UBS Real Estate Focus

CIO WM Research
Januar 2013

Immobilienmarkt Schweiz
2013

Wohnimmobilien
Preise klettern unermüdlich weiter

Geschäftsimmobilien
Neubauprojekte treffen auf schwindende Nachfrage

Börsennotierte Immobilien
Kurse steuern in ruhigeres Fahrwasser

UBS

Inhalt

3 Editorial
4 Auf einen Blick

Markttreiber
5 Wie weiter mit Geldpolitik und Zinsen?
7 Bevölkerungsalterung steigert Nachfrage nach mittelgrossen Wohnungen
8 Überblick Markttreiber Immobilien

Wohnimmobilien
9 **Eigenheime** – Vorerst noch keine Trendwende
11 **Mietwohnungen** – Risiken bei Anlageimmobilien
12 Überblick Wohnimmobilien
13 Stand der Umsetzung beim Zweitwohnungsbau
15 RPG-Revision definiert Spielregeln neu
17 Mieterschutz schwebt zwischen Buchstaben und ungesicherter Praxis

Geschäftsimmobilien
19 **Büroflächen** – Überangebotsrisiken in der Deutschschweiz
21 **Verkaufsflächen** – Mieten erstaunlich robust
22 Überblick Geschäftsimmobilien
23 Einkaufszentren bei Investoren gefragt
25 Finanzierung neuer Spitalprojekte als Herausforderung
27 Innovative Arbeitsplatzkonzepte zur nachhaltigen Effizienzsteigerung

Börsennotierte Immobilien
29 **Immobilienaktien** – Zurück zur Normalität
31 **Immobilienfonds** – Auf dem Prüfstand
32 Überblick börsennotierte Immobilien
33 Produktpalette der indirekten Immobilienanlagen
35 Methoden der Performancemessung
37 Direkte und indirekte Immobilienanlagen langfristig im Gleichschritt

Fragen und Antworten
39 Fragen und Antworten rund um Immobilien

UBS Real Estate Focus 2013

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.

Editorial

Daniel Kalt

Claudio Saputelli

Liebe Leserin, lieber Leser

Mit den Mechanismen der Regulierung sind wir von Kindesbeinen an vertraut. Ausgerüstet mit Gummistiefeln, bauten wir am Bachbett emsig Staudämme aus Steinen, Ästen und Blättern, fasziniert von unserer Fähigkeit, den Verlauf des Wassers nach unseren Vorstellungen zu regulieren. Doch immer wieder durchbrach die Strömung unsere in Sisyphusarbeit konstruierten Hindernisse und bahnte sich so einen neuen Weg.

Staaten erlassen restriktive Gesetze und Vorschriften, um unerwünschte Marktergebnisse zu beseitigen. Da die natürlichen Marktprozesse dabei gestört werden, suchen sich die Marktkräfte – analog zur Strömung im Bachbett – neue Wege. Die dabei entstehenden Nebenwirkungen können fatal sein, wie dies Horst Siebert, deutscher Ökonom, in seinem Buch *Der Kobra-Effekt* eindrücklich aufzeigte: Um eine Kobraplage abzuwehren, setzte einst die britische Kolonialverwaltung in Indien ein Kopfgeld für jede erlegte Schlange aus. Anfänglich ein Erfolg, doch mit der Zeit begann die Bevölkerung, im grossen Stil Kobras zu züchten. Schon bald wurde die Wirkung erkannt und die Prämie wieder abgeschafft. Daraufhin befreiten die Züchter die wertlos gewordenen Reptilien, so dass sich die Zahl der Kobras gar vervielfachte. Kurz gesagt: Die Regulierung verschlimmerte die Plage.

Auch der Schweizer Immobilienmarkt wird aufgrund des andauernden Baubooms und der regionalen Überhitzung mehr und mehr reguliert. So wurden neue Richtlinien betreffend Mindestanforderungen bei Hypothekarfinanzierungen erlassen, und die Umsetzung der Zweitwohnungsinitiative steht an. In unserer diesjährigen Ausgabe des *UBS Real Estate Focus* beleuchten wir den Stand der Umsetzung der Zweitwohnungsinitiative. Zudem zeigen wir generell den Einfluss der Regulatoren auf den Mietwohnungsmarkt auf und nehmen die Revision des Raumplanungsgesetzes (Volksabstimmung März 2013) und deren Konsequenzen unter die Lupe.

Wie Kinder am Bachbett haben Regulatoren oft die Tendenz, ihre Relikte stehen zu lassen. Doch während das nächste Gewitter die von Kinderhand fabrizierten Staudämme wegschwemmt, werden Regulierungen nach einer Krise leider eher noch weiter ausgebaut. Bei den aktuellen und zur Diskussion stehenden Regulierungen bleiben zwei Punkte zu hoffen. Erstens, dass sich die daraus entstehenden Nebenwirkungen in Grenzen halten, und zweitens, dass unnötige Einschränkungen bei einer Beruhigung des Immobilienmarkts wieder beseitigt werden.

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre.

Daniel Kalt
Chefökonom Schweiz
CIO Wealth Management Research
UBS AG

Claudio Saputelli
Leiter Global Real Estate Research
CIO Wealth Management Research
UBS AG

Auf einen Blick

Wohnimmobilien

In einzelnen Regionen sind Eigenheime bereits überbewertet, doch tiefe Zinsen und die hohe Einwanderung stützen die Preise. In boomenden Wirtschaftszentren und an attraktiven Wohnlagen weisen die Preise das grösste Korrekturpotenzial auf. Wir rechnen frühestens Ende 2014 mit einer Trendwende. **Seite 9**

Immobilienanlagen, insbesondere Mehrfamilienhäuser, liegen im Trend. Doch der Markt ist ausgetrocknet, was die Preisspirale seit der Finanzkrise 2008 kontinuierlich antreibt. Es gilt, die Risiken nicht aus den Augen zu verlieren. **Seite 11**

Geschäftsimmobilien

Im Schweizer Büroflächenmarkt trifft eine sich abschwächende Nachfrage auf eine hohe Neubauaktivität. Am stärksten sind Grossstädte in der Deutschschweiz betroffen. Projektpromotoren werden sich auf eine anspruchsvollere Flächenvermarktung einstellen müssen. **Seite 19**

Die Detailhandelsumsätze stehen unter Druck. Aktuell macht der Branche vor allem die Frankenstärke zu schaffen. Dennoch bleiben Verkaufsliegenschaften aufgrund ihrer starken Performance bei Investoren beliebt. Allerdings dürften sich die Renditen fortan abschwächen. **Seite 21**

Börsennotierte Immobilien

Das laufende Jahr dürfte für die Kurse von Immobilienaktien relativ unspektakulär werden. Bei den börsennotierten Immobilienfirmen stehen jedoch Optimierungen der Mieteinnahmen und Strategieanpassungen an. Veränderungen bergen Chancen, aber auch Risiken. **Seite 29**

Börsennotierte Immobilienfonds bieten tägliche Liquidität, sind aber auch Kursschwankungen ausgesetzt. Zudem werden Immobilienfonds mit einem Agio gehandelt. Da diese Agios derzeit sehr hoch sind, bieten sich Gewinnmitnahmen an. **Seite 31**

Im Fokus

Stand der Umsetzung beim Zweitwohnungsbau
Am 11. März 2012 hat das Schweizervolk die eidgenössische Volksinitiative «Schluss mit dem uferlosen Bau von Zweitwohnungen» angenommen. Der Anteil von Zweitwohnungen wurde auf höchstens 20 Prozent festgelegt. Die Umsetzung der Initiative fordert Behörden und Gerichte heraus und verunsichert Immobilieneigentümer. **Seite 13**

RPG-Revision definiert Spielregeln neu
Die Revision des Raumplanungsgesetzes (RPG) soll der Zersiedelung der Schweiz einen Riegel vorschieben. Das politisch umstrittene Referendum kommt im März 2013 vors Volk. Eine Annahme hätte geringe Auswirkungen auf die Immobilienpreise.
Seite 15

Mieterschutz schwebt zwischen Buchstaben und ungesicherter Praxis
Grundabsicht des Schweizer Mieterschutzes ist es, übermässige Renditen zu verhindern. Wenn sich für Mieter die unerwünschten Folgen dieser Vorschriften bislang in Grenzen halten, so ist dies nicht der Weisheit der Gesetzgebung, sondern einer – so paradox es klingen mag – unbeabsichtigt unvollständigen Durchsetzung zu verdanken. **Seite 17**

Im Fokus

Einkaufszentren bei Investoren gefragt
Die Schweiz zählt 168 Einkaufszentren, zehn weitere sind im Bau und 19 mittelfristig geplant. Zwar sind die Kapitalkosten zurzeit niedrig, doch der Schweizer Markt bietet relativ geringe Anlagemöglichkeiten. Grossinvestoren finden im Ausland einen dynamischen Markt für Einkaufszentren. **Seite 23**

Finanzierung neuer Spitalprojekte als Herausforderung
Die in die Jahre gekommene Spitalinfrastruktur muss erneuert und effizienter gestaltet werden. Auch wenn sich die Projektpipelines gefüllt haben, bleibt die Finanzierung vorerst ein schwieriges Unterfangen. Wir rechnen mit einer Redimensionierung der Projektvorhaben.
Seite 25

Innovative Arbeitsplatzkonzepte zur nachhaltigen Effizienzsteigerung
Offene, flexible Raumlösungen unterstützen die individuelle Arbeitsgestaltung. Gleichzeitig sind Unternehmen gezwungen, die wirtschaftliche Effizienz und die Nachhaltigkeit zu erhöhen. Mit neuen Arbeitsplatzkonzepten können laufende Immobilienkosten wesentlich gesenkt werden. **Seite 27**

Im Fokus

Produktpalette der indirekten Immobilienanlagen
Indirekte Immobilienanlagen haben in der Schweiz in den letzten Jahren einen Boom erlebt, nicht zuletzt aufgrund der weltweit tiefen Zinsen und der Unsicherheiten an den Märkten. Das Angebot an indirekten Immobilienanlagen hat sich stark verändert und wird sich laufend erweitern. **Seite 33**

Methoden der Performancemessung
Information und Transparenz sind grundlegende Bedürfnisse. Dies erhöht die Anforderungen an die Leistungsmessung sowohl als Entscheidungsgrundlage wie auch für das Risikomanagement. Eine klare Differenzierung der Einflussfaktoren und Performance-Ebenen ist gefragt.
Seite 35

Direkte und indirekte Immobilienanlagen langfristig im Gleichschritt
In der kurzen Frist bewegen sich direkte und indirekte Immobilienrenditen nicht systematisch in die gleiche Richtung. Langfristig können sich jedoch die Renditen nicht beliebig voneinander entfernen. Dies hat wichtige Implikationen für Investoren. **Seite 37**

Architekt: architecum gmbh / architecum sàrl
Projekt: GoldenPass

Markttreiber

Wie weiter mit *Geldpolitik und Zinsen?*

Zinsen beeinflussen die Preise von Vermögensanlagen, auch die Immobilienpreise. Die aktuell äusserst expansive Geldpolitik hat die Zinsen auf Tiefstwerte absinken lassen, der noch vorhandene Spielraum nach unten ist minimal. Doch die nächste Bergfahrt kommt bestimmt. Eine Absicherung ist zu empfehlen.

Die fallenden Zinsen sind zusammen mit dem starken Bevölkerungswachstum die Hauptgründe für den Anstieg der Immobilienpreise in der Schweiz. Die Zinsen wiederum werden weitgehend von der Geldpolitik bestimmt: Am kurzen Ende ist die Zinskurve durch den geldpolitischen Leitzins verankert. In der Schweiz ist dies der 3-Monats-Libor, der seit Anfang 2009 praktisch bei null liegt. Am langen Ende reflektieren die Zinsen die Teuerungserwartungen. Die Geldpolitik bestimmt jedoch langfristig auch die Teuerung. Dies macht die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) zu einem zentralen Faktor für die Entwicklung der hiesigen Immobilienpreise.

Beispiellose Ausweitung der Schweizer Geldpolitik

Weltweit sind die Zinsen seit Jahren auf Talfahrt und erreichten vielerorts Allzeittiefstwerte. In gewissen Währungen werden sogar negative Renditen vermeldet – so ist in der Schweiz zum Beispiel die Rendite der Bundesobligationen bis zu einer Fristigkeit von mehreren Jahren hinaus negativ. Verantwortlich für dieses Marktumfeld sind die Notenbanken der westlichen Industrieländer, welche ihre Geldpolitik seit mehreren Jahren stetig ausweiten, um die Konjunktur und das Finanzsystem zu stützen. Nachdem der Leitzins, das konventionelle Instrument der Geldpolitik, auf null gefallen war, gingen viele Notenbanken in den letzten Jahren dazu über, ihre Geldpolitik durch unkonventionelle Massnahmen weiter zu lockern. Seither erhöhen sie die Liquidität im Finanzsystem und kaufen Wertschriften zweifelhafter Qualität. Gradmesser für unkonventionelle Massnahmen sind unter anderem die Notenbank-Bilanzsumme und die Liquidität im Bankensystem. Gemessen an beiden Indikato-

Caesar Lack
CIO Wealth Management
Research, UBS AG

ren fuhr die SNB in den vergangenen Jahren die weltweit expansivste Geldpolitik, knapp gefolgt von der Bank of England und bedeutend expansiver als die US-Notenbank Federal Reserve. Im Vorkrisenvergleich vervierfachte die SNB ihre Bilanzsumme und verachtfachte die Liquidität im Bankensystem.

Der Grund für die expansive Geldpolitik der SNB ist etwas anders gelagert als im Ausland: Während im Ausland primär eine Konjunkturschwäche bekämpft wird, ist die Geldpolitik der SNB auf die Schwächung des Frankens ausgerichtet, um die Deflations- und Rezessionsgefahr in der Schweiz zu mindern. Doch trotz leicht anderer Ausgangslage ist das Resultat dasselbe. Die sowohl im historischen wie auch im internationalen Vergleich beispiellose Ausweitung der Schweizer Geldpolitik liess die Zinsen in der Schweiz auf ein Rekordtief fallen.

Rekordtiefe Zinskosten mit grossem Aufwärtspotenzial

Während 150 Jahren, von 1850 bis zur Jahrtausendwende, fluktuierten die Hypothekarzinsen in der Schweiz zumeist zwischen 3,5 und 5,5 Prozent; im Mittel lagen sie bei 4,5 Prozent. Im vergangenen Jahrzehnt sank der durchschnittliche Hypothekarsatz erstmals unter 3 Prozent, und im Herbst 2012 betrug der Durchschnittssatz aller ausstehenden Hypotheken noch 2,3 Prozent. 10-Jahres-Hypotheken waren für 2,1 Prozent, 2-Jahres-Hypotheken gar für 1,3 Prozent erhältlich. Aktuell betragen die laufenden Kosten für Immobilieneigentümer somit nur noch einen Bruchteil dessen, was sie früher ausmachten. Dies erhöht die Bereitschaft, höhere Kaufpreise zu bezahlen, und treibt somit die Immobilienpreise hoch.

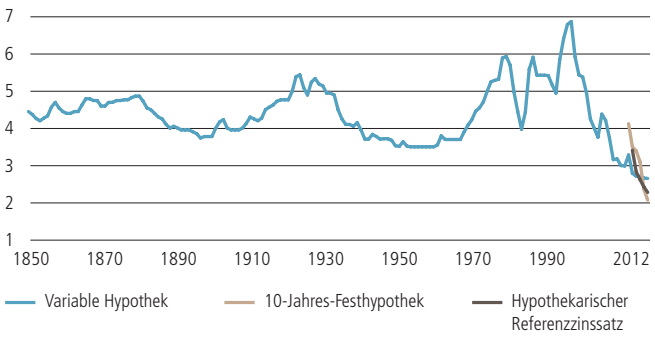
Der weitere Zinsverlauf ist für den Schweizer Immobilienmarkt matchentscheidend. Stagnierende oder sogar noch leicht fallende Zinsen begünstigen weitere Preissteigerungen am Immobilienmarkt, während ein Zinsanstieg die Preisentwicklung dämpft. Wir erwarten, dass die extreme Tiefzinsphase noch längere Zeit andauern wird. Die SNB dürfte ihren Leitzins frühestens im Jahr 2015 anheben. Auch die Teuerungsraten – und als Folge die Langfristzinsen – dürften in der Schweiz vorerst noch relativ tief bleiben. Interventionen der SNB an den Devisenmärkten zur Schwächung des Frankens könnten das Zinsniveau sogar noch etwas weiter absenken. Der Immobilienmarkt dürfte somit bis auf weiteres, womöglich noch über mehrere Jahre, von sehr tiefen Zinsen profitieren.

Tiefen Hypothekarzinssatz langfristig sichern

Dennoch raten wir zu Festhypotheken mit langer Laufzeit. Obwohl nicht ausgeschlossen werden kann, dass eine kurzfristige rollende Finanzierung letztlich billiger käme, wiegen die hohen Risiken einer solchen Strategie die relativ geringe Ersparnis nicht auf. Nach unten ist nämlich der Spielraum für die Zinsen sehr beschränkt, nach oben hingegen offen: Die kurzfristigen Zinsen können kaum mehr weiter fallen; bei den längerfristigen Zinsen ist womöglich noch ein kleines Abwärtspotenzial von maximal einem halben Prozentpunkt vorhanden. Nach oben aber besteht ein ungleich grösseres Potenzial, sollte die Teuerung kurz- oder mittelfristig entgegen den Erwartungen ansteigen. Daher ist die kurzfristige Finanzierung von Wohneigentum ein Spiel mit dem Feuer. Spätestens ab 2015 halten wir einen weltweiten Anstieg der Teuerungsraten und der Zinsen aufgrund der ultraexpansiven globalen Geldpolitik für wahrscheinlich. Als Absicherung ist es heute schon empfehlenswert, die tiefen Zinsen langfristig anzubinden.

Hypothekarzinsen auf Allzeittief

In Prozent



Quellen: SNB, UBS

Bevölkerungsalterung *steigert Nachfrage nach mittelgrossen Wohnungen*

Die hohe Einwanderung verjüngt die Bevölkerung in der Schweiz, was die Nachfrage nach grossen Wohnungen erhöht. Doch unter dem Strich kann sie die Alterung der Bevölkerung nicht aufhalten. Das Wohnungsangebot muss mit der Entwicklung Schritt halten.

Elias Hafner
CIO Wealth Management Research, UBS AG

Die letzten Jahrgänge der Babyboom-Generation erreichen nun das fünfzigste Altersjahr. Die nachfolgenden Jahrgänge sind geburtenschwach, infolgedessen die Bevölkerung zunehmend älter wird. Die Migration hingegen bewirkt eine Verjüngung der Population. Somit verändert sich die Alterspyramide der Schweizer Bevölkerung. Da die Menschen je nach Lebensabschnitt unterschiedliche Wohnungsgrössen bevorzugen, bestehen direkte Auswirkungen auf den Immobilienmarkt.

Immigration verjüngt die Bevölkerungsstruktur

Seit Einführung der vollen Personenfreizügigkeit 2007 stieg die Nettoimmigration in die Schweiz drastisch an; die Bevölkerung überschritt im Sommer 2012 die Acht-Millionen-Grenze. Da die Altersstruktur der Migrantinnen und Migranten nicht derjenigen der bestehenden Bevölkerung entspricht, wird die Bevölkerungspyramide merklich beeinflusst. In den letzten fünf Jahren hätte ein Szenario ohne Migration vor allem bei den 20- bis 49-Jährigen eine grosse Lücke gegenüber der tatsächlichen Entwicklung hinterlassen. Denn 25 Prozent aller Einwanderer sind zwischen 30 und 39 Jahre alt und 13 Prozent zwischen 40 und 49 Jahren. Bei den 20- bis 29-Jährigen sind es sogar über 35 Prozent. Hingegen stellen die Personen ab 50 Jahren gerade einmal 6 Prozent der Immigranten. Zum Vergleich: Diese Altersschicht macht in der Bevölkerungsstruktur zurzeit 37 Prozent aus.

Diese Verjüngung der hiesigen Population wird zusätzlich dadurch verstärkt, dass sich der grösste Teil der Einwanderer im Alter der Familiengründung befindet und vorwiegend die älteren Jahrgänge aus der Schweiz auswandern. Die Ausbuchtung der Bevölkerungspyramide rutschte folglich nicht einfach über die Zeit nach oben, sondern die Basis der Pyramide verbreiterte sich aufgrund der Migration.

Alterung dominiert auch bei konstanter Einwanderung

Wie eine fortlaufende Immigration die Alterspyramide im Jahr 2017 beeinflussen wird, ist in der Grafik dargestellt. Falls es wider Erwarten zu einem vollkommenen Migrationstopp kommen sollte, so werden rund 145 000 weniger Personen auf die Altersklasse zwischen 30 und 49 Jahren entfallen. Wird sich die Immigration jedoch wie in den letzten Jahren fortsetzen, wird die Anzahl Personen in dieser Alterschicht in etwa konstant bleiben. Aufgrund der gestiegenen Gesamtbevölkerung wird diese Altersschicht anteilsmässig aber auch im Szenario mit Migration an Gewicht verlieren.

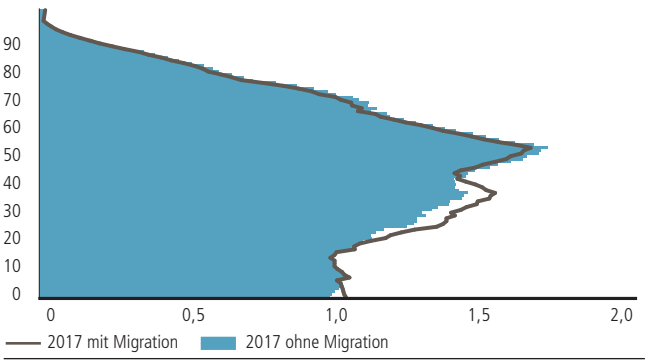
Eine Fortsetzung der aktuellen Zuwanderung kann somit die Zunahme des Anteils der über 50-Jährigen verlangsamen, jedoch nicht verhindern. Bei einer schwächeren Zuwanderung wird sich die Alterung der Bevölkerung hingegen noch schneller vollziehen.

Alterspyramide bestimmt die Wohnungsnachfrage

Die Struktur der Alterspyramide hat einen entscheidenden Einfluss auf den Immobilienmarkt. Je nach Alter haben die Menschen verschiedene Präferenzen bezüglich Wohnungsgrössen. Die 20- bis 29-Jährigen suchen vor allem kleine Mietwohnungen (ein bis zwei Zimmer). Hauptnachfrager nach Einfamilienhäusern und grossen Mietwohnungen (fünf und mehr Zimmer)

Schweizer Bevölkerungsstruktur 2017

Altersstruktur in Prozent nach Altersklassen



Quellen: BFS, UBS

Das Szenario beruht auf einer Fortschreibung der Migration sowie Geburten- und Sterberaten seit 2007. Das Szenario wurde über fünf Jahre berechnet.

sind hingegen in erster Linie in der Altersklasse zwischen 30 und 49 zu finden. Dies sind meist Familien, die in der Regel auch über eine höhere Kaufkraft verfügen. Bei Personen ab 50 Jahren steigt die Präferenz für Eigentumswohnungen beziehungsweise für mittelgrosse Mietwohnungen (drei bis vier Zimmer).

Mit dem Älterwerden der Babyboom-Generation fallen immer mehr Personen in die Altersklasse über 50 Jahre. Somit verschiebt sich die Nachfrage von grossen zu mittelgrossen Wohnungen. Wie erwähnt, erhöht die Einwanderung zwar die Nachfrage, insbesondere im Segment für kleinere Mietwohnungen sowie Einfamilienhäuser und grosse Mietwohnungen. Doch auch bei konstanter Migration wird der Anteil der Personen über 50 Jahren weiter zunehmen, so dass mittelgrosse Wohnungen attraktiver werden. Dies dürfte zu erhöhter Bautätigkeit in diesem Segment führen.

Erstellungsmarkt reagiert

Der Markt scheint diese Nachfrageverschiebung zu antizipieren. Auf dem Erstellungsmarkt ist klar ein Trend hin zu Wohnungen mit einer tieferen Zimmerzahl zu erkennen. Machten die grossen Wohnungen 2007 noch rund 38 Prozent aller neuerstellten Wohnungen aus, so schrumpfte ihr Anteil bis 2011 auf 27 Prozent. Die mittelgrossen Wohnungen legten seit 2007 um 5 Prozentpunkte zu und stellen aktuell mit rund 60 Prozent klar den grössten Teil der neugebauten Wohnungen dar. Dass auch der Anteil von kleinen Wohnungen mit ein bis zwei Zimmern stieg, dürfte vor allem darauf zurückzuführen sein, dass neben der Bevölkerungsalterung auch die Haushaltsgrössen rückläufig sind und die Zahl der Ein-Personen-Haushalte ansteigt.

Zuwanderungsstrom bleibt stark

Die Anziehungskraft der Schweiz scheint nach wie vor ungebrochen zu sein. Einerseits bleiben die Abwanderungsgründe aus den Herkunftsländern, wie schlechtere wirtschaftliche Aussichten und erhöhte Arbeitslosigkeit, bestehen. Andererseits locken Faktoren wie der Fachkräftemangel und das hohe Lohnniveau weiterhin gut ausgebildete Personen in die Schweiz. Die Steuerattraktivität spricht zudem vermögende Personen an.

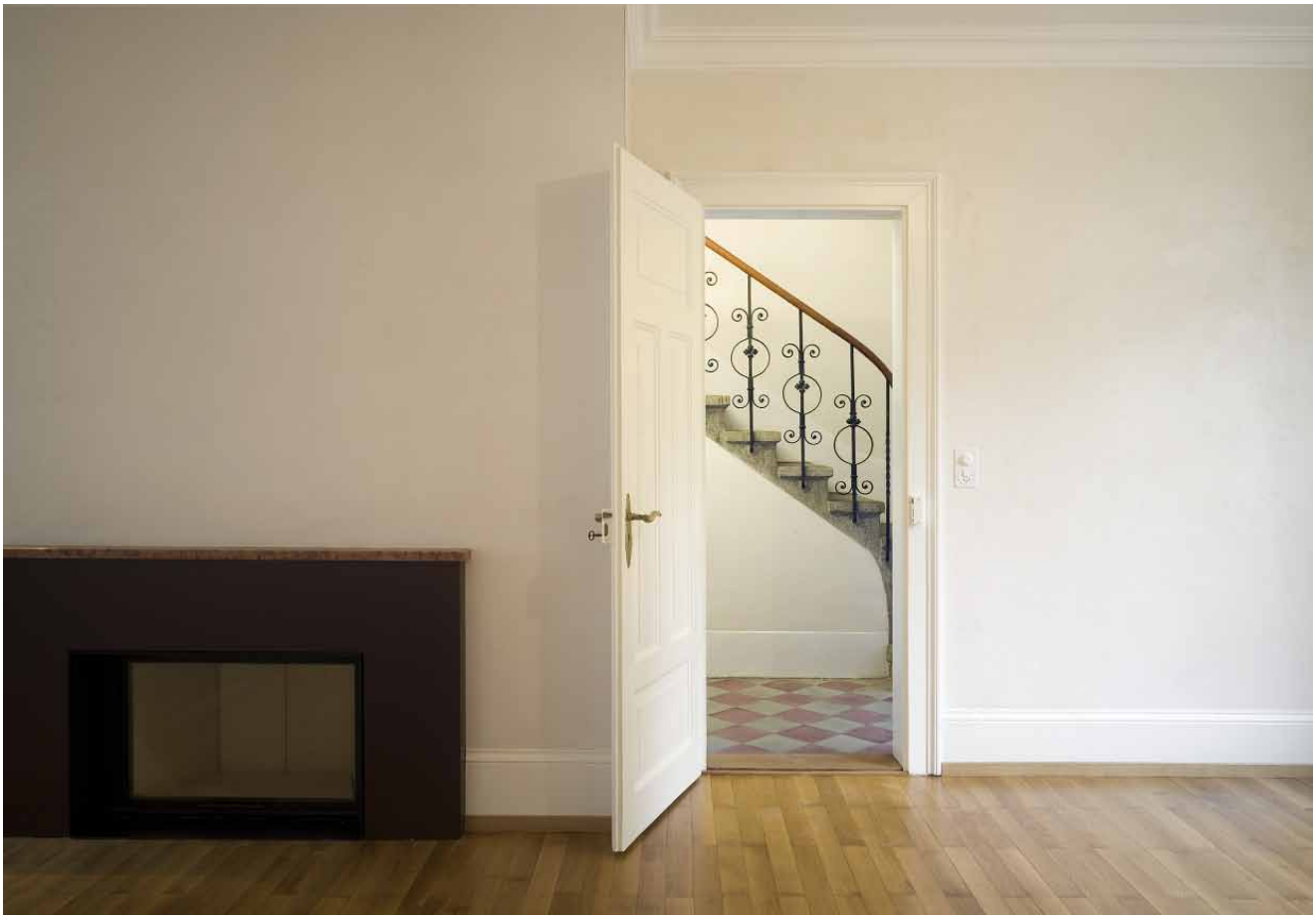
Trotz Konjunkturabschwächung gehen wir von einer anhaltenden Nachfrage nach ausländischen Fachkräften und entsprechend einem anhaltenden Zuwanderungsstrom aus. Wir rechnen deshalb 2013 mit einem Anstieg der Bevölkerung um rund 1,1 Prozent. Die Alterung der Bevölkerung dürfte dadurch leicht verlangsamt, aber nicht gestoppt werden. Folglich dürfte sich der Trend zu mittelgrossen Wohnungen fortsetzen.

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

	2013[1]	2012[2]	2011	2010	10 Jahre[3]
Konjunktur und Einkommen					
Bruttoinlandprodukt, real	0,9	1,0	1,9	3,0	1,9
Bauinvestitionen, real	2,1	–3,0	2,4	3,5	1,1
Lohnwachstum, real	0,8	1,0	1,0	0,8	1,3
Inflation und Zinsen					
Durchschnittliche Jahresteuerung	0,2	–0,7	0,2	0,7	0,7
3-Monats-Libor CHF[4]	0,1	0,0	0,1	0,2	0,8
Rendite 10-Jahres-Bundesobligationen[4]	1,1	0,6	0,7	1,7	2,0
Bevölkerung und Beschäftigung					
Bevölkerungsbestand	1,1	1,1	1,1	1,1	0,9
Beschäftigung, in Vollzeitäquivalenten	1,5	1,6	1,1	0,6	1,0
Arbeitslosenquote	3,2	2,9	2,8	3,5	3,3

[1] Prognose UBS
[2] Hochrechnungen bzw. Prognosen UBS (Stand 3. Januar 2013)
[3] Mittelwert: 2003 bis 2012
[4] Ende Jahr

Quellen: Seco, BFS, UBS



Architekt: www.umbra.ch

Wohnimmobilien

Eigenheime – *Vorerst noch keine Trendwende*

In einzelnen Regionen sind Eigenheime bereits überbewertet, doch tiefe Zinsen und die hohe Einwanderung stützen die Preise. In boomenden Wirtschaftszentren und an attraktiven Wohnlagen weisen die Preise das grösste Korrekturpotenzial auf. Wir rechnen frühestens Ende 2014 mit einer Trendwende.

Elias Hafner
CIO Wealth Management Research, UBS AG

Matthias Holzhey
CIO Wealth Management Research, UBS AG

Immobilien an guten Lagen behalten langfristig ihren Wert – eine verbreitete Ansicht und ein vielgeäusserter Irrtum in Zeiten boomender Immobilienmärkte. In der Regel sind die Immobilienpreise an Top-Lagen volatiler als an durchschnittlichen Lagen. Beispielsweise schnellten am Genfersee die Preise für Eigentumswohnungen Ende der 1980er Jahre extrem in die Höhe, bevor sie um mehr als 30 Prozent korrigierten. Daraufhin musste 17 Jahre lang Wasser die Rhone hinunterfliessen, inflationsbereinigt sogar 20 Jahre, bis die Preise wieder dasselbe Niveau erreichten.

Der Schweizer Immobilienmarkt scheint sich nun wiederum dem Höhepunkt eines Preiszyklus anzunähern. Seit dem Tiefstand 1998 stiegen die Preise für Eigenheime im Durchschnitt um rund 60 Prozent. Doch Durchschnitte sind irreführend. So wohnt die Hälfte der Schweizer Bevölkerung in Regionen, wo die Immobilienpreise weniger als 40 Prozent zulegten, während 20 Prozent der Bevölkerung mit Preisanstiegen von 70 bis zu über 100 Prozent konfrontiert sind.

Die Kaufkraft kurbelt die Nachfrage an

Ausgangspunkt der Preisentwicklung waren die grossen Wirtschaftszentren Zürich und Genf sowie einzelne Wohngebiete, die einkommensstarke Einwohnerinnen und Einwohner anzogen, und auch die grossen Tourismuszentren. Sowohl am Genferseebogen als auch im Grossraum Zürich spielte sich ein Beschäftigungswunder ab. Allein seit Mitte 2007 wuchs die Zahl der Arbeitsplätze in der Genferseeregion mit 8,6 Prozent und im Kanton Zürich mit 6,9 Prozent sehr stark. Bei einem Grossteil der Neubeschäftigten handelt es sich um gut ausgebildete Immigranten mit hohen Einkommen, was die Nachfrage nach Wohnraum und somit die Preise stark an-

steigen liess. In den Berggebieten wurde der Immobilienmarkt von den touristischen Zentren mit ihren grossen Zweitwohnungsmärkten getrieben. Die stark anziehenden Immobilienpreise in vielen dieser Regionen verdrängten die einheimische Bevölkerung, die nun gezwungen war, auf die Agglomeration auszuweichen. In der Folge dehnte sich der Boom auf die umliegenden Gebiete aus. Beispiele für diese Entwicklung sind Teile des Kantons Freiburg und Aargau.

Bewertungen teils zu hoch

Beschäftigung, Bevölkerung und Einkommen haben stark zugenommen – doch rechtfertigt dies die Preissteigerungen der letzten Jahre? Wir halten einen Teil der Regionen aus zwei Gründen für überbewertet. Erstens reagiert der Immobilienbestand nur mit Verzögerung auf Preissteigerungen. So übertraf der Nachfrageboom in den Städten das auf den Markt kommende Angebot bei weitem und trieb die Preise in die Höhe. Doch dank Bauboom und zunehmender Verdichtung wird künftig die Zahl der Wohnungen in den Städten Zürich, Lausanne und Genf überdurchschnittlich zunehmen. Dies dürfte Immobilien tendenziell wieder verbilligen.

Zweitens liess eine gefährliche Mischung aus optimistischen Erwartungen hinsichtlich Preisentwicklung und -stabilität, extrem günstiger Finanzierungsbedingungen sowie mangelnder Investitionsalternativen die Zahlungsbereitschaft für Liegenschaften an sehr guten Lagen explodieren. Für die einheimische Bevölkerung stiegen dadurch die Wohnkosten, was üblicherweise einen Wegzug in die Agglomerationen attraktiv macht. In der Regel funktioniert dieses Ausweichen auf benachbarte Gebiete als Sicherheitsventil und dämpft die Preise. Doch die starke Zuwanderung der letzten Jahre setzte diesen Mechanismus ausser Kraft.

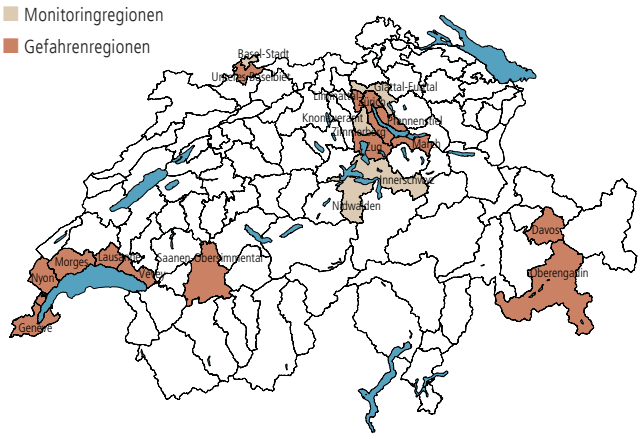
Weitere Städte auf dem Risikoradar

Wir rechnen in den kommenden zwei Jahren nicht mit einem merklichen Anstieg der Zinsen. Auch wird die Suche nach sicheren Anlagen ein wichtiges Thema bleiben. Weiter sind die Probleme in der Eurozone ungelöst und können jederzeit die Finanzmärkte wieder mit voller Wucht treffen. Verbunden mit dem immer noch hohen Bevölkerungswachstum von rund 1,1 Prozent sehen wir keinen Marschhalt, sondern schweizweit nur eine Abflachung der Preissteigerungen. Bei Eigentumswohnungen erwarten wir 2013 einen Preisanstieg von 3,0 Prozent, bei Einfamilienhäusern von 2,5 Prozent. Auch bei diesem moderaten Preiswachstum dürften die Risiken in vielen Regionen aber weiter zunehmen. Wir erwarten, dass neben den aktuellen Gefahrenregionen (siehe Abbildung) weitere Städte wie Luzern und Sitten sowie zusätzliche Agglomerationsgebiete auf dem Risikoradar auftauchen werden.

Bis der Preiszyklus zu Ende geht, werden die Immobilienpreise an einigen der besten Wohnlagen bereits eine beträchtliche Fallhöhe erreicht haben. Eine Trendwende am Immobilienmarkt erwarten wir frühestens Ende 2014. Typische Vorzeichen sind eine Zunahme der Schaltdauer bei Inseraten und eine sich öffnende Schere zwischen offerierten und effektiv gezahlten Preisen. Ein möglicher Auslöser der bevorstehenden Trendwende dürfte eine höhere Inflationserwartung sein, die zu Zinserhöhungen führt. Doch auch beim aktuellen Zinsniveau besteht keine Sicherheit. Eine realistischere Sichtweise des Risiko-Ertrags-Verhältnisses auf dem Immobilienmarkt in Kombination mit zu starkem Wachstum der Anzahl Wohnungen dürfte ausreichen, um die Preisentwicklung zu kippen.

Immer mehr Regionen in der Gefahrenzone

Risikoradar für den Wohnimmobilienmarkt Schweiz – 3. Quartal 2012



Quelle: UBS

Mietwohnungen – *Risiken bei Anlageimmobilien*

Claudio Saputelli
CIO Wealth Management Research, UBS AG

Immobilienanlagen, insbesondere Mehrfamilienhäuser, liegen im Trend. Doch der Markt ist ausgetrocknet, was die Preisspirale seit der Finanzkrise 2008 kontinuierlich antreibt. Es gilt, die Risiken nicht aus den Augen zu verlieren.

Immobilien als Teil des Privatvermögens zu halten, blickt in der Schweiz auf eine lange Tradition zurück. So verbleiben Häuser oft über Jahrzehnte in Familienbesitz und werden nur veräussert, wenn es die finanzielle Situation oder die Erbfolge erfordert. Der Anteil der Mehrfamilienhäuser, die sich in Privatbesitz befinden, beträgt hohe 60 Prozent, obwohl Immobilien als Anlageklasse es in den letzten 25 Jahren nicht immer leicht hatten. So blähte sich hierzulande Ende der 1980er Jahre eine Immobilienblase auf, und Betongold galt als spekulativ. Mit dem Platzen der Blase in den 1990er Jahren gingen massive Werteinbussen einher, und nach der Jahrtausendwende waren Aktien das grosse Thema, so dass Immobilien insbesondere Performance-orientierten Investoren als langweilig und wenig lukrativ erschienen.

Doch dann plötzlich die Wende: Während der Finanzkrise 2008/2009 brachen Aktienkurse wie Kartenhäuser zusammen, worauf sich Anlegerinnen und Anleger auf wertstabile und börsenunabhängige Sachwerte zurückbesannen. Begünstigt wurde die Nachfrage nach Immobilien zudem von einem äusserst vorteilhaften Umfeld wie tiefen Zinsen, hohem Bevölkerungswachstum und sinkenden Leerständen. Doch mittlerweile, nach rund vier Jahren, ziehen am Immobilienmarkthorizont wieder schwarze Wolken auf – sprich: zu stark gestiegene und deshalb nicht nachhaltige Kaufpreise bei Mehrfamilienhäusern.

Zinsdifferenz verliert an Aussagekraft

Seit 2008 betrugen die Preissteigerungen für Renditeliegenschaften durchschnittlich rund 6 Prozent jährlich. Als Folge davon verringerten sich über diese Zeitspanne auch die Nettoanfangsrenditen (Netto-Mieteinnahmen im ersten Jahr im Verhältnis zum Kaufpreis), so beispielsweise in den fünf grössten Schweizer Städten von durchschnittlich 4,0 auf 3,2 Prozent für erstklassige Lagen (in Zürich gar 2,8 Prozent). Doch viel wichtiger als die Renditebetrachtung ist die Zinsdifferenz zu langjährigen sicheren Geldanlagen. Zurzeit werfen Top-Immobilien mindestens 2,4 Prozentpunkte mehr Rendite ab als 10-Jahres-Bundesobligationen (Stand: Dezember 2012), was ein Spitzenwert ist; im langjährigen Durchschnitt sind es lediglich 1,5 Prozentpunkte Mehrrendite.

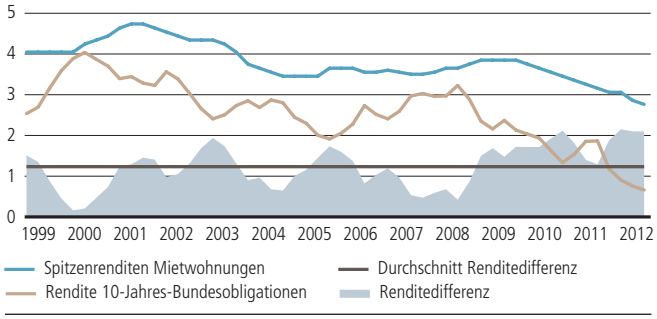
Auch wenn die Anfangsrenditen in gefragten Regionen erheblich gesunken sind, legitimiert die hohe Zinsdifferenz an sich den grossen Ansturm auf Mehrfamilienhäuser. Doch aufgepasst. Die Zinsdifferenz hat im jetzigen Umfeld, in dem die Schweizerische Nationalbank die langjährigen Zinsen durch ihre ultraexpansive Geldpolitik gezielt tief hält, an Aussagekraft eingebüsst. Zwar verzögert die Verunsicherung um den Verlauf der Eurokrise weiterhin die Normalisierung der Zinsbildung in der Schweiz, gleichwohl kann davon ausgegangen werden, dass eine Trendwende ab 2014 durchaus im Bereich des Möglichen liegt. Bei einem Anziehen der Zinsen werden Immobilieninvestoren die heute in Kauf genommenen ausserordentlich tiefen Anfangsrenditen überdenken und allenfalls ihre Vermögenswerte in rentablere Anlagen umschichten wollen, was die Immobilienpreise entsprechend unter Druck setzen wird.

Mietausfälle und notwendige Sanierungen sind einzukalkulieren

Doch auch wenn Anlageimmobilien insgesamt als stabile Sachwerte in unsicheren Zeiten gelten, sind gegenwärtig nebst der Zinsentwicklung noch zwei weitere Risiken zu beachten. Das Erste sind mögliche Mietausfälle aufgrund

Zinsdifferenz über dem langjährigen Durchschnitt trotz sinkender Rendite

Vergleich Zürcher Mietwohnungen und 10-Jahres-Bundesobligationen, in Prozent



Quellen: Wüest & Partner, SNB, UBS

steigender Leerstände. Seit 2010 befanden sich konstant 70 000 Wohnungen und mehr im Bau, was im langjährigen Vergleich einer Angebotsausweitung von satten 40 Prozent entspricht. Verschärfend kommt hinzu, dass Mietwohnungen im oberen Preissegment bei den aktuell vorteilhaften Finanzierungsbedingungen zunehmend von Eigenheimen konkurrenziert werden. Das zweite Risiko lauert in der von unerfahrenen Investoren oft falsch eingeschätzten Qualität einer Bestandesimmobilie. Unerwartet hohe Sanierungs- und Renovationskosten unmittelbar nach dem Kauf können die Renditeerwartungen des Anlegers schnell enttäuschen.

Versteckte Mietsteigerungspotenziale sind ein zweischneidiges Schwert

An der Mietpreisfront setzte sich 2012 der Trend früherer Jahre fort. Der hypothekarische Referenzzinssatz sank um 0,25 Prozentpunkte auf neu 2,25 Prozent. Entsprechend stiegen die Bestandesmieten (Mieten für fortbestehende Mietverhältnisse) letztes Jahr mit rund 0,6 Prozent nur noch marginal. Die Angebotsmieten (Mieten für Wieder-, Erst- oder Neuvermietung) legten hingegen im Jahresvergleich relativ stark zu (plus 3,1 Prozent), wenngleich gesamtschweizerisch erstmals wieder eine Abflachung der Mietpreisanstiege festzustellen war. In Genf und Zürich war 2012 jedoch (noch) keine Beruhigung der Angebotsmieten erkennbar: In der Rhonestadt wurde ein Anstieg von 9,3 Prozent und in der Limmatstadt von 4,6 Prozent verzeichnet. In den letzten Jahren schnellten die Angebotsmieten in den beiden Metropolen derart empor, dass sich die Frage stellt, wie die Mieter in teuren Wohnungen reagieren werden, wenn der hypothekarische Referenzzinssatz eines Tages wieder zu klettern beginnt. Ein Anstieg um 1 Prozentpunkt ergäbe bei den aktuell bereits hohen Niveaus ein nicht unbedeutendes Mietsteigerungspotenzial von 12 Prozent. Inwieweit sich eine Hypothekarzinserhöhung auf die Mieterschaft überwälzen lässt, wird die Zukunft zeigen. Immerhin dürfte ein allfälliger Anstieg des hypothekarischen Referenzzinssatzes (aufgrund dessen Berechnungsmethode) relativ langsam erfolgen.

Überblick Wohnimmobilien

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

	2013[1]	2012[2]	2011	2010	10 Jahre[3]
Wohnbau und Leerstände					
Reinzugang Wohnungen (Anzahl)	52 000	49 500	48 081	45 005	41 551
Leerwohnungsquote	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0
Mietwohnungen					
Angebotspreise Mietwohnungen	2,0	3,1	2,8	1,7	3,2
Angebotspreise Mietwohnungen Neubau	0,5	1,3	–0,9	–1,4	1,1
Preisindex Bestandesmieten	0,5	0,6	1,3	1,1	1,5
Hypothekarischer Referenzzinssatz[4]	2,0	2,3	2,5	2,8	–
Leerstehende Mietwohnungen (Anzahl)	–	30 916	30 816	28 947	29 095
Gesamtrendite Direktanlage Wohnen	5,0	6,0	7,8	5,8	5,8
Eigenheime					
Angebotspreise Eigentumswohnungen	3,0	5,1	4,8	5,2	4,1
Transaktionspreise Eigentumswohnungen	–	6,5	8,7	5,8	5,7
Angebotspreise Einfamilienhäuser	2,5	3,7	4,1	4,7	3,1
Transaktionspreise Einfamilienhäuser	–	5,0	6,3	2,8	3,9
Variabler Hypothekarzinssatz, alle Banken[4]	2,7	2,7	2,7	2,7	3,0
Wachstum Hypothekarkredite, alle Banken	4,5	5,1	4,8	5,0	4,5
Leerstehende Eigenheimwohnungen (Anzahl)	–	8 006	7 601	7 766	7 861

[1] Prognose UBS

[2] Hochrechnungen bzw. Prognosen UBS (Stand 3. Januar 2013)

[3] Mittelwert: 2003 bis 2012

[4] Ende Jahr

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

Stand der Umsetzung beim *Zweitwohnungsbau*

Carmen Walker Späh
Rechtsanwältin mit eigener Kanzlei, Zürich

Am 11. März 2012 hat das Schweizervolk die eidgenössische Volksinitiative «Schluss mit dem uferlosen Bau von Zweitwohnungen» angenommen. Der Anteil von Zweitwohnungen wurde auf höchstens 20 Prozent festgelegt. Die Umsetzung der Initiative fordert Behörden und Gerichte heraus und verunsichert Immobilieneigentümer.

In der Schweiz gibt es gemäss eidgenössischer Volkszählung 2000 etwa 500 000 Zweitwohnungen. Das macht knapp 13 Prozent des gesamten Wohnungsbestandes der Schweiz aus. 40 Prozent der Zweitwohnungen befinden sich in den typischen touristischen Gebieten ausserhalb von Städten und Agglomerationen. Einige Gemeinden kennen seit Jahren Beschränkungen des Zweitwohnungsbaus und die Revision des Raumplanungsgesetzes (RPG) vom 1. Juli 2011 nahm die Kantone bereits in die Pflicht. Trotzdem wurde die Initiative angenommen.

Nach dem neuen Artikel 75b der Schweizerischen Bundesverfassung (BV) wird der Anteil von Zweitwohnungen am Gesamtbestand der Wohneinheiten und der für Wohnzwecke genutzten Bruttogeschossfläche einer Gemeinde auf höchstens 20 Prozent beschränkt. Die Verfassung verpflichtet die Gemeinden, ihren Erstwohnungsanteilplan und den detaillierten Stand seines Vollzugs alljährlich zu veröffentlichen. Weiter gilt, dass seit dem 1. Januar 2013 keine Bewilligungen für Zweitwohnungen mehr erteilt werden können – sie wären nichtig. Am 22. August 2012 beschloss der Bundesrat die Verordnung über den Bau von Zweitwohnungen (Zweitwohnungsverordnung, ZWV) und setzte sie auf den 1. Januar 2013 in Kraft. Dazu verfasste das Bundesamt für Raumentwicklung einen erläuternden Bericht. Verordnung und Bericht bringen eine Handhabe für einige der dringendsten Fragen, die sich den Behörden nach der Annahme der Initiative stellten. Die Verordnung gilt bis im März 2014. Bis dann muss eine Ausführungsgesetzgebung ausgearbeitet sein (vgl. Art. 197 Ziff. 9 BV).

Was darf ab dem 1. Januar 2013 bewilligt werden?

Art. 2 ZWV zum Begriff der Zweitwohnung ist nicht leicht verständlich. Im erläutenden Bericht ist festgelegt, dass Wohnsitz und Wochenaufenthalt zu Erwerbs- oder Ausbildungszwecken in der Gemeinde (auch Personalhäuser) zur Benutzung von Erstwohnungen berechtigen. Für diese Zielgruppen darf auf alle Fälle neu gebaut werden. Unter gewissen Voraussetzungen dürfen auch in Zukunft Zweitwohnungen bewilligt werden: Wohnungen, die vor dem 11. März 2012 bestanden oder rechtskräftig bewilligt wurden, dürfen unter Vorbehalt bestehender Nutzungsbeschränkungen und ohne Vergrösserung von Erst- zu Zweitwohnungen und umgekehrt umgenutzt werden. Wurde aber die Nutzung als Erstwohnung grundbuchlich gesichert oder die Sicherung in der noch nicht ausgeführten Baubewilligung festgeschrieben, darf keine Umnutzung stattfinden. Ausserdem darf die Umnutzung nicht missbräuchlich sein; sie darf also nicht zum anschliessenden Neubau einer Erstwohnung führen.

Hotels, die seit mehr als 25 Jahren bestehen und gemäss einem unabhängigen Gutachten nicht mehr wirtschaftlich weitergeführt werden können, dürfen zu Zweitwohnungen umgebaut werden. Andere Hotels dürfen zu qualifiziert touristisch bewirtschafteten Zweitwohnungen – mit oder ohne Stockwerkeigentum – umgenutzt werden (sogenannte Apparthotels): Wohnungen nicht individualisiert ausgestaltet, hotelmässiges Betriebskonzept inklusive Infrastruktur wie Rezeption, minimale Betriebsgrösse. Weiter ist nachzuweisen, dass die hotelmässigen Leistungen von einer Mehrzahl der Gäste effektiv in Anspruch genommen werden, und es ist eine branchenübliche Lösung zur Finanzierung von Erneuerungsinvestitionen nachzuweisen. Auch muss die Eigennutzung durch den Eigentümer stark eingeschränkt werden (zum Beispiel drei Wochen während der Hauptsaison). Es genügt nicht, neue Wohnungen über eine Vertriebsorganisation zur Vermietung anzubieten.

Möglich bleibt gemäss ZWV die Erstellung von Zweitwohnungen in landschaftsprägenden Bauten (zum Beispiel Rustici und Maiensässe), falls diese den strengen Voraussetzungen der Raumplanungsverordnung entsprechen. Auch dürfen Baubewilligungen, die sich auf vor dem 11. März 2012 genehmigte, projektbezogene Sondernutzungspläne stützen, nach altem

Recht beurteilt werden, unter der Voraussetzung, dass der Sondernutzungsplan sehr detailliert ist.

Standortgemeinden
Die Liste im Anhang der ZWV führt die von der Beschränkung des Zweitwohnungsbaus betroffenen Gemeinden auf. Sie wird jährlich überarbeitet; die Gemeinden können den Gegenbeweis antreten. Die Neuaufnahme einer Gemeinde in die Liste kann auch im Rahmen eines Rechtsmittelverfahrens erfolgen. Die Liste basiert auf der Anzahl Zweitwohnungen im Vergleich zum Gesamtwohnungsbestand in einer Gemeinde und nicht auf dem Vergleich von Bruttogeschossflächen; die Definition der Bruttogeschossfläche ist schweizweit nicht einheitlich. So steht die Regelung im Widerspruch zur neuen Verfassungsbestimmung, welche auch einen Vergleich der Bruttogeschossfläche verlangt.

Rechtsmittelverfahren
Der Verband Helvetia Nostra, der den Verfassungsartikel lancierte, erhob bis Ende November 2012 gemäss Medienberichten 1400 Einsprachen gegen Bauprojekte für Zweitwohnungen. Ob Helvetia Nostra in dieser Angelegenheit über ein Beschwerderecht verfügt, wurde bis zum Redaktionsschluss nicht rechtskräftig entschieden. Helvetia Nostra ist eine verbandsbeschwerdeberechtigte Organisation und stützt ihr Beschwerderecht auf einzelne Bundesgesetze. Sowohl das Walliser Kantonsgericht als auch das Verwaltungsgericht Graubünden haben Helvetia Nostra in neueren Entscheiden das Beschwerderecht bezüglich Zweitwohnungsbau jedoch aberkannt. Die Frage ist zum Redaktionsschluss vor Bundesgericht hängig. Daneben gibt es Einsprachen von Nachbarn. Deren Legitimation wird fallweise zu entscheiden sein. Zwar hat die Verfassungsbestimmung keine primär nachbarschützende Funktion, kann aber von Nachbarn im Zusammenhang mit anderen Rügen vorgebracht werden.

Die von Rechtsmitteln (zum Beispiel Rekursen) betroffenen Bauprojekte sind nicht rechtskräftig bewilligt, und es darf nicht mit dem Bau begonnen werden. Treten die Gerichte (das Bundesgericht als letzte Instanz) nicht auf die Rechtsmittel ein, dann erwachsen die Projekte in Rechtskraft und können so, wie sie bewilligt wurden, erstellt werden. Wird hingegen auf das Rechtsmittel eingetreten, stellt sich die Frage, welches Recht anzuwenden ist. Grundsätzlich gilt: Eine Rechtsänderung während des Rechtsmittelverfahrens wird nur berücksichtigt, falls dies zur Durchsetzung eines wesentlichen öffentlichen Interesses oder zur Erhaltung der öffentlichen Ordnung nötig ist oder für die Betroffenen «milderes Recht» bedeutet.

Aber auch Bewilligungen nach der neuen ZWV können angefochten werden. Verordnungen dürfen – anders als Gesetze – auf ihre Übereinstimmung mit der Bundesverfassung überprüft werden. Grundsätzlich besteht also ein Risiko: Das Bundesgericht könnte entscheiden, dass die ZWV in gewissen Punkten gegen die neue Verfassungsbestimmung verstösst. Dann wäre der Bau bereits genehmigter Zweitwohnungen trotz erteilter Genehmigung nicht möglich.

Ausblick
Mit dem Volksentscheid vom 11. März 2012 ist die Raumplanung definitiv vom politischen Stiefkind zum breit debattierten öffentlichen Thema geworden. Die Zweitwohnungsverordnung hat Investoren und Behörden für die nächsten anderthalb Jahre eine Leitplanke gegeben. Ob sie in allen Teilen den gerichtlichen Überprüfungen standhält, wird sich weisen. Der nächste Akt erfolgt am 3. März 2013 mit der Abstimmung über eine RPG-Teilrevision, die als Gegenvorschlag zur Landschaftsinitiative Rückzonungen überdimensionierter Bauzonen zum Ziel hat.

Relevante Gesetzesbestimmungen

- Verordnung über den Bau von Zweitwohnungen (ZWV) und erklärender Bericht: www.are.admin.ch/themen/raumplanung/00236/04094
- Raumplanungsgesetz (RPG): www.admin.ch/ch/d/sr/c700.html
- Raumplanungsverordnung (RPV): www.admin.ch/ch/d/sr/c700_1.html
- Bundesverfassung (BV): www.admin.ch/ch/d/sr/c101.html

Worauf beim Immobilienkauf zu achten ist

Befindet sich das Objekt in einer von der Zweitwohnungsbau-Beschränkung betroffenen Gemeinde, muss vor allem der Grundbuchauszug hinsichtlich Nutzungsbeschränkungen sorgfältig geprüft werden. Selbst ohne Eintrag sollten vertiefte Abklärungen über den rechtlichen Status der Immobilie bei der Standortgemeinde getroffen werden. Zu empfehlen ist die Konsultation der ursprünglichen Baugesuchsunterlagen; dies alles liegt auch im Interesse des Verkäufers (Gewährleistung). Im Bereich der Hotellerie gibt die neue Verordnung den touristischen Anliegen gegenüber den landschaftsschützerischen klar den Vorzug. Bei den Apparthotels gelten verschärfte Anforderungen, die mit dem klassischen Stockwerkeigentum nicht mehr viel gemeinsam haben und wofür der Markt vorhanden sein muss.

RPG-Revision definiert Spielregeln neu

Die Revision des Raumplanungsgesetzes soll der Zersiedelung der Schweiz einen Riegel schieben. Das politisch umstrittene Referendum kommt im März 2013 vors Volk. Eine Annahme hätte geringe Auswirkungen auf die Immobilienpreise.

Matthias Holzhey
CIO Wealth Management Research, UBS AG

Maciej Skoczek
CIO Wealth Management Research, UBS AG

Das seit 1979 bestehende Raumplanungsgesetz (RPG) sollte die räumliche Ausdehnung des Immobilienmarkts begrenzen. Doch in der Praxis hebeln die Marktkräfte das RPG teilweise aus. Dies wurde insbesondere dadurch begünstigt, dass die Bauzonenreserven in der Vergangenzeit grosszügig angelegt wurden: 180 000 der rund 300 000 Hektaren Siedlungsfläche der Schweiz sind als Bauzone eingeteilt; der Rest ist grösstenteils Landwirtschaftszone. Bei den bebauten Bauzonen bestehen noch Reserven von rund 15 000 Hektaren, die für eine Million Menschen Wohnraum böten. Weitere 38 000 Hektaren sind unbebaute Bauzone.

Herausforderungen bei der Raumplanung

Die Erfüllung von raumplanerischen Zielen kennt grundsätzlich zwei Schwierigkeiten. Erstens ist Raumplanung häufig ein Eingriff in die Eigentumsrechte. Damit gestaltet sich die Umsetzung im politischen Prozess schwierig, insbesondere wenn nicht adäquat entschädigt werden kann. Hinterzimmer-Deals oder überdimensionierte Bauzonen sind die Folge. Zweitens verlangt die Raumplanung nach sehr langfristiger Perspektive; Prognosen über lange Zeiträume sind jedoch nie verlässlich, was einen enormen Handlungsspielraum schafft.

Die zunehmende Ausdehnung der Siedlungsfläche und die sehr grosszügige Interpretation des RPG durch einzelne Kantone gaben Anlass zu einer Gesetzesrevision. Diese sieht drei Änderungen vor, die für Eigentümer von Bauland von direkter Bedeutung sind: die Rückzonung von nicht benötigtem Bauland, die Möglichkeit der Kantone, die Überbauung von Baulandreserven zu erzwingen, und die Abschöpfung von mindestens 20 Prozent der durch Einzonung von Bauland entstehenden Gewinnen.

Rückzonungen

Das bestehende RPG sieht nur die Ausscheidung von Bauzonen vor, die voraussichtlich während der nächsten 15 Jahre benötigt werden. Gemäss RPG-Revision müssen nicht benötigte Bauzonen wieder rückgängig gemacht werden. Da eine exakte Bedarfsermittlung für eine solche Zeitperiode unmöglich ist, wird die neue Regelung nur für Flächen eine Rolle spielen, die aller Voraussicht nach gar nie nachgefragt werden. Eine Verknappung des Bodenangebots und dadurch steigende Immobilienpreise sind also unwahrscheinlich. Doch auch nicht erschlossenes und nicht benötigtes Bauland hat alleine aufgrund der Möglichkeit einer profitablen künftigen Nutzung einen höheren Wert als reine Landwirtschaftszone. Über die Höhe der Entschädigungen wird im Einzelfall entschieden werden. In Kantonen mit einer in der Vergangenheit sehr grosszügigen Einzonungspraxis werden diese durchaus ins Gewicht fallen.

Bauverpflichtung

Die Kantone sollen gemäss RPG-Revision mit der Möglichkeit der Bauverpflichtung über ein Instrument verfügen, um die Landhortung einzudämmen und eine Verdichtung der Ballungszentren zu erwirken. Landhortung besteht, wenn ein Grundstück, das mit Gewinn überbaut werden könnte, aufgrund höherer

Raumplanung – Übersicht

Bundesgesetz über die Raumplanung (RPG) vom 22. Juni 1979 (1. Januar 1980 in Kraft, mit Änderungen)
Änderung vom 15. Juni 2012 (Referendum zustande gekommen)
Abstimmungstermin 3. März 2013

Wichtigste Änderungen/Ergänzungen des neuen Raumplanungsgesetzes

	Artikel	Änderungen/Ergänzungen
Ziele	Art. 1 Abs. 1 und Abs. 2	– Trennung von Bau- und Nichtbaugebiet – Lenkung der Siedlungsentwicklung nach innen – Schaffung kompakter Siedlungen
Planungsgrundsätze	Art. 3 Abs. 3 a^{bis}	– Massnahmen (…) zur Verdichtung der Siedlungsfläche sollen getroffen werden
Ausgleich und Entschädigung	Art. 5 Abs. 1	– Satz von mindestens 20 Prozent auf Planungsvorteile von neu und dauerhaft einer Bauzone zugewiesenem Boden – Ausgleich wird fällig bei Veräusserung oder Überbauung – Abgabe kann für die Bemessung der Grundstückgewinnsteuer vom Gewinn in Abzug gebracht werden
Richtplaninhalt	Art. 8a	– Jeder Kanton erstellt einen Richtplan – Vorhaben mit gewichtigen Auswirkungen auf Raum und Umwelt bedürfen einer Grundlage im Richtplan
Bauzonen	Art. 15	– Bauzonen entsprechen dem Bedarf für die nächsten 15 Jahre – Überdimensionierte Bauzonen müssen reduziert werden – Land kann einer Bauzone zugewiesen werden, wenn es in den nächsten 15 Jahren benötigt und der Richtplan eingehalten wird
	Art. 15a	– Bei öffentlichem Interesse kann eine Frist für die Überbauung von Bauland gesetzt werden

Quellen: Eidgenössisches Parlament, UBS

künftiger Gewinnerwartungen brachliegt. Der Eigentümer wird durch eine Bauverpflichtung um einen potenziellen Wertzuwachs enteignet, was volkswirtschaftlich unter realistischen Annahmen keinem Wohlfahrtsverlust gleichkommt.

Allerdings dürfte dieses Instrument nicht oft zur Anwendung kommen. Erstens ist die Fläche an nicht überbauten Bauzonen in den Zentren naturgemäss relativ gering. Zweitens dürfte, angesichts des boomenden Immobilienmarktes, die Erwartung noch höherer Nettoerträge in der Zukunft – sei es durch fallende Baukosten oder steigende Einnahmen – mittlerweile limitiert sein. Es handelt sich also um eine Massnahme, die sich kaum spürbar auf den Immobilienmarkt auswirken dürfte, aber auch nur marginal zur Verdichtung beitragen kann.

Mehrwertabgabe

Die Schweiz verfügt zwar über eine grosse Fläche nicht überbauter Bauzonen, die sich aber nicht in den nachgefragten Gebieten befinden. Aufgrund der Bevölkerungsentwicklung werden deshalb in den nächsten Jahren vielerorts dennoch Einzonungen nötig. Grundeigentümer, deren Land zu Bauland aufgewertet wird, werden bei Annahme des Referendums bei Verkauf oder Überbauung des Landes eine Abgabe von mindestens 20 Prozent des erzielten Mehrwerts – zusätzlich zur Grundstückgewinnsteuer – entrichten müssen. Unter der Annahme, dass nur attraktives Bauland eingezont wird, wird sich eine Überbauung oder ein Verkauf für den Landeigentümer rentieren. Die zusätzliche Steuerlast wird er jedoch aus seiner Gewinnmarge begleichen müssen, denn die Verkaufspreise dürften aufgrund gleichbleibender Zahlungsbereitschaft der Käufer praktisch unverändert bleiben

Immobilienpreise werden kaum tangiert

Vorhandene statistische Daten lassen kaum Schlüsse zu, wie die Zonenplanung generell die Immobilienpreisentwicklung beeinflusst. In Gemeinden mit grossen verfügbaren Flächen an Bauland dürfte die Preisentwicklung langsamer vonstattengehen als in Gemeinden ohne nennenswerte Reserven. Statistische Analysen zeigen jedoch von 2007 bis 2011 keinen messbaren Zusammenhang zwischen unbebautem Bauland und Preissteigerungen; auch unter Berücksichtigung unterschiedlicher restriktiver Anwendung der kantonalen Raumplanung und weiterer Faktoren wie Leerständen oder Gemeindetypen. Es scheint, dass in der Vergangenheit bei einem Nachfrageanstieg kurzerhand neue Bauzonen geschaffen wurden.

Wenig Neues für den Immobilienmarkt

Aus volkswirtschaftlicher Sicht werden einerseits die umstrittenen Punkte der RPG-Revision auf dem Immobilienmarkt wohl keine allzu grossen Wellen schlagen. Andererseits dürfte das RPG die Ausdehnung der Siedlungsfläche auch kaum eindämmen. Dennoch wird die Gesetzesrevision dem Primat der Raumplanung über den Immobilienmarkt Vorschub leisten und die Spielregeln neu festlegen. Aus einer langfristigen Perspektive zentral ist die Stossrichtung des Gesetzes, die Siedlungsverdichtung stärker zu gewichten – ein Trend, der sich jedoch aufgrund der grundsätzlichen Knappheit an guten Lagen auch ohne zusätzliche bundesstaatliche Vorgaben fortsetzen wird.

Baurecht als Ausweg

Gemäss Revision des Raumplanungsgesetzes wird Land an zentralen Lagen nicht mehr brachliegen können. Fehlen genügend Eigenmittel und Einkommen oder auch Expertise und Zeit, so bietet sich ein Verkauf des Grundeigentums an. Doch das ist nicht die einzige Möglichkeit. Falls beispielsweise Land in Familieneigentum bleiben soll, kann auf das Baurecht ausgewichen werden. Der Grundeigentümer kann dabei einem Investor das Recht auf maximal 100 Jahre abtreten, auf oder unter der Bodenfläche ein Bauwerk zu errichten oder ein bestehendes zu nutzen. Als Gegenleistung erhält er einen Baurechtszins; der Festlegung und Anpassung dieser Verzinsung ist hinsichtlich der sehr langen Vertragsdauer besondere Beachtung zu schenken. Der Zinssatz orientiert sich üblicherweise an den gängigen Hypothekarzinssätzen oder an Marktrenditen und wird regelmässig angepasst. Entscheidend ist, ob der dem Zins zugrundeliegende Wert des Bodens in regelmässigen Abständen an den Marktpreis angepasst wird. Falls nicht, trägt hauptsächlich der Investor die Chancen und Risiken möglicher Wertänderungen des Bodens, andernfalls bleiben diese beim Grundeigentümer. Läuft das Baurecht aus, übernimmt der Grundeigentümer die bestehenden Bauwerke gegen eine entsprechende Entschädigung.

Mieterschutz schwebt zwischen Buchstaben und ungesicherter Praxis

Grundabsicht des Schweizer Mieterschutzes ist es, übermässige Renditen zu verhindern. Wenn sich für Mieter die unerwünschten Folgen dieser Vorschriften bislang in Grenzen halten, so ist dies nicht der Weisheit der Gesetzgebung, sondern einer – so paradox es klingen mag – unbeabsichtigt unvollständigen Durchsetzung zu verdanken.

Professor Jörg Baumberger
Titularprofessor em.,
Universität St. Gallen (HSG)

Staatliche Reglementierungen privater Mietverhältnisse unter dem Titel Mieterschutz waren im 20. Jahrhundert ursprünglich ein Nebenprodukt von Kriegen. Konfrontiert mit der drohenden Kriegsinflation, dem Stillstand der privaten Wohnbautätigkeit und der Verunsicherung der Mieter, ergriffen die Behörden auch in der neutralen Schweiz schon während des Ersten Weltkriegs die drastische Massnahme der Mietzinsblockierung mit Kündigungsschutz für Mieter. Die Literatur nennt dieses bedingungslose Festnageln von Mietzinsen und laufender Mietverhältnisse (zum Beispiel Kündigungsverbot durch den Eigentümer) «Mietregulierungen der ersten Generation».

Nach dem Schraubstock die Feinliberalisierungsschraube

Ökonomische Einsicht und ernüchternde Erfahrung mit den investorenfeindlichen und langfristig vor allem mieterfeindlichen Effekten (zum Beispiel durch fehlende Anreize für Investoren) des Erst-Generationen-Mieterschutzes führten zu flexibleren Formen der Regulierung – in Europa allerdings nur sporadisch zu vollständiger Re-Liberalisierung. Während ein weitreichender Kündigungsschutz für alle Mietverhältnisse erhalten blieb, bildeten sich in unstetigen politischen Zyklen[1] vielerorts Systeme heraus, welche bei Mieterwechsel eine weitgehende Vertragsfreiheit gewährten und selbst bei andauernden Mietverhältnissen gewisse gesetzlich definierte moderate Preisanpassungen erlaubten. Die heterogene Klasse dieser Systeme mit Vertragsfreiheit bei Neumieten, weitgehendem Kündigungsschutz und beschränkten Anpassungsspielräumen innerhalb der Dauer eines Mietverhältnisses trägt den Namen «Regulierungen der zweiten Generation».

Der schweizerische Mieterschutz ist nach der Intention und dem Buchstaben der Gesetzgebung in diesem Stadium noch nicht ganz angekommen. Das ökonomisch schwach fundierte Grundkonzept der «Kostenmiete» sowie das Festhalten an Mietzinsplafonds über den allfälligen Mieterwechsel hinaus nehmen bewusst in Kauf, dass sich die Mieten erheblich von der objektiven Knappheit abkoppeln können, falls Einkommen, Bevölkerung und Bodenknappheit zunehmen. Dass durch den negativen Investitionsanreiz einer solchen Plafonierung die quantitative und qualitative Angebotslücke noch grösser wird, als sie ohne solche Deckelung sein müsste, hat den Regulator bislang nicht beirrt.

Im Alltag des schweizerischen Mietmarkts spielt freilich die vom Gesetz als «Regel» postulierte absolute Kostenmiete, welche die Bildung (gemäss Gesetzgebungs- und Richterarithmetik) «übermässiger» Renditen verunmöglichen sollte, nur in einigen, aufsehenerregenden Streitfällen eine grössere Rolle. Gebräuchlicher sind die von der Gesetzgebung zwecks Vereinfachung vorgesehenen Faustregeln der «relativen Methode», gemäss welcher Mieten in der Regel ohne ausführliche Kalkulation einer absolut «gerechten» Basis-Kostenmiete in partiellem Ausgleich der Inflation und partiellem Ausgleich eines Kapitalkostenindikators (Referenzzinssatz) sowie teilweiser Berücksichtigung weiterer Faktoren erhöht werden dürfen beziehungsweise gesenkt werden sollten.[2]

Unbeabsichtigte Vernunft verhindert noch grössere Mietwohnungslücke

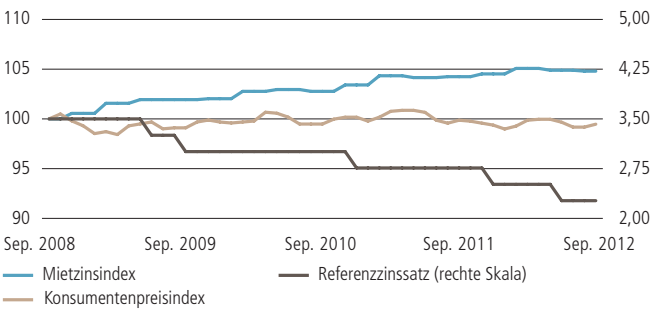
Jenseits dieser «Regeln» und Faustregeln herrschen in der Praxis über weite Strecken nochmals andere, diesmal ungeschriebene, ungesicherte «rules of reason». So verlangen nur

[1] Die Entwicklung ging eine gewisse Zeit in Richtung stärkerer Regulierung und dann wieder in die Gegenrichtung. Bis zu den 1980er Jahren zeigte der Trend eher in Richtung stärkerer Regulierung.

[2] Bei der Kostenmiete nach relativer Methode werden Faktoren wie Entwicklung der Hypothekarzinssätze, Konsumentenpreisteuerung je teilweise, Entwicklung der Unterhaltskosten seit Abschluss des Mietvertrags in Betracht gezogen. Gemäss der als «Regel» bezeichneten (selten effektiv praktizierten) absoluten Methode kann jedoch sogar der Mietzins einer Erstvermietung einer Liegenschaft bereits einen unzulässigen «übersetzten Ertrag» oder eine normale Rendite auf «übersetztem Kaufpreis» darstellen.

Steigende Mieten bei fallendem Referenzzinssatz

Mietindex (2008=100), Konsumentenpreisindex (2008=100), Referenzzinssatz in Prozent



Quellen: BFS, BWO

wenige Neumieter Auskunft über die Miete ihrer Vorgänger und noch weniger fechten einen Mietzins aufgrund übermässiger Renditen an, wodurch bei Neuvermietungen de facto ein gewisses Mass an stillschweigender Vertragsfreiheit entsteht. Auch fordern nicht alle Mieter die (zum Beispiel bei Referenzzinssenkungen) regulatorisch vorgesehenen Mietsenkungen effektiv ein, sondern beschränken sich darauf, erst bei Mieterhöhungen einen genaueren Blick auf ihre Rechte zu werfen. All dies gestattet eine gewisse Anpassung vieler Mieten an die effektiv bestehende Knappheit und ein allzu dramatisches Anwachsen der Übernachfrage.

Was auch immer die genauen Gründe sind, die Zurückhaltung grosser Teile der Mieterschaft im Angesicht einer nicht immer praxistauglichen Gesetzgebung erweist der Gruppe der Umzugswilligen und langfristig auch der Gesamtheit der Mieter einen nicht zu unterschätzenden Dienst. Denn die flächendeckende, permanente Erzwingung von Mieten unterhalb eines durch die Knappheit bedingten Niveaus zöge langfristig eine Reihe unbeabsichtigter und unwillkommener Effekte nach sich. Zu solchen unerwünschten Effekten zählen: eine unnötige zusätzliche Bremsung des Wachstums des Mietwohnungsparks oder gar ein negatives Wachstum desselben infolge der verstärkten Umwandlung von Mietobjekten in Eigentum, eine übermässige Konzentration des Neubaus auf Eigentumswohnungen anstelle von Mietwohnungen, die Tendenz zur Vernachlässigung von Unterhalt und Modernisierung, das Überhandnehmen kreativer Umgehungen, die aktive Bewirtschaftung der Regulierungen durch Vermieter und durch Mieter (zum Beispiel durch verdeckte Untervermietungen), die Vermietung der knappen, unterbewerteten Wohnungen an Mieter mit (für den Eigentümer) attraktiven persönlichen und gesellschaftlichen Eigenschaften oder an geeigneten Orten bei Neu- und Umbauten eine übermässige Tendenz zur Entstehung unregulierter möblierter Business-Apartments.

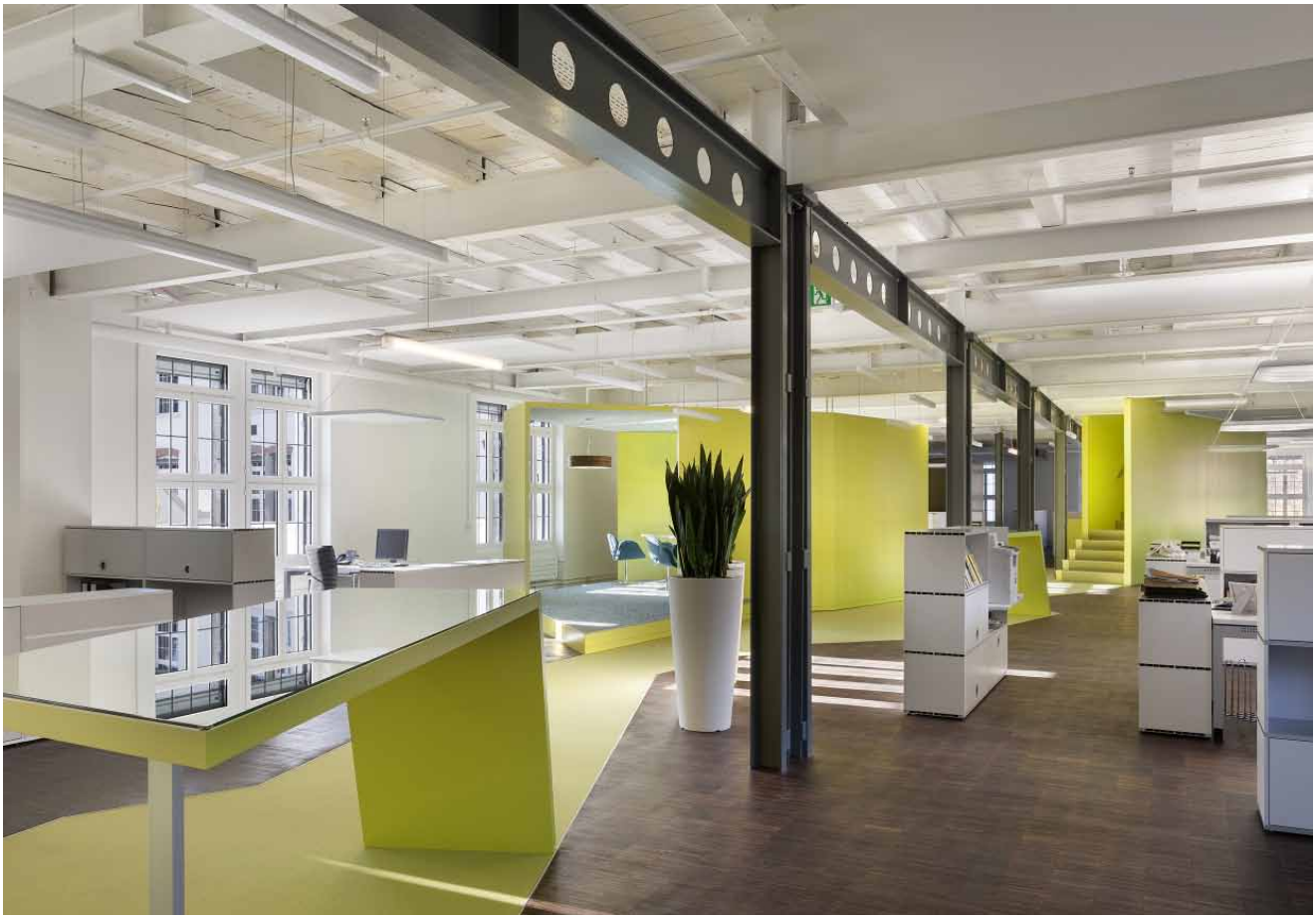
In gewissen Ländern hat sich die – oberflächlich mieterfreundliche – straffe Mietregulierung neben der Steuersubventionierung des Wohneigentums in der langen Frist als der wichtigste (unbeabsichtigte) Faktor der Wohneigentumsförderung erwiesen, beispielsweise in Grossbritannien, wo die Eigentümerquote von rund 10 Prozent zu Beginn des 20. Jahrhunderts auf 66 Prozent im Jahr 1980 stieg.

Vorsicht mit gutgemeinter Wohnungspolitik

Momentan profitieren Schweizer Mieter von einer nicht buchstabengetreuen Umsetzung des Mietrechts in der Praxis. Niemand kann voraussagen, ob und wie lange dieser rechtlich unabgesicherte Zustand anhalten wird und er nicht plötzlich durch Forderungen nach Durchsetzung des gutgemeinten, aber unter Umständen gegenteilig wirkenden Willens des Gesetzgebers in Frage gestellt wird. Zu viel Mieterschutz kann sich über die Zeit zu einem Fluch zunächst für die Investoren und in der Folge zunehmend auch für die Mietwohnungsnachfrager auswachsen.

Business-Apartments als Renditebooster

Business-Apartments sind kleine Wohneinheiten, die üblicherweise möbliert und mit sehr kurzen Kündigungsfristen vermietet werden. Diese Flexibilität hat ihren Preis und kann dem Eigentümer insbesondere bei Umwandlung bestehender Objekte oder Neubau vorübergehend hohe Renditen bescheren. An Standorten internationaler Firmenzentralen besteht eine Nachfrage nach solchen Apartments, die kurzfristig und auf kurze Dauer gemietet werden können. Die entsprechende Business-Kundschaft erwartet einen gewissen Grundstandard, bei entsprechender hoher Zahlungsbereitschaft. Die Mieten für solche Objekte betragen dann auch zwei bis drei Mal so viel wie bei einer normalen Vermietung. Internetnutzung, Reinigung und zusätzliche Dienstleistungen werden noch separat verrechnet. Doch die administrativen und operativen Kosten sind aufgrund der häufigen Mieterwechsel ungleich höher als im klassischen Geschäftsmodell. Damit sich dies für den Vermieter lohnt, muss die Wohnung mindestens während der Hälfte des Jahres vermietet sein. Dennoch sollte sich, bei guter Lage in Finanzzentren, schneller Erreichbarkeit eines Flughafens und guten Kontakten zu entsprechenden Firmen, mit der Vermietung von Business-Apartments bei einer allfälligen Umnutzung eine sehr attraktive Rendite erzielen lassen.



Architekt: Architekturbüro Alfred Anker, Olten
Bauherr: Head Office Weltbild Verlag, Olten

Geschäftsimmobilien

Büroflächen – *Überangebotsrisiken in der Deutschschweiz*

Im Schweizer Büroflächenmarkt trifft eine sich abschwächende Nachfrage auf eine hohe Neubauaktivität. Am stärksten sind Grossstädte in der Deutschschweiz betroffen. Projektpromotoren werden sich auf eine anspruchsvollere Flächenvermarktung einstellen müssen.

In den Wirtschaftsräumen der fünf grössten Schweizer Städte wird mehr als 60 Prozent des Bruttoinlandprodukts erwirtschaftet. Für Immobilieninvestoren im kommerziellen Sektor bieten die Grosszentren mit ihren Agglomerationsgürteln das Anlageuniversum schlechthin. In den letzten beiden Jahren entfielen rund 82 Prozent des entsprechenden Transaktionsvolumens auf die Regionen der fünf Grossstädte Zürich, Genf, Basel, Bern und Lausanne. Aufgrund der Unterschiede in Bezug auf die Branchenstruktur, die Neubauaktivität und die Leerstandsniveaus unterliegen Büroimmobilien in den fünf Hauptmärkten allerdings ungleichen Zukunftsperspektiven.

Unterschiedliche Nachfragetrends

Auf dem Bankenplatz Zürich haben die Finanzkrise und schärfere Regulierungsbestimmungen Anpassungsprozesse in Gang gesetzt und zwingen insbesondere die Universalbanken zu Personalabbau. Gleichzeitig wird der Flächenverbrauch pro Mitarbeitenden optimiert, was die Gesamtnachfrage nach Büroflächen zusätzlich dämpft. In Genf, dem zweitgrössten Schweizer Finanzplatz, wo 10 Prozent des gesamten Privatvermögens weltweit verwaltet werden, dürfte die Flächennachfrage hingegen kaum zurückgehen. Der Fokus auf ein global diversifiziertes, reines Vermögensverwaltungsgeschäft zeigte sich krisenresistent und wurde von den veränderten Rahmenbedingungen bisher wenig tangiert. Insgesamt stieg 2012 der Personalbestand bei den in der Rhonestadt ansässigen Banken und Vermögensverwaltern. In der Region Basel bildet die Frankenstärke zurzeit den grössten Risikofaktor für die Nachfrage auf dem Büroflächenmarkt. Durch die Dominanz der Chemie- und Pharmaindustrie, die mit einem Anteil von 35 Prozent den grös-

Marcin Paszkowski
Global Asset Management
UBS AG

sten Beitrag zum nationalen Exportvolumen leisten, ist die internationale Konkurrenzfähigkeit der Region eng an die Wechselkursentwicklung gekoppelt. Bern hingegen geniesst infolge der Dominanz der öffentlichen Verwaltung sowie dem Bund nahestehender Institutionen (SBB, Post, Swisscom usw.) eine vergleichsweise hohe Nachfragestabilität. Ohne wirtschaftspolitische Richtungsentscheide sind in der Hauptstadt kaum Nachfrageverschiebungen zu erwarten.

Starke Angebotsausweitung in der Deutschschweiz

Auf der Angebotsseite liessen das tiefe Zinsumfeld sowie die hohe Nachfrage nach Immobiliendirektanlagen die Pipeline für Büroprojekte beträchtlich anschwellen. Innerhalb der letzten drei Jahre wurden Baubewilligungen mit einem jährlichen Realisierungswert von durchschnittlich 2,7 Milliarden Franken erteilt. In den 15 vorangehenden Jahren lag der entsprechende Jahresdurchschnitt bei rund 1,8 Milliarden Franken. Die stärkste Angebotsausweitung erfolgt im Wirtschaftsraum Zürich, wo innerhalb der nächsten drei Jahre über 250 000 Quadratmeter Bürofläche auf den Markt kommen werden. In Bern beträgt die Flächenexpansion bis 2015 rund 140 000 Quadratmeter. Und in Basel werden rund 160 000 Quadratmeter neue Bürofläche erstellt, wobei allein durch den Bau des Roche Towers und des Novartis Campus geschätzte 30 000 Quadratmeter Fläche frei werden. Im Verhältnis zur Deutschschweiz nimmt sich die erwartete Flächenexpansion auf dem Genfer Büromarkt mit 80 000 Quadratmetern bescheiden aus.

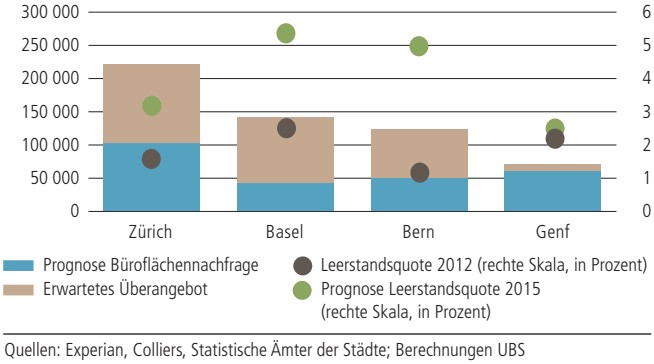
Das Zusammentreffen von Nachfragerückgang und Angebotsausweitung akzentuiert sich somit in der Deutschschweiz. In den Aussenquartieren und Agglomerationsgemeinden von Zürich, Basel und Bern entstehen zahlreiche moderne Büroneubauten mit neuen Raumkonzepten zu attraktiven Mietkonditionen. Infolge des Kostendrucks nutzen zahlreiche Unternehmen das neugeschaffene Angebot und verlagern ihre Standorte von innerstädtischen an periphere Lagen. Zu einer flächendeckenden Entleerung des Central Business Districts (CBD) zugunsten der Neubauprojekte dürfte es allerdings kaum kommen; solchen Umwälzungsprozessen sind aufgrund laufender Langzeitverträge sowie den Repräsentationsvorteilen eines CBD-Standorts Grenzen gesetzt. Zudem kann der veränderten Nachfragestruktur mit geeigneten baulichen Massnahmen und individuellem Pricing Rechnung getragen werden. Vielmehr ist künftig auch bei Neubauprojekten mit zunehmenden Leerstandsszenarien und Druck auf die Mieten zu rechnen.

Leerstände im internationalen Vergleich niedrig

Für die Absorption der in Zürich, Basel und Bern bis 2015 erwarteten Büroneufläche wäre ein regionales Wachstum der Bürobeschäftigung von annähernd 35 000 Personen notwendig. Doch die prognostizierte Entwicklung in den drei Kantonen beläuft sich bloss auf rund 14 000 Bürobeschäftigte. Es wird somit mehr als doppelt so viel Bürofläche erstellt als effektiv nachgefragt. Deutschschweizer Projektpromotoren werden sich auf eine anspruchsvollere Flächenvermarktung sowie eine abnehmende Zahlungsbereitschaft seitens der Investoren einstellen müssen. Marktverwerfungen sind deswegen aber keine zu erwarten. Zürich, Bern und Basel weisen gegenwärtig relativ tiefe Leerstandsquoten aus. Das prognostizierte Überangebot dürfte in keiner der drei Grossstädte zu einer Leerstandsquote über 6 Prozent führen. Im internationalen Vergleich, wo die Leerstände in vielen europäischen Bürometropolen über 10 Prozent betragen, sind dies nach wie vor komfortable Werte.

Regionale Prognosen des Überangebots 2015

Differenz zwischen Büroflächenausweitung und -nachfrage, in Quadratmetern



Quellen: Experian, Colliers, Statistische Ämter der Städte; Berechnungen UBS

Verkaufsflächen – *Mieten erstaunlich robust*

Claudio Saputelli
CIO Wealth Management Research, UBS AG

Die Detailhandelsumsätze stehen unter Druck. Aktuell macht der Branche vor allem die Frankenstärke zu schaffen. Dennoch bleiben Verkaufsliegenschaften aufgrund ihrer starken Performance bei Investoren beliebt. Allerdings dürften sich die Renditen fortan abschwächen.

Seit Beginn der Indexberechnung 2002 schwingt die Gesamtrendite direkt gehaltener Verkaufsliegenschaften in der Schweiz gemäss Berechnungen von Investment Property Databank (IPD) oben aus. Im Jahr 2011 betrug sie 8,3 Prozent; die Summe aus stabilen 4,5 Prozent Netto-Cashflow-Rendite (Netto-Mieteinnahme im Verhältnis zum gebundenen Kapital) und 3,8 Prozent Wertänderungsrendite, welche aufgrund der starken Nachfrage nach Anlageobjekten überdurchschnittlich hoch war. In die Berechnung flossen 383 Liegenschaften mit einem durchschnittlichen Verkehrswert von knapp 35 Millionen Franken ein. Da Handelsimmobilien seit der Lancierung der IPD-Indexreihen kaum Schwächephasen zeigten, vermochte auch die Gesamtrendite über zehn Jahre von mehr als 100 Prozent zu glänzen. Andere Immobiliensegmente konnten in der gleichen Periode bezüglich Gesamtrendite zwar nicht mit den Verkaufsliegenschaften mithalten, warteten aber auch insgesamt mit starken Renditen zwischen 73 und 82 Prozent auf.

Markt mit veränderter Angebotsstruktur

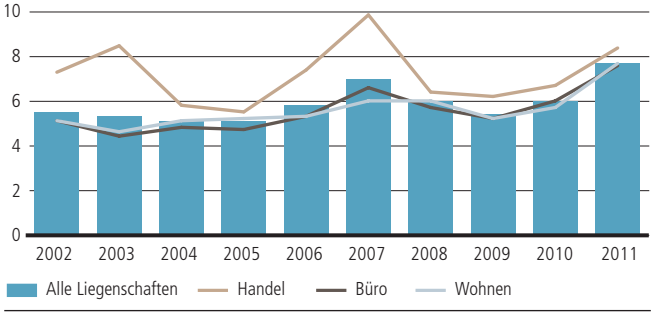
Die zur Vermietung stehenden Handelsflächen entwickelten sich allen konjunkturellen und währungsbedingten Unkenrufen zum Trotz ebenfalls positiv. In den ersten drei Quartalen 2012 legten die Angebotsmieten (Mieten für Wieder-, Erst- oder Neuvermietung) im Vorjahresvergleich gemäss Wüest & Partner um durchschnittlich rund 5 Prozent zu, was der stärksten Zunahme seit zwölf Jahren gleichkommt. Getrieben wurde dieser Anstieg vor allem durch das Grosszentrum Zürich, wo die Angebotsmieten im ersten Halbjahr 2012 mit über 10 Prozent im Vergleich zur Vorperiode regelrecht emporschnellten. Auch andere Grosszentren der Schweiz zeigten jüngst bei den Mietpreisentwicklungen grosse Schwankungen. Dies dürfte auch vom Umstand herrühren, dass vermehrt Verkaufsflächen an guten (Innenstadt-)Lagen mit relativ hohen Angebotsmieten neu auf den Markt kommen, sowohl durch die in den letzten Jahren stark angekurbelte Neubautätigkeit wie auch durch vermehrte Geschäftsauflösungen. Letztere akzentuierten sich insbesondere aufgrund der Frankenstärke sowie der starken Zunahme des Einkaufstourismus ins grenznahe Ausland.

Währungsstärke schafft neue Wettbewerbsdimension

Diese robusten Zahlen bei Verkaufsliegenschaften dürfen aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Herausforderungen im Schweizer Detailhandel gross und vielfältig bleiben. Die Konsumlaune hat sich in den letzten Quartalen eingetrübt. Der Index der Konsumentenstimmung bewegt sich seit April 2011 im negativen Bereich, nachdem er sich kurzzeitig von der Finanzkrise erholt hat. Aufgrund der Euro-Schwäche geht den Schweizer Detaillisten auch ein beträchtliches Umsatzvolumen ans Ausland verloren. Gemäss Schätzungen des Marktforschungsinstituts GfK betrugen im Jahr 2011 die Auslandeinkäufe 2,5 Milliarden Franken (Total Detailhandelsumsätze Schweiz 2012: rund 97 Milliarden), was einer Verdoppelung gegenüber 2008 entspricht. Parallel dazu erhöhten sich im Jahr 2011 die Online-Einkäufe der Schweizerinnen und Schweizer im Ausland um 10 Prozent; dabei dürfte im vergangenen Jahr erstmals die Schwelle von 600 Millionen Franken überschritten worden sein. Zudem bleiben auch ausländische Touristen der Schweiz fern, was die Detailhandelserträge zusätzlich mindert.

Handelsflächen übertreffen andere Sektoren

Entwicklung der Gesamtrendite, in Prozent



Quellen: IPD, UBS

Im aktuellen Währungsumfeld sieht sich der hart umkämpfte Schweizer Detailhandel mit einer neuen Wettbewerbsdimension konfrontiert. Bis vor kurzem galten internationale Konzerne, die sich einen Teil des lukrativen Schweizer Marktes ergattern wollten, als quasi einzige grössere Bedrohung. So nahm der Anteil des Umsatzvolumens, der auf ausländische Händler entfiel, von rund 9 Prozent im Jahr 2000 auf aktuell knapp 15 Prozent zu; im Nonfood-Bereich machen ausländische Firmen gemäss GfK gar 27 Prozent aus. Durch die Frankenstärke verschärfte sich der intensive Preiswettbewerb nun zusätzlich, was unter anderem auch die für 2012 erwartete leicht negative Jahresteuerungsrate reflektiert. Dass die Preiskonzessionen sich nur beschränkt in den Jahresumsätzen niederschlugen, verdankte die Branche insbesondere der starken Immigration in die Schweiz in den letzten Jahren, welche die Gesamtnachfrage ansteigen liess. So überrascht es nicht, dass Einkaufszentren trotz harten Marktbedingungen weiterhin wie Pilze aus dem Boden schiessen.

Tiefere Gesamtrenditen erwartet

Im Jahr 2011 brachen die nominalen Detailhandelsumsätze mit –1,6 Prozent so stark ein wie nie zuvor in den letzten 20 Jahren. Gleichwohl fiel die Entwicklung zwischen 2003 und 2010 trotz der Finanzkrise 2008/2009 im Vergleich zu den Jahren zuvor ausserordentlich stark aus. Die nominalen Detailhandelsumsätze nahmen in diesen sieben Jahren um 18 Prozent zu, bei einer Gesamtteuerung von lediglich 6 Prozent. Die Zahlen für 2012 deuteten bis zum dritten Quartal 2012 darauf hin, dass die Abwärtsbewegung vorerst gestoppt werden konnte. Dennoch dürften sich 2013 die mannigfaltigen Herausforderungen kaum ändern, so dass trotz anhaltendem Bevölkerungswachstum keine schnelle Erholung der Umsätze zu erwarten ist. Bei direkt gehaltenen Verkaufsliegenschaften wird man sich schon bald an tiefere Gesamtrenditen gewöhnen müssen.

Überblick Geschäftsimmobilien

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

	2013[1]	2012[2]	2011	2010	10 Jahre[3]
Beschäftigung, Umsätze und Stimmung					
Beschäftigung Büro, in Vollzeitäquivalenten	1,1	2,3	1,4	0,3	1,6
Beschäftigung Handel, in Vollzeitäquivalenten	1,0	0,2	0,3	1,1	0,3
Detailhandelsumsätze, real	0,5	2,8	1,1	2,7	2,1
Index Konsumentenstimmung, Mittelwert	–	–13	–3	–6	–10
Büroflächen					
Angebotsmieten Büroflächen	1,5	4,9	–1,4	0,1	0,8
Leerstandsquote Büroflächen	4,5	4,2	4,3	4,3	–
Netto-Cashflow-Rendite	4,8	4,8	4,9	4,8	4,9
Wertänderungsrendite	0,5	1,0	2,7	1,2	0,8
Gesamtrendite Direktanlage Büro	5,3	5,8	7,6	6,0	5,7
Verkaufsflächen					
Angebotsmieten Verkaufsflächen	2,0	6,3	0,9	2,4	1,5
Netto-Cashflow-Rendite	4,5	4,5	4,5	4,6	4,8
Wertänderungsrendite	1,0	1,5	3,8	2,2	2,3
Gesamtrendite Direktanlage Handel	5,5	6,0	8,3	6,8	7,1

[1] Prognose UBS
[2] Hochrechnungen bzw. Prognosen UBS (Stand 3. Januar 2013)
[3] Mittelwert: 2003 bis 2012

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

Einkaufszentren *bei Investoren gefragt*

Sergio Günthardt
Wealth Management & Swiss Bank, UBS AG

Amine Hamdani
Wealth Management & Swiss Bank, UBS AG

Claudio Saputelli
CIO Wealth Management Research, UBS AG

Die Schweiz zählt 168 Einkaufszentren, zehn weitere sind im Bau und 19 mittelfristig geplant. Zwar sind die Kapitalkosten zurzeit niedrig, doch der Schweizer Markt bietet relativ geringe Anlagemöglichkeiten. Grossinvestoren finden im Ausland einen dynamischen Markt für Einkaufszentren.

Nach Jahren stabilen Wachstums sank der Umsatz von Schweizer Einkaufszentren 2011 gemäss Marktforschungsinstitut GfK um 1,9 Prozent. Die stärksten Umsatzeinbussen mussten dabei kleine und mittelgrosse Zentren (Einkaufsfläche bis 40 000 Quadratmeter) in Grenznähe einstecken. Verantwortlich für diese Entwicklung waren der bestehende Preis- und Margendruck, der steigende Wettbewerb sowie der starke Franken. Doch jahrein, jahraus werden weitere Einkaufszentren aus dem Boden gestampft: Seit der Jahrtausendwende öffneten pro Jahr durchschnittlich fünf neue Einkaufszentren ihre Tore, was einem jährlichen Flächenzuwachs von rund 74 000 Quadratmetern entspricht. Auch 2011 erhöhte sich die vermietbare Verkaufsfläche um 3,6 Prozent beziehungsweise 83 000 Quadratmeter. Aktuell beträgt die gesamte Verkaufsfläche aller Einkaufszentren in der Schweiz rund 2,5 Millionen Quadratmeter (entspricht etwa der Hälfte des Baldeggersees im Kanton Luzern), was gegenüber 2005 ein Zuwachs von über 30 Prozent ist.

Die Schweiz funktioniert anders als das Ausland

Trotz massiver Flächenausdehnung in den vergangenen Jahren erzielen die Schweizer Einkaufszentren nur gerade 17 Prozent des Schweizer Detailhandelsumsatzes. Im Ausland liegt der Anteil im Durchschnitt bei 25 Prozent. Die Differenz erklärt sich insbesondere durch die städtisch geprägte Siedlungsstruktur des Schweizer Mittellands. Doch bei der Einkaufsfläche pro Tausend Einwohner steht die Schweiz mit 305 Quadratmetern gegenüber dem europäischen Durchschnitt von 247 klar am oberen Ende der Rangliste. Selbst in unseren Nachbarländern sind die Unterschiede gross: Während Österreich 323 Quadratmeter je Tausend Einwohner verzeichnet, ist es in Deutschland bloss die Hälfte.

Auch bezüglich Durchschnittsgrösse der Einkaufszentren sind im internationalen Vergleich grosse Unterschiede auszumachen. So entspricht die durchschnittliche vermietbare Fläche in den grössten Einkaufszentren der Welt dem Neunfachen der Fläche eines durchschnittlichen Schweizer Einkaufszentrums. Doch Grösse alleine ist kein Erfolgsgarant, viel wichtiger ist die Produktivität. Hier schneiden Schweizer Einkaufszentren mit über 10 000 Franken Umsatz pro Quadratmeter generell sehr gut ab. Das liegt insbesondere daran, dass in der Schweiz im Gegensatz zu anderen Ländern die Haupt- und Ankermieter in der Regel aus dem

Die 10 grössten Einkaufszentren in der Schweiz
Nach Bruttomietfläche

Name	Ortschaft	Fläche (in m²)
Shoppi Tivoli	Spreitenbach	78 040
Shoppyland	Schönbühl	48 818
Glattzentrum	Wallisellen	43 387
Sihlcity	Zürich	42 466
Balexert	Genf	42 226
Gäupark	Egerkingen	40 470
Centro Lugano Sud	Grancia	39 580
Shopping Arena	St. Gallen	36 500
Marin Centre	Marin	36 000
Emmen Center	Emmenbrücke	34 314
Durchschnitt		44 180

Quelle: GfK

Die 10 grössten Einkaufszentren weltweit
Nach Bruttomietfläche

Name	Land	Stadt	Fläche (in m²)
New South China Mall	China	Dongguan	600 153
Golden Resources Mall	China	Beijing	557 419
SM City North Edsa	Philippinen	Quezon City	482 878
1 Utama	Malaysia	Petaling Jaya	465 000
Persian Gulf Complex	Iran	Shiraz	450 000
Central World	Thailand	Bangkok	429 500
Isfahan City Center	Iran	Isfahan	428 000
Mid Valley Megamall	Malaysia	Kuala Lumpur	420 000
Cehavir Mall	Türkei	Istanbul	420 000
Sunway Mall	Malaysia	Subang Jaya	396 000
Durchschnitt			464 895

Quelle: Emporis.com

umsatzstarken Lebensmittelsektor kommen. Eine andere Strategie verfolgt beispielsweise das Zürcher Einkaufszentrum Sihlcity, das auf teure Modemarken statt auf Lebensmittelketten setzt und so mit 8000 Franken Umsatz je Quadratmeter eine relativ geringe Produktivität erzielt.

Schweizer Einkaufszentren für Anleger oft (noch) geschlossen

Auf dem Schweizer Markt liegen die Nettorenditen von Einkaufszentren je nach Lage, Mietvertragslaufzeit und Bonität der Hauptmieter bei rund 4,5 Prozent. Internationale Investoren operieren im Gegensatz zu schweizerischen mit einem hohen Grad an Fremdfinanzierung von bis zu 70 bis 80 Prozent und hoher Amortisation, was oft höhere Renditen verspricht. Im Gegensatz zum Ausland dominieren hierzulande häufig grosse Schweizer Einzelhandelsketten den Markt für Einkaufszentren: Coop, Migros und Manor sind selbst Eigentümer. In ausgereiften Immobilienmärkten wie Deutschland hingegen werden die Einkaufszentren eher von Center-Management-Gesellschaften betrieben, deren Hauptverantwortung in der Konzeption, Leitung und Verwaltung liegt. Gewöhnlich sind diese Unternehmen börsennotierte Real Estate Investment Trusts (REITs) oder Vehikel wie Anlagefonds oder offene Anlagefonds, zu denen auch bekannte Firmen wie Vastned Retail, Capital Shopping Centres, Unibail-Rodamco oder Klépierre gehören.

Auf dem schweizerischen Einkaufszentren-Markt sind die Investitionsmöglichkeiten limitiert. Einerseits sind grosse Einkaufszentren meist strategisch bedeutende Objekte, wo die Detailhandelsketten als Hausherren die Entscheidungsmacht innehaben. Deshalb zögern sie einerseits gegenwärtig, ihre Einkaufszentren zu verkaufen. Andererseits sind auch die verlangten Objektpreise aus Anlegersicht zurzeit zu hoch beziehungsweise die erzielbaren Renditen eindeutig zu niedrig.

Dynamische ausländische Märkte als Alternative

Der demografische Wandel, eine wachsende Mittelschicht und ein höheres verfügbares Einkommen in den Schwellenländern haben den Aufstieg und die Entwicklung von Einkaufszentren weltweit beeinflusst. Einkaufszentren bieten heute mehr als Waren: Sie sind Unterhaltungs-, Kreativitäts-, Freizeit- und sogar Kulturzentren. Neue Handelskonzepte sowie die neuen Technologien werden das Einkaufserlebnis in den nächsten Jahrzehnten weiter verändern.

Angezogen von diesem Strukturwandel, sind Projektentwickler und Immobilieninvestoren seit einigen Jahren verstärkt an Einkaufszentren interessiert. Global sind die Hauptakteure in Nordamerika und Asien angesiedelt: Staatsfonds (die Investmentbehörden von Abu Dhabi und Katar), grosse Immobilienentwicklungsgesellschaften (CapitaLand, Westfield-Gruppe) und Anlagefonds (Blackstone, CBRE-Anleger).

Der Wert von internationalen Einkaufszentrum-Transaktionen beträgt im Durchschnitt über eine Milliarde US-Dollar. Die typischen Renditen von Einkaufszentren im Ausland liegen zwischen 4 und 7,5 Prozent, je nach Lage, Mietvertragsdauer, Alter des Objekts und Investitionsbedarf. Trophäenobjekte können auch Renditen von unter 4 Prozent haben. So zahlte die Qatar Investment Authority für Harrods in London 1,5 Milliarden britische Pfund für eine Rendite im vermutlich unteren einstelligen Bereich.

Der «Apple-Effekt»

Ankermieter in Einkaufszentren erhöhen die Kundenfrequenz. Sie werden auch als Magnetgeschäfte bezeichnet, da sie die Kundinnen und Kunden anlocken. Gemäss einer Studie des Immobilienberaters Cushman & Wakefield wird in den USA derzeit das Konzept der Ankermieter insbesondere in Einkaufszentren mit tiefer Produktivität (niedrigem Umsatz pro Flächeneinheit) evaluiert: Die als traditionell geltenden Ankergeschäfte werden dabei mehr und mehr hinterfragt und allenfalls durch zeitgemässe Anbieter ersetzt.

Eindrückliche Ergebnisse wurden in den USA in jenen Einkaufszentren erzielt, in denen ein Apple Store als Zugpferd Einzug hielt. Diese Einkaufszentren konnten durch den «Apple-Effekt» ihre durchschnittliche Produktivität um teilweise mehr als 50 Prozent erhöhen.

Finanzierung neuer Spitalprojekte *als Herausforderung*

Die in die Jahre gekommene Spitalinfrastruktur muss erneuert und effizienter gestaltet werden. Auch wenn sich die Projektpipelines gefüllt haben, bleibt die Finanzierung vorerst ein schwieriges Unterfangen. Wir rechnen mit einer Redimensionierung der Projektvorhaben.

Niklaus Scheerer
Wealth Management & Swiss Bank, UBS AG

Christian Unternährer
Wealth Management & Swiss Bank, UBS AG

Seit Inkrafttreten der Revision des Bundesgesetzes über die Krankenversicherungen (KVG) per Anfang 2012 müssen sich die Spitäler über Fallpauschalen und Investitionskostenzuschläge zu den Fallpauschalen finanzieren.[1] Defizitgarantien und Globalbudgets seitens der öffentlichen Hand sind für Spitäler Geschichte, die gedankliche Neuausrichtung und Anpassung an diese neue Realität hat jedoch noch nicht überall stattgefunden.

Volle Projektpipeline, aber schwierige Finanzierung

Die Spitalinfrastruktur in der Schweiz ist veraltet und muss erneuert werden. Gleichzeitig erhöht die Einführung der Fallpauschalen den Wettbewerb und zwingt zu Effizienz. Landauf, landab wird deshalb an Grossprojekten im Spitalbereich geplant. Diese weisen vielfach ein Investitionsvolumen von deutlich über 100 Millionen Franken auf, in einigen Fällen bis zu einer Milliarde Franken oder mehr, weil die Grundversorgung und ein breiter Leistungsauftrag mit weniger als 100 bis 150 Betten kaum mehr effizient zu betreiben sind. Viele Fachleute fordern gar eine minimale Bettenzahl von 200, damit aufgrund der medizinischen Spezialisierung ausreichend Fälle pro angebotene Leistungsgruppe abgewickelt werden können. Aktuell sind Projekte im Umfang von rund 15 Milliarden Franken auszumachen, die es nicht nur zu bauen und auszulasten, sondern insbesondere auch zu finanzieren gilt. Die Flucht der Spitäler in Neuinvestitionen macht die Finanzierung zum Knackpunkt.

Insbesondere Spitäler mit einem hohen Anteil an KVG-Leistungen (Grundversicherung) und damit einer Abrechnung über die Swiss-DRG-Fallpauschalen[2] sind bei Neubau- und Sanierungsprojekten sehr gefordert. Mit den künftig zu erwartenden Leistungsentschädigungen (Fallpauschalen) rechnen sich solche Investitionen nur, wenn die Projekte stark optimiert sind. Spitalleitungen müssen sich deshalb vertieft mit dem Realisierungsprozess und dem geeigneten Ausschreibungsverfahren befassen. Idealerweise umfasst Letzteres die drei Dimensionen Design, Bau und Betrieb. Neu- und Umbauprojekte werden sich somit spätestens bei der Finanzierungsfrage der Realität stellen müssen. Einzelne Projekte haben bereits Schiffbruch erlitten. Wir rechnen mit einer deutlichen Redimensionierung der heutigen Projektpipeline.

Banken agieren unterschiedlich

Bei der Beurteilung von Investitionsvorhaben der Spitäler steht für viele Banken die Bestimmung der Verschuldungskapazität analog zu üblichen Firmenfinanzierungen im Vordergrund. Die Kernfrage lautet, welche Verschuldung sich mit dem zu erwartenden Free Cash Flow (FCF)[3] abbilden lässt. Die Verschuldungskapazität errechnet sich dabei als Barwert[4] der künftig nachhaltigen FCF über eine gewisse Betrachtungsperiode, wobei je nach Projekt und Bank eine unterschiedliche Periode zugrunde gelegt wird. Der Wert der Spitalimmobilie ist bei dieser Betrachtungsweise sekundär. Andere Banken wiederum sehen Spitalfinanzierungen als Immobilienfinanzierungen und stützen sich entsprechend stark auf den Substanz- oder Verkehrswert der Spitalimmobilie ab.

[1] Vgl. UBS real estate focus, Januar 2011, «Spitalimmobilien im Umbruch».

[2] SwissDRG (Swiss Diagnosis Related Groups) ist das neue Tarifsystem für stationäre akutsomatische Spitalleistungen, das gemäss der letzten Revision des Krankenversicherungsgesetzes (KVG) die Vergütung der stationären Spitalleistungen nach Fallpauschalen schweizweit einheitlich regelt.

[3] Innerhalb einer Periode erarbeitete Mittel, die weder für das operative Geschäft noch für Investitionen benötigt werden.

[4] Der Barwert ist der heutige Wert eines in der Zukunft erwarteten Geldbetrags.

Inselspital Bern, © KEYSTONE/Gaetan Bally

Der Hauptunterschied der beiden Betrachtungsweisen ist der Betrachtungshorizont. Bei der Berechnung der betrieblichen Verschuldungskapazität werden die FCF über eine Periode von bis zu rund 15 Jahren geschätzt, während beim Immobilienfinanzierungsansatz die FCF über eine Betrachtungsperiode von 30 und mehr Jahren mitberücksichtigt werden. Welcher Ansatz richtig ist, muss sich erst noch weisen. Angesichts der neuen Rahmenbedingungen für Spitäler und des absehbaren weiteren starken Strukturwandels sind wir der Meinung, dass eine Prognose der Cashflows über einen Zeitraum von mehr als 15 Jahren nur schwer zu validieren ist. Denn in Bezug auf einen adäquaten Basisfallwert[5] und einen fairen Investitionskostenbeitrag sowie deren Entwicklung über die Zeit herrscht noch zu grosse Unklarheit.

Zwiespältige Rolle der öffentlichen Hand
Erschwerend bei der Beurteilung erweist sich zudem die Rolle der öffentlichen Hand. Auch ein Jahr nach Einführung der neuen Spitalfinanzierung wirkt die öffentliche Hand vielerorts mit der Gewährung von Defizitgarantien, vergünstigten Krediten, direkten Investitionszuschüssen oder anderen Mitteln marktverzerrend.

Welches Spital ist kreditwürdiger und langfristig überlebensfähiger? Ein kosteneffizientes Spital mit einer zweckmässigen, schlichten Infrastruktur ohne öffentliche Subventionen und Garantien? Oder ein wenig effizientes Spital, das den allgemein versicherten Patienten Zimmer mit luxuriöser Ausstattung anbietet und über eine Defizitgarantie seiner Trägergemeinden verfügt? Solche Fragen müssen sich Banken bei der Kreditprüfung stellen, da sich Spitäler trotz absehbarem Wachstum des Gesundheitsmarkts und angesichts der grossen Projektpipeline in einem gewissen Verdrängungswettbewerb befinden. Problematisch wird es dann, wenn marktverzerrende Eingriffe der öffentlichen Hand effiziente Spitäler in ihrer Entwicklung behindern.

Zuwarten kann sich lohnen
Ohne Unterstützung der öffentlichen Hand dürften sich viele der angedachten Projekte kaum finanzieren lassen, weil das vorhandene Eigenkapital die Lücke zwischen Investitionsvolumen und Verschuldungskapazität nicht zu schliessen vermag. Spitäler mit einem etablierten Platz in der medizinischen Grundversorgung einer Region fahren vermutlich nicht schlecht, wenn sie mit grösseren Neuinvestitionen zuwarten, bis erste Erfahrungen mit dem neuen Spitalfinanzierungssystem gemacht wurden und sich die Rahmenbedingungen gefestigt haben. Das Risiko von Fehlinvestitionen aufgrund der aktuell noch vielen Unbekannten im System kann dadurch minimiert werden. Dies wird sich auch auf die zu bezahlenden Risikoprämien bei der Finanzierung der Infrastruktur auswirken.

Doch für Spitäler, die als Nischenanbieter auftreten, kann sich die Flucht nach vorne durchaus lohnen, weil damit neue Patientenströme gewonnen und der Platz in der Spitallandschaft gefestigt werden kann. Die Finanzierung einer solchen Wachstumsstrategie muss aufgrund der damit verbundenen Risiken dann jedoch hauptsächlich mittels Eigen- oder Mezzanin-Kapitals[6] erfolgen.

[5] Betrag, der bei der Berechnung der SwissDRG-Preise für die Krankenhausbehandlung zugrunde gelegt wird.

[6] Zwischenform von Eigen- und Fremdkapital

Gesund investieren

Die hohen anstehenden Investitionen in die Spitallandschaft Schweiz stellen hohe Anforderungen an alle Akteure. Damit verbunden sind jedoch nicht nur Risiken, sondern auch Chancen für Anleger. Der Gesundheitsmarkt ist ein wenig zyklischer Markt und weist dank der Zunahme und Alterung der Bevölkerung ein Wachstumspotenzial auf. Mit selektiven Investitionen in Schweizer Spitalneubauprojekte auf der Fremdkapitalseite dürften sich durchaus Renditen mit einer deutlichen Prämie gegenüber Schweizer Bundesobligationen realisieren lassen. Es ist zu erwarten, dass sich entsprechende Investitionsvehikel in den nächsten ein bis zwei Jahren etablieren werden und dadurch Fremdkapital-Investitionen in Infrastrukturbauten auf diversifizierter Basis möglich werden. Neben Projekten im Spitalbereich dürften auch solche im Energie- und Transportsektor im Fokus solcher Vehikel stehen, denn auch dort zeichnet sich ein hoher Investitionsbedarf mit heute noch nicht gesicherter Finanzierung ab. Diese Vehikel dürften sich als Alternative zu Bankenfinanzierungen aber auch als Ergänzung insbesondere bei langen Laufzeiten etablieren, welche von Banken aufgrund verschärfter Eigenkapitalvorschriften immer weniger angeboten werden.

Innovative Arbeitsplatzkonzepte zur *nachhaltigen Effizienzsteigerung*

Harald Egger
Corporate Real Estate
UBS AG

Thomas Gehrig
Corporate Real Estate
UBS AG

Natalie Simone Puippe
Corporate Real Estate
UBS AG

Offene, flexible Raumlösungen unterstützen die individuelle Arbeitsgestaltung. Gleichzeitig sind Unternehmen gezwungen, die wirtschaftliche Effizienz und die Nachhaltigkeit zu erhöhen. Mit neuen Arbeitsplatzkonzepten können laufende Immobilienkosten wesentlich gesenkt werden.

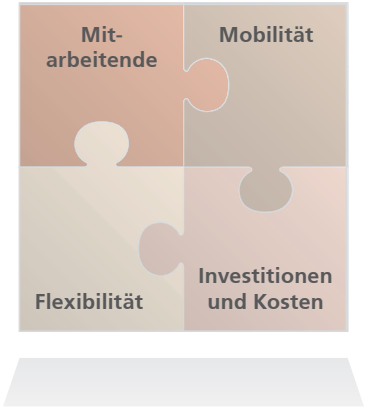
Flexibilität und Mobilität gewinnen angesichts moderner Technologien zunehmend an Bedeutung und bilden die Grundlage für effizientes Arbeiten. Neue Informations- und Kommunikationsmöglichkeiten prägen den Arbeitsalltag und beeinflussen vermehrt individuelle Arbeitsrhythmen und -verhaltensweisen, so dass die Ansprüche an ein integriertes Arbeits- und Lebensmodell weiter steigen. Neue Arbeitsformen sind folglich nicht nur erwünscht, sondern auch zwingend notwendig. Hinzu kommt, dass moderne, flexible Arbeitsmodelle Unternehmen interessant machen. Attraktive Arbeitgeber ziehen wiederum qualifizierte Mitarbeitende an und können Top-Talente besser halten. Gleichzeitig zu diesen Entwicklungen sehen sich Unternehmen gegenwärtig oft mit schwierigen Marktbedingungen konfrontiert und stehen unter Druck, ihre Kosten laufend zu optimieren. Um diesen Anforderungen zu begegnen, setzen immer mehr Dienstleistungsunternehmen auf innovative Arbeitsplatzkonzepte in Freiraumbüros, bekannt auch als «Open Space Offices» oder «Multi Space Offices».

Diese offenen, flexiblen Raumlösungen basieren auf dem Prinzip des «Desk Sharing», einem flächenreduzierenden Grundansatz, wonach ein Arbeitsplatz nicht nur von einem, sondern von mehreren Mitarbeitenden zeitversetzt oder alternativ genutzt werden kann. Zahlreiche Arbeitsplatzstudien zeigen, dass viele Mitarbeitende ihre persönlichen Arbeitsplätze nicht optimal auslasten; Ferien, Ausbildungen, Militärdienste oder reguläre Sitzungen sind nur einige Gründe. Auch bei flexiblen Arbeitszeitmodellen wie Teleworking oder Home Office wird ein ständiger physischer Arbeitsplatz hinfällig. Beim Desk Sharing kann hingegen ein Kollege den Arbeitsplatz während dieser Zeit nutzen. Mitarbeitende erhalten also nicht mehr länger persönlich zugeordnete Arbeitsplätze, sondern vielmehr eine Fläche mit verschiedenen Arbeitsplatzelementen, die sowohl konzentriertes Arbeiten als auch erhöhte Interaktion und Kommunikation ermöglichen und die persönliche Kreativität und Innovation fördern. Folglich sucht sich jeder Mitarbeitende täglich innerhalb seiner «Home Base» (dezidierte Zone seines Teams) seinen Arbeitsplatz neu – entlang seiner Bedürfnisse und Aufgaben.

Vorteile von Grossraumbüros

Nebst der effizienten Auslastung des einzelnen Arbeitsplatzes ermöglicht das Desk Sharing auch eine höhere Flexibilität in der strategischen Raumplanung. In den vergangenen Jahren neigten Unternehmen in wirtschaftlichen Wachstumsphasen dazu, Reservefläche zu beschaffen und auszubauen. Diese Beschaffung erfolgte immer dann, wenn alle anderen Unternehmen ebenfalls Wachstumsziele verfolgten, weshalb sich dann die Immobilienpreise im oberen Bereich bewegten. Bei rückläufigem Wirtschaftswachstum kam es dann häufig zu fragmentierten Leerständen, was zu finanziellen Einbussen führte (zum Beispiel aufgrund von Abschreibungen, Sanierungs- und Erhaltungsmassnahmen). Raumkostenreduktionen liessen sich erst erzielen, wenn ein grosser Ausweichstandort gefunden wurde. Mitarbeitende konnten so aus den nur teilweise besetzten Gebäuden umgezogen werden, und die geleerten Flächen wurden anschliessend vermietet oder verkauft. Mit den neuen Arbeitsplatzkonzepten, einem standardisierten

Grundanforderungen an künftige Arbeitsplätze
Innovative Arbeitsplatzstrategie



Mitarbeitende
Mitarbeiterzufriedenheit und -bindung

Flexibilität
Anpassung der Arbeitsplätze an veränderte Organisation

Mobilität
Anpassung an unterschiedliche Arbeitsweisen und -bedürfnisse

Investitionen und Kosten
Langfristige Immobilienstrategie und Kostenoptimierung

Quelle: UBS (Programm «Workplace for the future»)

Layout (zum Beispiel 90 Prozent bleiben unverändert, 10 Prozent können gemäss Kundenwünschen angepasst werden) und der Einführung einer Mehrfachbelegungsquote lassen sich Wachstum und Rückgang viel einfacher und kostengünstiger in der Raumplanung umsetzen, indem das Sharing Ratio (Anzahl Mitarbeitende im Verhältnis zu Anzahl Arbeitsplätzen) erhöht respektive reduziert wird.

Schliesslich reduzieren die neuen Arbeitsplatzkonzepte mit vereinheitlichtem Möbelprogramm (flexible, nicht personifizierte Arbeitsplätze) langfristig die Beschaffungskosten erheblich. Die Standardisierung führt dazu, dass Umzugskosten massiv gesenkt werden, da die Möbel nicht gezügelt werden müssen.

«Open Space» nicht überall einführbar
Der Entscheid, ob ein Open-Space-Konzept eingeführt werden soll oder nicht, kann von verschiedenen Faktoren abhängen. Beispielsweise macht es bei älteren Gebäuden mit komplexen Grundrissen und verschachtelten Raumstrukturen wenig Sinn, ein Arbeitsplatzkonzept für Grossraumbüros einzuführen. Je nach Aufgaben, Verantwortlichkeiten und Prozessen ist Desk Sharing mit freier Arbeitsplatzwahl auch nicht für jede Organisation oder jeden Mitarbeitenden die richtige Wahl, insbesondere dann, wenn eine spezielle IT-Infrastruktur oder eine besonders grosse Ablagefläche benötigt wird. Und schliesslich dürfen auch etwaige länderspezifische Gegebenheiten, wie zum Beispiel behördliche Auflagen oder kulturell bedingte Arbeitsmentalitäten, nicht ignoriert werden.

Flächennutzungsanalysen, Mitarbeiterumfragen und persönliche Interviews sind hilfreiche Instrumente, die zu solchen Entscheidungen beitragen und sowohl vor als auch nach der Einführung eines neuen Arbeitsplatzkonzepts zum Zuge kommen. In «Pre-Occupancy»-Analysen, welche etwa sechs bis zwölf Monate vor einem Einzug durchgeführt werden, wird beispielsweise festgestellt, welche Themen und Bedürfnisse besondere Beachtung finden müssen. Die daraus resultierenden Ergebnisse fliessen in die weitere Planung sowie in die Layoutgestaltung mit ein. Etwa vier bis sechs Monate nach Einzug werden «Post-Occupancy»-Analysen durchgeführt, um herauszufinden, ob und wie gut sich die Mitarbeitenden am neuen Arbeitsplatz eingelebt haben und wie allfällige Probleme gelöst werden können.

Change Management als Bindeglied zwischen Alt und Neu
Bei der Einführung eines neuen Arbeitsplatzkonzepts braucht es einen professionellen Veränderungsprozess, in welchem die Mitarbeitenden nicht nur begleitet, sondern auch aktiv in die Implementierungsarbeiten integriert werden. Dadurch haben sie die Möglichkeit, die neugeschaffenen Bereiche mit zu beeinflussen, diese letztlich besser zu verstehen und anzunehmen. Auch den Führungskräften des unteren und mittleren Managements kommt bei der Umsetzung des neuen Konzepts eine entscheidende Rolle zu. Sie müssen ihren Führungsstil allenfalls an die neue Situation anpassen und sie wirken als Vorbilder für ihre Teams. Die Kommunikation erhält dabei eine ganz neue Bedeutung und muss jeden Tag bewusst gelebt werden, besteht doch bei virtuellen Teams die Gefahr, dass die Identifikation sowohl mit dem Team wie auch dem Unternehmen leidet.

Workplace for the future (WFF) bei UBS

Das neue Arbeitsplatzkonzept «Workplace for the future» wurde erstmals 2010 bei UBS eingeführt. In der Zwischenzeit wurden bereits vier Gebäudekomplexe in Zürich und ein Gebäude in Basel mit dem neuen Arbeitsplatzkonzept ausgestattet, in welchen mehr als 6000 Mitarbeitende tätig sind. Im diesem Frühjahr folgt das nächste Projekt: 2400 Mitarbeitende werden in das neue UBS-Gebäude an der Europaallee 21 nahe dem Zürcher Hauptbahnhof einziehen. Basierend auf einer Sharing Ratio von 1,2 werden im Gebäude etwa 2000 Arbeitsplätze bereitgestellt. Zusätzlich stehen 140 Sitzungszimmer und 140 Einzelbüros zur Verfügung. Im Gegensatz zu den anderen Projekten hatten die Mitarbeitenden, welche in die Europaallee einziehen werden, erstmals die Möglichkeit, die Layoutpläne mitzubestimmen und einen Showroom in der Europaallee zu besichtigen, welcher das neue Arbeitsumfeld eins zu eins visualisierte. Diese Mitbestimmungsrechte führten zu einer deutlich höheren Akzeptanz von WFF.

Architekt: Sven Stucki Architekten, Bern
Objekt: Kulturcasino Bern

Börsennotierte Immobilien

Immobilienaktien – *Zurück zur Normalität*

Das laufende Jahr dürfte für die Kurse von Immobilienaktien relativ unspektakulär werden. Bei den börsennotierten Immobilienfirmen stehen jedoch Optimierungen der Mieteinnahmen und Strategieanpassungen an. Veränderungen bergen Chancen, aber auch Risiken.

Stefan R. Meyer
CIO Wealth Management Research, UBS AG

Erstmals seit mehreren Jahren standen Immobilienaktien im Jahr 2012 unter einem schlechten Stern. Bis in die Sommermonate hinein erklommen sie zwar Höchststände, doch im Herbst sanken die Immobilienaktienkurse. Relativ zum Swiss Performance Index entwickelten sich die Immobilienaktien seit Anfang 2008 überdurchschnittlich gut, konnten aber den Gesamtmarkt bereits ab Herbst 2011 nicht mehr übertreffen, mit Ausnahme einer kurzen relativen Erholung im Frühling 2012. Einzig Industrieaktien mit Immobiliengeschäftsteilen, wie Flughafen Zürich, Metall Zug und Implenia, erzielten letztes Jahr Gesamtrenditen im zweistelligen Prozentbereich.

SPS, Züblin und Peach bauen um

Mitte 2009 übernahm Swiss Prime Site (SPS) die Jelmoli-Gruppe mit über 800 Mitarbeitenden. Zuvor beschäftigte SPS nur zwei Vollzeitmitarbeitende. Im vergangenen Jahr dann ein weiterer Quantensprung: Nebst Mitarbeitenden im Restaurationsbetrieb «Clouds» im Prime Tower in Zürich kamen mit der Übernahme von Wincasa nochmals über 650 Mitarbeitende zu SPS. Mit Wincasa stösst eine neue Geschäftssparte dazu, welche Immobiliendienstleistungen wie beispielsweise das Vermietungsmanagement anbietet. Rund ein Fünftel der Dienstleistungen betrifft dabei das Immobilienportfolio der neuen Muttergesellschaft. Zudem übernahm SPS per 1. Januar 2013 ein Dutzend Mitarbeitende aus dem Real Estate Asset Management der Credit Suisse, damit das immer grösser werdende Immobilienportfolio künftig im eigenen Haus bewirtschaftet werden kann. SPS integriert in grossem Stil externe Fachkompetenz in das eigene Unternehmen («Insourcing») und bietet überdies neu Immobiliendienstleistungen für Dritte

an. Damit wird SPS im Bereich des Immobilienmanagements von einem Dienstleistungsnehmer zu einem Dienstleistungsanbieter. Mitten in der Restrukturierung steckt auch Züblin, die seit einiger Zeit daran arbeitet, ihre Bilanz zu stärken, versucht, sich regional zu fokussieren, und viele ihrer Immobilien renoviert. Die Bilanzqualität steigt aber nur sehr gemächlich, da Portfoliooptimierungen und Renovationen Abschreiber und Kosten verursachen. Die seit 2010 an der Schweizer Börse notierte Peach Property Group beabsichtigte mit der separaten Notierung ihrer deutschen Tochtergesellschaft in Frankfurt einen weiteren Entwicklungsschritt. Doch mangels Interesses wurde dieser auf Eis gelegt.

Von Kapital- zu Mieterträgen

Im Immobiliensektor waren die vergangenen Jahre geprägt von Kapitalgewinnen, die zusätzlich zu den Mieteinnahmen die Unternehmensgewinne aufbesserten. Rekordtiefe Zinsen und eine robuste Nachfrage aufgrund des Bevölkerungswachstums waren dabei die treibenden Kräfte. Wir erwarten aber eine Abflachung der Preisanstiege, was das Potenzial von Inventarwertsteigerungen signifikant bremsen wird.

Der Fokus wird somit wieder vermehrt auf die Mieteinnahmen gerichtet sein. Doch die Mietrenditen sind leicht gefallen. Die Kurse von Immobilienaktien reagieren – wie der Aktienmarkt allgemein – meist relativ rasch auf solche Veränderungen, denn die Aktienbewertung besteht in erster Linie aus der geschätzten Gewinnrendite und dem erwarteten Gewinnwachstum eines Unternehmens. Je tiefer die Gewinnrendite (Gewinn pro Aktie relativ zum Aktienkurs) und je tiefer das künftige Gewinnwachstum, umso tiefer liegt die faire Aktienbewertung (siehe Abbildung). Mit anderen Worten: Sind die geschätzte Gewinnrendite und das erwartete Gewinnwachstum eines bestimmten Unternehmens zu wenig attraktiv im Vergleich zum Gesamtaktienmarkt, so tendiert der Aktienkurs dieser Firma tiefer und erhöht damit die geschätzte Gewinnrendite dieser Aktie. Eine solche Kontraktion der Bewertungen von Immobilienaktien gab es zum Beispiel in den Jahren 2008 und 2009; die Bewertungskorrektur war damals aufgrund der Finanzkrise besonders ausgeprägt. Da wir nicht von einer erneuten Finanzkrise ausgehen, erwarten wir keine dermassen starke Bewertungskorrektur. Auch sind die Zinsen nach wie vor sehr tief und die Differenz zwischen Mietrenditen und Zinsniveau vernünftig, was das Risiko einer Kurskorrektur reduziert.

Defensive Unternehmen bevorzugen

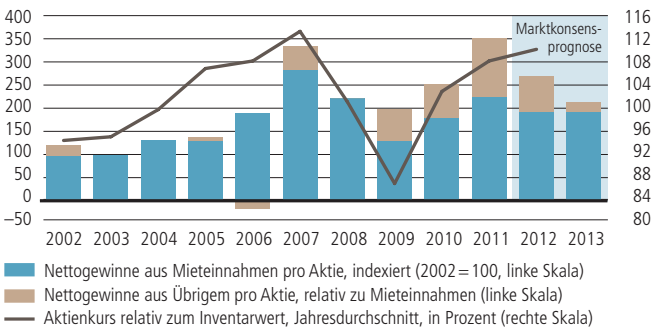
Mit abnehmenden Kapitalgewinnchancen liegt das Augenmerk der Immobilienfirmen nun vermehrt auf der Erhöhung der Mieteinnahmen. Dabei dürften sich 2013 die stetig und defensiv entwickelnden Immobilienfirmen zwar als insgesamt robuste Renditeanlagen zeigen, aber sich kaum besser als der Aktiengesamtmarkt entwickeln. Bei den aggressiver im Umbau befindlichen Immobiliengesellschaften hingegen ist das Kursentwicklungspotenzial unsicher; sie müssen ihre neuen Strategien erst unter Beweis stellen. Insgesamt empfehlen wir Anlegerinnen und Anlegern, stetige Immobilienfirmen und defensive Industriefirmen mit Immobilienbezug zu bevorzugen.

Immobilien in Bewegung

Die grösste an der Schweizer Börse notierte Immobilienfirma Swiss Prime Site (SPS) liess im Mai 2012 die grösste in Europa je durchgeführte Gebäudeverschiebung vornehmen. Das 6200 Tonnen schwere und 80 Meter lange Direktionsgebäude der ehemaligen Werkzeug- und Maschinenfabrik Oerlikon (MFO), ein Backsteinbau aus dem Jahre 1889, wurde um rund 60 Meter verschoben, um den Bahninfrastrukturausbau in Zürich Oerlikon (Durchmesserlinie der SBB) zu ermöglichen. SPS wurde dabei zur neuen Besitzerin des ehemaligen ABB-Gebäudes und trug den Grossteil der Kosten von 12 Millionen Franken.

Entwicklung der Nettogewinne und der Aktienbewertung

Swiss Prime Site, PSP Swiss Property & Intershop, gewichtet nach Marktwert



Quellen: FactSet, UBS

Immobilienfonds – *Auf dem Prüfstand*

Thomas Veraguth
CIO Wealth Management Research, UBS AG

Börsennotierte Immobilienfonds bieten tägliche Liquidität, sind aber auch Kursschwankungen ausgesetzt. Zudem werden Immobilienfonds mit einem Agio gehandelt. Da diese Agios derzeit sehr hoch sind, bieten sich Gewinnmitnahmen an.

Schweizer Immobilienfonds haben den grossen Vorteil, dass sie an der Börse notiert und dadurch liquide sind. Dafür sind sie jedoch täglichen Kursschwankungen ausgesetzt. Eine Anlage in Immobilienfonds dient der Portfoliodiversifikation, da Immobilienfonds nur schwach mit Aktienmärkten korrelieren. Den Korrelationskoeffizienten[1] schätzen wir derzeit auf rund 0,17. Im Durchschnitt der letzten fünf Jahre betrug er rund 0,15. Auch sind typische Bilanzrisiken, wie ein hoher Verschuldungsgrad, relativ gering. Immobilienfonds setzen mit einer Schuldenquote von durchschnittlich rund 20 Prozent weniger Fremdkapital ein als Immobiliengesellschaften, bei denen die durchschnittliche Schuldenquote rund 45 Prozent beträgt. Daher zeigten sich Schweizer Immobilienfonds während der Finanzkrise 2008/2009 vergleichsweise sehr stabil, während etwa in Deutschland die mangelnde Liquidität der offenen Fondsarchitektur (deutsche offene Immobilienfonds) zu Fondsschliessungen führte.

Börsennotierte Immobilienfonds werden in der Regel mit deutlich höheren Aufpreisen gehandelt als Immobilienaktien (Mittelwert von 6,6 Prozentpunkte in den letzten fünf Jahren in der Schweiz). Das liegt insbesondere daran, dass diversifizierte Portfolios, die börsennotierte Fonds beinhalten, ein aus Anlegersicht attraktiveres Rendite-Risiko-Profil aufweisen, als solche ohne börsennotierte Fonds oder mit volatileren Immobilienaktien.

Ein Aufpreis für Qualität

Das Schweizer Regelwerk (Kollektivanlagengesetz, KAG) beschreibt die Rahmenbedingungen börsennotierter Immobilienfonds. Die Ausgestaltung dieser Vehikel führt zu möglichen Agios, mit denen sich der Immobilienfonds-Anleger konfrontiert sieht. Im Unterschied zu direkten Immobilienanlagen werden ganze Portfolios börsennotierter Immobilienfonds mit einem Agio zum Nettoinventarwert der zugrundeliegenden Immobilien gehandelt; darunter versteht man eine positive Differenz zwischen dem gehandelten Fondsanteilpreis und dem inneren Wert (Nettoinventarwert oder Buchwert) dieses Fondsanteils. Mit anderen Worten handelt es sich um einen über die Zeit schwankenden Mehrpreis, den Investoren beim Erwerb der Fondsanteile bereit sind zu zahlen. Davon versprechen sie sich die Partizipation an künftigen Erträgen und Gewinnen eines qualitativ gut geführten Immobilienportfolios.

Für den Kauf von Immobilienfondsanteilen bezahlten Investoren in den letzten fünf Jahren ein Agio von durchschnittlich 15 Prozent zum Nettoinventarwert. Die Risikopräferenzen von Anlegern ändern sich auch über die Zeit. So haben Investoren in unsicheren Zeiten eine Vorliebe für «sichere» Anlagen und sind eher bereit, die höheren Aufpreise der Immobilienfonds zu zahlen oder treiben diese gar in die Höhe. Allerdings kann sich das Investorenverhalten relativ schnell ändern, was unter Umständen stabil geglaubte Agios schnell dahinschmelzen lässt.

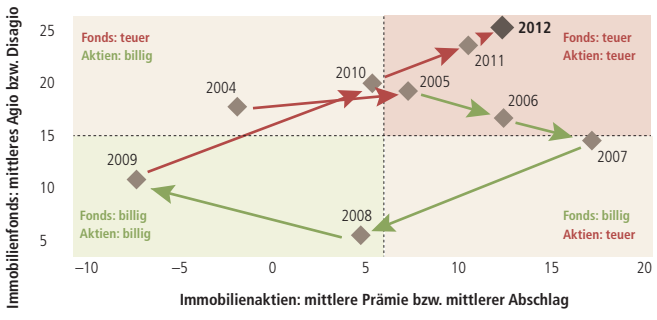
Agios als unterschätzte Treiber der Performance

Agios spielen eine bedeutende Rolle für die Gesamtrendite einer Immobilienfondsanlage. Die Performance hängt nicht nur von den fundamentalen Marktdaten – den zukünftigen, erwarteten Mieteinnahmen und dem Kapitalisierungszinssatz –, sondern auch von der Zahlungsbereitschaft der Investoren für künftige Einkommensströme ab. Seit dem Kurstief von 2008 rentierten Schweizer Immobilienfonds insgesamt fast 50 Prozent. Diese Gesamtperfor-

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

Immobilienfonds – Überbewertung historisch hoch

Mittlere Prämie bzw. Abschlag gegenüber Agio bzw. Disagio, in Prozent



Quellen: Bloomberg, UBS, per 14.11.2012

mance wurde aber zu einem hohen Anteil von Bewegungen in den Agios begünstigt. Agios legten in diesem Zeitraum um rund 24 Prozentpunkte zu, von –4 auf über 20 Prozent der Nettoinventarwerte. Seit 2008 rentierten Schweizer Immobilienfonds im Durchschnitt jährlich 7,1 Prozent. Wir schätzen, dass allein durch Bewegungen in den Agios jedes Jahr eine Rendite von mehr als 3 Prozent pro Jahr erzielt wurde. Die Residualrendite (die Gesamtrendite bereinigt um die Bewegungen der Agios) aus Kapitalgewinn und Ausschüttungsrendite betrug somit rund 4 Prozent jährlich.

Fehlt einmal der positive Beitrag aus den Agios und bleiben Kapitalgewinne aus, kann die Gesamtrendite jedoch rapide sinken. Sinkende Zinsen erklären sicherlich einen Teil des positiven Renditebeitrags aus den steigenden Agios. Sie spiegeln aber auch die Präferenzen von Anlegern, und diese wiederum werden durch die Opportunitätskosten (entgangene Gewinne alternativer Anlagen) getrieben. Die allgemein sehr tiefen Renditeniveaus in der Schweiz liessen die Opportunitätskosten deutlich sinken, was die Attraktivität von Immobilieninvestitionen im Vergleich zu anderen Anlagen noch steigerte.

Kauf und Verkauf Opportunitäten

Noch eignen sich Schweizer Immobilienfonds für typische «Buy and hold»-Investoren. Allerdings dürfen Risiken wie Zinsentwicklung oder Attraktivität der Alternativanlagen nicht ausser Acht gelassen werden. Dennoch bieten schwankende Immobilienfondspreise auch Chancen für Anleger, die den Markt gut kennen, ihn regelmässig beobachten und mit ihren Fondsanteilen oder zumindest einem Teil davon aktiv handeln. Dies zeigt die Abbildung, welche die Agios und Prämien zueinander ins Verhältnis setzt. Hervorragende Einstiegspunkte für Immobilienfonds waren demnach 2008 und 2009. Es empfiehlt sich für 2013 eher eine Neugewichtung der Positionen – sprich Gewinnmitnahmen –, wobei zurzeit Immobilienfonds und Immobilienaktien gleichauf stehen.

Überblick börsennotierte Immobilien
Sofern nicht anders erwähnt, verstehen sich alle Angaben in Prozent

	2012	2011	2010	2009	5 Jahre[1]
Immobilienaktien					
Gesamtrendite	12,3	6,1	24,7	16,9	9,8
Korrelation zum Swiss Performance Index[2]	0,4	0,6	0,5	0,4	0,5
Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)	23,7	21,9	19,5	14,8	19,2
Geschätzte Prämien[3]	12,6	10,9	6,0	–6,4	5,7
Volatilität	8,9	10,2	10,0	15,5	12,2
Immobilienfonds					
Gesamtrendite	6,3	6,8	5,7	19,6	7,8
Korrelation zum Swiss Performance Index[2]	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)	17,8	16,3	18,1	15,8	16,0
Geschätzte Agios[3]	24,6	23,9	20,0	10,8	17,0
Volatilität	6,6	7,2	6,2	6,6	6,6
Benchmark					
Gesamtrendite Immobilien-Anlagestiftungen	5,4	6,9	4,9	5,1	5,4
Gesamtrendite Swiss Performance Index	17,7	–7,7	2,9	23,2	0,4
Volatilität Swiss Performance Index	11,5	18,4	13,9	19,5	18,6
Gesamtrendite Swiss Bond Index («AAA»)	2,2	7,6	3,6	4,2	5,3

[1] Mittelwert: 2008 bis 2012
[2] Wert zwischen –1 (= vollständiger Diversifikationseffekt) und 1 (= kein Diversifikationseffekt)
[3] Aufpreise zu Nettoinventarwerten von Immobilienaktien (Prämien) und Immobilienfonds (Agios)

Quellen: Bloomberg, UBS

Produktpalette der *indirekten Immobilienanlagen*

Indirekte Immobilienanlagen haben in der Schweiz in den letzten Jahren einen Boom erlebt, nicht zuletzt aufgrund der weltweit tiefen Zinsen und der Unsicherheiten an den Märkten. Das Angebot an indirekten Immobilienanlagen hat sich stark verändert und wird sich laufend erweitern.

Dalibor Maksimovic
Global Asset Management
UBS AG

Die indirekte Immobilienanlage hat in der Schweiz Tradition, bestehen einige Vehikel doch schon seit über 50 Jahren. In den Anfangszeiten waren die Anlagegefässe relativ unstrukturiert und unbekannt. Das von Unsicherheiten und Volatilität geprägte Umfeld führte dazu, dass sich Investoren – insbesondere institutionelle wie Pensionskassen – vermehrt auf Investitionen im Inland zurückbesannen, eine relativ stabile Anlageklasse suchten und diese unter anderem in den indirekten Immobilienanlagen fanden.

Da Anlagen in Immobilien kapitalintensiv sind, lässt sich mit einer kollektiven Anlageform günstiger eine Diversifikation erreichen. Es sind verschiedene Investitionsvehikel verfügbar, die sich zum Beispiel in Risiko-Rendite-Eigenschaften und Verfügbarkeit unterscheiden. Der Bilanzwert der Vehikel entspricht dem Nettoinventarwert (Net Asset Value, NAV) und beträgt schweizweit rund 60 Milliarden Franken. Börsennotierte Vehikel handeln oft nicht zum NAV, während nicht notierte zum NAV gebucht werden.[1]

Wachsendes Angebot bei Immobilienfonds

Immobilienfonds sind vertraglich geregelte Immobilienvehikel. Sie verbinden attraktive Eigenschaften von Anleihen (stabile Erträge und Ausschüttungen), Aktien (Liquidität, da an der Börse gehandelt) und Immobilien (teilweiser Inflationsschutz). Anteile von Immobilienfonds sind zum NAV mit einer Kündigungsfrist von einem Jahr auf Geschäftsabschluss kündbar. Da Immobilienfonds dem Kollektivanlagengesetz (KAG) sowie der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) unterstellt sind, weisen sie einen relativ hohen Anlegerschutz auf. Die Fonds werden in der Regel konservativer geführt als Immobilienaktien (durchschnittlich nur etwa 20 Prozent Fremdfinanzierung und starker Fokus auf Wohnimmobilien).

Seit der Jahrtausendwende veränderte sich die Marktstruktur für Immobilienfonds stark, nicht zuletzt aufgrund des neuen KAG und der höheren Transparenz (bessere Vergleichbarkeit dank standardisierten Kennzahlen). Auch wurden Immobilienfonds zur Optimierung zusammengelegt. Weiter führte die gestiegene Nachfrage zu Kapitalerhöhungen und Neunotierungen; dennoch blieben die Agios im historischen Vergleich überdurchschnittlich hoch. Seit der Einführung der neuen SXI Real Estate Indices 2009 wurden auch neue Produk-

[1] Ist der Börsenkurs eines Immobilienfonds höher bzw. tiefer als sein NAV, spricht man von einem Agio bzw. Disagio. Das Agio bzw. Disagio ist dann die prozentuale Differenz zwischen Börsenkurs und NAV. Bei Immobilienaktien verwendet man oft die gleichbedeutenden Begriffe Prämie bzw. Discount.

Wichtige Merkmale von indirekten Immobilienanlagen

	+ Volatilität / Liquidität / Verfügbarkeit –				
	Notierte Immobilienaktien	**Notierte Immobilienfonds**	**Nicht notierte Immobilienaktien**	**Nicht notierte Immobilienfonds**	**Anlagestiftungen (AST)**
Anzahl Titel	Ca. 21 (SIX & Bern)	Ca. 24 (SIX)	Ca. 22 (BEKB OTC)	Ca. 12	Ca. 25 (KGAST)
Marktkapitalisierung	> CHF 12 Mrd.	> CHF 27 Mrd.	> CHF 1 Mrd.	> CHF 2,5 Mrd.	> CHF 26 Mrd.
Durchschnittliche Fremdfinanzierung	Ca. 45%	Ca. 20%	n/a	Ca. 8%	Ca. 7%
Sektorfokus	Tendenziell kommerziell	Tendenziell Wohnimmobilien	Gemischt	Tendenziell kommerziell	Gemischt
Regionenfokus	Ganze Schweiz	Ganze Schweiz	Deutschschweiz	Ganze Schweiz	Ganze Schweiz
Aufsicht/Regulierung	BEHG/OR	KAG/FINMA	OR	KAG/FINMA	BVV2/Oberaufsichtskommission
Handel	Sekundärmarkt	Sekundärmarkt	Oft OTC	Oft OTC	Zeichnungen/Rücknahmen
Investorenkreis	Private/institutionelle Anleger	Private/institutionelle Anleger	Private/institutionelle Anleger	Institutionelle Anleger	Steuerbefreite Vorsorgeeinrichtungen

Quellen: FactSet, Firmen-Websites, Geschäftsberichte, verarbeitet durch UBS Global Asset Management

te (Fund-of-Funds, Zertifikate und ETFs) aufgesetzt, die in die notierten Schweizer Immobilienfonds investieren. Weiter ist ein wachsendes Interesse an passiv verwalteten Produkten zu beobachten, da sie eine kostengünstige und diversifizierte Möglichkeit bieten, um an der Marktentwicklung teilzuhaben.

Höhere Volatilität und Liquidität bei Immobilienaktien

Börsennotierte Immobilienaktien sind nicht dem KAG unterstellt und können auch nicht zum NAV gekündigt werden. Wegen ihrer durchschnittlich deutlich höheren Fremdfinanzierung (etwa 50 Prozent) als bei Immobilienfonds sowie ihres kommerziellen Sektorfokus sind Immobilienaktien risikoreicher, bieten jedoch in der Regel höhere Ausschüttungsrenditen. Ausländische Investoren bevorzugen Immobilienaktien unter anderem deshalb, weil sie mit der notierten Fondsstruktur weniger vertraut sind. Dies führt dazu, dass sowohl die Liquidität (Börsenumsatz) als auch die Volatilität vergleichsweise höher sind. Die Nachfrage – vor allem seit Ausbruch der Eurokrise – stieg markant an, so dass die meisten Immobilienaktien aktuell mit einer Prämie zum NAV handeln, welche jedoch tiefer ist als die Agios der notierten Immobilienfonds.

Immobilienaktiengesellschaften führten in den letzten Jahren diverse Kapitalerhöhungen durch. Im Gegensatz zu den notierten Immobillienfonds wächst der Markt hier jedoch weniger durch neue gegründete Firmen, als vielmehr durch Abspaltungen von Immobilienportfolios, beispielsweise aus Industrieunternehmen, die dann in eine eigene Gesellschaft überführt werden. Die gesamte Marktkapitalisierung der Immobilienaktien ist deutlich tiefer als die der Immobilienfonds.

Immobilienanlagestiftungen für einen geschlossenen Anlegerkreis

Die Anlagestiftungen investieren in Schweizer Immobilienwerte, sind wenig volatil und handelbar. Sie sind ausschliesslich steuerbefreiten, schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen zugänglich, weshalb diese Vehikel unter anderem nicht an der Börse notiert sind. Folglich besitzen Anlagestiftungen weder Agios noch Prämien, sondern werden zum NAV bewertet und gebucht. Der KGAST Immo-Index umfasst die gängigsten Immobilienanlagestiftungen.

Seit mehreren Jahren ist die Nachfrage so hoch, dass die meisten Immobilienanlagestiftungen für Zeichnungen geschlossen sind. Im Falle einer Öffnung werden die ausgeschriebenen Summen oft um ein Mehrfaches überzeichnet. Mittlerweile ist die Marktkapitalisierung aller Schweizer Anlagestiftungen etwa gleich hoch wie die der gesamten notierten Schweizer Immobilienfonds.

Nicht notierte Immobilienvehikel

Neben den Anlagestiftungen gibt es auch Immobilienfonds und -aktien, die nicht oder noch nicht notiert sind oder beispielsweise an der Berner Börse OTC gehandelt werden (BEKB OTC-X[2] Immobilien). Auf den ersten Blick scheinen diese genau die Eigenschaften der Anlagestiftungen zu besitzen, die Investoren, welche nicht in die Anlagestiftungen investieren können, suchen. Die nicht notierten Vehikel unterscheiden sich jedoch stark von Anlagestiftungen, wie zum Beispiel in der sehr geringen Liquidität oder der beschränkten beziehungsweise kleinen Portfoliogrösse.

Kombination der Vehikel bringt Vorteile

Empfehlenswert ist die Berücksichtigung des gesamten Immobilienanlageuniversums. Einerseits können Immobilienfonds, aber auch -aktien sehr attraktiv bewertet sein und eine hohe Ausschüttungsrendite mit entsprechendem Potenzial für einen Agio- beziehungsweise Prämienanstieg ausweisen. Andererseits erlauben es NAV-bewertete Anlagestiftungen respektive andere NAV-basierte Anlagelösungen, das Portfolio zu stabilisieren und die Wertentwicklung der Direktimmobilien besser wiederzugeben. Deshalb ist es von Vorteil, sämtliche Vehikel im Auge zu behalten, eine strategische Allokation unter Einbezug aller Anlagevarianten festzulegen und bei gegebener Möglichkeit taktisch zu handeln.

[2] OTC-X ist die elektronische Handelsplattform der Berner Kantonalbank für nicht notierte Schweizer Aktien.

Methoden der *Performancemessung*

Urs Fäs
Global Asset Management
UBS AG

Dominic von Felten
Global Asset Management
UBS AG

Information und Transparenz sind grundlegende Bedürfnisse. Dies erhöht die Anforderungen an die Leistungsmessung sowohl als Entscheidungsgrundlage wie auch für das Risikomanagement. Eine klare Differenzierung der Einflussfaktoren und Performanceebenen ist gefragt.

Renditen werden bei Immobilienanlagen auf drei Ebenen gemessen, der Börsen-, Produkt- und Liegenschaftsebene. Aus *Börsensicht* bezieht sich der Begriff Performance auf Kursveränderungen inklusive Ausschüttungen oder Dividenden. Die Börsenperformance eines Fonds oder einer Aktiengesellschaft misst die Gesamtrendite pro Anteil während einer Periode in Prozent des Börsenkurses zu Beginn der Berichtsperiode. Wichtige Einflussfaktoren sind unter anderem die Zinsentwicklung, die relative Attraktivität (Rendite anderer Anlageklassen) sowie das gesamtwirtschaftliche Wachstum.

Auf *Produktebene* stellt die Anlagerendite die relevante Performance-Kennzahl dar. Die Anlagerendite misst die Veränderung der Nettoinventarwerte aller Immobilien (Summe der Marktwerte abzüglich der Hypotheken) in einem Anlagevehikel. Die (steuerliche) Struktur dieses Anlagevehikels, der Fremdkapitalanteil, die Neubautätigkeit und das Mietwachstum der Bestandesliegenschaften beeinflussen die Anlagerendite massgeblich.

Das Fundament jedes Immobilienanlageprodukts bilden die Liegenschaften. Die Marktwerte aller Liegenschaften eines Portfolios werden in der Regel jährlich durch externe Schätzungsexperten ermittelt. Die Gesamtrendite auf *Liegenschaftsebene* setzt sich aus der Summe der Netto-Cashflow-Renditen (Nettoertrag im Verhältnis zum Marktwert) und der Wertänderungsrendite zusammen. Letztere ergibt sich aus der jährlichen Veränderung des Marktwerts einer Liegenschaft in Prozent des Werts zu Beginn der Berichtsperiode. Zudem beeinflussen die Flächennachfrage, die Zahlungsbereitschaft der Investoren sowie die Bau- und Sanierungstätigkeit die Liegenschaftsrendite.

Schweizer Immobilienanlagen

Für Investoren und Portfoliomanager ist nicht nur die Analyse und der Vergleich der verschiedenen Renditeebenen einer Immobilienanlage relevant, sondern vor allem der Vergleich mit dem Markt oder einer spezifischen Mitbewerbergruppe. Dies erfolgt mittels Benchmarking oder Peergruppen-Vergleichen. Die gebräuchlichsten Indizes respektive Benchmarks auf der

Pyramide der Performance-Ebenen von Immobilienanlagen
Sachgerechte Messung als entscheidender Erfolgsfaktor

	Performance	Beschreibung	Basis	Periodizität	Benchmarks	Einflussfaktoren
Börse	Börsenpreis-basierte Performance (gemäss SFA/KGAST)	Gesamtrendite in Prozent des Börsenkurses – Änderungen des Börsenkurses – Reinvestierte Einkünfte	Börsenkurs (SIX Swiss Exchange)	Täglich	SXI Real Estate Funds TR	– Zinsen – Performance anderer Anlageklassen – Wirtschaftswachstum
Produkt	Nettoinventarwert-(NAV-)basierte Performance; «Anlagerendite» (gemäss SFA/KGAST)	Gesamtrendite in Prozent des NAV des Fonds – Änderungen des NAV – Reinvestierte Einkünfte	NAV-basiert – Einschliesslich anderer Aktiven des Fonds – Leverage – Steuern – Management-Gebühren	Monatlich (fairer Marktwert wird nur einmal jährlich offiziell berechnet, kann aber monatlich berechnet werden)	KGAST, SFA ARI	– Finanzierungsstrategie (Leverage) – Bautätigkeit – Produktstruktur – Mieten – Zinsen
Liegenschaft	Performance auf Liegenschaftsebene	Gesamtrendite in Prozent des Marktwerts der Liegenschaften – Direkte Performance («Ertragsrendite») – Indirekte Performance («Wertentwicklung»)	Verkehrswert-basiert	Jährlich	IPD, IAZI, REIDA	– Nachfrage nach Liegenschaften – Bau- und Entwicklungstätigkeit – Marktliquidität – Gesetzliche Richtlinien

Für eine sachgerechte Betrachtung der Performance ist es wichtig, die drei Ebenen auseinanderzuhalten.

Quelle: UBS Global Asset Management

Ebene der Börsenperformance sind die Indizes der SIX Swiss Exchange. Die SIX hat über die letzten Jahre eine Immobilien-Index-Familie entwickelt, beispielsweise SXI Real Estate Funds (alle an der SIX Swiss Exchange kotierten Immobilienfonds) oder SXI Swiss Real Estate Funds (die zehn liquidesten und grössten Titel aus dem SXI Real Estate Funds). Für die Ebene Börsenperformance ist auch der Rüd Blass Immobilienfonds Index als Index mit der mit Abstand längsten Zeitreihe im Bereich der Schweizer Immobilienfonds zu erwähnen.

Auf Produktebene ist der KGAST Immo-Index der bekannteste. Er misst die Performance der direkt investierenden Immobilienanlagegruppen von Mitgliedern der Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (KGAST). Der Index wird monatlich aufgrund der gemeldeten Nettoinventarwerte ermittelt und publiziert. Ebenfalls auf Basis der Anlagerenditekennzahl hat im April 2012 die SFA den Anlagerenditeindikator für Schweizer Immobilienfonds (SFA ARI®) lanciert.

Auf Liegenschaftsebene können mittels IAZI (Informations- und Ausbildungszentrum für Immobilien) oder IPD (Investment Property Database, weltweiter Marktführer im Bereich der globalen Performanceanalyse) die Liegenschaftsperformances standardisiert ausgewertet sowie einzelne Kostenfaktoren, Mieterträge, Leerstände usw. mit den Portfolios anderer institutioneller Investoren verglichen werden. Mit REIDA tritt seit kurzem ein neuer Anbieter in diesem Bereich auf, welcher zusätzlich auch Auswertungen im Bereich der Transaktionsdaten anstrebt.

Internationale Immobilienanlagen

Wie bei anderen Anlagen empfiehlt sich auch bei Immobilien eine Diversifikation über den Heimmarkt Schweiz hinaus. Vor dem Hintergrund erschwerter Anlagekapazität in Schweizer Immobilien ist nun auch bei institutionellen und privaten Investoren zunehmend ein internationales – insbesondere nicht börsennotiertes – Immobilieninteresse zu beobachten. Damit stellt sich umgehend die Frage verfügbarer Benchmarks. In einigen regionalen Märkten wie den USA oder Grossbritannien gibt es länderspezifische Benchmarks. Während für börsennotierte Immobilienwerte globale Indizes verfügbar sind, fehlen solche auf nicht börsennotierter Ebene weitgehend. Es gibt zwar Indizes der Performance globaler Immobilienfonds, ein lizenziertes globales Produkt existiert jedoch nicht. Die Verwendung von globalen Immobilienaktienindizes wie beispielsweise dem FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate erlaubt keine sachgerechte Beurteilung, da dies zu einer Vermischung von Börsen- und Liegenschafts- beziehungsweise Produktebene führt.

In der Praxis sind zwei Auswege aus dieser Situation im Sinne genereller Benchmarks zu beobachten. Zum einen wird mit einer fix festgelegten Obligationenverzinsung (beispielsweise zehn Jahre) plus Marge gearbeitet. Dies bietet sich eher für Core-Anlagen[1] an, da sie meist über ein stabiles Einkommensprofil verfügen. Damit lässt sich die Gesamtrendite über einen längeren Zeitraum von acht bis zehn Jahren evaluieren, doch es besteht keine explizite Bindung an einen Marktzyklus. Eine andere Möglichkeit ist die Definition einer absoluten jährlichen Rendite über den Marktzyklus (zum Beispiel 10 Prozent) oder aber als IRR (Internal Rate of Return) über die Haltezeit des Investments. Auf jeden Fall sind der Fremdkapitaleinsatz und die Qualität der gehaltenen Immobilien zu berücksichtigen.

[1] Investitionen in hochwertige, bestehende Immobilien mit einem stabilen Cashflow.

Neue Instrumente der Performancemessung

Der SFA ARI® ermöglicht den Vergleich der effektiven Rendite von börsennotierten Schweizer Immobilienfonds auf Produktebene. Auf der Grundlage der Anlagerendite, welche auf den jeweiligen Jahresberichten basiert, berechnet die Swiss Fund Data AG quartalsweise den Indikator. Die Anlagerendite beziffert die Gesamtrendite eines Immobilienfonds unter der Annahme, dass alle Ertrags- und Kapitalausschüttungen zum Nettoinventarwert reinvestiert werden können. Dies ermöglicht eine nachhaltigere und Immobilienmarkt-bezogenere Einschätzung der Fondsentwicklung als über die Börse.

REIDA (Real Estate Investment Data Association), eine nicht profitorientierte Organisation, verfolgt das Ziel, mittels eines gesamtschweizerischen Immobiliendatensatzes die Datensituation und damit die Transparenz und mithin auch das Marktwissen zu verbessern. Dies soll über Transaktions-, Vertrags- und auch Jahresabschlussdaten erreicht werden, die von führenden Marktteilnehmern und Institutionen zur Verfügung gestellt werden.

Direkte und indirekte Immobilienanlagen *langfristig im Gleichschritt*

Thomas Veraguth
CIO Wealth Management Research, UBS AG

In der kurzen Frist bewegen sich direkte und indirekte Immobilienrenditen nicht systematisch in die gleiche Richtung. Langfristig können sich jedoch die Renditen nicht beliebig voneinander entfernen. Dies hat wichtige Implikationen für Investoren.

Als direkte Immobilienanlagen bezeichnen wir physisch gehaltene und nur mit Eigenkapital finanzierte kommerzielle Liegenschaften, denn die gängigen Immobilienindizes für direkte Immobilienanlagen ermitteln die Renditen stets ohne Fremdkapitaleinsatz. Indirekte Immobilienanlagen werden hingegen in Form von Immobilienaktien gehalten. Die Integration dieser beiden Investitionsarten bedeutet, dass eine Kombination der beiden langfristig keine Diversifikationsvorteile bringt. Risikoadjustiert besteht der Renditeunterschied bloss in der Entschädigung für die höheren Risiken im börsennotierten Bereich. Integration heisst weiter, dass der Zusammenhang zwischen den Veränderungen der Renditen aus direkten und indirekten Immobilien (Korrelation) mit zunehmendem Anlagehorizont steigt. Beide Anlageformen sind somit theoretisch aufgrund ihres ähnlichen – aber nicht gleichen – Rendite-Risiko-Profils in der langen Frist austauschbar. Langfristig ist es somit im Portfoliokontext vertretbar, nur auf eine dieser beiden Anlageform zu setzen.

Die Korrelationsanalyse zwischen direkten und indirekten US-amerikanischen Immobilienanlagen über ein Jahr zeigt einen durchschnittlichen positiven Korrelationskoeffizient von weniger als 0,2. Dabei bedeutet ein Wert von –1 eine vollständige Diversifikation, während ein Wert von +1 auf keinen Diversifikationeffekt hinweist. Über einen Investitionszeitraum von 20 Jahren steigt jedoch die Korrelation auf etwa 0,7. Die Korrelation kann jedoch generell nie nahe zu 1 kommen. Langfristig und auf annualisierter Basis rentieren indirekte Immobilien besser.

Direkte Immobilien mit indirekten Immobilien prognostizieren

Zwischen direkten und indirekten Immobilienanlagen gibt es interessante Wechselwirkungen. Untersuchungen zeigen, dass Renditen aus indirekten Immobilienanlagen denjenigen aus direkten Anlagen um ein Jahr oder mehr vorausgehen. Die aktuelle Performance indirekter Immobilienanlagen kann demnach zur Performance-Prognose von direkten Immobilienanlagen herangezogen werden.

Hebelwirkungen entscheiden in der kurzen Frist

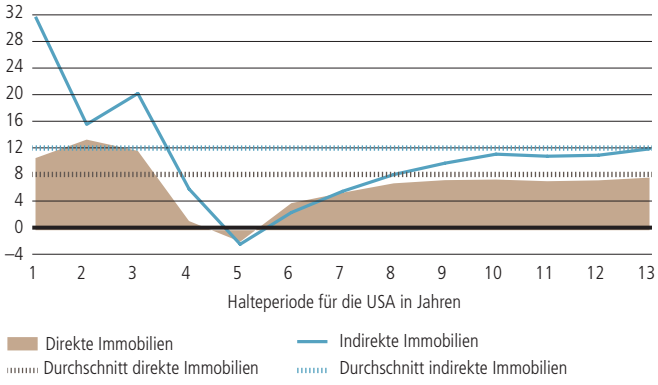
In der kurzen Frist kann es vorteilhaft sein, gleichzeitig in direkte und indirekte Immobilienanlagen zu investieren, denn sie unterscheiden sich in Bezug auf Bewertungshäufigkeit, Hebelwirkungen aus Schuldenfinanzierungen und Marktliquidität. Zudem ist die Korrelation in der kurzen Frist tief. Ein wesentlicher Grund dafür ist der Fremdkapitaleinsatz von börsennotierten Immobiliengesellschaften. Wenn die Immobilienrendite höher liegt als die Kosten der Verschuldung (Passivzinsen), lohnt sich eine begrenzte Fremdfinanzierung, weil sich damit die Gesamtrendite steigern lässt. Dies führt dazu, dass Immobilienaktien, verglichen mit nicht fremdfinanzierten, direkten Immobilienanlagen, langfristig ein höheres Gewinnwachstum erzielen können. Allerdings ist die Gesamtperformance von fremdfinanzierten Immobilien vom allgemeinen Zinsniveau abhängig, was eine höhere, kurzfristige Volatilität der Renditen nach sich zieht.

Schätzer und Investoren bewerten unterschiedlich

Neben den Vorteilen des Fremdkapitaleinsatzes bei börsennotierten Immobiliengesellschaften führen Differenzen zwischen den jährlich oder

Konvergierende Renditen bei zunehmender Haltedauer

Kumulierte, annualisierte Performance ab 3. Quartal 2012, in Prozent pro Jahr, Quartalsdaten nach Halteperiode für die USA



Quellen: Bloomberg, IPD, UBS

quartalsweise stattfindenden Bewertungen von externen Schätzern und den täglich revidierten Marktmeinungen der Investoren zu vorübergehend unterschiedlichen Gesamtrenditen. Zwar gilt für beide Anlageformen der geschätzte, faire Marktwert eines Immobilienportfolios als Massstab für die Bewertung. Direkte Immobilienanlagen werden aber typischerweise beim Kauf auf der Basis ihrer Anfangsrendite – das Verhältnis von Mieteinnahmen und Kaufpreis – in ein Immobilienportfolio integriert und in der Regel erst nach einem Jahr erneut geschätzt. Der aktuelle Schätzwert eines Immobilienobjekts hängt meistens – unter anderem aus buchungstechnischen Gründen – von seinem ursprünglichen Kaufpreis ab, weshalb der Immobilienschätzer vom Buchwert der vorangehenden Schätzung in der Regel nur minimal abweicht. Diese Vorgehensweise führt zu einer Glättung der Buchwerte gegenüber den Transaktionspreisen von direkten Immobilienanlagen. Da direkte Immobilienanlagen am Markt relativ wenig gehandelt werden (tiefe Marktliquidität), können der Schätzwert und der möglicherweise erzielbare Marktwert stark voneinander abweichen. Zudem verzerren die hohen Kosten bei Immobilientransaktionen mögliche Vergleiche mit börsennotierten Immobilien. Dies führt dazu, dass die Volatilität von direkten Immobilienanlagen systematisch unterschätzt wird. Insbesondere wird bei direkten Immobilienanlagen eine Marktliquidität unterstellt, die aber nur bei erfolgter Transaktion überprüft werden kann.

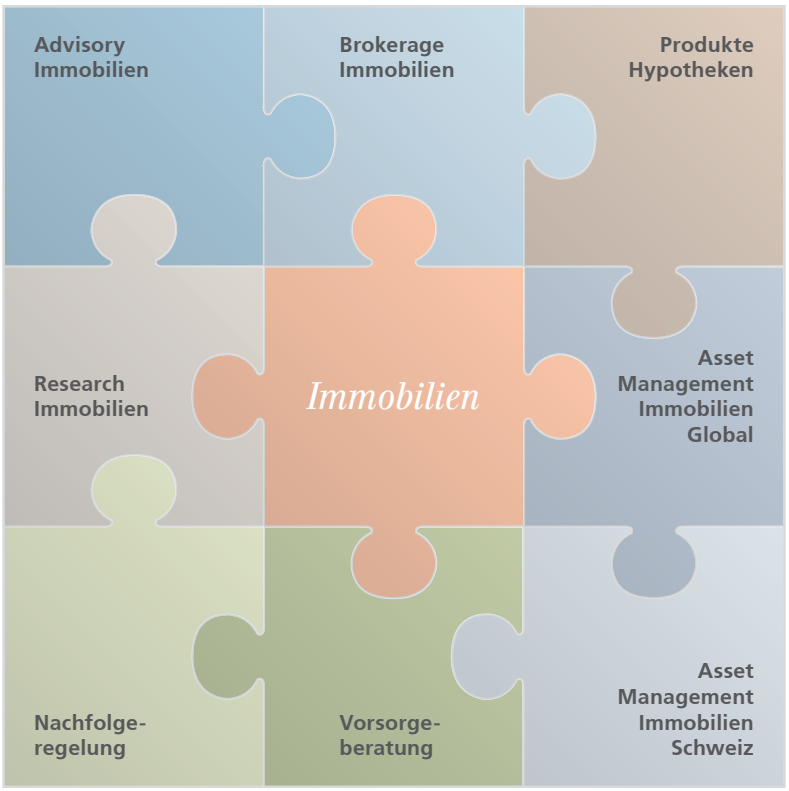
Fundamentalwerte langfristig bestimmend

Wir betrachten ein Portfolio (Stand 2012) von optimal diversifizierten, kommerziellen Liegenschaften und ein diversifiziertes Portfolio von Immobilienaktien in den USA, das vor bis zu 13 Jahren erworben wurde. Langfristig bleibt die Qualität eines Liegenschaftsportfolios das wichtigste Element der Performance. Fundamentalwerte wie die erwarteten künftigen Mieteinnahmen und der Kapitalisierungszinssatz führen die kurzfristig divergierenden Renditen beider Anlageformen langfristig in die gleiche Richtung (Integration).

In unserem Beispiel normalisiert sich die Renditedifferenz für zunehmend lange Halteperioden von eins bis zu 13 Jahren ab einer rund siebenjährigen Halteperiode. Interessanterweise pendelt sich das Verhältnis von erwarteten Gesamtrenditen aus direkten und indirekten Immobilienanlagen auf ein langfristiges Niveau von 1,5 ein. Direkte Immobilienanlagen liefern eine Rendite von annualisiert rund 8 Prozent gegenüber rund 12 Prozent für indirekte Anlagen. Das Fazit ist naheliegend: Langfristig orientierte Investoren können – bei entsprechender Risikofähigkeit – allein auf Immobilienaktien setzen.

Argumente für globale Immobilienaktien

UBS führt jährlich eine Umfrage unter Investoren bezüglich der optimalen Portfolioallokation von globalen Immobilien durch. 60 Prozent der Befragten schätzen einen Anteil von 5 bis 10 Prozent als angemessen, während etwas mehr als 20 Prozent sogar einen Anteil von bis zu 15 Prozent empfehlen. In den letzten zehn Jahren rentierten globale Immobilienaktien im Vergleich zu globalen Aktien und Anleihen sehr gut. Obwohl die Kapitalwerte von globalen Immobilien in den letzten Jahre hohen Schwankungen ausgesetzt waren, erwies sich die Einkommensseite (Mieteinnahmen) als recht stabil. Immobiliengesellschaften konnten die Leerstände tief halten und langfristige Mietverträge sicherten einen stetigen Einkommensfluss – attraktive Eigenschaften in einem Niedrigzinsumfeld. Zudem dürfte die derzeitige hohe Korrelation mit Aktien weiter und graduell abnehmen, da Immobiliengesellschaften seit der Finanzkrise die Fremdfinanzierungsanteile schrittweise reduzieren und sich gleichzeitig auf hochqualitative Liegenschaften konzentrieren. Dies geht einher mit einer zunehmenden regionalen Fokussierung der einzelnen Gesellschaften, was den Investoren eine effizientere Diversifikation der Länderrisiken erlaubt.



Fragen & Antworten *rund um Immobilien*

Advisory Immobilien

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

Worauf ist beim Verkauf einer Renditeliegenschaft zu achten?

Käuferinnen und Käufer schätzen ein möglichst transparentes Angebot, um die Risiken zu beurteilen. Ansonsten wird eine Risikoprämie verlangt, was den Verkaufserlös schmälert. Eine umfassende und professionelle Dokumentation über die Immobilie trägt deshalb einerseits zu einer Optimierung des Verkaufspreises dar, andererseits kann damit der Verkaufsprozess beschleunigt und vereinfacht werden. Ein klar strukturierter Verkaufsprozess ist der Preismaximierung ebenfalls dienlich.

Christian Unternährer
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 bei Renovationen von Mehrfamilienhäusern zu beachten?

In Phasen boomender Immobilienmärkte besteht das Risiko, dass Investoren Objekte mit aufgestautem Renovationsbedarf überzahlen. Bei Sanierungen sollte die bestehende Wohnungsstruktur allenfalls an die Nachfragesituation angepasst werden. Werterhaltende Investitionen können – im Gegensatz zu wertvermehrenden – grundsätzlich nicht auf die Mieterschaft überwälzt werden. Zur Steueroptimierung empfiehlt es sich, kleinere Investitionen auf ein Kalenderjahr zu konzentrieren, grössere hingegen auf mehrere Steuerperioden zu verteilen.

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

Ist die Rückzahlung einer Festhypothek vor Ablauf der ordentlichen Laufzeit möglich?

Festhypotheken können nur beim Verkauf der Liegenschaft vorzeitig zurückgezahlt werden. Dafür muss der Hypothekarnehmer die Bank entschädigen. Je höher die zurückbezahlte Hypothek, je tiefer das aktuelle Zinsniveau und je länger die Restlaufzeit, umso höher ist die zu zahlende Entschädigung. Das ist nicht selten ein vier- oder gar fünfstelliger Betrag. Ein Hypothekarnehmer sollte also nur dann eine sehr lange Laufzeit abschliessen, wenn er das Risiko einer vorzeitigen Rückzahlung als sehr gering einstuft.

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

Was sollte ein Schweizer Investor bei Immobilienanlagen im Ausland beachten?

Bei einem Engagement in Auslandsimmobilien hat die strategische Allokation (Regionen, Sektoren) eine hohe Bedeutung. Denn eine globale Positionierung bietet aufgrund der verhältnismässig tiefen Korrelationen hohe Diversifikationspotenziale – kurzfristige Anpassungen sind hier aber nur bedingt möglich. Das Fremdwährungsrisiko ist hierbei nicht zu unterschätzen und sollte abgesichert werden. Weiter ist auch der steuerlichen Strukturierung Rechnung zu tragen, um beispielsweise von Doppelbesteuerungsabkommen zu profitieren. Auch wirken sich unterschiedliche Formen der (Immobilien-)Bewertung auf die Volatilität und damit den Renditeverlauf aus.

Dominic von Felten
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

Sind Immobilieninvestitionen beim heutigen Preisniveau überhaupt noch sinnvoll?

Da der Renditerückgang auf dem Schweizer Anleihenmarkt stärker ausfiel als bei Schweizer Immobilien, bieten Renditeliegenschaften gegenwärtig attraktivere Renditen. Der jährliche Mietertrag generiert insbesondere bei grösseren Portfolios einen stabilen Cashflow. So können breit diversifizierte Immobilienanlagegefässe auch bei dem aktuell hohen Preisniveau interessant sein. Dies gilt umso mehr für einkommensorientierte Anleger, welche die Zinswende im Schweizer Kapitalmarkt eher morgen als heute erwarten.

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

Kann ein aus dem BVG getätigter Vorbezug für Wohneigentumsförderung (WEF) mit Mitteln der gebundenen Vorsorge (Säule 3a) zurückbezahlt werden?

Nein. Die in der Verordnung über die steuerliche Abzugsberechtigung für Beiträge an anerkannte Vorsorgeformen (BVV 3) normierten vorzeitigen Ausrichtungsgründe lassen eine solche steuerneutrale Übertragung nicht zu. Die Rückzahlung eines WEF-Vorbezugs stellt zudem nie einen Einkauf im Sinne von Artikel 3 Absatz 2 Buchstabe b BVV 3 dar. Vorsorgerechtlich können bereits für die Vorsorge gebundene Mittel nicht zur Behebung einer durch einen WEF-Vorbezug entstandenen Lücke verwendet werden. Der in das Wohneigentum investierte Betrag muss aus Mitteln, die noch nicht zu Vorsorgezwecken gebunden sind, an die Vorsorgeeinrichtung zurückbezahlt werden.

René Knoblauch
Wealth Planning Schweiz
UBS AG

Nachfolgeregelung

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

Worauf müssen Konkubinatspartner beim Erwerb von gemeinsamem Wohneigentum achten?

Es empfiehlt sich, die Eigentumsverhältnisse im Konkubinatsvertrag festzuhalten. Damit Vorsorgeleistungen zur Wohneigentumsförderung (WEF) bezogen werden können, muss die Immobilie im Miteigentum (nicht im Alleineigentum oder im Gesamteigentum) erworben werden. Falls im Todesfall jener Person, die einen WEF-Vorbezug tätigte, keine Vorsorgeleistung fällig wird, müssen ihre Erben den vorbezogenen Betrag an die Vorsorgeeinrichtung zurückzahlen. Auch dürfen beim Erbanfall der Immobilie an den Konkubinatspartner allfällige Pflichtteile der Erben nicht verletzt werden.

Andreas Murbach
Wealth Planning Schweiz
UBS AG

Research Immobilien Schweiz

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

Weitere fünf Jahre Tiefstzinsen: Wie wahrscheinlich ist ein solches Szenario?

Die Finanzierung mit kurzfristigen Hypotheken war in den letzten 20 Jahren fast immer rentabler als mit langfristigen. Doch mittlerweile ist das Potenzial nach unten begrenzt. Falls sich die Weltwirtschaft im Krebsgang entwickelt und die Geldmenge weiter ausgeweitet wird, könnten die langfristigen Zinsen noch sinken. Obwohl dies nicht unserer Erwartung entspricht, erscheinen weitere fünf Jahre Tiefstzinsen durchaus im Bereich des Möglichen. Es bietet sich also an, mit kurzen Laufzeiten etwas Risiko einzugehen, vorausgesetzt, dass die Tragbarkeit auch bei einem starken Zinsanstieg gewährleistet bleibt.

Matthias Holzhey
CIO Wealth Management Research
UBS AG

Research Immobilien Global

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

Ist die Erholung auf dem US-Immobilienmarkt nachhaltig?

Nach einer langen Durststrecke und einer realen Preiskorrektur von über 40 Prozent scheint sich der US-Immobilienmarkt wieder zu erholen. Die Zahl der Konkurse ist rückläufig, die Anzahl Bauvorhaben nimmt zu, und die Hauspreise steigen wieder. Für die nächsten drei bis vier Jahre erwarten wir eine Wachstumsrate der Eigenheimpreise von rund 4 bis 5 Prozent. Hemmnisse für eine nachhaltige Entwicklung wären eine unerwartete Zunahme der Zwangsversteigerungen oder eine erneute Rezession in den USA.

Thomas Veraguth
CIO Wealth Management Research
UBS AG

UBS CIO WM 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 steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von UBS oder einer Konzerngesellschaft von UBS weder reproduziert noch vervielfältigt werden. UBS untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieses Dokuments an Dritte. UBS ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieses Dokuments resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden. Die Erstellung der Chief Investment Office-Konjunkturprognosen erfolgte in Zusammenarbeit von CIO-Ökonomen mit Ökonomen von UBS Investment Research. Die Prognosen und Einschätzungen sind lediglich zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.

Externe Vermögensverwalter/Externe Finanzberater: Für den Fall, dass dieser Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder einen externen Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder dem externen Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und/oder Dritte weiterzugeben beziehungsweise ihnen diese zur Verfügung zu stellen. **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 Kapitalanlagedienstleistungen. **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 lizensierte Bank unter Aufsicht der «Commission Bancaire, Financière et des Assurances» (CBFA), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Deutschland:** Herausgeberin im Sinne des deutschen Rechts ist UBS Deutschland AG, Bockenheimer Landstrasse 2–4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht lizenziert und wird durch diese beaufsichtigt. **Dubai:** Der Vertrieb von Research erfolgt durch UBS AG Dubai Branch innerhalb DIFC ausschliesslich an professionelle Kunden und darf nicht innerhalb der Vereinigten Arabischen Emiraten weitergegeben werden. **Frankreich:** Diese Publikation richtet sich an Privatkunden und «Prospects» der UBS (France) SA mit einem Aktienkapital von € 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» stehenden Bank. **Hongkong:** Diese Publikation wird durch die Niederlassung von UBS AG in Hongkong, einem nach der «Hong Kong Banking Ordinance» lizenzierten und gemäss den Bestimmungen der «Securities and Futures Ordinance» registrierten Finanzinstitut, an Kunden der Niederlassung von UBS AG in Hongkong verteilt. **Indien:** Verteilt durch UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. Telefon: +912261556000. SEBI-Registrationsnummern: NSE (Kapitalmarktsegment): INB230951431, NSE (F&O-Segment): INF230951431, BSE (Kapitalmarktsegment): INB010951437. **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. UBS Italia war weder an der Erstellung dieser Publikation noch an den hierin enthaltenen Anlagenuntersuchungen und Finanzanalysen beteiligt. **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:** Diese Publikation darf weder in den USA noch an «US persons» verteilt werden. UBS Securities LLC ist ein Tochterunternehmen von UBS AG und ein verbundenes Unternehmen von UBS Financial Services Inc., UBS Financial Services Inc. ist ein Tochterunternehmen von UBS AG. VAE: Diese Research-Publikation stellt in keiner Weise ein Angebot, einen Verkauf oder eine Lieferung von Aktien oder anderen Wertpapieren gemäss den Gesetzen der Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) dar. Der Inhalt dieser Publikation wurde und wird nicht durch irgendeine Behörde der Vereinigten Arabischen Emirate einschliesslich der VAE-Zentralbank und der «Dubai Financial Services Authority», der «Emirates Securities and Commodities Authority», des «Dubai Financial Market», des «Abu Dhabi Securities Market» oder einer anderen Börse in den VAE genehmigt.
Stand Januar 2013.

© UBS 2013. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.

FSC
www.fsc.org
MIX
Papier aus verantwortungsvollen Quellen
Papier issu de sources responsables
Carta da fonti gestite in maniera responsabile
FSC® C017868

Herausgeber
UBS AG, CIO Wealth Management Research
Postfach, CH-8098 Zürich

Chefredaktion
Claudio Saputelli
Leiter Global Real Estate Research

Redaktion
Viviane Vajda

Redaktionsschluss
3. Januar 2013

Korrektorat
Visiolink AG, Zürich

Desktop
Werner Kuonen, Margrit Oppliger, Linda Sutter

Titelbild
Treppenhausverglasung Wohnhaus
Architekten: mezzanin – architektur & design,
Franziska Jaussi und Urs Meier

Druck
galledia ag, Flawil, Schweiz

Sprachen
Deutsch, Englisch, Französisch
und Italienisch

Kontakt
ubs-research@ubs.com

Autoren
Harald Egger*, Urs Fäs*, Thomas Gehrig*, Sergio Günthardt*, Elias Hafner, Amine Hamdani*, Matthias Holzhey, Caesar Lack, Dalibor Maksimovic*, Stefan R. Meyer, Marcin Paszkowski*, Natalie Simone Puippe*, Claudio Saputelli, Niklaus Scheerer*, Maciej Skoczek, Christian Unternährer*, Thomas Veraguth, Dominic von Felten*

Gastautoren
Professor Jörg Baumberger*, Rechtsanwältin Carmen Walker Späh*

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

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

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

SAP-Nr. 83518D-1301

Birgt Ihr Portfolio unliebsame Überraschungen?

UBS Portfolio Health Check.

Jetzt Ihr Portfolio überprüfen:
Telefon 0800 868 402
www.ubs.com/portfoliohealthcheck

Anlageberatung ist unser Handwerk seit 1862.
Beim UBS Portfolio Health Check überprüfen wir zuerst, ob wir Ihre Anlegerziele richtig verstehen, und vergleichen diese dann systematisch mit der Ausrichtung Ihres Portfolios. Daraufhin wird die Qualität jeder Position im Portfolio beurteilt. Einfach, schnell und fundiert. Diese Prüfung nehmen wir regelmässig vor, damit Ihr Portfolio auch in Zukunft zu Ihnen passt. Vereinbaren Sie einen persönlichen Termin.

Wir werden nicht ruhen UBS

© UBS 2013. Alle Rechte vorbehalten.