

# Immobilien



## Immobilien – ein zukunftssträchtiger Portfoliobestandteil

**Im Bereich Immobilien geht der allgemeine Trend in Richtung indirekte Anlagen. Dies vor allem aus Diversifikationsgründen, zunehmend aber auch aus Gründen der Liquidität. Als Folge dieser Entwicklung ist z.B. eine Sacheinlage in eine Anlagestiftung für Pensionskassen eine attraktive Transaktionsform. Ein anderer Trend im Immobilienbereich ist die vermehrte Diversifikation der indirekten Immobilienanlagen durch Investitionen in Immobilien im Ausland.**

Immobilien hatten lange Zeit das Image einer eher langweiligen und «verstaubten» Anlagekategorie. Nicht zuletzt infolge des Aktiencrashs zu Beginn der Jahrtausendwende und der daraufhin einsetzenden schwachen Konjunktorentwicklung erlebten Immobilienanlagen ein eigentliches Revival. Insbesondere die vorhandenen Diversifikationsqualitäten sowie die attraktiven Risiko-Rendite-Verhältnisse führten dazu, dass die Nachfrage nach guten Immobilienanlagen weltweit zunahm und das bestehende Angebot rasch übertraf. Für die Investition in Immobilien stellen sich dabei in strategischer Hinsicht zwei fundamentale Fragen:

- Soll das Immobilienengagement direkt via Liegenschaftskäufe oder indirekt via Investitionen in Immobilienanlageprodukten realisiert werden?
- Sollen auch im Ausland, d.h. ausserhalb des «vertrauten» Heimmарktes, Immobilieninvestitionen getätigt werden?

Diese Vorgaben gilt es anschliessend in sinnvoller Weise umzusetzen, d.h. den Eigenheiten der Immobilienanlageklasse Rechnung tragend.

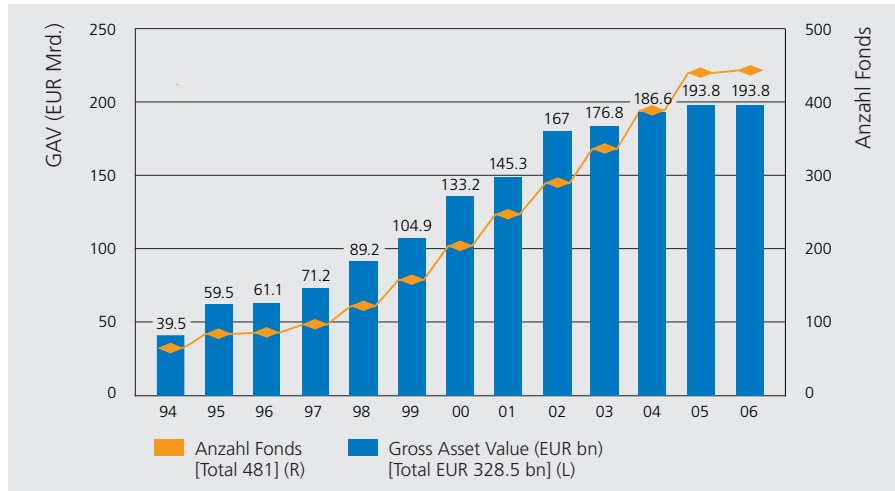
Es gibt Investoren, die den strategischen Nutzen des positiven Diversifikationseffekts von Immobilienanlagen auf ihre mit mehreren Anlageklassen bestückten Portfolios erkannt haben. Immobilien haben nämlich den grossen Vorteil, dass sie mit den übrigen traditionellen Asset-Klassen wie Aktien und Obligationen kaum oder nur sehr gering korrelieren. Darüber hinaus sind sie langfristig angelegt und liefern in der Regel stetige und regelmässige Erträge – für Pensionskassen mit langfristigen Kapitalverpflichtungen ein willkommenes Moment der Ertragsstabilisierung.

Vor allem in der Vergangenheit nutzten Investoren das offensichtliche Missverhältnis des Preises von Immobilien im Vergleich zur Bewertung von anderen Asset-Klassen. Immobilienanlagen waren bisher eher unterbewertet – eine Tatsache, die sich darin zeigt, dass Immobilienanlagen eine höhere Rendite in Relation zu ihrem Risiko abwarfen als etwa Geldmarktpapiere oder Staatsanleihen.

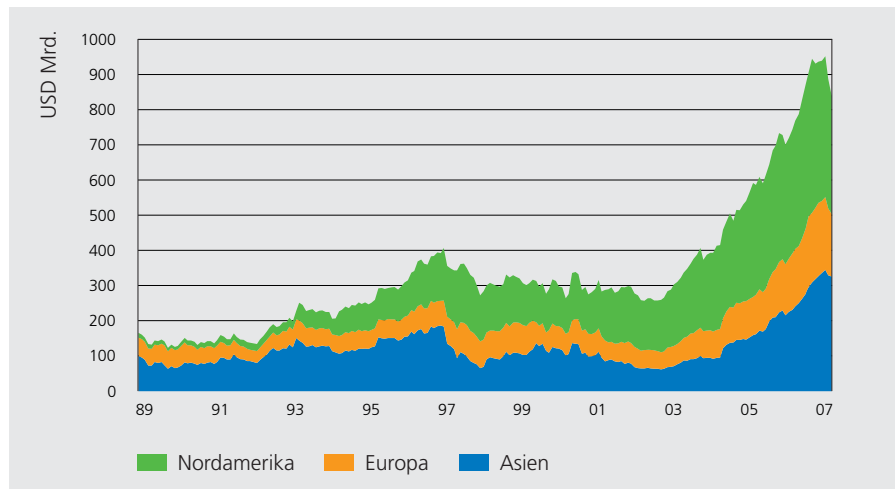
**Transaktionen mit Sacheinlagen können hervorragende Win-win-Situationen ermöglichen.**

Das Universum der Immobilienanlagen hat in den vergangenen 20 Jahren weltweit kräftig zugelegt – wobei sich das Wachstum in den letzten Jahren stark beschleunigte (siehe Abbildungen 1 und 2). Dabei stützen sich diese Angaben auf recht konservative Schätzungen.

**Zunahme nicht börsenkotierter europäischer Immobilien: 1994–2006 (Abb. 1)**



**Zunahme börsenkotierter Immobilien: 1989–2007 (Abb. 2)**



Quelle: UBS Global Asset Management

Anmerkung: Die NCREIF-Zahlen (National Council of Real Estate Investment Fiduciaries) sind provisorisch. Diese Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Mehr als bei anderen Anlageklassen sind bei Investitionsentscheidungen im sehr differenzierten Sektor Immobilien das Fachwissen und vor allem auch die lokale Marktkennntnis von Spezialisten gefragt. Um hier Erfolg zu haben, müssen institutionelle Investoren also entweder (für teures Geld) ein eigenes Spezialistenteam unterhalten oder auf die vorhandene Expertise professioneller Vermögensverwalter zurückgreifen.

## Inland – Ausland

Wo investiert werden soll – im Inland, in Europa, weltweit –, ist keine Frage des «Entweder-oder», sondern zunehmend des «Sowohl-als-auch». Bereits seit mehreren Jahren zeichnen sich im Produktsegment der direkten Schweizer Immobilienanlagen Kapazitätsprobleme ab. Die Nachfrage übersteigt das Angebot bei Weitem, was unter anderem zu höheren Preisen und damit zu geringeren Anfangsrenditen geführt hat. Aufgrund der relativen Enge des Schweizer Immobilienmarktes (die Zahl erstklassiger Objekte stösst an natürliche Grenzen) sowie aufgrund der Verpflichtung von Pensionskassen nachhaltige Erträge zu erwirtschaften, ist es naheliegend, dass Pensionskassen zusätzliche Immobilienanlagen im Ausland erschliessen, was der Gesetzgeber für bis zu 5% des gesamten Vermögens zulässt.<sup>1)</sup> Dies erfolgt in der Regel mittels indirekter Anlagen.

1) Diese Quote kann bei entsprechender Risikofähigkeit erhöht werden (Art. 59 BVV2).

## Direkt oder indirekt investieren?

Der allgemeine Trend geht eindeutig in Richtung indirekte Anlagen – schon allein aus Diversifikationsgründen (geografisch, nach Objektarten etc.). Die Investition in ein bestehendes Objekt ist mit diversen Risiken verbunden und kann im ungünstigen Fall aufgrund der fehlenden Diversifikation den Verlust eines grossen Teils des investierten Kapitals zur Folge haben. Darüber hinaus sind direkte Immobilienanlagen sehr viel weniger liquide als z.B. Ansprüche an einer Immobilienanlagegruppe, einer Anlagestiftung oder Anteile an einem Immobilienfonds. Auch haben Investoren bei Direktanlagen eine Reihe von administrativen Hürden zu überwinden (Makler, Notar, Beurkundungen etc.), bis die betreffende Liegenschaft auf ihren Namen eingetragen ist.

Das alles entfällt, wenn der Anleger sich für ein (aus seiner Sicht) indirektes Engagement in einer entsprechenden Anlagegruppe oder einem Immobilienfonds entscheidet. Hier kann er seine Anlageentscheidung mit deutlich geringerem Zeit- und Kostenaufwand fällen. Um einer begrifflichen Verwirrung vorzubeugen: «direkt» ist in diesem Fall aus Sicht des Anlageproduktes zu verstehen. Die Anlagegruppe «Immobilien Schweiz» der Anlagestiftung von UBS für Personalvorsorge investiert direkt in Liegenschaften der ganzen Schweiz. Die Anlagegruppe ist also Eigentümerin der betreffenden Wohn- und Geschäftshäuser. Für die Pensionskasse, welche Anteile zeichnet, handelt es sich jedoch um eine indirekte Beteiligung – schliesslich kann sie ihre Anteile grundsätzlich jederzeit wieder verkaufen.

Als Folge der oben genannten Gründe hat das Universum der indirekten Immobilienanlagen in den vergangenen 20 Jahren weltweit kräftig zugelegt – wobei sich das Wachstum in den letzten Jahren deutlich beschleunigte. In der Schweiz liegt die Summe aller direkten Immobilienanlagen von institutionellen Investoren bei ca. 120 Mrd. CHF. Direkt investieren Schweizer Pensionskassen vor allem in Wohnliegenschaften mit einem Immobilienwert von insgesamt rund 51 Mrd. CHF. Dies entspricht dem Marktpotenzial für Sacheinlagen (siehe Exkurs) und ist ein Vielfaches der momentanen Grösse aller Immobilienanlagestiftungen in der Schweiz (rund 13 Mrd. CHF). Ein Teil der Investitionen von Pensionskassen dürfte in Zukunft vermehrt auch in ausländische indirekte Immobilienanlagen überführt werden.

### Sacheinlagen: Transaktionsablauf (Abb. 3)



Quelle: UBS Global Asset Management

## Exkurs: Sacheinlagen

**Der Trend von einem direkt gehaltenen und bewirtschafteten Liegenschaftsportfolio hin zur indirekten Immobilienanlage ist sowohl in der Schweiz wie auch im Ausland vorhanden. Für Pensionskassen erweist sich dabei eine Sacheinlage (sog. Asset Swap) in eine Anlagestiftung als attraktive Transaktionsform, da sie eine steueroptimierte Überführung des Liegenschaftsvermögens ermöglicht, ohne die bestehende Immobilienquote zu verändern.**

Aufgrund des Nachfrageüberhangs sind viele Immobilienanlagegruppen derzeit für Neuzeichnungen geschlossen; Sacheinlagen sind aber jederzeit möglich. Anlagestiftungen investieren direkt in Liegenschaften. Die Anlagegruppe ist also Eigentümerin der Wohn- und Geschäftsgebäude. Für Pensionskassen, welche Anteile zeichnen, handelt es sich um eine indirekte Beteiligung, welche auch jederzeit wieder verkauft werden kann.

Personalvorsorgeeinrichtungen können ihre direkt gehaltenen Liegenschaften in Form von Sacheinlagen gegen Ansprüche in eine Anlagestiftung (AST) einbringen. Bei diesem Tauschgeschäft profitieren die Pensionskassen von der Partizipation an einem breiter diversifizierten Portfolio bei gleichzeitiger Auslagerung aller mit der Eigenbewirtschaftung verbundenen Aufwendungen. Der Ablauf eines Sacheinlagegeschäftes zieht sich oftmals über Monate hin und lässt sich in die Phasen Vorbereitung, Transaktion und Nachbearbeitung gliedern (siehe Abbildung 3). Dabei ist den rechtlichen und steuerlichen Aspekten besondere Aufmerksamkeit zu schenken.

Steuerfolgen von Sacheinlagen sind fallweise abzuklären. Schweizer Pensionskassen sind grundsätzlich steuerbefreit; Ausnahmen bilden jedoch Grundstückgewinn- sowie Handänderungssteuern (kantonale Steuerhoheit). Eine steuerlich privilegierte Überführung von Immobilien in eine Anlagestiftung ist bei der Grundstückgewinnsteuer und der Handänderungssteuer möglich.

Eine steuerlich privilegierte Überführung ist jeweils mit den zuständigen kantonalen Steuerbehörden vorzubereiten und zu verhandeln. Bei diesem aufwendigen und komplexen Prozess begleitet und unterstützt UBS ihre Kunden und bringt ihre Erfahrungen mit ein.

### Zusammenfassung: Vorteile von Sacheinlagen

Sacheinlagen sind eine sehr sinnvolle Vorgehensweise, um ein Immobilienengagement zu optimieren. Die Umwandlung in eine Beteiligung an einer Anlagestiftung bietet:

- verbesserte geografische, sektorale und portfoliobezogene Diversifikation
- erhöhte Liquidität
- vereinfachtes Immobilien-Exposure ohne Reinvestitionsprobleme
- Konzentration auf das Kerngeschäft
- professionelles Immobilienmanagement
- steueroptimierte Überführung

### Erfolgreicher Abschluss zweier Asset Swaps

Das Immobilienportfolio der Anlagegruppe «Immobilien Schweiz» der Anlagestiftung von UBS für Personalvorsorge hat aufgrund zweier kürzlich erfolgreich abgeschlossener Sacheinlagetransaktionen in Höhe von 180 Mio. CHF die Grenze von 700 Mio. CHF überschritten. Damit ist ein wichtiger Schritt gemacht worden, um für weiteres Wachstum attraktiv zu sein. Die Transaktionen stellten dabei höchste Ansprüche an die Parteien. Die mehrstufigen Auswahlverfahren zogen sich über mehrere Monate hin und berücksichtigten nebst dem Preis auch die strategischen Zielsetzungen, die vergangene Performance oder die Managementkompetenz. Als Vertragsform wurde aufgrund der vorliegenden Transaktionsstrukturen die Vermögensübertragung gewählt. Es galt auch die steuerlichen Aspekte bestmöglich, d. h. zum Vorteil beider Parteien, mitzubersichtigen, was schliesslich in beiden Fällen auch erzielt wurde – u. a. mittels Wegfall der Handänderungssteuern.

## Research und Risikomanagement

Im Anlageprozess spielt das Research der Real-Estate-Einheit von UBS Global Asset Management eine wichtige Rolle: Chancen und Risiken aller Sektoren können hier identifiziert werden. Schlüsselgrößen (etwa die Entwicklung von Zinsen, Mieten oder der Leerstandsquoten) sowie Branchentrends und regulatorische Einflüsse werden von unseren Spezialisten untersucht und die Auswirkungen dieser Parameter auf die Immobilienportfolios abgeschätzt. Zudem erarbeitet das Research-Team wichtige Prognosen und gibt Strategieempfehlungen insbesondere im Zusammenhang mit neuen Produkten von Global Real Estate ab. Bei UBS Global Asset Management ist das Risikomanagement durchgängig und bereits ab der ersten Stufe der Portfoliokonstruktion im Anlageprozess integriert. Simulationssysteme erlauben es, Auswirkungen einzelner Investitionsentscheide auf den Fonds respektive dessen Gesamtportfolio zu überprüfen, und zwar bevor sie implementiert werden. Die Einhaltung der Anlagerichtlinien und der Investitionsprozesse wird regelmässig von einer unabhängigen internen Stelle überwacht.

Herausgeberin des vorliegenden Dokuments ist die unter schweizerischem Recht registrierte UBS AG. Die Verteilung des vorliegenden Berichts ist nur unter den in dem anwendbaren Recht abgefassten Bedingungen gestattet. Das Dokument wurde unabhängig von spezifischen Anlagezielen, einer besonderen finanziellen Situation oder speziellen Bedürfnissen eines bestimmten Adressaten erstellt. Das Dokument dient reinen Informationszwecken und stellt weder eine Aufforderung noch eine Einladung zur Offertenstellung, zum Vertragsabschluss, zum Kauf oder Verkauf von irgendwelchen Wertpapieren oder verwandten Finanzinstrumenten dar. Die im vorliegenden Doku-

ment beschriebenen Produkte bzw. Wertpapiere können in verschiedenen Gerichtsbarkeiten oder für gewisse Anlagegruppen für den Verkauf ungeeignet oder unzulässig sein.

Die im vorliegenden Dokument zusammengetragenen Informationen und erlangten Meinungen basieren auf vertrauenswürdigen Angaben aus verlässlichen Quellen, erheben jedoch keinen Anspruch auf Genauigkeit und Vollständigkeit hinsichtlich der im Dokument erwähnten Wertpapiere, Märkte und Entwicklungen. Die in der Vergangenheit registrierte Performance irgendwelcher Investitionen (ob simuliert oder effektiv) ist nicht zwingend ein Mass-

## Weitere Informationen

Für Fragen oder ein Beratungsgespräch steht Ihnen Ihr Anlageberater oder Ihr regionaler Ansprechpartner gerne zur Verfügung.

### Ihre Kontaktperson in Ihrer Region

#### Bern, Oberwallis, Solothurn

Rolf Burkhardt, Tel. 031-336 23 93,  
rolf.burkhardt@ubs.com

#### Zürich, St. Gallen, Tessin, Appenzell, Glarus, Graubünden, Schaffhausen, Thurgau

Helmut Fleischmann,  
Tel. 044-237 45 75,  
helmut.fleischmann@ubs.com

#### Basel-Land, Basel-Stadt

Thomas Gloor, Tel. 061-289 34 60,  
thomas-za.gloor@ubs.com

#### Luzern, Aargau, Nidwalden, Obwalden, Schwyz, Uri, Zug

Herbert Jurt, Tel. 041-208 23 66,  
herbert.jurt@ubs.com

#### Genf, Waadt, Neuenburg, Jura, Freiburg, Unterwallis

Philippe Troesch, Tel. 022-375 74 24,  
philippe.troesch@ubs.com

Verschiedene Publikationen für institutionelle Anleger können Sie unter [sh-ia@ubs.com](mailto:sh-ia@ubs.com) bestellen.

Weitere Informationen erhalten Sie auch unter [www.ubs.com/institutionelle-anleger](http://www.ubs.com/institutionelle-anleger)

stab für deren zukünftige Performance. Jegliche Information oder Meinung kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Sowohl UBS AG als auch die übrigen Mitglieder der UBS-Gruppe sind zu Positionen in den in diesem Dokument erwähnten Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten sowie zu deren Kauf bzw. Verkauf berechtigt.

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Erlaubnis von UBS AG – zu welchem Zweck auch immer – weder reproduziert noch weiterverteilt noch neu aufgelegt werden.

© UBS 2008. Alle Rechte vorbehalten.