und nach dem Platzen einer Immobilienblase extrem hohe 3 (Schweiz 1990er Jahre) bis 8 (Irland aktuell) Prozentpunkte.

Wenn die Abwärtsspirale dreht

Der Hauptgrund solcher Wirtschaftskontraktionen liegt im impliziten Teufelskreis, der sich über mehrere Jahre erstrecken kann. Die Schweiz machte diese schmerzliche Erfahrung in den 1990er Jahren. Als Folge sinkender Immobilienpreise verschärfen die Banken ihre Belehnungsstandards. Dadurch können immer mehr Kreditnehmer ihren Pflichten nicht mehr nachkommen und sehen sich zum Verkauf ihrer Objekte gezwungen. Die Preise sinken immer schneller. Da Immobilien nicht nur in

den Bilanzen der Haushalte, sondern auch bei Finanzinstituten einen grossen Posten darstellen, kommt es synchron bei den Kreditgebern zu grösseren Abschreibungen. Und die Krise nimmt ihren unvermeidlichen Lauf.

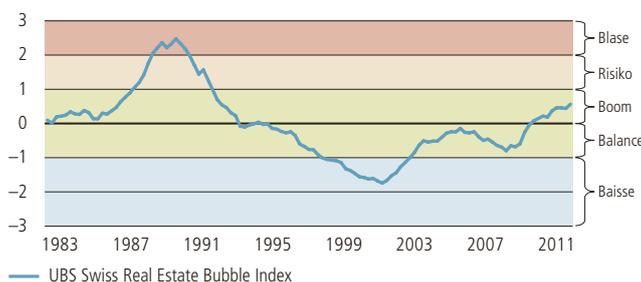
Bedrohliche Ungleichgewichte in der Schweiz

In der Schweiz sind die Fundamentaldaten des Wohnimmobilienmarkts robust. Tiefe Zinsen freuen (potenzielle) Hauseigentümer wie noch nie. Die Bevölkerung wächst seit 2007 jährlich knapp in der Grössenordnung der Einwohnerzahl der Stadt Winterthur. Dennoch bekommt die über weite Strecken herrschende Zuversicht immer grössere Risse. In nur fünf Jahren haben die Preise der Eigentumswohnungen schweizweit um rund 35 Prozent zugenommen (Region Zürich 40 Prozent, Region Genfersee 70 Prozent).

Zwar droht momentan keine Abwärtsspirale, aber eine Beruhigung ist auch nicht in Sicht. Der *UBS Swiss Real Estate Bubble Index* steht auf «Boom», aber die Ungleichgewichte im Wohnimmobilienmarkt haben sich in den letzten Jahren massiv vergrössert: Ungesund tiefe Zinsen, deutlich zu optimistische Erwartungen seitens der Investoren sowie mangelnde Perspektiven in der Eurozone gekoppelt mit fehlenden Anlagealternativen sind eine gefährliche Mixtur. In den nächsten zwölf Monaten erwarten wir trotz schlechterer Wirtschaftslage weitere Preissteigerungen von rund 4,0 Prozent für Eigentumswohnungen und 3,5 Prozent für Einfamilienhäuser.

Boomender Wohnimmobilienmarkt

UBS Swiss Real Estate Bubble Index, Stand 3. Quartal 2011



Quelle: UBS WMR

Solide Finanzierung anstreben

Ein grösseres Risiko orten wir, sobald die globale Konjunktur wieder so richtig anspringt und die Schweizer Wirtschaft einen Wachstumsschub verzeichnet. Dann besteht die Gefahr, dass die Schweiz mit deutlich überbewerteten Immobilien in die Zinssteigerungsphase eintritt. Grössere Preiskorrekturen und Rückschläge auf die Gesamtwirtschaft lassen sich dann nicht mehr ausschliessen.

Wir empfehlen daher beim Erwerb eines Wohnobjekts ein solches Szenario spätestens bei der Finanzierungsentscheidung zu berücksichtigen. Der Schweizer Backstein ist zwar gegen Witterungsänderungen gefeit, als sichere Allwetterfluchtanlage ist er aber nicht zu empfehlen.



Miech / Dreamstime.com

Mietwohnungen – *zunehmende Bautätigkeit*

Zur voraussichtlichen Abnahme der Migration durch die Konjunkturabkühlung gesellt sich eine Angebotsausweitung auf dem Mietwohnungsmarkt. Entsprechend ist mit leicht steigenden Leerwohnungsziffern und einer Abflachung des Mietpreiswachstums zu rechnen.

Die Dynamik im Wohnungsbau hat sich 2011 verstärkt. Waren im Vorjahresquartal noch 69 000 Wohneinheiten im Bau, so stieg die Zahl im dritten Quartal 2011 um 2,3 Prozent auf rund 70 600. Bei den Baubewilligungen resultierte in den ersten drei Quartalen 2011 ein Plus von 14,5 Prozent im Vergleich zum Vorjahr.

Urbane Schwerpunkte, kein Bauboom

Der Wohnungsneubau erfolgt vermehrt in städtischen Gebieten. Im Vorjahresvergleich stieg in den ersten drei Quartalen 2011 die Anzahl erteilter Baubewilligungen in den Agglomerationen der fünf grössten Städte (Zürich, Genf, Basel, Bern und Lausanne) summiert um 19,2 Prozent, wobei Zürich mit 43,7 und Genf mit

21,9 Prozent Spitzenreiter waren. Auch die Zahl der neu erstellten Wohnungen erhielt in den Agglomerationen der fünf grössten Städte 2011 erheblichen Auftrieb. Doch von einem historischen Bauboom kann aus heutiger Sicht nicht gesprochen werden. Per drittes Quartal 2011 kamen innerhalb eines Jahres insgesamt 43 700 Neuwohnungen auf den Markt, was annähernd dem langjährigen Durchschnitt entspricht. Eine Verschiebung in Richtung Mietermarkt (Angebotsüberhang) ist daher vorerst nicht absehbar, zumal auch die Leerwohnungsziffer 2011 das dritte Jahr in Folge knapp unter der Ein-Prozent-Marke lag.

Abflachendes Mietpreiswachstum erwartet

Die Angebotsmieten (Mieten für Wieder-, Erst- oder Neuvermietung) stiegen per September 2011 im Vorjahresvergleich schweizweit um 1,9 Prozent. Die stärksten Mietpreisanstiege wurden in der Region Zentralschweiz (3,1 Prozent), der Region Genfersee (2,9 Prozent) und der Ostschweiz (1,8 Prozent) verzeichnet. Da sich die Migration konjunkturbedingt abschwächen dürfte, führt die zu erwartende Angebotsaus-

Marcin Paszkowski
Global Asset Management
UBS AG

weitung zu leicht steigenden Leerwohnungsziffern sowie einer Abflachung des Mietpreisswachstums. Insbesondere die Vermietung grosser Wohnungen im oberen Preissegment dürfte schwieriger werden, da diese in direkter Konkurrenz zum in der gegenwärtigen Tiefzinsphase günstigeren Wohneigentum stehen. Auch die Bestandesmieten (Mieten für fortbestehende Mietverhältnisse) dürften als Folge des tiefen Referenzzinssatzes stabil bleiben.

Anhaltend hohes Preisniveau und Kapazitätsengpässe

Im ersten Halbjahr 2011 nahm die Nachfrage nach Immobilien aufgrund des Anlagedrucks von Investoren stark zu. Dies manifestierte sich in einem erneuten Anstieg der Immobilienpreise für Mehrfamilienhäuser. So verringerten sich die Spitzenrenditen in der Stadt Zürich von 3,4 Prozent im vierten Quartal 2010 auf 3,1 Prozent im dritten Quartal 2011. Insbesondere bei Liegenschaften bis 5 Millionen Franken dürften die ohnehin sehr tiefen Netto-Anfangsrenditen (Netto-Mieteinnahmen im ersten Jahr im Verhältnis zum Kauf-

preis) weiter unter Druck geraten. Der Preisanstrieb dieses Segments ist massgeblich auf den hohen Anteil an Privatinvestoren zurückzuführen, die mit höherer Fremdverschuldung operieren als institutionelle Anleger und sich im aktuellen Zinsumfeld meist mit tieferen Anfangsrenditen zufriedengeben. Bei Mehrfamilienhäusern mit einem Investitionsvolumen über 10 Millionen Franken dürfte der Preisanstrieb geringer ausfallen; die Anzahl an Transaktionen in dieser Grössenordnung ging bereits deutlich zurück.

Aufgrund der Frankenstärke, der unsicheren Konjunktorentwicklung sowie eines geringen Inflationsdrucks ist dieses Jahr nicht mit einer spürbaren Anhebung des Zinsniveaus zu rechnen. Daher dürften die Preise auf dem Transaktionsmarkt hoch und die Anlagemöglichkeiten mit nachhaltigen Renditen rar bleiben. Verkäuferseitig bietet das aktuell hohe Preisniveau eine ausgezeichnete Ausgangslage für anstehende Portfoliobereinigungen, da auch periphere Lagen und mindere Objektqualitäten sich gegenwärtig einer hohen Nachfrage erfreuen.

Überblick Wohnimmobilien

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

	2012 ¹	2011 ²	2010	2009	10 Jahre ³
Wohnbau und Leerstände					
Reinzugang Wohnungen (Anzahl)	52 000	49 000	45 005	38 977	40 221
Leerwohnungsquote	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0
Mietwohnungen					
Angebotspreise Mietwohnungen	1,5	2,5	1,7	3,5	3,2
Angebotspreise Mietwohnungen Neubau	-0,5	-2,0	-1,4	-4,5	3,0
Preisindex Bestandesmieten	1,0	1,3	1,1	2,4	1,6
Hypothekarischer Referenzzinssatz ⁴	2,3	2,5	2,8	3,0	-
Leerstehende Mietwohnungen (Anzahl)	-	30 816	28 947	26 343	28 976
Gesamtrendite Direktanlage Wohnen	5,5	5,5	5,8	5,3	5,5
Eigenheime					
Angebotspreise Eigentumswohnungen	4,0	4,5	5,2	6,4	4,2
Transaktionspreise Eigentumswohnungen	-	7,5	5,8	3,2	5,1
Angebotspreise Einfamilienhäuser	3,5	4,0	4,7	5,0	3,2
Transaktionspreise Einfamilienhäuser	-	6,0	2,8	0,4	3,4
Variabler Hypothekarzinsatz, alle Banken ⁴	2,7	2,7	2,7	2,7	3,1
Wachstum Hypothekarkredite, alle Banken	5,1	4,8	5,0	4,9	4,4
Leerstehende Eigenheimwohnungen (Anzahl)	-	7 601	7 766	8 418	7 849

¹ Prognose UBS WMR

² Hochrechnungen beziehungsweise Prognosen UBS WMR (Stand 3. Januar 2012)

³ Mittelwert: 2002 bis 2011

⁴ Ende Jahr

Quellen: Wüest & Partner, BFS, SNB, IPD, UBS WMR

Sanierungsstau und die *Rolle des Staats*

Matthias Holzhey
Wealth Management Research
UBS AG

Der Sanierungsstau in der Schweiz ist in aller Munde. In einer freien Marktwirtschaft werden Investitionen nur getätigt, wenn sie sich lohnen. Der Staat greift zwar über verschiedene Regulierungen ein, doch die Auswirkungen sind gering. Der Sanierungsmarkt Schweiz ist intakt.

Unaufhaltsam nagt der Zahn der Zeit an der Bausubstanz des Schweizer Immobilienbestands. So sind die im Bauboom der 1960er Jahre errichteten Liegenschaften in ein Alter gekommen, in dem umfangreichere Sanierungen anfallen. Doch gemäss Bundesamt für Statistik sind die Umbauinvestitionen in den letzten Jahren nicht explodiert. Herrscht nun in der Schweiz ein Sanierungsstau?

Aus den offiziellen Statistiken kann nicht ermittelt werden, ob der Sanierungsmarkt in Verzug geraten ist. Vergleicht man die theoretisch zu tätigen Investitionen (auf Basis der Abschreibungen auf dem Wert des Wohnungsbestands) von 10 bis 15 Milliarden Franken im Jahr mit den statistisch erfassten Umbauinvestitionen von etwa 4 Milliarden Franken pro Jahr, ergibt sich eine grosse Diskrepanz. Die Statistik erfasst jedoch nur meldepflichtige Sanierungen und auch die Schätzung der anfallenden Sanierungsausgaben ist sehr ungenau. Somit kann ein Sanierungsstau weder bestätigt noch verneint werden.

Der Aufwand muss sich lohnen

Wie Adam Smith, der Begründer der klassischen Nationalökonomie, schon vor mehr als 200 Jahren erkannte, entstehen die besten Resultate für das Gemeinwohl durch den freien Wettbewerb. In einer liberalen Marktwirtschaft werden Investitionen so lange getätigt, wie der Zusatznutzen die Zusatzkosten übersteigt. Vereinfacht lässt sich sagen: Der Aufwand muss sich auszahlen. Übertragen auf den Immobilienmarkt heisst dies, dass in einer liberalen Marktwirtschaft gar kein Sanierungsstau entstehen kann. Der Eigentümer wird sein Haus dann sanieren, wenn der Nutzen der Investition den Kosten entspricht oder diese übersteigt. Allerdings können äussere Einflüsse auf der Kosten- oder Nutzenseite den Sanierungsgrad stark beeinflussen.

Der Staat beeinflusst den Sanierungsmarkt

Der Immobilienmarkt ist stark reguliert. Es stellt sich die Frage, ob der Staat auch auf dem Sanierungsmarkt eine zentrale Rolle spielt. Gesetzliche Rahmenbedingungen, Subventionen und steuerliche Abzugsmöglichkeiten können Sanierungsentscheide massgeblich beeinflussen. Staatliche Eingriffe in den Markt haben grundsätzlich ihre Berechtigung, falls damit ein effizienter Sanierungsgrad erreicht werden kann. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn durch eine Sanierung positive externe Effekte ausgelöst werden. Dies sind Auswirkungen der Sanierung auf Drittpersonen, wie eine renovierte Fassade, die auch den Nachbarn erfreut.

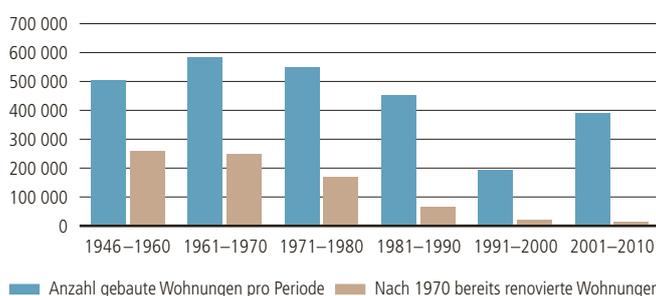
Kostensteigerung durch Denkmalpflege verhindert nur wenige Sanierungen

Ein klassisches Beispiel positiver externer Effekte ist der Erhalt von kulturhistorisch bedeutender Bausubstanz und das Bewahren von intakten Ortsbildern. Die Einhaltung der Vorgaben der Denkmalpflege beziehungsweise des Heimatschutzes verteuert eine Sanierung allerdings in den meisten Fällen enorm. Eigentümer historisch bedeutsamer Liegenschaften müssten entschädigt werden, wenn sie die Sanierung heimatschutzkonform durchführen. In der Praxis decken entrichtete Subventionen jedoch nur einen kleinen Teil der Kosten. Effektiv bleibt der Immobilieneigentümer damit vor die Wahl gestellt: teure Sanierung gemäss Denkmalpflege oder Verlotterung.

Die hohen Kosten reduzieren automatisch die Zahl der Sanierungen und führen zu einem Sanierungsstau. Ob dies aber einen mehr als

Grosse Zahl an anstehenden Sanierungen

Anzahl Wohnungen nach Bau- und Renovationsperiode



Quellen: Wohnungszählung 2000, UBS WMR

marginalen Einfluss auf die Renovationstätigkeit hat, ist schwer abzuschätzen. Als Baudenkmäler gelten gemäss Heimatschutz rund 5 bis 10 Prozent aller Gebäude. Da aber knapp ein Fünftel der Häuser in der Schweiz als historisch gilt (vor 1920 erbaut), werden wohl über 10 Prozent der Sanierungsfälle Auflagen der Denkmalpflege bekommen. Doch mangels Alternativen wird die aus den Auflagen resultierende Verteuerung nur eine geringe Zahl an Sanierungen blockieren.

Verbilligung energetischer Sanierungen führt zu geringem Sanierungsüberschuss

Das wohl prominenteste Beispiel von staatlichem Einfluss bei Sanierungen in der Schweiz ist die Förderung energetischer Sanierungen. Durch die erfolgreiche CO₂-Reduktion wird ein positiver externer Effekt erzielt. Da die Einsparungen durch eine energetische Sanierung die entstehenden Kosten nicht decken, werden energetische Sanierungen staatlich subventioniert. Dabei entsteht ein Sanierungsüberschuss; die hierfür verwendeten Mittel sind nicht unbedeutend. Die finanzielle Unterstützung erfolgt einerseits direkt über Subventionen und andererseits indirekt über die volle steuerliche Abzugsfähigkeit der Kosten.

Die Fördersumme für die direkten Unterstützungszahlungen beträgt ab 2010 jährlich 280 bis 300 Millionen Franken und war aufgrund der hohen Nachfrage bisher jeweils rasch ausgeschöpft. Im Einzelfall beläuft sich die Höhe der Subventionen grob geschätzt auf etwa 15 bis 20 Prozent des Sanierungsaufwands. Neben den erwähnten direkten Unterstützungsleistungen führt die volle Abzugsfähigkeit solcher Sanierungskosten gemäss Finanzdepartement zu Steuerausfällen von 1,1 bis 1,7 Milliarden Franken bei Gemeinden, Kantonen und Bund. Diese Zahlen implizieren den grossen Einfluss dieser Verbilligungen auf den Sanierungsmarkt. Doch da gemäss Bundesamt für Energie 70 bis 80 Prozent der Umbauten auch ohne Subventionen durchgeführt worden wären, dürfte der effektive Sanierungsüberschuss relativ gering sein.

Mietrecht begünstigt Sanierungsüberschuss in städtischen Zentren

Regulatorische Hürden verunmöglichen oftmals die Anpassung von Mieten bei bereits bestehen-

den Mietverhältnissen. Das Mietrecht bietet jedoch ein Schlupfloch: Im Falle einer umfassenden Sanierung kann gemäss Bundesgerichtsurteil (2008) allen Mietparteien gekündigt werden. Mittels Sanierung und anschliessender Neuvermietung können so Mietpreise angehoben werden, was sich in den angespannten Mietmärkten der städtischen Zentren durchaus lohnt. Da bei einer Sanierung zusätzlich 50 bis 70 Prozent der Kosten auf die Mieter überwält werden dürfen, kann die neue Miete dann auch über den ortsüblichen Verhältnissen liegen. Unter dem Strich setzt diese Praxis aber nur in einigen städtischen Märkten starke Anreize für einen Sanierungsüberschuss.

Der Sanierungsmarkt ist intakt

Der Anblick eines verlotternden Gebäudes allein lässt noch lange nicht darauf schliessen, dass die «unsichtbare Hand» des Markts versagt hat oder gar ein Sanierungsstau herrscht. Dazu kommt, dass sich eine Sanierung in einer Region, wo die Hauspreise sinken, oftmals nicht lohnt. Gesamthaft gesehen ist der Sanierungsmarkt in der Schweiz intakt. Erstens ist der Einfluss des Staates trotz gewissen Regulierungen gering und zweitens bestehen eher Anreize, zu viel anstatt zu wenig zu sanieren.

Sanieren vor dem Verkauf?

Wer ein neues Heim bezieht, möchte nicht noch Zeit und Geld in die alte Bleibe investieren. Es kann sich aber auszahlen, ein Haus oder eine Wohnung vor dem Verkauf zu renovieren. Erstens kennt der Verkäufer sein Haus und das lokale Gewerbe und hat mit einer Sanierung weniger Aufwand als der Käufer. Dieser Informationsvorsprung lässt sich zu Geld machen. So sind viele Käufer bereit, einen Aufpreis für ein renoviertes Heim zu zahlen. Erhebungen in den USA zeigen, dass Renovationen von Küche oder Bad mehr als das Doppelte des Aufwands über den höheren Verkaufspreis wieder einbringen. Zweitens ist der Kauf einer Wohnung oder eines Hauses oftmals auch ein emotionaler Entscheid und eine Sanierung kann die Wahrnehmung positiv beeinflussen. Die Bedeutung dieser psychologischen Komponente zeigt sich an der Existenz von Firmen, die Home Styling oder Home Staging anbieten. Dabei wird die Immobilie vor dem Verkauf mit Designermöbeln oder gar Schönheitsrenovationen aufgepeppt, was den Verkaufspreis anheben soll. Auch geringfügige Pinselsanierungen scheinen sich also auszuzahlen. Zwar setzt eine Sanierung genügend freie finanzielle Mittel voraus, doch lässt sich dabei mit relativ wenig Aufwand ein schöner Zusatzertrag erzielen.

Verkehrsinfrastruktur-Projekte *treiben Immobilienwerte nur bedingt*

Die gute Erreichbarkeit einer Region macht ihren Immobilienmarkt attraktiv. Eine neue Verkehrsinfrastruktur kann aber nur dann einen Preiseffekt auslösen, wenn die Region Entwicklungspotenzial hat.

Der jurassische Bezirk Porrentruy an der Grenze zu Frankreich befindet sich bevölkerungsmässig seit geraumer Zeit im Winterschlaf. Seit dem Höchststand von knapp 25 000 Einwohnerinnen und Einwohnern im Jahr 1995 stagniert die Bevölkerung weitgehend; in vielen Gemeinden ist sie sogar rückläufig. Entsprechend leidet der Wohnungsmarkt. Es überrascht wenig, dass die Region ihre Fühler nach urbanen Zentren ausstreckt und von deren Dynamik profitieren will.

Die jurassischen Gemeinden versprechen sich daher viel von zwei Jahrhundertprojekten der Verkehrsinfrastruktur: Mit dem Anschluss an den grenznahen TGV-Bahnhof kurz vor Jahreswechsel liegt Porrentruy schweizweit verkehrstechnisch am nächsten bei Paris. Hinzu kommt der Ausbau der Transjurane, welche die Reise sowohl nach Biel erleichtert als auch eine Anbindung zur französischen Autobahn ermöglicht. Doch der grosse Anstieg der Immobilienpreise dürfte ausbleiben.

Die (Preis-)Lage von Immobilien

Insgesamt wirken verschiedene Faktoren auf den Wert einer Immobilie. Berücksichtigt werden neben den Eigenschaften des Objekts auch seine Mikro- und Makrolage. Während die Mikrolage die Lage innerhalb einer Ortschaft bezeichnet, beschreibt die Makrolage die Lage der Immobilie im grossräumigen Kontext. Von grosser Bedeutung ist dabei die Zentralität, also die Erreichbarkeit des nächsten Grosszentrums. Ein verkehrstechnisch günstiger Anschluss an Grosszentren ist in zweierlei Hinsicht ein wichtiger Standortfaktor. Grosszentren weisen eine hohe Dichte und ein breites Spektrum an Dienstleistungsangeboten wie Einkaufsmöglichkeiten oder Gesundheitsversorgung auf. Zusätzlich konzentrieren sich in Grosszentren potenzielle Arbeitsstätten.

Die entscheidende Grösse, die einen Standort attraktiv macht und sich in den Immobilienpreisen reflektiert, ist jedoch die Erreichbarkeit

beziehungsweise die Reisezeit zum nächsten Grosszentrum und die damit verbundenen Opportunitätskosten (entgangener Nutzen) der Zeit. Entsprechend müssten die Immobilienpreise mit zunehmender Distanz zu einem Grosszentrum abnehmen. Allerdings können sich auch Steuereffekte und die geografische Lage der Ortschaft nebst anderen Faktoren auf die Preise auswirken. Studien aus dem Ausland zeigen, dass die Preise von Immobilien nahe eines Verkehrsanschlusses im Schnitt 25 Prozent höher liegen können als von solchen, die 15 Kilometer oder mehr von der nächsten Verkehrsverbindung entfernt sind. Preisdiskrepanzen zwischen regionalen Immobilienmärkten in der Schweiz zeigen, dass sich Zentralität auch in den hiesigen Immobilienpreisen niederschlagen kann – aber nicht muss.

Keine markanten Preisanstiege trotz Lötschbergtunnel

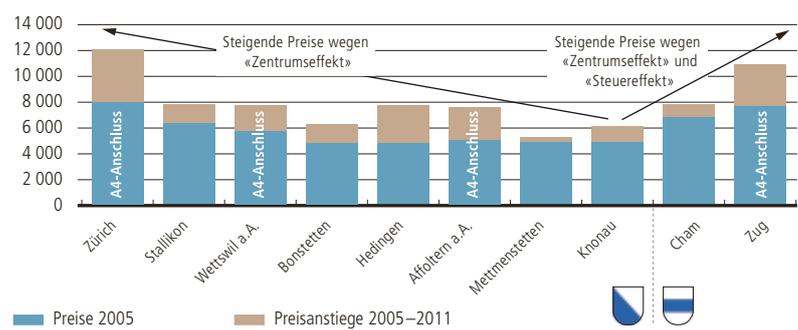
Das Raumkonzept der Schweiz wurde im Jahr 2007 mit dem Durchstich des Lötschberg-Basistunnels sichtlich geprägt. Der Tunnel, der das Berner Oberland mit dem Kanton Wallis verbindet, hat die Reisezeit mit dem Zug erheblich verkürzt; zum Beispiel zwischen Bern und Visp um fast die Hälfte. Für die Tourismusgemeinden im Ober- und Unterwallis ist dies nicht unerheblich; viele melden eine Umsatzsteigerung durch den stärkeren Zulauf. Auch stellten die regionalen Zentren im Oberwallis eine Zuwanderung von Erwerbstätigen aus abgelegenen Bergdörfern fest, die eine zumutbare Pendlerdistanz zum Mittelland suchten. So hat beispielsweise der Wanderungssaldo in der Ortschaft Visp im Jahr

Claudio Saputelli
Wealth Management Research
UBS AG

Stefanie Schneuwly
Wealth Management Research
UBS AG

Autobahn A4 im Knonaeramt verändert relative Immobilienpreise

Angebotspreise Eigentumswohnungen im gehobenen Segment in Franken pro Quadratmeter Hauptnutzfläche



Quellen: Wüest & Partner, UBS WMR

2006 ins Positive gedreht und seither stetig zugenommen. Gleichzeitig wurde die Bautätigkeit in den Jahren 2006 und 2007 erhöht, so dass der Wohnungsbestand in dieser Zeitperiode beinahe um 2 Prozent wuchs. Trotzdem blieben Auswirkungen auf die lokalen Immobilienpreise weitgehend aus, denn mit dem steigenden Angebot erhöhte sich auch der Wohnungsleerstand.

Steigende Nachfrage im Knonaueramt

Anders verhält es sich im Knonaueramt hinter dem Albis. Die Fertigstellung des neuen A4-Autobahnabschnitts durch das Knonaueramt 2009 und die Eröffnung des Uetlibergtunnels im selben Jahr wirken in der ländlich geprägten Wohnregion entscheidend auf die Makrolage. Zwei Faktoren spielen dabei eine zentrale Rolle: Erstens haben der Uetlibergtunnel und der neue Autobahnabschnitt der A4 die Erreichbarkeit des Knonaueramts massiv verbessert. Sowohl die Fahrt in den Grossraum Zürich als auch in die Innerschweiz wurden entscheidend beschleunigt. Zweitens hat das Infrastruktur-Projekt zu einer starken Entlastung des Durchgangsverkehrs in den Gemeinden geführt. Seit der Genehmigung des Projekts im Jahr 1996 verspürten die Gemeinden im Knonaueramt ein starkes Bevölkerungswachstum von 20 Prozent (5 Prozent über dem kantonalen Durchschnitt). In Bonstetten und Knonau beläuft sich diese Ziffer für die Zeitperiode sogar auf über 40 Prozent. Der Wohnungsbau im Knonaueramt verharrt auf einem hohen Niveau. Während Anfang der Jahrtausendwende ein jährlicher Reinzugang von 200 Wohnungen üblich war, bewegte sich die Zahl in den letzten Jahren bei 400 Wohnungen. Die Angebotsausweitung konnte mit dem Nachfragezuwachs aber nicht Schritt halten, was sich in einem Preisanstieg für Wohneigentum äusserste. Vor allem Affoltern am Albis und Hedingen (seit 2005: +35 beziehungsweise +42 Prozent) nahmen diesbezüglich im Kanton Zürich Spitzenpositionen ein.

Gute Erreichbarkeit reicht nicht

Um Rückschlüsse auf die Auswirkung eines Verkehrsinfrastruktur-Projekts ziehen zu können, müssen zwei Aspekte berücksichtigt werden: das Mobilitätsverhalten von Pendlern und das Entwicklungspotenzial von Regionen. Beispielsweise steigert das Ende der Abschirmung durch

die Albiskette die Attraktivität der Gemeinde Knonau deutlich, weil die Pendlerdistanz zur nächsten Grossregion Zug attraktiv wird. Dies führt zu einer Aufwertung des lokalen Wohnungsmarktes. Für den jurassischen Bezirk Porrentruy fehlt allerdings ein solches Mobilitätsverhalten. Auch wenn sich die Reisezeit von Porrentruy nach Paris massiv verkürzt hat, werden sich Erwerbstätige aus Paris kaum für eine Wohnung im Jura entscheiden. Die Distanz zum nächsten Grossraum ist schlicht zu gross.

Eine verbesserte Erreichbarkeit vermag wirtschaftliche Impulse zu erzeugen, was eine Siedlungsentwicklung auslösen und so den Wohnungsmarkt beleben kann. Doch dies geschieht nicht automatisch. Verkehrsinfrastruktur-Projekte können nur dann ihre Wirkung auf die wirtschaftliche Prosperität entfalten, wenn die bediente Region über ein eigenes Entwicklungspotenzial verfügt. Für eine nachhaltige Steigerung der Immobilienwerte sind wirtschaftspolitische Massnahmen, welche die Ansiedlung neuer Unternehmen unterstützen und somit den Aufbau eines eigenständigen regionalen Zentrums fördern, zwingend notwendig.

Gute Infrastruktur stützt die Preise

Beim Kauf eines Eigenheims wird die idyllische ländliche Umgebung generell höher eingestuft als die Qualität der umliegenden Infrastruktur. Dies geht aus zwei Gründen oft ins Auge: Zum einen kann eine schlechte Anbindung an den öffentlichen Verkehr schnell zum Albtraum werden und zum anderen sind bei einem Wiederverkauf negative Überraschungen häufig vorprogrammiert. Es besteht nicht nur die Gefahr, dass sich die lokalen Marktpreise enttäuschend entwickeln (in knapp 20 Prozent aller Schweizer Gemeinden stiegen die Immobilienpreise in den letzten fünf Jahren um weniger als 10 Prozent), sondern auch, dass das Objekt längere Zeit nicht verkauft werden kann.

Zielt ein Käufer auf eine werterhaltende Investition ab, so empfiehlt es sich, in Immobilienmärkte zu investieren, die gut erschlossen sind und in den kommenden Jahren ein gewisses wirtschaftliches Wachstumspotenzial aufweisen, beispielsweise infolge eines strategisch wichtigen Infrastruktur-Projekts in der Region. Bei etablierten Hochpreiszentren ist hingegen eher Vorsicht geboten, da diese die erwartete positive Entwicklung bereits eingepreist haben.

Stadtplanung und *Verdichtung* von *Ballungszentren*

Marcin Paszkowski
Global Asset Management
UBS AG

Die Schweizer Bevölkerung wächst und mit ihr die Nachfrage nach Wohnraum. Doch die Bodenressourcen sind begrenzt. Das Stichwort heisst Erschliessung der Agglomeration. Um eine nachhaltige Stadtentwicklung sicherzustellen, ist eine überkommunale Zusammenarbeit im grösseren Massstab notwendig. Lausanne, Zürich und Genf haben unterschiedliche Lösungen gefunden.

Mit einer Bevölkerungszunahme von rund 1 Prozent pro Jahr hat die Schweiz in den letzten vier Jahren einen Wachstumsschub erlebt. Auch wenn der Migrationsdruck aufgrund der verhaltenen Wirtschaftsaussichten kurzfristig abnehmen dürfte, sind eine hohe Lebensqualität, gute Verdienstmöglichkeiten und tiefe Steuern Trümpfe im internationalen Standortwettbewerb. Längerfristig dürfte die Bevölkerung weiter zunehmen. Gemäss dem «hohen» Bevölkerungsszenario, bei dem das Bundesamt für Statistik einen migrationsgetriebenen Bevölkerungszuwachs von durchschnittlich 0,7 Prozent pro Jahr unterstellt, könnte die Schweiz bereits im Jahr 2038 die Einwohnerzahl von 10 Millionen überschreiten.

Angesichts der Wachstumsaussichten braucht es Strategien für eine nachhaltige Nutzung der begrenzten Bodenressourcen. In der öffentlichen Diskussion findet sich gegenwärtig ein breiter Konsens bezüglich der Stossrichtung: innere Verdichtung. Mit dem Begriff ist eine Lenkung der Siedlungsentwicklung auf bereits überbaute und gut erschlossene Gebiete gemeint. In Paris leben rund 20000 Einwohnerinnen und Einwohner pro Quadratkilometer. Im Vergleich hierzu sieht die Einwohnerdichte der Stadt Zürich mit 4000 Personen pro Quadratkilometer bescheiden aus. In den Schweizer Grosstädten schlummert somit durchaus Verdichtungspotenzial, das sich durch die Umnutzung von Industriebrachen, die Schliessung von Bebauungslücken und die Nutzung bestehender Ausnutzungsreserven ausschöpfen liesse.

Urbanisierung der Agglomeration

Das grösste Verdichtungspotenzial bergen allerdings weniger die Wirtschaftszentren selbst, sondern vielmehr ihr Umland. Während die Einwohnerzahl in den Kerngemeinden innerhalb

der letzten zehn Jahre um 8,8 Prozent anstieg, erlebten die Agglomerationsgemeinden einen Bevölkerungsschub von 11,7 Prozent. Die übrige Schweiz wuchs im gleichen Zeitraum um 7,0 Prozent.

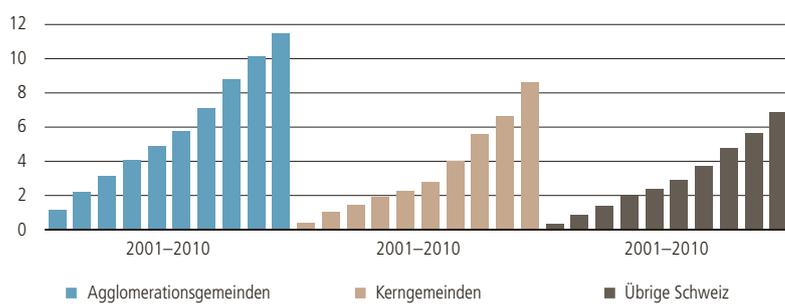
Der Wachstumsdruck dürfte sich auch künftig zunehmend in der Peripherie entladen. Die Urbanisierung der Agglomeration bildet einen Megatrend, den Politiker wie auch Stadtplaner in geordnete Bahnen zu lenken versuchen. Um bauliche Dichte und Qualität herzustellen, müssen gemeindeübergreifende Strukturen geschaffen werden. Nur wenn sich Gemeinden als zusammengehörender Teil eines Grossraums verstehen, können gemeinsam nachhaltige Verkehrsinfrastrukturlösungen erarbeitet und städtebauliche Strukturen in den oftmals willkürlich gewachsenen Siedlungsbrei gebracht werden.

Überkommunale Zusammenarbeit in den Regionen Lausanne...

Diese Erkenntnis spiegelt sich gegenwärtig in zahlreichen grossmassstäblichen Stadtplanungen wider. Im Ballungsgebiet westlich von Lausanne schlossen sich neun Vorortsgemeinden zusammen, um mit Hilfe des Richtplans Schéma directeur de l'Ouest lausannois (SDOL) die Transformation einer dynamisch gewachsenen, aber wenig attraktiven Agglomeration in eine neue Stadt voranzutreiben. In überkommunaler Zusammenarbeit wurden strategische Entwicklungspunkte identifiziert, an denen Bauprojekte gezielt angestossen werden. Das Gebiet, das heute 75000 Einwohnerinnen und

Überdurchschnittliches Bevölkerungswachstum in der Agglomeration

Bevölkerungswachstum nach Gemeindetyp in Prozent



Quellen: BFS, UBS GRE

Bemerkung: Isolierte Einzelstädte wurden der nächstliegenden Agglomeration zugeordnet.

Einwohner sowie rund 50 000 Arbeitsplätze zählt, soll bis 2020 eine durchgehende Tramverbindung erhalten und rund 30 000 zusätzliche Einwohner umfassen. Die neuen Gemeinden erhielten für ihr koordiniertes Vorgehen zur nachhaltigen Gebietsaufwertung vom Heimatschutz den Wakkerpreis 2011.

...und Zürich

Auch in der Agglomeration Zürich sind ähnliche Kooperationen zu beobachten. So verabschiedete die aus 14 Gemeinden zusammengesetzte Planungsgruppe Glattal im Oktober 2011 ein regionales Raumordnungskonzept. Das Strategiepapier sieht bis 2030 die Schaffung eines qualitativ hochwertigen Lebensraums für 180 000 Einwohner sowie 145 000 Arbeitnehmende vor. Dies entspricht einer Bevölkerungszunahme von 30 000 Personen und 25 000 zusätzlichen Arbeitsplätzen. Auch hier erfolgt die Verdichtung nicht flächendeckend, sondern lediglich an ausgesuchten Standorten. Damit sollen 80 Prozent des heute bereits überbauten Gebiets weitgehend erhalten bleiben und die Entwicklungsdynamik gezielt in ausgewiesene Areale geleitet werden. Die für das Wachstum notwendige Verkehrsinfrastruktur soll durch den Ausbau der Glattalbahn sowie die geplante Glattalautobahn sichergestellt werden.

Neuordnung des Kantons Genf

Der mit notorischem Nachfrageüberhang konfrontierte Kanton Genf kann die Raumentwicklung in der Peripherie nur bedingt mitsteuern. Aufgrund der eingezäumten Grenzlage erfolgt der Wohnungsbau mit Schwerpunkt in der französischen Nachbarschaft und damit ausserhalb des Einflussbereichs. Die Genfer Agglomeration ist, vereinfacht gesagt, zweigeteilt: Im Kanton Genf befinden sich vorwiegend die Arbeitsplätze und im grenznahen Frankreich sowie den Waadtländer Gemeinden der Wohnraum. Weil diese Konstellation aufgrund der zunehmenden Verkehrsprobleme wachstumshemmend wirkt, bemüht sich Genf um eine bessere Nutzungsdurchmischung. So sollen bis zum Jahr 2030 auf Kantonsgebiet 50 000 neue Wohnungen gebaut werden, was einer Jahresproduktion von rund 2500 Einheiten entspricht (aktuell 1500). Anfang 2011 stimmte der grosse Rat der Umzonung von 135 Hektaren im

Gebiet Praille-Acacias-Vernets (PAV) der Gemeinden Genf, Carouge und Lancy zu und ebnete damit den Weg für den Bau von rund 6000 neuen Wohnungen.

Um das hochgesteckte Ziel zu erreichen, sind jedoch weitere einschneidende Massnahmen notwendig. Weitere Umzonungen sollen nicht nur die Einfamilienhauszone, sondern auch die Landwirtschaftszone betreffen. Die Verdichtung der Einfamilienhauszone birgt viel Potenzial, da sie rund 45 Prozent des bebaubaren Kantonsgebiets umfasst, gegenwärtig aber nur 8 Prozent der Bevölkerung beherbergt. Bezüglich der Landwirtschaftszone wird von einem Umzonungspotenzial von rund 4 Prozent ausgegangen. Im Mai dieses Jahres hiess das Stimmvolk die Umzonung eines 58 Hektaren grossen Landwirtschaftsgebiets zum Bau von 3000 Wohnungen gut.

Raumordnungskonzepte von heute – Wachstumsschwerpunkte von morgen

Die Weichenstellung für die fortschreitende Urbanisierung der Agglomerationen erfolgt auf verschiedenen Ebenen. Durch die Ratifizierung der Europäischen Landschaftskonvention (Übereinkommen des Europarats, 2004) und die Teilrevision des Raumplanungsgesetzes (eingereicht 20.1.2010, in parlamentarischer Beratung) wurden die Rahmenbedingungen für bauliche Verdichtungsmassnahmen abgesteckt. Finanzielle Anreize ergeben sich aus der Agglomerationspolitik des Bundes, wo eine Mitfinanzierung von regionalen Verkehrsinfrastrukturmassnahmen nur bei gleichzeitiger Förderung der Siedlungsentwicklung nach innen gewährleistet wird. Auf Gemeindeebene sind zunehmend überkommunale Kooperationen zu beobachten, um die Wachstumsdynamik der Peripherie gezielt in ausgesuchte Standorte zu lenken.

Politische Richtungsentscheide, Agglomerationsprogramme sowie gemeindeübergreifende Raumordnungskonzepte geben aussagekräftige Hinweise über künftige Wachstumsschwerpunkte. Die Voraussetzungen und das Vorgehen zur raumplanerischen Bewältigung unterscheiden sich von Region zu Region; die Kanalisierung der Siedlungsentwicklung ist jedoch allen gemein. Daraus ergeben sich langfristige Investitionsmöglichkeiten. Denn städtebauliche Impulse sind wichtige Wachstums- und Standortfaktoren und bergen Potenzial für künftige Kapitalwertsteigerungen. Eine kontinuierliche Beobachtung der städtebaulichen Entwicklungstendenzen bildet hierbei einen wesentlichen Erfolgsfaktor.



Ivan Hafizov / Dreamstime.com

Geschäftsimmobilien

Büroflächen – *deutliche regionale Differenzen*

In den zwei Schweizer Finanzmetropolen driftet die Entwicklung des Büromarkts auseinander. Zudem ist dieses Jahr im aktuellen Tiefzinsumfeld generell kaum Aufwertungspotenzial bei den Immobilienpreisen vorhanden.

Institutionelle Anleger investieren zunehmend in Büro-, Geschäfts- und Wohnimmobilien. Für Investoren ist der Bürobereich gemäss Investment Property Databank (IPD) mit einem Anteil von 58,1 Prozent weiterhin der bedeutendste Immobiliensektor. Büroimmobilien schnitten 2010 mit einer Gesamttrendite von 6,0 Prozent im Vergleich zu den Vorjahren stabil ab, aber leicht schlechter als der Gesamtmarkt (6,2 Prozent). Im internationalen Vergleich ist dieses Ergebnis beachtenswert; der Büromarkt in der riskanteren Eurozone erzielte nur eine leicht höhere Gesamttrendite von 6,8 Prozent.

In den verschiedenen Regionen der Schweiz herrschen unterschiedliche Markt- sowie sozio-

ökonomische Rahmenbedingungen. Dies spiegelt sich in starken regionalen Differenzen bei der Gesamtpendance wider. Die Bandbreite bei den vier bedeutendsten Bürozentren des Landes lag 2010 zwischen 7,5 Prozent in Genf und 2,9 Prozent in Bern, während in Basel 6,0 Prozent und in Zürich 6,3 Prozent Gesamttrendite erzielt wurde.

Nachlassende Büroflächennachfrage erwartet

Die globale Konjunkturertrübung wird auch an der Schweiz nicht spurlos vorbeigehen. Im internationalen Vergleich kommt in der Schweiz dem Finanz- und Geschäftsdienstleistungssektor mit einem Anteil von 18 Prozent an der Gesamtbeschäftigung grosse Bedeutung zu. Die Bürobeschäftigung zeigte sich in der jüngsten Vergangenheit als eher krisenresistent: Die Zahl der Beschäftigten blieb während der Finanzkrise 2008/2009, dem stärksten konjunkturellen Einbruch seit der Erdölkrise 1975, nahezu konstant. Diese erstaunlich stabile Entwicklung spiegelte sich auch in den Büromieten. Nur in

Gunnar Herm
Global Asset Management
UBS AG

den letzten beiden Quartalen 2008 waren die Mieten leicht rückläufig, erholten sich aber wieder umgehend. Einer der Gründe, weshalb sich der Büromarkt in der Krise so gut hielt, war die Beschäftigungszunahme in der Finanzbranche von 2,5 Prozent. Ausschlaggebend waren Kantonalbanken und kleinere Vermögensverwalter, die Personal von den Grossbanken übernahmen.

Eine solche robuste Entwicklung wird sich kaum wiederholen. Da als Folge der aktuellen Krise weitere Regulierungen der Finanzbranche anstehen, dürfte sich das Beschäftigungswachstum im Finanz- und Geschäftsdienstleistungssektor in der Schweiz in den nächsten drei Jahren schwächer entwickeln als seit der Finanzkrise. Deshalb ist bei Büroflächen gesamtschweizerisch mit einem Nachfragerückgang zu rechnen.

Genf: Angebot bleibt knapp

Die Rhone-Metropole erwartet bis 2013 ein Beschäftigungswachstum im Finanz- und Geschäftsdienstleistungssektor von 1,3 Prozent pro Jahr. Die Leerstandsquote bei Büroflächen beträgt in Genf zurzeit 2,4 Prozent, was verglichen mit 4,3 Prozent gesamtschweizerisch sehr niedrig ist. Zudem ist die erwartete Bautätigkeit von rund 56 000 Quadratmetern Bürofläche bis 2013 geringer als in den vergangenen zwei Jahren, als rund 65 000 Quadratmeter Bürofläche auf den Markt kamen. So wird der Genfer Büromarkt in den kommenden Jahren ein Vermietermarkt bleiben (Nachfrageüberhang), was Mietpreissteigerungen nicht nur im Spitzensegment, sondern auch im breiten Markt unterstützt.

Zürich: Wende Richtung Mietermarkt

Projektentwickler, Investoren und Planungs- sowie Genehmigungsstellen trieben in der Finanzmetropole der Deutschschweiz eine expansive Büroflächenentwicklung voran. Trotz positiven Beschäftigungstrends wuchs das Büroflächenangebot in den letzten Jahren stärker als die Nachfrage, so dass die Leerstandsquote bereits bald an die Neun-Prozent-Marke stossen dürfte. Mit einem erwarteten Fertigstellungsvolumen von rund 180 000 Quadratmetern Bürofläche in den kommenden zwei Jahren ist der Büromarkt in der Region Zürich weiter expansiv. Das pro-

gnostizierte Beschäftigungswachstum von 1,2 Prozent pro Jahr wird die zusätzlichen Flächen kaum vollständig absorbieren können, wodurch sich der Zürcher Büroimmobilienmarkt weiter in Richtung Mietermarkt (Angebotsüberhang) entwickeln dürfte.

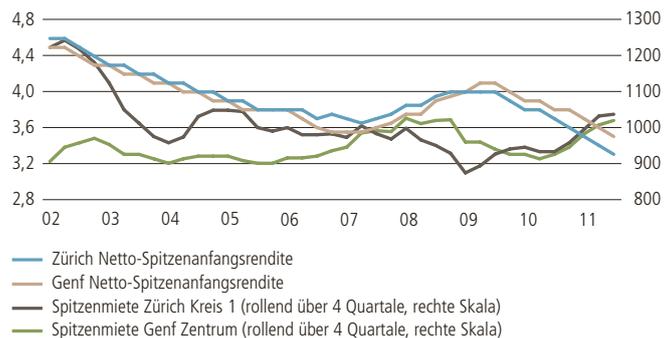
Zudem bringt das qualitativ hochwertige und kosteneffiziente Angebot an Büroimmobilien in peripheren Lagen die Innenstadtlagen unter Druck. Allerdings birgt dies auch Chancen für die nachhaltige Sanierung von Objekten in der Limmatstadt. Werden diese Chancen genutzt, so dürften sich Innenstadtlagen mittelfristig positiver entwickeln als nicht integrierte Bürolagen (verkehrstechnisch beschränkt erschlossene Standorte mit geringer Verfügbarkeit von Serviceeinrichtungen).

Kaum Aufwertungspotenzial

Die für Investoren massgebliche Differenz (auch Risikoprämie genannt) zwischen den Netto-Anfangsrenditen (Netto-Mieteinnahmen im ersten Jahr im Verhältnis zum Kaufpreis) im Bürobereich und den Renditen von zehnjährigen Bundesobligationen ist mit nahezu 300 Basispunkten weiterhin attraktiv. Durch die hohe Investorennachfrage sanken die Spitzenrenditen im dritten Quartal 2011 in Zürich auf 3,3 Prozent und in Genf auf 3,5 Prozent, was die Preise auf Höchstwerte ansteigen liess. Wir stehen den aktuellen Preisniveaus zunehmend kritisch gegenüber. Denn Preise oberhalb des aktuellen Niveaus wären nur gerechtfertigt, wenn man mit hohen Mietpreissteigerungen

Historisch tiefe Nettorenditen für Büroliegenschaften des Spitzensegments

Nettorenditen in Prozent und Mietpreise in Franken pro Quadratmeter und Jahr



Quellen: Wüest & Partner, UBS GRE
Aus der Performance der Vergangenheit kann nicht auf künftige Renditen geschlossen werden.

rechnen könnte. Doch im aktuellen Wirtschaftsumfeld und insbesondere im Raum Zürich sind Mietzinserhöhungen schwer durchsetzbar.

Kaufpreise für Büroflächen werden in diesem Jahr gesamtschweizerisch kaum zulegen können. Aufwertungen können, vereinfacht ausgedrückt, entweder aufgrund sinkender Zinsen oder durch erwartete Mietpreissteigerungen erzielt werden. Der Spielraum für Zinsrückgänge dürfte ausgeschöpft sein. Wertänderungen im Schweizer Büromarkt werden sich deshalb auf regionale Mietpreissteigerungen beschränken.



mistic / Fotolia.com

Verkaufsflächen – *rückläufige Renditen*

Die Angebotsausweitung bei Verkaufsflächen übertrifft den möglichen Nachfrageanstieg bei weitem. Wir rechnen deshalb mit tieferen Renditen und sinkenden Angebotsmieten für das laufende Jahr.

Von rosigen Zeiten im Detailhandel kann nicht die Rede sein. Die Konsumentenstimmung hat sich im letzten Jahr laufend verschlechtert und die Detailhandelsumsätze nahmen kumuliert real bis Ende Oktober 2011 mit plus 0,3 Prozent (ohne Treibstoffe) gegenüber dem Vorjahr nur leicht zu. Doch die grössten Umsatztreiber Nahrungsmittel und Getränke entwickelten sich bis anhin stabil. Am stärksten rückläufig waren die Umsätze in den Warengruppen Bekleidung und Schuhe, Wohnungseinrichtung und Küchen mit nominal minus 1,5 bis minus 3,5 Prozent – Güter, die stark unter dem Einkaufstourismus leiden.

In diesem Jahr erwarten wir ein Bevölkerungswachstum von knapp 1 Prozent und trotz der konjunkturell schwierigen Lage

auch eine Zunahme des Privatkonsums von etwas über 1 Prozent. Damit dürften die Detailhandelsumsätze das Jahr 2012 ohne allzu grosse Dellen überstehen.

Massive Angebotsausweitung

In den letzten Jahren liefen Investitionen in Verkaufsflächen gut. Die Gesamtrendite lag im Durchschnitt der letzten fünf Jahre bei stolzen 7,4 Prozent. Einen wesentlichen Anteil an dieser Entwicklung hatte die Wertsteigerungskomponente, die im Schnitt rund 2,5 Prozent zur Rendite beitrug. Wenn so hohe Erträge möglich sind, überrascht es nicht, dass immer mehr Investoren sich für Verkaufsflächen interessieren, was sich in der Zahl der im Bau befindlichen und geplanten Einkaufszentren widerspiegelt: Aktuell sind 13 Einkaufszentren mit einer Fläche von total über 180 000 Quadratmetern im Bau und weitere 16 Objekte mit fast 300 000 Quadratmetern in Planung. Dies entspricht einer Angebotsausweitung von fast 20 Prozent am Bestand der Einkaufszentren.

Die Nachfrage dürfte sich in diesem Jahr jedoch nur geringfügig vergrössern. Gemäss

Matthias Holzhey
Wealth Management Research
UBS AG

den Resultaten der UBS-Lohnumfrage werden die Nominallöhne 2012 zwar noch 1,1 Prozent wachsen, doch angesichts der schlechten Konsumentenstimmung dürfte die Einkaufslaune eher gedämpft sein. Damit wird deutlich, dass eine solch enorme Ausweitung der Verkaufsflächen zu einem immer akzentuierteren Verdrängungskampf führen wird.

Zentrumslagen weiterhin top

Auch im Jahr 2012 werden gute Zentrumslagen weiterhin boomen, während Verkaufsflächen in Randregionen mit tieferen Umsätzen zu kämpfen haben. Die Detailhändler in den Zentren profitieren vom robusten Bevölkerungswachstum in den Agglomerationen. So stiegen die Spitzenmieten in Zürich und Genf bis zum dritten Quartal 2011 im Vergleich zum Vorjahr um rund 10 Prozent. In der Stadt Zürich werden an guten Lagen durchschnittlich bereits 8700 Franken pro Quadratmeter Jahresmiete bezahlt, in Genf 7200 Franken. An absoluten Toplagen wie dem Zürcher Paradeplatz betragen die Mieten gar schon mehr als das Vierfache.

In den Randregionen ist die Entwicklung hingegen deutlich gedämpfter. Wenn für gleich viel Geld auf viel mehr Fläche konsumiert wird, so sinken die Erträge und damit auch die Mieten. Eine zusätzliche Herausforderung stellt die Zunahme des Einkaufstourismus dar, was Detailhändlern in den Grenzregionen, aber auch Fachmärkten für langlebige Güter in den Agglomerationen zu schaffen macht.

Ausblick 2012

In den letzten zehn Jahren sind die Angebotsmieten für Verkaufsflächen in etwa der Entwicklung der Haushaltseinkommen gefolgt. Auch grössere Konjunkturschwankungen beeinflussten die Mietpreisentwicklung praktisch nicht. Doch im laufenden Jahr dürfte sich die Angebotsausweitung stark auswirken. Wir erwarten rückläufige Angebotsmieten von minus 2 Prozent im Vorjahresvergleich sowie tiefere Gesamtrenditen von unter 5 Prozent. Insbesondere dürfte die Wertsteigerungsrendite durchschnittlich auf nahe null fallen und regional sogar ins Negative drehen.

Überblick Geschäftsimmobilien

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

	2012 ¹	2011 ²	2010	2009	10 Jahre ³
Beschäftigung, Umsätze und Stimmung					
Beschäftigung Büro, in Vollzeitäquivalenten	0,2	1,4	0,3	1,5	1,6
Beschäftigung Handel, in Vollzeitäquivalenten	0,1	0,3	1,2	-0,9	0,2
Detailhandelsumsätze arbeitstagbereinigt, real	0,5	0,8	2,8	0,5	1,7
Index Konsumentenstimmung, Mittelwert	-	-3,4	-5,7	-32,9	-10,2
Büroflächen					
Angebotsmieten Büroflächen	0,5	-1,5	0,1	4,0	0,6
Leerstandsquote Büroflächen	4,6	4,5	4,3	4,3	-
Netto-Cashflowrendite	4,6	4,7	4,8	4,9	4,9
Wertänderungsrendite	0,9	0,8	1,2	0,4	0,5
Gesamtrendite Direktanlage Büro	5,5	5,5	6,0	5,3	5,4
Verkaufsflächen					
Angebotsmieten Verkaufsflächen	-2,0	1,5	2,4	3,4	1,5
Netto-Cashflowrendite	4,5	4,5	4,6	4,8	4,8
Wertänderungsrendite	0,4	0,8	2,2	1,5	2,1
Gesamtrendite Direktanlage Handel	4,9	5,3	6,8	6,3	7,2

¹ Prognose UBS WMR

² Hochrechnungen beziehungsweise Prognosen UBS WMR (Stand 3. Januar 2012)

³ Mittelwert: 2002 bis 2011

Quellen: Wüest & Partner, Colliers, IPD, BFS, Seco, UBS WMR

Land in Sicht! Innovationen bei Lagebewertung und Standortsuche

Ein konkretes Nutzungskonzept, kombiniert mit dem passenden Standort, ermöglicht eine nachhaltige Immobilieninvestition. Dank neuer Methoden zur Lagebewertung kann die Standortsuche zielgruppenspezifisch und flächendeckend erfolgen. So verringert sich das Investitionsrisiko.

Eine Binsenweisheit der Immobilienwirtschaft besagt, dass einer der bedeutendsten Faktoren bei einem Immobilieninvestment die Lage ist. Während bei Büro- und Geschäftsimmobilien vor allem harte, gut messbare Grössen wie Zentralität, Steuerfuss und Erreichbarkeit zählen, kommen bei Wohnimmobilien eine grosse Anzahl weicher, schwer messbarer Faktoren hinzu: Je nach Immobilienprodukt und Zielgruppe spielen das Image des Quartiers, der Grad an Urbanität, das kreative Milieu, Erholungs-, Sport- und Kulturangebote oder die Kinderfreundlichkeit eine mindestens so grosse Rolle für die künftigen Bewohnerinnen und Bewohner.

Diese Qualitäten lassen sich schwer messen und bewerten. Zudem haben die einzelnen Zielgruppen äusserst individuelle Vorstellungen von Lebensqualität und Arbeitsumgebung. Verschiedene Forschungsprojekte am Departement Architektur der ETH Zürich gehen der Frage nach, was diese «gefühlten» Qualitäten ausmacht, wie sie zu messen und zu bewerten sind und wie sie in die alltägliche Praxis der Immobilienwirtschaft einfließen können.

Defizite und Potenziale von Lagebewertung und Standortsuche

Eine Bewertung der Mikrolagequalitäten (Eigenschaften der näheren Umgebung) findet bei professionellen Anbietern durchaus statt. Doch die Bewertungen sind mit starken Ungenauigkeiten behaftet, da zwar professionelle, aber ebenso subjektive Immobilienexpertinnen und -experten die Einstufungen vornehmen. Aufgrund des hohen personellen Aufwands können nur einzelne Liegenschaften gezielt bewertet werden, nicht aber flächendeckend sämtliche Grundstücke eines Stadtquartiers, einer Stadt oder gar der ganzen Schweiz. So wäre es beispielsweise unvorstellbar, die über 50000 Parzellen der Stadt Zürich mit dieser Methode zu bewerten.

Die Vielzahl subjektiver Expertenbewertungen erschwert den direkten Vergleich verschiedener Liegenschaften oder ganzer Portfolios oder die nachvollziehbare Abbildung von Veränderungen der Mikrolagequalitäten. Ansätze wie das hedonische Preismodell (eine statistische Methode zur Preisbestimmung) erlauben zwar einen flächendeckenden und objektivierten Vergleich verschiedener Standorte, spiegeln aber lediglich die durchschnittliche Wertschätzung aller Marktteilnehmer auf Makroebene (Eigenschaften der Region) wider. Ein grosses Potenzial liegt jedoch darin, die Nachfrage beziehungsweise die Zahlungsbereitschaft verschiedener Zielgruppen an einem Standort beziehungsweise die Zahlungsbereitschaft einer Zielgruppe für verschiedene Standorte systematisch abzubilden und in eine vergleichende Standortbewertung miteinzubeziehen.

Wissen der Städtebauer anwenden

«Mikrolagequalität» oder «Quartierscharakter» sind Fachausdrücke aus dem Bereich der Architektur und des Städtebaus. Die Analyse von Stadtentwicklungsprozessen und Wertveränderungen aufgrund sozioökonomischer Prozesse gehören zu den Kernkompetenzen dieser Berufsgruppe und hat eine sehr lange Tradition. Durch intelligente, sich langsam etablierende Technologien wie geografische Informationssysteme (GIS) erfährt die

Prof. Kees Christiaanse
Departement Architektur
ETH Zürich

Niels Lehmann
Departement Architektur
ETH Zürich

Anne Mikoleit
Departement Architektur
ETH Zürich

Moritz Pürckhauer
Departement Architektur
ETH Zürich

Grosses Entwicklungspotenzial in der Stadt Zürich

Visualisierung von Standorten zur Umsetzung der räumlichen Entwicklungsstrategien



- Urbane Standorte stärken
- Energieeffizient verdichten
- Standorte für Wirtschaft und Wissenschaft stärken

Quelle: ETH Zürich, Departement Architektur

Stadtraumbewertung derzeit einen grundlegenden Wandel.

In der Makroökonomie und der Regionalplanung haben sich diese neuen Anwendungen bereits durchgesetzt. Schon heute verfügen viele öffentliche Einrichtungen über ausgefeilte GIS-Systeme und umfassende Datenbanken, um übergeordnete städtebauliche und infrastrukturelle Entwicklungsstrategien auf Regionalmassstab zu erarbeiten. Das Potenzial für kleinere Perimeter bis hin zur grundstücksgenauen Auflösung, wie es für die Immobilienwirtschaft sinnvoll wäre, wurde bis anhin noch wenig ausgeschöpft.

Weiche Lagequalitäten – handfeste Ergebnisse

Dank der zunehmenden Datenverfügbarkeit kann mit diesen neuen Technologien eine beliebig grosse Anzahl an Liegenschaften einer Region in Sekundenbruchteilen bewertet, visualisiert und eingestuft werden. So lassen sich beispielsweise für einen gegebenen Standort – auf der Grundlage erforschter Zusammenhänge zwischen Zielgruppensegmenten und ihren jeweiligen Lagewertschätzungen – die passenden Zielgruppen genau definieren. Umgekehrt kann für ein klar definiertes Nutzungskonzept überprüft werden, ob der geeignete Standort eher in Bern, in Montreux, in Ascona oder an sonst einem Ort in der Schweiz anzutreffen ist.

Bei gegebener Datenlage werden die Ergebnisse grundstücksgenau ermittelt und nach den individuellen Präferenzen klassifiziert, begrenzt und sortiert. Die Anwender profitieren dabei von einer flexiblen Kriterienauswahl, die eine individualisierte Lagebewertung je nach Immobilienprodukt, Anlagestrategie und Klientel erlaubt. Der präzise Abgleich von Immobilienangebot und -nachfrage bietet dabei die Chance, langfristig nachhaltige und wertstabile Entwicklungen abzubilden, wovon sowohl die Investoren als auch die Gemeinden bei der Standortsuche, bei der Standortpotenzialanalyse und beim qualitativen Portfoliomanagement massgeblich profitieren können.

Der Vorteil für Investoren und Portfoliomanager liegt auf der Hand: Eine objektivere Lage-

bewertung trägt deutlich zur Risikominimierung bei. Akquisitionsanalysen und das Performance-Controlling werden – in Bezug auf die Lage einer Immobilie – auf eine verlässliche und vergleichbare Basis gestellt. Für Portfoliobewertungen bedeutet dies eine höhere Objektivität und damit eine bessere Vergleichbarkeit. Durch eine genaue Kenntnis der Lagequalitäten sind präzisere Aussagen über potenzielle Zielgruppen und damit eine Produktdefinition sowohl für einzelne Immobilien wie auch für ganze Areale möglich. Erste prototypische Arbeiten am Departement Architektur der ETH Zürich offenbaren die Möglichkeiten dieser neuen Anwendungen sowohl auf dem Gebiet der Stadtplanung als auch für die Immobilienwirtschaft. Die Tatsache, dass diese Entwicklungen bei geringem Kosten- und Zeitaufwand einen massgeblichen Erkenntnisvorsprung für ihre Anwender generieren, spricht heute schon dafür, dass sie sich in den nächsten Jahren durchsetzen werden.

Mit intelligenten Technologien Immobilienrisiken minimieren

Der grösste Risikofaktor heutiger Immobilienentwicklungen ist die marktgerechte Positionierung einer Liegenschaft während der Verkaufs- beziehungsweise Erstvermietungsphase. Somit lautet die Gretchenfrage: Wird das Produkt an seinem Standort ausreichend nachgefragt werden? Wie sich vielerorts in der Praxis zeigt, werden die persönlichen Lebensvorstellungen immer vielfältiger. Dieser zunehmende Individualismus erschwert die präzise Bestimmung von Zielgruppen. Während die Werbeindustrie beispielsweise mit genauen Zielgruppencharakteristika agieren kann, existieren für Immobilien keine verlässlichen und objektiven Methoden, um die Charakteristika von Zielgruppen zu erfassen. Genau dies wäre aber notwendig, damit das Investitionsrisiko schon vor Baubeginn minimiert werden kann.

An der ETH Zürich wird eine Methode entwickelt, mit der für abgesteckte Anlagestrategien der optimale Standort gefunden oder für einen gegebenen Standort das passende Entwicklungskonzept erarbeitet und verifiziert werden kann. Da diese Methode grundsätzlich flächendeckend und schweizweit anwendbar ist und eine parzellenscharfe Differenzierung erlaubt, wird sie vermehrte regionale Quervergleiche erlauben und/oder Investoren sowie Projektentwicklern helfen, das Potenzial verschiedener Entwicklungskonzepte einzuschätzen.

Planung von *Ferienanlagen in Schweizer Urlaubsorten*

Im Schweizer Hotelgewerbe zeichnet sich ein Trend in Richtung Gesamtkonzept mit Freizeit, Wohnen und Gewerbe ab. Doch von den kürzlich angekündigten über 50 neuen Projekten für grössere Ferienanlagen wurde mehr als die Hälfte auf Eis gelegt oder verworfen. Die Planung und Finanzierung ist hochgradig komplex und viele Projekte scheitern insbesondere an der Finanzierung.

Gesamthaft waren in der Schweiz mit Investitionen von über 6 Milliarden Franken 30 000 zusätzliche Betten geplant, wodurch sich die Kapazität um mehr als 10 Prozent erhöht hätte. Doch weniger als die Hälfte der Projekte wird realisiert. Gesamtpläne für Schweizer Ferienanlagen bestehen in der Regel aus drei Teilen: Wohnungen, Hotel und ergänzende Infrastruktur. Das Stilli-Projekt in Davos (Hotel InterContinental mit Ferienresidenzen) oder das Vorzeigebauobjekt von Orascom in Andermatt zeigen die aktuelle Entwicklung in der Hotelbranche.

Professionalisiertes, finanziell tragfähiges Modell

In den letzten zehn Jahren stieg im Schweizer Hotelgewerbe die Bettenzahl, während sich die Anzahl der Hotels verringerte, so dass sich die durchschnittliche Anzahl von Betten pro Hotel um 12 Prozent erhöhte. Dies ist ein klares Zeichen für eine Konsolidierung, die eine Abkehr vom familiengeführten Gastgewerbe hin zum professionalisierten, finanziell tragfähigen Modell der Kettenhotellerie markiert.

Die durchschnittlichen Zimmerraten (Average Daily Rates, ADR) von Luxushotels gingen in den letzten vier Jahren wegen der globalen Krise um 11 Prozent zurück, während Vier-Sterne-Hotels einen Rückgang von 2 Prozent verzeichneten. Preisgünstige Hotels konnten jedoch vom begrenzten Budget der Verbraucher (Firmenkunden und Touristen) profitieren; ihre ADR stieg dank der höheren Nachfrage im gleichen Zeitraum um 11 Prozent.

Kampf der Interessengruppen

Der Umgang mit den verschiedenen Interessengruppen stellt eine bedeutende Herausforderung dar, da alle Beteiligten ihre Kosten-Nutzen-Rechnung optimieren wollen. So werden

die designierten Hotelmanager eine Optimierung der Infrastruktur für ihre Betriebsabläufe zu erreichen suchen und dabei die Auswirkungen auf die Investitionskosten kaum berücksichtigen. Die Bauherren möchten das Baubudget unter strenger Kontrolle halten, was wiederum die Margen der Generalunternehmer verringern und den Gestaltungsspielraum der Innenarchitekten einengen könnte. Die notwendigen Verhandlungen zwischen den Akteuren führen oft dazu, dass bereits im Entwurfsstadium neben Kriterien wie Ästhetik, aufsichtsrechtlichen Vorgaben und Umweltverträglichkeit die Kosten eine prägende Rolle spielen.

Die Interessen der Gemeinde – einer weiteren wichtigen Interessengruppe – sind kaum kostenrelevant und betreffen eher die Aspekte ungenutzte Kapazitäten («kalte Betten») und ökologische Nachhaltigkeit. Für ein erfolgreiches Projekt sind bereits im Vorfeld bestimmte rechtliche Probleme zu klären, wie Nutzungsgenehmigungen von Behörden sowie Einsprachen von Nachbarn, Lobby- und Fachverbänden (zum Beispiel Naturschutzvereinigungen).

Auf die richtigen Partner kommt es an

Der im Gesamtplan vorgesehene Nutzungsmix hängt von der erwarteten Nachfrage und lokalen Vorschriften ab. Die Auswahl eines Betreibers umfasst Suche und Auswahl eines Hotelbetreibers sowie Verhandlung und Vereinbarung eines geeigneten Management- oder Mietvertrags (oder einer Kombination von beiden) mit diesem Unternehmen. Im Anhang eines solchen

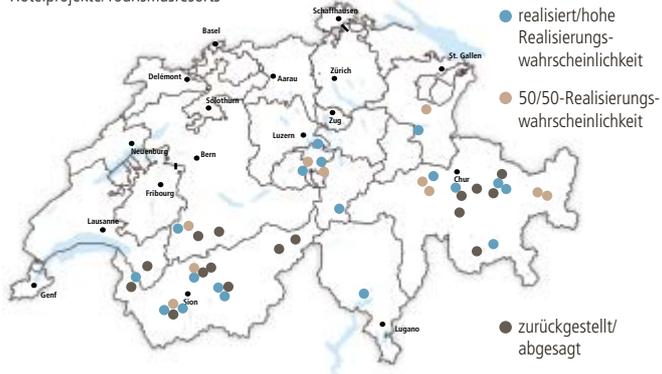
Reto Gamber
Wealth Management &
Swiss Bank
UBS AG

Amine Hamdani
Wealth Management &
Swiss Bank
UBS AG

Markus Wagemann
Wealth Management &
Swiss Bank
UBS AG

Hälfte der Tourismusgrossprojekte nicht realisiert

Hotelprojekte/Tourismusresorts



Quellen: Hochparterre, GastroJournal, UBS Real Estate Advisory

Vertrags sind die Spezifikationen der zu errichtenden Infrastruktur und die Kostenaufteilung zwischen Eigentümer und Betreiber für Instandhaltung und Erneuerung definiert. Eine verfrühte Exklusivzusage an einen Betreiber könnte die Verhandlungsposition des Projektponsors schwächen. Auch die Generalunternehmer sollten im Wettbewerb stehen, damit der Träger hinsichtlich Qualität und Kosten die besten Konditionen erzielen kann.

Lex Koller und weitere Einschränkungen

Wohnungen sind in der Regel am lukrativsten, auch wenn sie strengen Auflagen unterliegen. Zu den gesetzlichen Vorschriften zählen das unter «Lex Koller¹» bekannte Bundesgesetz sowie kommunale und kantonale Beschränkungen für die Errichtung von Zweitwohnungen. In einigen Urlaubsorten ist eine bestimmte pro Jahr geschaffene Wohnfläche oder ein bestimmter Prozentsatz des Investitionsvolumens von der Lex Koller ausgenommen.

Für Projekte von regionalem oder nationalem Interesse kann die Lex Koller gelockert oder aufgehoben werden; allerdings bedarf dies der intensiven Lobbyarbeit bei den lokalen Behörden und der Unterstützung durch die Gemeinde. Ein anderer Weg zur Genehmigung ist, die Einstufung der genutzten Flächen zu ändern. So wird beim Verkauf von Wohnanlagen häufig vereinbart, dass der Manager die Wohnungen zur Vermeidung von «kalten Betten» an Touristen vermieten muss. Dadurch kann das Objekt als Gewerbeimmobilie eingestuft werden.

Damit eine wirtschaftlich optimale Nutzung sichergestellt wird, kann zusätzlich ein unabhängiger Hotelberater hinzugezogen werden. Viele Anlagenpläne sehen Freizeiteinrichtungen wie Sportstätten im Hause und im Freien, Ladengeschäfte und Veranstaltungsorte vor, um die Attraktivität für die Besucherinnen und Besucher zu erhöhen.

Beschaffung von Kapital...

Ferienanlagen erfordern wegen ihrer Entwicklungs-, Betriebs- und Marktrisiken einen höheren Eigenkapitalanteil als andere Immobilienprojekte. Wegen dieser Risiken nehmen Banken vor der Kreditvergabe eine eingehende Sorgfältigkeitsprüfung vor. Ein wichtiges Kriterium ist

dabei die Marktfähigkeit des Inventars, das heisst die Verkäuflichkeit beziehungsweise Vermietbarkeit der Hotelzimmer und Residenzen. Die Nachfrage nach Hotelzimmern kann in einer Machbarkeitsstudie ermittelt werden, während sich an den Vorverkäufen der Residenzen die Akzeptanz des Preisniveaus ablesen lässt.

Quellen und Verwendung des Kapitals müssen aufgrund definitiver Parameter übereinstimmen – mit anderen Worten: Das Bauwerk muss «durchfinanziert» sein. Die korrekte Verwendung lässt sich durch eine Erfüllungsgarantie des Generalunternehmers sicherstellen, in welcher der Fertigstellungszeitpunkt, die Kosten und die Qualität des Gebäudes zugesichert werden. Was die Kapitalquellen anbetrifft, muss Eigenkapital verfügbar sein, das entweder von den Investoren selbst oder mit hinreichender Gewissheit aus dem Verkaufserlös der Wohnungen aufgebracht wird.

... und Sicherung seiner Rendite

Gegen Ende der Bauzeit kann der Überbrückungs- beziehungsweise Baukredit auf verschiedene Weise getilgt werden. Die wichtigste Quelle ist der Einkommensstrom aus den fertiggestellten Wohnungen. Die Restschuld kann entweder aus den Verkaufserlösen der Immobilie oder durch Refinanzierung des Hotels mit einem Betriebskredit getilgt werden.

¹ Die «Lex Koller» ist das Schweizer Bundesgesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland; es schränkt den Erwerb Schweizer Wohnimmobilien durch «Personen im Ausland» ein.

Betreiberverträge

Betreiberverträge sind sehr unterschiedlich; zwischen reinen Festmietverträgen und reinen Managementverträgen gibt es zahlreiche Kombinationen. Ausserdem können Franchisevereinbarungen enthalten sein. Bei einem **Managementvertrag** führt der Betreiber seine Geschäfte im Auftrag, das heisst auf Rechnung und Risiko des Eigentümers. Die Managementgebühren werden als Prozentsatz von Umsatz und Gewinn festgesetzt. Der Betreiber ist verpflichtet, für Investitionen in Möbel, Einbauteile und Ausrüstung Rückstellungen zu bilden, über deren Verwendung letztlich der Eigentümer entscheidet. Bei einem **Mietvertrag** liegt das Geschäftsrisiko nur so lange beim Betreiber, wie dieser die geschuldete Miete verdient und in vollem Umfang zahlt. Die Kapitalausstattung des Mieters, Bürgschaften der Muttergesellschaft und die Möglichkeit eines Betreiberwechsels sind Faktoren, die dieses Risiko abschwächen. Internationale Betreiber bevorzugen erfahrungsgemäss Managementverträge; es sei denn, für einen strategischen Markteintritt, etwa in zentralen Städtelagen, ist ein Mietvertrag nötig.

Neuerungen im Lease Accounting und Folgen für Immobilientransaktionen

Lease Accounting – die Bilanzierung von Miet- und Leasingverhältnissen – wird von den beiden Regelwerken IFRS und US GAAP zunehmend harmonisiert. Die Auswirkungen auf Sale-and-Leaseback-Transaktionen dürften schweizweit gering bleiben, da nur wenige Firmen diese Standards anwenden.

Als Alternative zur klassischen, bilanzwirksamen Fremdfinanzierung bedienen sich Unternehmen auch ausserbilanzieller Finanzierungsformen, von konventioneller Leasingfinanzierung bis hin zu Sale-and-Leaseback-Transaktionen von Betriebsliegenschaften (Begriffserklärungen Seite 28). Im Vordergrund steht nicht das Eigentum an der Sache, sondern deren Nutzung zur betrieblichen Leistungserstellung. Solche Immobilientransaktionen dienen oft der Mittelbeschaffung für Investitionen ins Kerngeschäft, der Verbesserung der Liquidität, der Entschuldung oder der Bilanzverkleinerung als Teil einer Nachfolgelösung.

Vergleichbarkeit bei Finanzberichterstattung gefordert

Die Standardsetter der zwei international bedeutendsten Rechnungslegungsnormen IFRS und

US GAAP verabschiedeten im Jahr 2002 erstmals Konvergenzziele zur Vereinheitlichung der beiden Standards (Norwalk Agreements). Die beiden Regelwerke IFRS und US GAAP sehen heute zwei Modelle zur buchhalterischen Erfassung von Leasing- und Mietverhältnissen vor: das in der Bilanz erfasste Finance Lease sowie das für die Mieterseite ausserbilanzielle Operating Lease.

Bei beiden Standards wird hauptsächlich die mangelnde Vergleichbarkeit der Jahresabschlüsse kritisiert, die sich aus den Unterschieden sowie der inkonsistenten Anwendung von IFRS und US GAAP ergibt. Die Inkonsistenz resultiert aus den vorhandenen Ermessensspielräumen, die zu unterschiedlicher buchhalterischer Behandlung von Leasing- und Mietverhältnissen mit ähnlichen Merkmalen führen. Auf Mieterseite besteht häufig ein Interesse, die Verträge so auszugestalten, dass die Kriterien eines Operating Lease erfüllt werden, weil dadurch die Bilanz kleiner ausfällt.

Entwicklung neuer Lease-Standards

Die 2010 veröffentlichten «Exposure Draft Leases» streben die weitere Harmonisierung

Alessandro Farsaci
Wealth Management & Swiss Bank
UBS AG

Bruno Kurz
Wealth Management & Swiss Bank
UBS AG

Marc Soguel-dit-Piquard
Wealth Management & Swiss Bank
UBS AG

Aktueller Modellentwurf – keine Regel ohne Ausnahme

Bisherige Modelle und aktueller Entwurf des Lease Accounting im Vergleich

	Leasingnehmer/Mieter und Leasinggeber/Vermieter	
Bisherige Modelle	Operating Lease Accounting	Finance Lease Accounting
Charakteristika	<ul style="list-style-type: none"> Vermieter trägt Chancen und Risiken des Leasing-/Mietobjekts Ausserbilanzielle Behandlung im Sinne eines Mietgeschäfts 	<ul style="list-style-type: none"> Mieter trägt Chancen und Risiken des Leasing-/Mietobjekts Bilanzielle Behandlung im Sinne eines Kauf- und Finanzierungsgeschäfts
	Leasingnehmer/Mieter	Leasinggeber/Vermieter
Aktueller Modellentwurf	Right of Use	Receivable and Residual
Charakteristika	<ul style="list-style-type: none"> Annahme, dass alle Mietverhältnisse eine Finanzierungskomponente umfassen Sämtliche Mietverhältnisse werden einheitlich bilanziert Keine Modellbestimmung notwendig (vgl. Ausnahmeregelungen) 	
Bilanzielle Abbildung	<ul style="list-style-type: none"> Aktivierung des erworbenen Nutzungsrechts zum Barwert Passivierung des Barwerts der Verpflichtung zur Bezahlung von Leasingraten bzw. Mietzinsen 	<ul style="list-style-type: none"> Umbuchung in Leasing- bzw. Mietforderung im Umfang des Barwerts über die Vertragslaufzeit Differenz zwischen Buchwert und Barwert als sog. Restvermögenswert
Sonderregel für Renditeliegenschaften	<ul style="list-style-type: none"> Renditeliegenschaften (Investment Properties) im Sinne von IAS 40 sind vom Modell ausgenommen 	

Quelle: UBS Real Estate Advisory

und Verbesserung der Rechnungslegung durch die Implementierung des gleichen Standards in beiden Regelwerken sowie die Abschaffung des Operating Lease an. Dabei sieht dieser Modellentwurf vor, dass sämtliche Rechte und Pflichten aus den Leasing- und Mietverhältnissen im Sinne des heutigen Finance-Lease-Modells bilanziert werden. Daraus folgt, dass in den Bilanzen eine reale(re) Nettofinanzposition präsentiert wird.

Seit einigen Monaten ist die Entwicklung eines neuen Rechnungslegungsmodells jedoch von überraschenden Kehrtwenden geprägt. Diverse Modelle wurden diskutiert und verworfen. Ausgehend vom letzten Entscheid im Oktober 2011 ist sowohl für die Mieter- wie auch die Vermieterseite je ein Modell vorgesehen, wobei im Grundsatz sämtliche Leasing- und Mietverhältnisse einheitlich bilanziert werden sollen. Dies basiert auf der Annahme, dass alle Leasing- und Mietverhältnisse eine wesentliche Finanzierungskomponente umfassen.

Für Leasingnehmer und Mieter ist das Right-of-Use-Modell vorgesehen. Bei diesem Modell werden das über die Vertragslaufzeit erworbene Nutzungsrecht am Objekt aktiviert und die Verbindlichkeit, die sich aus den zu bezahlenden Leasingraten oder Mietzinsen ergibt, zum Barwert passiviert. Für Leasinggeber und Vermieter wird das Receivable-and-Residual-Modell verfolgt, wobei hierzu zwei Ausnahmen vorgesehen sind. Diese betreffen Verträge mit kurzen Laufzeiten von maximal zwölf Monaten sowie die Ausklammerung von Renditeliegenschaften vom neuen Rechnungslegungsstandard¹.

Bis zur endgültigen Regelung dürfte es jedoch noch ein steiniger Weg sein. Die Standardsetter haben entschieden, im ersten Halbjahr 2012 einen überarbeiteten Entwurf vorzulegen. Damit dürfte die Einführung vor 2015 wenig wahrscheinlich sein.

Auswirkungen auch auf die Erfolgsrechnung

Die Umstellung von Operating Lease auf das Right-of-use-Modell wirkt sich auf verschiedene Kennzahlen aus. In der Bilanz vergrössert sich in der Regel die Bilanzsumme und der Verschuldungsgrad steigt. In der Erfolgsrechnung führt

die Umklassierung von Mietaufwand im Operating-Lease-Konzept auf Zins- und Abschreibungsaufwand im Right-of-Use-Konzept zu einem Anstieg von EBITDA und EBIT². Die Bewertungen von Immobilien dürften weniger stabil bleiben, weil konjunkturabhängige Bewertungsfaktoren wie Leerstände oder Marktmieten bei kürzeren Vertragslaufzeiten stärker schwanken dürften.

Schweizer Unternehmen wenig betroffen

Die heiss diskutierten Neuerungen betreffen ausschliesslich Unternehmen, die IFRS- oder US-GAAP-Standards anwenden. Gemäss einer empirischen Stichprobenerhebung der Universität Zürich wenden lediglich 15 Prozent der Schweizer Unternehmen ohne Börsennotierung und mit bis zu 500 Mitarbeitenden IFRS- oder US-GAAP-Standards an. Abhängig von der definitiven Ausgestaltung des Standards könnten diese Unternehmen künftig durch Sale-and-Leaseback-Transaktionen eine kleinere Bilanzreduktion erreichen. Sämtliche übrigen Effekte (zum Beispiel Liquiditätszufluss) bleiben jedoch uneingeschränkt bestehen.

Begriffserklärungen

Lease Accounting umfasst die Bilanzierungsvorschriften für Miet- und Leasingverhältnisse zusammen.

Je nach Vertragsgestaltung wird zwischen **Operating Lease** (normalem Mietvertrag) und **Finance Lease** (auch Finanzkauf genannt) unterschieden.

Bei **Sale and Leaseback** (bzw. **Rentback**) verkauft eine Unternehmung eine Immobilie an eine Leasinggesellschaft (bzw. einen Investor), um sie gleichzeitig zur weiteren Nutzung wieder zurückzuleasen (bzw. zurückzumieten).

Das **Right-of-Use**-Konzept verlangt, dass alle Leasinggeschäfte grundsätzlich immer beim Leasingnehmer bilanzwirksam erfasst werden. Eine Unterscheidung in Operating und Finance Lease soll somit verhindert werden.

IFRS (International Financial Reporting Standards) und **US GAAP** (United States Generally Accepted Accounting Principles) sind international führende Rechnungslegungsvorschriften.

¹ Soweit die Definition von IAS 40 «Investment Properties» erfüllt ist

² EBITDA = Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und auf immaterielle Vermögensgegenstände; EBIT = Gewinn vor Zinsen und Steuern



Börsennotierte Immobilien

kriz7 / Fotolia.com

Immobilienaktien – *ein solides Fundament hat seinen Preis*

Das Jahr 2012 dürfte für Immobilienaktien insgesamt robust, aber im Vergleich zu den letzten Jahren unspektakulär werden. Die Grossen bleiben eine Basisanlage für konservative Investoren.

2011 war für Schweizer Immobilienaktien ein gutes Jahr. Sie schlossen mit einer Performance von 6,1 Prozent gegenüber dem Vorjahr, während der Swiss Performance Index (SPI) 7,7 Prozent tiefer notierte. Die bessere Kursperformance hatte ihre Gründe. Zum einen fielen die Resultate der Immobilienunternehmen leicht besser als erwartet aus, was wir auf die tiefen Zinsen und einen starken Schweizer Baumarkt zurückführen. Zum anderen gab es nebst leicht positiven Aufwertungen der Immobilienwerte auch eine steuerliche Erleichterung. Dividenden auf Schweizer Aktien können seit Anfang 2011 nicht nur durch eine Nominalwertreduktion steuerfrei an Schweizer Privatinvestoren ausgezahlt werden, sondern es kann zudem noch die Kapitalreserve reduziert werden.

Dieser Effekt sollte die Ausschüttung einer steuerfreien Dividende für Schweizer Immobilienaktien von bisher durchschnittlich drei bis vier Jahren auf bis zu sieben bis neun Jahre verlängern. Bedenkt man, dass bei Schweizer Immobilienaktien im Durchschnitt mit 3 bis 5 Prozent Dividende gerechnet werden kann (oder 4 bis 6 Prozent auf einer steueräquivalenten Basis), so ist dies gegenüber einer zehnjährigen Bundesobligation (Coupon unter 1 Prozent) attraktiv.

Ein unspektakuläres, robustes Jahr steht bevor

Indirekte Immobilienanlagen bleiben relativ krisenresistent. Die Immobilienunternehmen werden aufgrund ihrer mittel- bis langfristigen Vertragsstrukturen sowie des anhaltend tiefen Zinsniveaus weiterhin stabile Ergebnisse erzielen. Im Falle eines Konjunkturtiefs bergen die derzeit hohen Bewertungen bei Immobilienaktien allerdings kurzfristig das Risiko von Gewinnmitnahmen. Sobald jedoch die Konjunkturerwartungen anziehen und Investoren wieder zyklische Anlagen bevor-

Till Leisner
Investment Banking
UBS AG

Stefan R. Meyer
Wealth Management Research
UBS AG

zugen, dürften Immobilienaktien ebenfalls Preiskorrekturen bevorstehen. Dasselbe gilt bei unerwartet stark steigenden Zinsen. Langfristig bieten hochqualitative indirekte Immobilienanlagen hingegen unspektakuläre, aber robuste Renditen.

Die vier «Grossen» spielen in der «Europa League»

Die grossen vier Immobilienaktien sind seit dem Jahr 2000 an der Schweizer Börse notiert und haben seither nicht nur in der Schweiz, sondern auch in Europa ihren Beliebtheitswert gesteigert. Die PSP Swiss Property, die der Zürich Versicherung entstammt, die Swiss Prime Site (SPS), ein Credit-Suisse-Anlagevehikel, das 2009 die Jelmoli-Gruppe übernahm, und die Allreal, entstanden aus dem Immobilienportfolio der Oerlikon-Bührle, machen heutzutage einen erheblichen Anteil am Europäischen Immobilienaktienindex EPRA aus. Die Aufnahme der SPS in den EPRA im Jahr 2010 sowie der Mobimo 2011 haben den Anteil der Schweizer Immobilienaktien auf 5 bis 10 Prozent des Index gesteigert und somit für weitere Popularität der Aktien gesorgt.

Die «exotischen» Schweizer Immobilienaktien

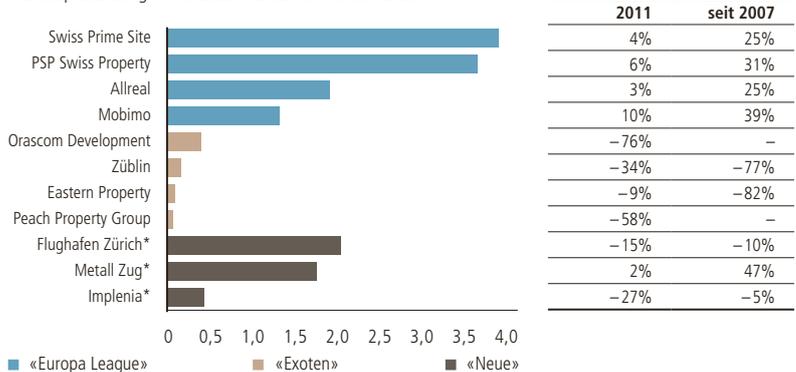
Züblin, früher eine führende Schweizer Bau-firma, ist heute ein europaweites Immobilienunternehmen mit einem im schweizerischen Vergleich überdurchschnittlichen Verschuldungsgrad. Peach Property Group ist ein Entwickler von Luxusresidenzen an attraktiven Lagen in Europa und Orascom Development ein Städteentwickler in Nordafrika und im Nahen Osten. Das Unternehmen besitzt Hotels, die von bekannten Hotelketten wie Mövenpick, Steigenberger, Club Med oder Four Seasons betrieben werden, und verkauft Villen und Apartments. Das besondere an dieser Aktie ist die grosse Landreserve (ungefähr 120 Millionen Quadratmeter), die das Unternehmen in Zukunft realisieren möchte. Abhängig jedoch ist die Performance der Aktie von Veränderungen des arabischen Frühlings in Ägypten oder im Oman. Die vom Norweger Gustav Stenbolt kontrollierte Eastern Property Group investierte erfolglos in russische Immobilien und plant nun eine komplette Strategieüberarbeitung.

Die «Neuen» als mutierende Industrieaktien

Für das Jahr 2012 erwarten wir auch ein verstärktes Interesse an Industrieaktien, die einen gewissen Immobiliencharakter haben. Flughafen Zürich, Besitzer und Betreiber des Zürcher Flughafens, ist, gemessen an den jährlichen Mieteinnahmen, eine der fünf grössten Immobilienbetreiber der Schweiz. Momentan prüft Flughafen Zürich zudem das Entwicklungsprojekt «The Circle», ein gemischtes Immobilienprojekt (50 Prozent Büro) mit einem Investitionsvolumen von einer Milliarde Schweizer Franken. Doch das Fluggeschäft mit seiner politischen Anbindung (beispielsweise Lärmklagen oder Abstimmungen über künftige Kapazitätserweiterungen) führt zu einer erhöhten Volatilität der Aktie. Metall Zug, ein Verbund aus Industrie- und Serviceunternehmen, das Waschmaschinen unter der Marke V-Zug und Spülmaschinen für den Gastronomiebereich unter dem Namen Gehrig herstellt, verfügt über ein ansehnliches Immobilienportfolio. Gemäss Aussagen des Verwaltungsrats wird geprüft, das Immobilienportfolio 2012 als separates Immobilienunternehmen an der Schweizer Börse zu notieren. Die Schweizer Baugruppe Implenia entwickelt sich immer mehr zu einem integrierten Bausystemanbieter sowie einem Landbesitzer und Immobilienentwickler. Die Gruppe besitzt 1,3 Millionen Quadratmeter Land und Kaufrechte für weitere 330 000 Quadratmeter.

Gute Performance der «Europa League» 2011

Marktkapitalisierung in Milliarden Franken und Performance**



Quellen: Bloomberg, UBS WMR

* Operativer Gewinnanteil mit Immobilien: Flughafen Zürich 40–50%, Metall Zug 20%, Implenia 60–70%

** Kursentwicklung inklusive Dividenden ab Januar 2007 bzw. ab Januar 2011 (Stand: 21. Dezember 2011)

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

Attraktive Bewertung der «Neuen»

Insgesamt dürften die «Grossen» eine unspektakuläre Basisanlage für konservative Investoren bleiben. Die «Exoten» haben mittelfristig hohes Kurspotenzial, bergen aber auch ein signifikantes Risiko, falls die aktuellen Strategieanpassungen nicht wie geplant verlaufen. Diese Aktien eignen sich nur für Investoren, welche die Unternehmen eng verfolgen und analysieren. Die «Neuen» sind wegen ihrer Industriekomponente volatil, profitieren aber – im Vergleich zu den «Grossen» – von einer aktuell eher attraktiven Bewertung.



Sage 78 / Dreamstime.com

Immobilienfonds – *Gewinner im aktuellen Tiefzinsumfeld*

Börsennotierte Schweizer Immobilienfonds bieten eine gute Gesamtrendite und Diversifikation fürs Portfolio. Aufgrund der tiefen Zinsen dürfte die Nachfrage nach Immobilienfonds – trotz relativ hoher Bewertung – auch 2012 robust bleiben.

Immobilienfonds verzeichnen im Gegensatz zu anderen Anlageklassen eine Performance, die sich sehen lässt. Die annualisierte Gesamtrendite seit dem Jahr 2000 beträgt rund 5 Prozent. Aktien (SPI 0,3 Prozent) oder Anleihen (langfristige eidgenössische Anleihen 4,3 Prozent) können nicht mithalten.

Immobilienfonds und Direktimmobilien im Gleichschritt

Der Vergleich zwischen börsennotierten Schweizer Immobilienfonds (über den SXI Real Estate Funds TR Index) und dem KGAST Immo-Index, dem Index, der bewertungs-basierte Immobilieninvestitionen von Schweizer Anlagestiftungen enthält (Nettoinventarwert-basiert¹; spiegelt die Wertentwicklung des Schweizer Direktimmobilienmarkts wider), bringt Interessantes zutage.

In den Jahren 2000 bis 2011 verlief die Wertentwicklung beider Indizes ähnlich. Es scheint tatsächlich so zu sein, dass sich der Direktimmobilienmarkt Schweiz mittels börsennotierter Schweizer Immobilienfonds gut abbilden lässt. Doch der Vorteil bei Anlagen in Immobilienfonds ist, dass nicht auf die Liquidität an der Börse verzichtet werden muss.

Durch Beimischung eines Abbilds des Schweizer Direktimmobilienmarkts kann ein Aktien- und/oder Anleihenportfolio diversifiziert werden. Diesen Diversifikationseffekt können Immobilienaktien derzeit nicht bieten, da sie stärker mit Aktienmärkten korrelieren und somit verstärkt dem Sog der globalen Unsicherheiten ausgesetzt sind.

Viele Gründe hinter den hohen Agios

In den letzten Jahren sind die Agios von Immobilienfonds über ihren langjährigen Durch-

Dalibor Maksimovic
Global Asset Management
UBS AG

¹ Nettoinventarwert-basierte Vehikel sind nicht börsennotiert und somit entsteht kein Agio (positive Differenz zwischen Börsenpreis und Nettoinventarwert) an der Börse.

schnitt von etwa 15 Prozent gestiegen. Im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld sind die Gründe vielfältig: historisch tiefes Zinsniveau, globale Unsicherheiten, starkes Interesse seitens der Anleger, hohe Renditedifferenz (Ausschüttungsrendite rund 2 Prozent höher gegenüber der Rendite der zehnjährigen Schweizer Bundesobligation), stabile Erträge sowie der Anlegerschutz kurbeln neben anderen Faktoren die Nachfrage nach Immobilienfonds an. Ferner bergen Immobilienfonds immer noch ein attraktives inneres Potenzial (beispielsweise Renovationen), das in Zukunft ausgeschöpft werden kann.

Wachsende Anlagevielfalt

Die Produktpalette bei Immobilienfonds erweitert sich stetig, direkt über Immobilienfonds oder indirekt über ETFs (Exchange Traded Funds sind in der Regel passiv verwaltete börsengehandelte Fonds, deren Wertentwicklung einem Index folgt). Zusätzlich werden am Markt Immobilienfonds folgen, die ausserhalb der Schweiz investieren und so eine Diversifikation über die Landesgrenzen hinaus ermöglichen. Zudem wurden neue Investmentstile aufgesetzt, beispielsweise Investitionen in kommerzielle Immobilien

ausserhalb der Stadtzentren mit angepeiltem Wertsteigerungspotenzial, oder es sind neue Fondsstrukturen entstanden wie der erste börsennotierte Immobilien-Sicav (Investitionsunternehmen mit variablem Kapital) der Schweiz.

Zinsentwicklung wichtig für die Fondsbewertung

Zinsen beeinflussen Immobilienfonds in mehrfacher Hinsicht. Sie spielen eine Rolle bei der Fremdfinanzierung, bei der Bewertung der Liegenschaften oder beim Mietsteigerungspotenzial. Bei der Zinsentwicklung ist entscheidend, ob ein Anstieg gleichmässig oder sprunghaft erfolgt. Steigen die Zinsen graduell, kann der Immobilienfonds als Eigentümer einer Liegenschaft oft die Mieten anheben. Da viele Mieten an den trägen Referenzzinssatz gebunden sind, führen sprunghaft steigende Zinsen hingegen tendenziell dazu, dass die Renditedifferenz zu anderen Anlageklassen deutlich schrumpft und somit auch die Attraktivität der Fonds sinkt. Das aktuelle Wirtschaftsumfeld deutet darauf hin, dass die Zinsen längerfristig auf tiefem Niveau verharren dürften. Somit dürften die börsennotierten Schweizer Immobilienfonds weiterhin in der Gunst der Anleger stehen.

Überblick börsennotierte Immobilien

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

	2011	2010	2009	2008	5 Jahre ¹
Immobilienaktien					
Gesamtrendite	6,1	24,7	16,9	-11,2	8,8
Korrelation zum Swiss Performance Index ²	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5
Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)	22,3	19,5	14,8	16,2	14,6
Geschätzte Prämien ³	11,2	5,6	-6,4	5,7	7,6
Immobilienfonds					
Gesamtrendite	6,8	5,7	19,6	0,5	5,1
Korrelation zum Swiss Performance Index ²	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1
Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)	16,3	18,1	15,8	12,0	12,9
Geschätzte Agios ³	24,8	20,0	10,8	5,4	13,5
Benchmark					
Gesamtrendite Immobilien-Anlagestiftungen	5,5	4,9	5,1	4,6	4,9
Gesamtrendite Swiss Performance Index	-7,7	2,9	23,2	-34,0	2,5
Gesamtrendite Swiss Bond Index («AAA»)	7,6	3,6	4,2	8,8	3,2

¹ Mittelwert: 2006 bis 2010

² Wert zwischen -1 (= vollständiger Diversifikationseffekt) und 1 (= kein Diversifikationseffekt)

³ Aufpreise zu Nettoinventarwerten von Immobilienaktien (Prämien) und Immobilienfonds (Agios)

Quellen: Bloomberg, UBS WMR

Frischer Wind *fordert und fördert* die 2. Säule

Vorsorgeeinrichtungen investieren einen bedeutenden Vermögensanteil in Immobilien, halten sie überwiegend immer noch im Direktbesitz und bewirtschaften sie selbst. Der Trend zur Professionalisierung im Zuge der Strukturreform zwingt sie jedoch vermehrt, ihre Strategie zu überdenken.

Die im März 2010 vom Parlament verabschiedete Strukturreform der beruflichen Vorsorge soll die Transparenz und Glaubwürdigkeit der 2. Säule stärken. Durch die Gesetzesänderungen im BVG¹ und die Verabschiedung der Verordnungsbestimmungen rücken die Verantwortlichen der Vorsorgeeinrichtungen in den Fokus.

Governance, Transparenz, Unabhängigkeit

Seit dem 1. August 2011 sind die Kernbestimmungen zu Governance und Transparenz mit wesentlichen Änderungen bezüglich neuer Vorschriften zu Integrität und Loyalität sowie Rechtsgeschäften mit Nahestehenden in Kraft. Dabei sind Interessenskonflikte zu vermeiden und Doppelfunktionen zu hinterfragen. Der Geschäftsführer einer Vorsorgeeinrichtung darf beispielsweise nicht gleichzeitig auch die Aufgaben des Portfoliomanagers der Immobilienanlagen wahrnehmen. Zudem ist neu der Eigenhandel mit Wertschriften, die für die Vorsorgeeinrichtung gehandelt werden, untersagt. Weiter dürfen keine Dauerverträge mit Personen abgeschlossen werden, die selber oder durch Entscheidungsträger im obersten Organ vertreten sind. Personen, die in der Verwaltung der Vorsorgeeinrichtung tätig sind, müssen ihre Interessenbindungen jährlich gegenüber der Revisionsstelle offenlegen. Letztlich sind alle Vorgänge und Personen durch die Revisionsstelle zu prüfen.

Anlagestiftungen erhalten mit der Strukturreform erstmals eine explizite Grundlage auf Gesetzgebungs- und Verordnungsstufe. Die Bestimmungen orientieren sich dabei vor allem an der heutigen Praxis. Die wesentlichen Änderungen per 1. Januar 2012 liegen in der Entflechtung der Zuständigkeiten und in der Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörden. Die Direktauf-

sicht über alle Vorsorgeeinrichtungen – bisher in Bundeshoheit – liegt neu vollumfänglich bei verwaltungsunabhängigen kantonalen beziehungsweise regionalen Aufsichtsbehörden. Die Oberaufsicht unterliegt einer unabhängigen Behördenkommission mit eigenem Sekretariat.

Der Strukturreform ist am 1. Januar 2009 die Anpassung der Anlagevorschriften für Pensionskassen, Freizügigkeitseinrichtungen und Säule-3a-Stiftungen vorangegangen. Für die Anlageklasse Immobilien wurden Einzellimiten und Kategorielimiten neu festgelegt. Die zulässige Immobilienquote am Gesamtvermögen wurde von 50 auf 30 Prozent gesenkt, wovon maximal ein Drittel im Ausland investiert sein darf. Eine Einzelimmobilie darf unverändert die Quote von 5 Prozent nicht übersteigen. Das Ziel dieser Anpassungen liegt in weniger und vereinfachten Anlagebegrenzungen. Eine breitere internationale Diversifikation der Anlagen wird nunmehr ermöglicht.

Das Immobilienengagement professionalisieren

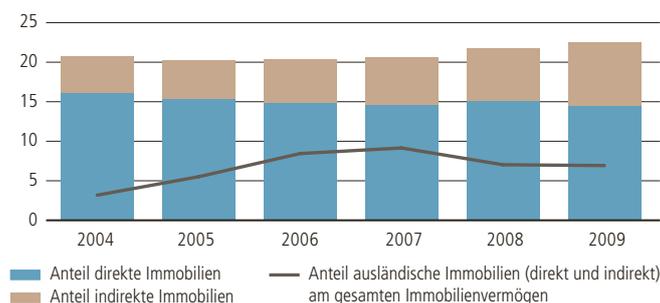
Durch die neuen regulatorischen Anforderungen sollen professionellere Strukturen und Vorgehensweisen eingehalten werden. Um den Vorgaben bezüglich Transparenz und Governance bei der Führung und Vermögensverwaltung gerecht zu werden, dürfte vor allem bei kleineren und mittleren Vorsorgeeinrichtungen eine Anpassung der Immobilienstrategie und ein entsprechender Handlungsbedarf im Management des Immobilienvermögens nötig sein.

Urs Fäs
Global Asset Management
UBS AG

Béatrice Gollong
Global Asset Management
UBS AG

Immobilien immer wichtiger in Pensionskassenportfolios

Anteil direkte und indirekte Immobilieninvestitionen sowie Anteil ausländische Immobilien in Pensionskassenportfolios in Prozent



Quellen: BFS, Pensionskassenstatistik 2009

¹ Bundesgesetz vom 25. Juni 1982 über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG)

Strategische Fragestellungen, wie die kostentransparente Organisation der Verwaltungsaufgaben, die Selektion der externen Experten oder die Sicherung der geeigneten Ausbildung interner Geschäftsführer, Vermögensverwalter und Mitarbeitender, gewinnen an Bedeutung. Vorsorgeeinrichtungen müssen über genügend Ressourcen und Know-how sowie über leistungsfähige Management-Informationssysteme verfügen, die der zunehmenden Komplexität und Effizienzanforderung im Portfoliomanagement gewachsen sind.

Bei der Professionalisierung des Immobilienmanagements sind verschiedene Ausprägungen möglich. Eine Option ist der Auf- beziehungsweise Ausbau eines Inhouse-Immobilienmanagements. Grosse Pensionskassen können die damit verbundenen hohen Investitionen tragen. Für mittlere Vorsorgeeinrichtungen dürfte das Outsourcing des Immobilienmanagements an professionelle Portfoliomanager im Rahmen von Drittmanagement-Mandaten valable Vorteile bringen. So können sie sich auf ihre strategischen Hauptaufgaben und Kernfähigkeiten konzentrieren, ohne den direkten Einfluss und die bestehende Eigentumssituation zu verlieren. Die Überwachung der externen Mandatsträger verbleibt jedoch bei der Vorsorgeeinrichtung, wobei eine Neuausschreibung des Mandats möglich ist und Flexibilität schafft.

Generell bieten sich im Immobilienbereich interessante Strukturierungsalternativen zur Sicherstellung einer transparenten und zukunftssträchtigen Vermögensverwaltung an. Grössere Vorsorgeeinrichtungen haben die Möglichkeit, die Immobilien in eine Einanleger-Anlagegruppe einzubringen oder eine eigene Anlagestiftung zu gründen. Die Vorsorgeeinrichtung entlastet ihre Administration, behält aber als alleiniger Investor eine weitgehende Entscheidungsautonomie und profitiert gleichzeitig von Vorteilen eines kollektiven Anlagegefässes und einer professionellen Portfoliobewirtschaftung durch ein Expertenteam. Sie trennt sich zudem von den Vermögensrechten. Dies bedeutet, dass die Vorsorgeeinrichtung die Immobilien und das Management zwar aus ihrem direkten operativen Aufgabenbereich gibt, aber die strategische Verantwortung und die Entscheidungskompetenz behält.

Trend zu indirekten Immobilienanlagen

In den letzten Jahren zeigte sich vor allem bei kleinen und mittleren Vorsorgeeinrichtungen ein klarer Trend zu indirekten Immobilienanlagen. Dies wird sich vor allem bei den Vorsorgeeinrichtungen verstärken, die heute über kein etabliertes und eigenständiges Immobilienmanagement verfügen. Verbesserung der Diversifikation, Konzentration auf die Kernkompetenzen, Kostenreduktion und Entlastung des Managements sowie zusätzliche Flexibilität des Immobilieninvestments, ausgedrückt in erhöhter Liquidität, sind Argumente für indirekte Immobilienanlagen.

Vorsorgeeinrichtungen haben zwei Möglichkeiten, um an den Vorzügen der indirekten Immobilienanlage teilzuhaben. Entweder bringen sie das Immobilienportfolio als Sacheinlage in eine bestehende Anlagestiftung gegen Erhalt von Ansprüchen an der Anlagestiftung ein. Die Alternative sind Einzelverkäufe der Immobilien und eine Wiederanlage der Verkaufserlöse in kollektive Anlagevehikel wie Anlagestiftungen, Immobilienfonds oder Immobilienaktien. Da ein Grossteil der Anlagestiftungen für Neuzeichnungen geschlossen ist, bevorzugen Vorsorgeeinrichtungen die Sacheinlage in Anlagestiftungen.

Immobilien bei Vorsorgeeinrichtungen

Immobilien nehmen in der Vermögensallokation der Vorsorgeeinrichtungen eine wichtige Rolle ein. Direkt gehaltene Immobilien – schwergewichtig Wohnliegenschaften – gehören dabei zum Kernbestand. Der allfällige Wertanstieg und der stetige Cashflow aus Mieteinnahmen bieten eine stabile und wertvolle Rendite, die zur Sicherstellung des BVG-Mindestzinssatzes (minimale Verzinsung, mit der Vorsorgeguthaben in Schweizer Pensionskassen verzinst werden müssen) dient. Gemäss der Auswertung in der vom Bundesamt für Statistik publizierten Pensionskassenstatistik lag 2009 der Anteil Immobilien (investiert in der Schweiz und im Ausland) an der Bilanzsumme der Vorsorgeeinrichtungen bei 16 Prozent oder rund 95 Milliarden Franken. Damit nimmt die Anlageklasse Immobilien den dritten Rang ein, hinter Anleihen mit 38 Prozent und Aktien mit 26 Prozent. Die Quote der Immobilienanlagen nahm über die vergangenen Jahre leicht zu. Indirekte Immobilien können im In- und Ausland gehalten werden. Im Jahr 2009 waren über 90 Prozent der Immobilienanlagen von Pensionskassen im schweizerischen Markt investiert. Bemerkenswert ist die Zunahme des Anteils der indirekten Immobilienanlagen im Verlaufe der letzten Jahre; diese beträgt mittlerweile knapp 40 Prozent.

Globale Immobilienanlagen *als attraktive Beimischung im Portfolio*

Internationale Immobilienanlagen erweisen sich für Anlegerinnen und Anleger, die in den globalen Aktien- und Anleihemärkten investiert sind, als attraktiv, da sie eine Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles im Portfolio bewirken. Globale Diversifikation ist bei Immobilien dabei wichtiger als an den Aktienmärkten.

Die zunehmende Integration der internationalen Finanzmärkte führte insbesondere in den letzten beiden Jahrzehnten zu steigenden Abhängigkeiten zwischen den nationalen Aktienmärkten und resultierte in sinkenden Diversifikationseffekten. Bei der Suche nach alternativen Anlageklassen, die dem Investor weiterhin attraktive Diversifikationseigenschaften bieten, rücken Immobilien zunehmend in den Fokus des Interesses.

Im Gegensatz zu den an internationalen Börsen notierten und global aufgestellten Aktiengesellschaften agieren Immobilienunternehmen häufig national. Dadurch unterliegen Anlagen in Immobilienunternehmen neben dem branchenspezifischen Risiko eher nationalen als globalen Risiken. Dies spricht dafür, dass national ausgerichtete Immobilienportfolios gegenüber ebensolchen Aktienportfolios ungünstigere Diversifikationseigenschaften besitzen und eine internationale Streuung der Immobilienanlagen erstrebenswert ist. Als geeignetes Anlagevehikel erweisen sich dabei börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften und Real Estate Investment Trusts (REITs), die im letzten Jahrzehnt weltweit stark an Bedeutung gewonnen haben.

Diversifikationspotenzial von globalen indirekten Immobilienanlagen

Für den Anleger stellt sich dabei die zentrale Frage, ob REITs zusätzliche Diversifikationseffekte besitzen oder durch ein international breit gestreutes Portfolio in Anleihen und Aktien die Diversifikationsmöglichkeiten bereits ausreichend ausgeschöpft sind. Um zur Beantwortung dieser Frage ein möglichst repräsentatives Anlageuniversum zu berücksichtigen, wurden in die Untersuchung die verbrieften Immobilienmärkte in Australien, Hongkong, Japan und Singapur für den asiatisch-pazifischen Raum, Kanada und den USA für Nordamerika sowie Frankreich, Grossbritannien und den Niederlanden für Europa einbezogen.

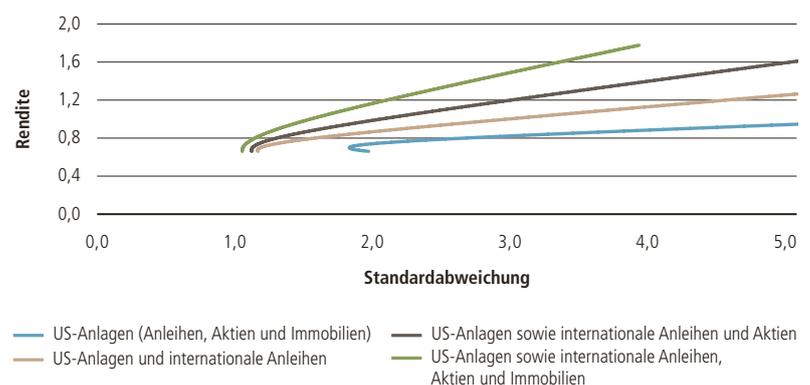
Diese Märkte stellen mehr als 75 Prozent der Marktkapitalisierung des globalen Immobilienaktienmarkts dar. Ebenso erstrecken sie sich über verschiedene Währungsräume sowie geografische und ökonomische Regionen. Über einen Zeitraum von 24 Jahren zeigt sich dabei, dass die Beimischung von internationalen Immobilienanlagen in ein bestehendes, international ausgerichtetes Aktien- und Anleihenportfolio zu deutlichen Verbesserungen des Rendite-Risiko-Profiles führt.

Ausgehend von einem Portfolio, das in US-amerikanischen Staatsanleihen, Aktien und REITs investiert ist, wird in der Abbildung dargestellt, welche zusätzliche Portfoliorendite bei gegebenem Risiko zu realisieren ist, wenn in einem ersten Schritt internationale Staatsanleihen in das Portfolio aufgenommen werden. Anschliessend erfolgt eine Erweiterung des Portfolios um Aktieninvestments aus den genannten Ländern. Als Ergebnis ergibt sich nun ein international gut diversifiziertes Anleihen- und Aktienportfolio, das darüber hinaus auch noch den US-amerikanischen REIT-Markt berücksichtigt. Werden in dieses Portfolio zusätzlich Anlagen in die internationalen verbrieften Immobilienmärkte integriert, zeigt sich, dass verbriefte Immobilienanlagen auch bereits gut diversifizierte Portfolios sinnvoll ergänzen können. Die maximale risikoadjustierte Rendite steigt durch die Beimischung von internationalen verbrieften Immobilienanlagen gegenüber einem in internationalen Anleihen und Aktien

Prof. Dr. Felix Schindler
Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung
Mannheim, Deutschland

Effizientere Portfolios dank internationalen Immobilienanlagen

Monatliche Rendite und Standardabweichung (Risiko) verschiedener Portfolios in Prozent



Quellen: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten aus Thomson Financial Datastream
Aus der Performance der Vergangenheit kann nicht auf künftige Renditen geschlossen werden.

investierten Portfolio um über 22 Prozent. Mit Ausnahme von Krisenzeiten, in denen typischerweise die Korrelation zwischen fast allen Anlageklassen ansteigt und damit die Diversifikationseffekte deutlich absinken, erweisen sich die Ergebnisse als im Zeitablauf relativ stabil.

Einfluss von Währungsrisiken auf das Diversifikationspotenzial

Des Weiteren stellt sich die Frage, welchen Einfluss das mit internationalen Anlagen verbundene Währungsrisiko auf das Diversifikationspotenzial besitzt. Bei internationalen Vermögensanlagen ist der Investor neben der Wertentwicklung des Vermögensguts gleichzeitig auch mit der Entwicklung des Wechselkurses konfrontiert. Allerdings bietet sich dem Anleger die Möglichkeit, sich zum Beispiel durch Devisenterminkontrakte gegen das Währungsrisiko abzusichern. Dadurch ist er nur dem originär mit dem Vermögensgut verbundenen Risiko ausgesetzt und keinen sehr volatilen und schwer zu prognostizierenden Wechselkursschwankungen. Ebenso sinken durch die Währungsabsicherung die Abhängigkeiten zwischen den Renditen verschiedener Anlageklassen deutlich, da Anlageklassen-spezifische Faktoren stärker durchschlagen. Dies führt für währungsabgesicherte Portfolios zu einem risikoadjustierten Renditevorteil von rund 10 Prozent bei gleichzeitig erhöhten Diversifikationseffekten.

REITs auch langfristig attraktiv

Kurzfristig weisen REITs eine hohe Korrelation mit den Aktienmärkten auf, allerdings sinkt diese auf längere Sicht. So zeigt sich bei der Wertentwicklung von REITs mit zunehmendem Anlagehorizont immer deutlicher, dass sie gross-teils in Immobilien investiert sind, da der Zusammenhang mit dem direkten Immobilienmarkt zunimmt. Dies wird auch im Rendite-Risiko-Profil von REITs deutlich. Werden REIT-Indizes und Indizes für direkte Immobilienanlagen um die Unterschiede im Verschuldungsgrad, der strategischen, geografischen und sektoralen Ausrichtung und der Bewertungsmethodik bereinigt, ergeben sich für beide Anlageformen sehr ähnliche Rendite-Risiko-Profile. Somit erhält der Investor mit REITs ein Anlageprodukt, das ihm einerseits durch die börsentägliche Handelbarkeit und geringe Transaktionskosten eine

hohe Flexibilität ermöglicht und andererseits langfristig die Entwicklungen am Immobilienmarkt abbildet.

Aktuelle Entwicklungen und Ausblick

Da die Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten zumindest kurzfristig anhalten könnten, sind auch die Diversifikationsmöglichkeiten durch verbriefte Immobilienanlagen beschränkt. Allerdings dürften langfristig die Portfoliobeiträge von Immobilienanlagen wieder deutlicher hervortreten – gerade auch vor dem Hintergrund der zunehmenden Finanzmarktintegration und der damit verbundenen sinkenden Diversifikationseffekte durch internationale Aktienanlagen. Daher dürften globale Immobilienanlagen auch in Zukunft in Portfolios von Bedeutung sein und gerade durch REITs können Investoren an den Entwicklungen der Immobilienmärkte weltweit partizipieren. In Zeiten stark schwankender Wechselkurse und erheblicher makroökonomischer Unsicherheiten sollten Investoren bei internationalen Anlagen allerdings auch die Währungsrisiken in ihrem Portfolio berücksichtigen und absichern, sofern sie nicht gezielt und aktiv in Währungen investieren möchten.

Attraktivität und Vorteile von REITs

Real Estate Investment Trusts (REITs) als global anerkanntes und weitverbreitetes Immobilienanlageprodukt haben – trotz ihrer national unterschiedlichen rechtlichen Ausgestaltung – gemeinsam, dass ihr Vermögen überwiegend aus Immobilien besteht, ihre Erträge zu einem grossen Teil aus der Immobilien-Bestandshaltung stammen müssen und sie hohen Ausschüttungsanforderungen unterliegen. Als steuertransparentes Produkt werden die Erträge auf REIT-Ebene nicht besteuert und eine Besteuerung erfolgt lediglich beim Anteilseigner. Durch ihre Börsennotierung bieten REITs und REIT-ETFs ein liquides Produkt, durch das sich die globalen Immobilienmärkte in einem Portfolio kostengünstig abbilden und sich die daraus resultierenden Diversifikationseffekte auch mit geringen Anlagevolumina realisieren lassen. Gegenüber direkten Immobilienanlagen stellen REITs ein interessantes Immobilienanlageprodukt dar, das kurzfristig zwar den Einflüssen der Finanzmärkte unterworfen ist, aber langfristig zu direkten Anlagen vergleichbare Renditen und Risiken besitzt und gleichzeitig eine hohe Transparenz und börsentägliche Handelbarkeit sowie geringe Transaktionskosten und eine hohe Flexibilität für den Investor aufweist.

Globale Immobilienaktien *drei Jahre nach der grossen Krise*

Von 2007 bis 2009 verloren globale Immobilienaktien 70 Prozent an Wert. Ende 2011 haben sie fast die Hälfte des Verlusts wieder gutgemacht. Diese gewaltigen Bewegungen basieren unter anderem auf krassen Falschbeurteilungen. Die Erholung verläuft harzig und die Risiken sind nicht zu unterschätzen.

Der Februar 2007 markierte den Höhepunkt einer Markteuphorie, die 2003 ihren Anfang nahm. Er leitete auch, zunächst unbemerkt, den Auftakt einer Finanzkrise ein, von der wir uns noch immer nicht gänzlich erholt haben. Vor fünf Jahren gab es klare Anzeichen einer krassen Überbewertung und der damals überhitzte Markt kühlte sich anschliessend ziemlich abrupt ab. Auslöser waren sehr schnell gestiegene Zinssätze und Risikoprämien, welche die Fremdkapitalkosten für Immobilienunternehmen wegen der allgemeinen Überschuldung unerträglich machten. Anschliessend folgte eine Verkaufswelle, vor allem von fremdfinanzierten Immobilienanlagen, mit deflationären Wirkungen für die Gesamtwirtschaft. Nimmt man die global börsennotierten Immobiliengesellschaften als Massstab, so platzte die weltweite Immobilienblase in rund acht Quartalen vollständig. Dabei wurden 70 Prozent an Börsenwert vernichtet. Danach erholten sich Immobilienaktien wieder um rund 120 Prozent (Stand November 2011) vom Tiefstwert und sind aktuell bloss halb so viel wert wie beim Höchststand von 2007. Wiederholt krasse Fehlbeurteilungen von Immobilienanlagen führten zu diesen kräftigen Marktbewegungen.

Erste Fehlbeurteilung: reale Werte wurden überschätzt

Im Februar 2007 wurden börsennotierte Immobiliengesellschaften mit einem geschätzten Aufpreis zu den Nettoinventarwerten (dem Wert der Immobilienaktiva abzüglich Verbindlichkeiten) von satten 32 Prozent gehandelt. Beim direkten Ankauf einer Liegenschaft hätte man diesen Aufpreis nicht bezahlt.

Gleichzeitig lag die Gewinnrendite nur knapp über 5 Prozent, was im historischen Vergleich tief war. Dabei stellt die Gewinnrendite (Gewinn je Aktie im Verhältnis zum Aktienkurs) eine Art Verzinsung der Aktie dar, die auch die Risiko-

komponente umfasst. Zum Vergleich: Im Februar 2007 lag die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen bei 4,8 Prozent. Immobilienaktien enthielten somit eine theoretische Risikoprämie von 0,2 Prozent. Mit anderen Worten: Die Risikoprämien waren praktisch verschwunden. Das heisst, Anleger liessen sich einerseits von aufgeblähten Immobilienwerten und andererseits von der Aussicht auf Kapitalgewinne blenden und vernachlässigten die Risiken.

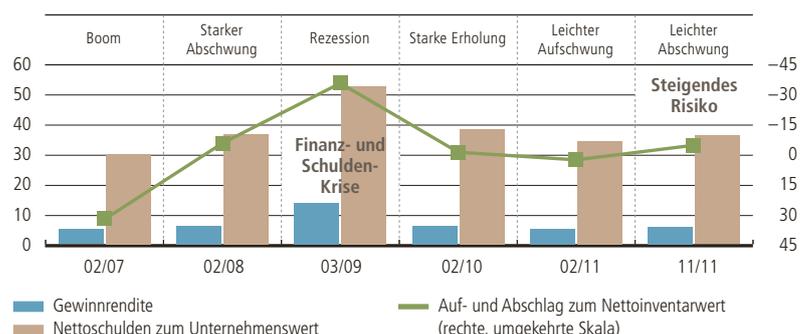
Zweite Fehlbeurteilung: Überschuldung blieb unbemerkt

Erst als die Immobilienaktien korrigierten, kam das wahre Ausmass der Überschuldung zum Vorschein. Im März 2009 schwelte die Gewinnrendite bis auf 14 Prozent an, was einer geschätzten Risikoprämie von extrem hohen 10,5 Prozent entsprach. Gleichzeitig nahm die Verschuldung zum Unternehmenswert markant zu. Dabei entspricht der Unternehmenswert dem Übernahmewert eines Unternehmens, wobei Liquiditätsbestände mit Schulden verrechnet werden und deshalb nicht zum Gesamtwert beitragen. Während Immobilienaktiva rasant an Wert einbüssten, standen Immobiliengesellschaften plötzlich vor einem riesigen Schuldenberg und auch die Finanzstabilität verschlechterte sich auf einen Schlag. Unter der Annahme, dass Immobiliengesellschaften ihr Immobilienportfolio nicht veränderten, kann anhand des Missverhältnisses zwischen Verschuldung und Bilanzaktiva von einem gesamten direkten Immobilienwertver-

Thomas Veraguth
Wealth Management Research
UBS AG

Zunahme der Marktrisiken im Immobilienzyklus

Rendite, Aufschläge und Verschuldung, alle Werte in Prozent



Quellen: UBS IB, UBS WMR (Stand November 2011)

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

lust von einem Drittel ausgegangen werden. Die volatileren Büro- und Industrieimmobilien wurden mit 40 beziehungsweise 53 Prozent besonders stark getroffen. Wohn- und Verkaufsimmobilien erwiesen sich als relativ krisensicher, mussten mit einem Minus von rund 19 beziehungsweise 17 Prozent aber auch Federn lassen.

Zaghafte Erholung, geminderte Ertragskraft, steigende Risiken

Seit der Finanzkrise konnten bisher nur Immobiliengesellschaften aus Hongkong neue Höhen erklimmen. Reine Immobilieninvestoren aus Hongkong notieren sogar einen Drittel höher als im Februar 2007 (Stand November 2011). In Grossbritannien verläuft die Erholung viel harziger; dort handeln Immobilienaktien noch deutlich unter dem damaligen Höchststand. In den USA erfolgte die Genesung des Markts mit einer Verdreifachung der Börsennotierungen hingegen schneller. Allerdings verzeichnen Investoren, die im Februar 2007 US-amerikanische, europäische und japanische Immobiliengesellschaften kauften, immer noch einen Buchverlust. Weltweit haben sich Immobilienaktien noch nicht vollständig erholt.

Dazu kommt, dass eine erste Erholungsphase bereits zu Ende gegangen ist. Im Februar 2011 wurden Immobilienaktien wieder mit einem Aufschlag zu Nettoinventarwerten gehandelt. Somit waren Immobilienaktien vier Jahre nach dem letzten Höhepunkt bereits nicht mehr günstig bewertet. Die Tatsache, dass Immobiliengesellschaften aber immer noch unter dem Kursniveau von Februar 2007 handeln, deutet darauf hin, dass sie während der Krise nachhaltig an Ertragskraft einbüssten.

Die Konjunktur trübt sich derzeit wieder ein. So nimmt die Verschuldung zum Nettoinventarwert bereits wieder zu und auch die Gewinnrendite steigt erneut. Weiter notieren Immobiliengesellschaften nochmals mit einem Abschlag zu den geschätzten Nettoinventarwerten. Dies leitet eine neue Phase des Immobilienzyklus ein, die mit steigenden Risiken verbunden ist. Aufgrund der aktuell schwierigen makroökonomischen Situation dürften Immobilienaktien weiter an Wert verlieren, bevor sie in der nächsten Phase des Immobilienzyklus wieder zulegen.

Auf den Zyklus achten

Immobilienbewertung beruht auf Annahmen und Markterwartungen. Erwartungen sind ausserordentlich zyklisch und treiben den Immobilienzyklus. Seit Februar 2007 lassen sich sechs Phasen des Immobilienzyklus erkennen (siehe Abbildung auf Seite 37). Die erste Phase illustriert den Immobilienaktienboom, gekennzeichnet durch eine tiefe Dividendenrendite, eine niedrige Verschuldung zum Unternehmenswert und einen bemerkenswerten Kursaufschlag zum Nettoinventarwert. Im März 2009, am Gipfel der Finanzkrise, lagen Dividendenrendite und Verschuldung zum Unternehmenswert auf Höchstständen; Immobilienaktien handelten mit einem markanten Kursabschlag.

Die Erholungsphase stellte den idealen Einstiegspunkt dar. Die zunächst kräftige Markterholung ist jedoch bereits vorbei. Wir raten deshalb in der aktuellen, von steigenden Risiken geprägten Phase von einem Markteinstieg ab. Investoren, die an ihren Immobilienanlagen festhalten wollen, empfehlen wir eine breite Diversifikation. Insgesamt geben wir Immobiliengesellschaften den Vorzug, die Qualität vor Rendite setzen und solide finanziert sind.

Im Abschwung richtig positioniert

Börsennotierte Immobilien bieten Diversifikationsmöglichkeiten. Während eines Marktabschwungs empfehlen wir eine defensive Positionierung und eine Auswahl von Regionen, Sektoren und Unternehmen. Wir geben grosskapitalisierten Unternehmen den Vorzug, die vorwiegend möglichst voll vermietete und qualitativ hochstehende Liegenschaften in weitentwickelten Märkten wie den USA, England, Japan oder auch Frankreich, Deutschland sowie der Schweiz verwalten. Zu meiden sind Unternehmen, mit einem hohen Anteil an eher riskanten Entwicklungsprojekten, da potenzielle Vermarktungsschwierigkeiten das Leerstandrisiko erhöhen; dieses Profil weisen insbesondere Immobilienunternehmen in Schwellenländern und grossen Teilen Asiens auf.

Im Marktabschwung bevorzugen wir defensive Sektoren wie Geschäfts- oder Wohnimmobilien, während wir Industrie- oder Büroimmobilien nur noch selektiv ins Auge fassen. Weiter zur Auswahl gehören Titel mit hoher und nachhaltiger Dividendenrendite oder mit tiefer Bewertung. Ein besonderes Augenmerk gilt einer konservativen Fremdfinanzierung, die dank möglichst fixen Zinsen und langfristigen Laufzeiten finanzielle Stabilität gewährt.



Fragen & Antworten *rund um Immobilien*

Advisory Immobilien



Mehrwertorientierte Beratung für Unternehmen, Privatanleger, institutionelle Investoren, Pensionskassen • Real Estate Corporate Finance • Strategie- und Transaktionsberatung • Lifecycle Advisory

Kann ich als Unternehmer meine betrieblichen Immobilien als Finanzierungsquelle für ein mögliches Wachstum im Kerngeschäft einsetzen?

Eine Betriebsimmobilie kann vielfältig zur Liquiditätsschaffung eingesetzt werden: Verkauf im Bestand (keine betriebliche Nutzung mehr), Verkauf und Rückmiete bei betrieblicher Weiternutzung (Sale & Rentback), teilweise Auslagerung in ein Immobilienvehikel oder hypothekarische Belehnung mit Fremdkapital. Die Ausgestaltung der Miet-, Finanzierungs- oder Kaufverträge kann individuell auf die Bedürfnisse der Eigentums- beziehungsweise Firmensituation hin strukturiert werden. Solche Lösungsansätze für Unternehmen, Private und Institutionelle sind üblicherweise strategisch, interdisziplinär und Lebenszyklus-spezifisch.

Oliver Hofmann
Wealth Management & Swiss Bank
UBS AG

Brokerage Immobilien



Verkauf von Luxusobjekten im Wohnbereich ab CHF 5 Mio. • Platzierung von Bauland an exklusiven Lagen • Immobilienfach-orientierte Unterstützung bei Standortwechsel

Was ist beim Verkauf von luxuriösem Wohneigentum zu berücksichtigen?

Jede Immobilientransaktion muss individuell auf die Bedürfnisse und Ausgangslage des Verkäufers und die Liegenschaft angepasst werden. Die Diskretionsansprüche, der Zeithorizont und die Verkaufspreiserwartung sind nur einige Parameter, die vor der Vermarktung zu definieren sind. Bei der Wahl des persönlichen Beraters sollte darauf Wert gelegt werden, dass dieser fundierte Kenntnisse im Bereich Immobilien, Finance und Transaktionsmanagement hat und über ein notwendiges Netzwerk verfügt.

Robin Müller
Wealth Management & Swiss Bank
UBS AG

Produkte Hypotheken



Baufinanzierungen • Fest- und Libor-Hypotheken • Spezifische Hypothekarlösungen • Zinsabsicherungsprodukte • Dienstleistungen rund um die Finanzierung von Wohneigentum

Sollen laufende Festhypotheken beim heutigen historisch tiefen Zinsniveau bereits weit im Voraus verlängert werden?

Werden auf den Fälligkeitstag einer laufenden Festhypothek höhere Zinsen erwartet, ist der Abschluss einer sogenannten Forward-Festhypothek mit aufgeschobener Auszahlung prüfenswert. Eine Forward-Festhypothek ist besonders empfehlenswert, wenn der zu bezahlende Zinszuschlag auf der Forward-Festhypothek gering ist und der erwartete Zinsanstieg höher ist als der zu zahlende Zinszuschlag. Forward-Festhypotheken können bis zu 360 Tage vor Auszahlung abgeschlossen werden.

Alfred Ledermann
Wealth Management & Swiss Bank
UBS AG

Ist es sinnvoll, verschiedene Laufzeiten zu kombinieren? Wenn ja, welche?

Werden die Laufzeiten von mehreren Hypothekentranchen gestaffelt, läuft immer nur ein Teil der gesamten Immobilienfinanzierung ab und muss auf der Basis der aktuell geltenden Marktzinsen neu geregelt werden. So ist das Risiko gering, die gesamte Immobilienfinanzierung in einer Phase relativ hoher Marktzinsen vereinbaren zu müssen. Die Fälligkeiten der Festhypotheken liegen idealerweise mindestens etwa 24 Monate auseinander und die Laufzeit einer einzelnen Festhypothek sollte mindestens drei Jahre betragen. Zwei bis drei Finanzierungstranchen sind ratsam, wobei die einzelne Finanzierungstranche mindestens CHF 150 000 betragen sollte.

Rudolf Ledergerber
Wealth Management & Swiss Bank
UBS AG

Asset Management Immobilien Global



Zugang zu globalen direkten und indirekten Immobilienanlageprodukten • Entwicklung von internationalen Immobilienanlagestrategien • Zweitgrösster Immobilien Asset Manager weltweit

Welche Vorteile bietet eine Erweiterung des Immobilienengagements auf ausländische Märkte?

Auslandsinvestitionen vergrössern das Anlageuniversum für einen Schweizer Investor um den Faktor 74. Der Schritt über die Grenze birgt ein hohes Diversifikationspotenzial in Bezug auf Regionen und Sektoren. Zudem sind bei Auslandsengagements Markteinstiege in unterschiedlichen Marktphasen möglich, was teilweise deutlich höhere Renditen ermöglicht. Denn nach den teils substanziellen Korrekturen der vergangenen Jahre hat in vielen Regionen noch keine breite Aufwertung stattgefunden.

Urs Fäs
Global Asset Management
UBS AG

Asset Management Immobilien Schweiz



Breite Produktpalette von Schweizer Immobilienanlageprodukten • Markt- und kundenorientierte Lösungen im institutionellen Bereich • Führender Immobilienfondsanbieter in der Schweiz

Ist das heutige Preisniveau bei Schweizer Renditeliegenschaften nachhaltig?

Die Ankaufsrenditen bei Schweizer Renditeliegenschaften sind im Gleichschritt mit dem risikolosen Zinssatz für eidgenössische Bundesobligationen stark gesunken. Als Folge dieser Parallelität ist die Risikoprämie für Immobilienanlagen nahezu unverändert geblieben, weshalb der Anstieg der Immobilienpreise vielmehr in mangelnden Anlagealternativen als in abnehmender Risikoaversion gründet. Das grösste Preiskorrekturrisiko ergibt sich bei einem starken und raschen Zinsanstieg. Weitaus weniger riskant ist eine langsame Anhebung der Zinsen, da durch Mietanpassungsmechanismen positive Einkommenseffekte entstehen.

Marcin Paszkowski
Global Asset Management
UBS AG

Vorsorgeberatung



Risiko- und Vorsorgeberatung • Optimierung der Vermögensstruktur • Verwendung von Vorsorge-Ansprüchen aus der 2. und 3. Säule bei der Finanzierung

Gibt es Bedingungen für den Bezug von Pensionskassenguthaben zum Erwerb einer Liegenschaft?

Ja, die Bedingungen sind:

- Möglichkeit der Verwendung für Erwerb oder Erstellung von selbstgenutztem Wohneigentum, für Beteiligung an selbstgenutztem Wohneigentum oder Rückzahlung von bestehenden Hypothekendarlehen
- Mindestbezugsbetrag CHF 20000
- Möglichkeit des Vorbezugs nur bis drei Jahre vor Entstehung des Anspruchs auf Altersleistungen
- Nach Alter 50 ist der Anspruch auf Vorbezug eingeschränkt
- Vorbezug kann alle fünf Jahre getätigt werden und unterliegt einer gesonderten Kapitalbesteuerung
- Im Grundbuch wird eine Veräusserungsbeschränkung eingetragen

René Knoblauch
Wealth Management & Swiss Bank
UBS AG

Nachfolgeregelung



Umfassende Beratung zu Ehegüter- und Erbrecht • Beratung zu verschiedenen Übertragungsarten • Steuerliche Aspekte bei der Übertragung

Worauf sollte Ehepaar mit Kindern beim Kauf eines Eigenheims bezüglich Ehegüter- und Erbrecht achten?

Viele Wohneigentümer investieren einen grossen Anteil ihres Vermögens in ihr Eigenheim. Beim Todesfall eines Ehepartners kann die Auszahlung des Erbteils an die Kinder für den hinterbliebenen Ehegatten zu finanziellen Problemen führen. Kinder haben unter dem ordentlichen Güterstand der Errungenschaftsbeteiligung Anspruch auf die Hälfte des Nachlasses (setzt sich zusammen aus Eigengut des Verstorbenen und Hälfte der Errungenschaft). Durch eine güter- und erbrechtliche Regelung, beispielsweise mittels Ehevertrag und/oder Erbvertrag oder Testament, können die Erbanteile geändert werden.

Madeleine Pita
Wealth Management & Swiss Bank
UBS AG

Research Immobilien Schweiz



Research-Berichte zum Schweizer Immobilienmarkt • Factsheets und Foliensammlungen zu Schweizer Gemeinden und Regionen • Investitionsübersicht zu Schweizer börsennotierten Immobilienanlagen

Ist momentan ein guter Zeitpunkt, ein Eigenheim in der Schweiz zu erwerben?

Es war noch nie möglich, mit so tiefen Finanzierungskosten wie heute ein Eigenheim zu kaufen. Auch wenn die Preise für Wohneigentum in manchen Regionen teilweise sehr hohe Niveaus erreicht haben, kommt ein Kauf trotzdem teilweise günstiger als eine vergleichbare Mietwohnung. Mittelfristig besteht aber ein Risiko für starke Zinsanstiege, welche die Tragbarkeit bei hohen Belehnungsgraden je nach Einkommenssituation erschweren können. Man darf aber nicht vergessen, dass hohe Zinsen mit hoher Inflation einhergehen, was die Höhe der Schulden real in gleichem Umfang reduziert. Stimmt der Preis, so bleibt der Erwerb von Wohneigentum im Moment eine valable Option.

Matthias Holzhey
Wealth Management Research
UBS AG

Research Immobilien Global



Research-Berichte zum globalen Immobilienmarkt • Präferenzliste und Investitionsempfehlungen zu globalen börsennotierten Immobilienaktien • Foliensammlungen zu Immobilienanlagen

Welche Marktrisiken beeinflussen die künftige Performance global börsennotierter Immobilienaktien in diesem Jahr?

Insgesamt identifizieren wir drei Hauptrisiken. Erstens besteht ein Einkommensrisiko, da Unternehmer ihren Flächenbedarf verkleinern und die Flächennachfrage sich tendenziell abschwächt. Dies führt dazu, dass Mietzinseinnahmen unter Druck kommen könnten. Zweitens sehen wir ein steigendes Refinanzierungsrisiko. Der immer noch fragile Bankensektor ist dazu gezwungen, seine Eigenkapitalbasis zu stärken. Dies könnte die Kreditfähigkeit etwas bremsen und die Refinanzierungskosten der Immobilienunternehmen in die Höhe treiben. Drittens bergen überhitzte Wohnimmobilienmärkte in Asien latente Preiskorrekturrisiken, was zu weiteren Bewertungsabschlägen bei Immobilienaktien führen kann.

Thomas Veraguth
Wealth Management Research
UBS AG

Ausgewählte Research-Publikationen

Täglich



WMR Reports

Die *WMR Reports* sind die wichtigste Quelle von Anlageideen und liefern Hintergründe zu unseren Empfehlungen sowie umsetzbare Ratschläge. Sie werden täglich veröffentlicht und basieren auf dem aktuellen Marktgeschehen.

Sprachen: Englisch, Deutsch, Französisch, Italienisch.

Monatlich



Investieren in der Schweiz

Investieren in der Schweiz ist eine Publikation für Anlegerinnen und Anleger an den Schweizer Finanzmärkten, die Aktien, Anleihen, Immobilien, Währungen und andere Anlageklassen abdeckt.

Sprachen: Deutsch, Englisch, Französisch, Italienisch

Monatlich



UBS investor's guide

Der *UBS investor's guide* liefert Hintergrundinformationen zur aktuellen Anlagestrategie von UBS sowie einen Überblick über die aktuellen weltwirtschaftlichen Entwicklungen. Dazu gehören auch Analysen und Empfehlungen zu Aktien-, Anleihen-, Devisen- und Schwellenmärkten.

Sprachen: Englisch, Deutsch, Französisch, Italienisch, Chinesisch (traditionell und vereinfacht).

Vierteljährlich



UBS equity compass

Der *UBS equity compass*, unsere umfassende Analyse der globalen Aktienmärkte, informiert über die neuesten Markttrends, Aktienstrategien und Investmentthemen und enthält strukturierte Investmentratschläge sowie konkrete Investmentmöglichkeiten.

Sprachen: Deutsch, Englisch

Vierteljährlich



UBS outlook Schweiz

Der *UBS outlook Schweiz* richtet sich in erster Linie an Unternehmer und Manager in der Schweiz. Jede Ausgabe präsentiert die Ergebnisse der Umfrage von UBS Research Schweiz unter Industrie- und Dienstleistungsunternehmen zu ihren geschäftlichen Aussichten sowie eine Analyse von Währungen, Zinsen und des Immobilienmarktes. Die Ausgabe für das vierte Quartal 2010 konzentriert sich auf Nachfolgeaspekte in Familienunternehmen.

Sprachen: Deutsch, Französisch, Italienisch.

Thematisch



UBS research focus

Der *UBS research focus* untersucht den Einfluss wichtiger globaler Trends auf persönliche Entscheidungen zur Vermögensplanung. Jede Ausgabe ist einem konkreten Thema aus den Bereichen Wirtschaft, Finanzmärkte und Anlagen gewidmet.

Sprachen: Englisch, Deutsch, Französisch, Italienisch, Spanisch, Portugiesisch

Feb. 2011 Spannungsfeld Eurozone

Juni 2011 Inflation: Rückkehr einer unbequemen Bekannten

Okt. 2011 Staatsbankrott in der Eurozone Griechenland – und dann?

Online

Publikationen mit öffentlich zugänglichen Inhalten sind unter www.ubs.com/research zu finden. UBS-Kundinnen und -Kunden können das Online-Portal von Wealth Management Research über die E-Banking-Seite aufrufen. Das Portal enthält elektronische Versionen unserer Publikationen und noch viel mehr.

Bestellungen oder Abonnements

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. Publikationen mit öffentlich zugänglichen Inhalten sind unter www.ubs.com/research zu finden.



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 Liquidation Ihrer Anlagewerte 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 den 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 möglicher – einschliesslich steuerlicher – 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: 1) **Kunden von UBS Wealth Management Australia Ltd:** Diese Mitteilung wird durch UBS Wealth Management Australia Ltd. an Kunden von UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937 (Inhaberin der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, verteilt: Diese Publikation enthält ausschliesslich allgemeine Informationen und/oder allgemeine Beratung und stellt keine persönliche Beratung zu Finanzprodukten dar. Somit wurde der Inhalt dieser Publikation ohne Berücksichtigung der Anlageziele, der finanziellen Situation und der finanziellen Bedürfnisse eines bestimmten Empfängers formuliert. Vor jedem Anlageentscheid sollte ein Empfänger persönliche Beratung zu Finanzprodukten von einem unabhängigen Berater einholen und relevante Angebotsunterlagen (einschliesslich der Produktinformationen) prüfen, wenn der Erwerb von Finanzprodukten in Betracht gezogen wird. 2) **Kunden von UBS AG:** Diese Mitteilung wird durch UBS AG ABN 47 088 129 613 (937 Inhaberin der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231087) ausgestellt: Diese Publikation wird durch UBS AG ausgestellt und verteilt, auch wenn in vorliegendem Dokument eine gegenteilige Bestimmung enthalten ist. Die Publikation ist einzig zur Verwendung durch «Firmenkunden» gemäss der Definition in Section 761G («Wholesale Clients») des Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act») bestimmt. Unter keinen Umständen darf die Publikation von UBS AG einem «Privatkunden» gemäss der Definition in Section 761G des Corporations Act zur Verfügung gestellt werden. Die Research-Services von UBS AG stehen einzig Firmenkunden zur Verfügung. Die Publikation enthält nur allgemeine Informationen und berücksichtigt weder die persönlichen Anlageziele noch die finanzielle oder steuerliche Situation oder besonderen Bedürfnisse einer bestimmten Person. **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. **Bahrain:** UBS AG ist eine Schweizer Bank, die nicht in Bahrain von der Zentralbank von Bahrain zugelassen ist oder von ihr überwacht oder reguliert wird und die keine Bankgeschäfte oder Kapitalanlagegeschäfte in Bahrain unternimmt. Deshalb haben die Kunden keinen Schutz nach den örtlichen Rechtsvorschriften zum Bankrecht und zum Recht der Kapitalanlagendienstleistungen. **Belgien:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Kaufangebot oder eine vergleichbare Anwerbung nach belgischem Recht dar, kann jedoch zu Informationszwecken Kunden der UBS Belgium NV/SA zur Verfügung gestellt werden. UBS Belgium NV/SA ist eine lizenzierte 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 € 125.726.944, 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» stehende 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. **Mexiko:** Dieses Dokument wurde verteilt von UBS Asesores México, S.A. de C.V., einem Unternehmen, das nicht der Aufsicht der Comisión Nacional Bancaria y de Valores unterliegt und weder der UBS Grupo Financiero S.A. de C.V. noch einer anderen mexikanischen Finanzgruppe angehört. Die Verbindlichkeiten dieses Unternehmens werden nicht von Dritten garantiert. UBS Asesores México, S.A. de C.V. sichert keine Rendite zu. **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, einem «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:** Verteilt an US-Personen durch UBS Financial Services Inc., eine Tochtergesellschaft von UBS AG. UBS Securities LLC ist eine Tochtergesellschaft von UBS AG und ein verbundenes Unternehmen von UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. übernimmt die Verantwortung für den Inhalt einer Publikation, der von einer nicht-US-amerikanischen Tochter erstellt wurde, wenn sie diese Publikation an US-Personen verteilt. Alle Transaktionen von US-Personen in Wertpapieren, die in dieser Publikation genannt werden, müssen durch einen in den USA zugelassenen, an UBS angegliederten broker dealer durchgeführt werden und nicht durch eine nicht-US-amerikanische Tochter. **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 Mai 2011.

© UBS 2012. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.

Bis Edmund Hillary und Tenzing Norgay den Gipfel des Mount Everest bezwungen hatten, wollten sie nicht ruhen. (Kathmandu, 1953.)



Was kann Ihr Berater von Tenzing Norgay über *Zusammenarbeit* lernen?

Man sagt, dass Genialität zu einem Prozent aus Inspiration und zu 99 Prozent aus Fleiss besteht.

Wir denken, es gibt eine dritte Komponente.

Teamwork.

Wie Edmund Hillary und Tenzing Norgay der Welt bewiesen haben, brauchen auch die aussergewöhnlichsten Talente Unterstützung, um absolute Höchstleistungen zu erbringen.

Das gilt für die Finanzwelt selbstverständlich genauso wie fürs Bergsteigen.

Weil wir alle wissen, dass das Klima an den Finanzmärkten ebenso launisch sein kann wie das im Himalaja.

Und die Belohnung für den Erfolg ebenso atemberaubend.

Bis Sie Ihren finanziellen Zielen ein Stück näher sind, dürfen Sie sich auf eines verlassen:

150
Jahre

Wir werden nicht ruhen



www.ubs.com/wirwerdennichtruhen