

# Investment Theme

## Marché immobilier suisse: un rocher qui s'effrite sous l'assaut des vagues

# Real Estate Suisse

Analyste principal  
**Claudio Saputelli**  
 claudio.saputelli@ubs.com

### Aperçu

On a longtemps comparé pour sa solidité le marché immobilier suisse à un rocher défiant les vagues. Pourtant, en dépit de fondamentaux toujours forts – notamment dans le segment du logement – les indices montrant que le marché immobilier suisse est aspiré lentement mais sûrement dans les remous de la crise financière s'accroissent. Les actions immobilières ont ainsi perdu plus de 24% de leur valeur (et même pour certaines 50%, voire plus), surtout depuis la fin du troisième trimestre 2008, malgré une belle progression au début de l'année. Depuis, certains analystes ont revu à la baisse, parfois nettement, leurs pronostics concernant les valeurs d'inventaire net (VAN, valeurs d'actifs nettes) des actions immobilières et donc les écarts de prix attendus. L'insécurité sur le front conjoncturel devrait également conduire certains investisseurs à réviser à la hausse leurs attentes en termes de rendement, ce qui ne manquera pas d'influer sur le prix des objets.

Les pertes de cours généralement importantes des actions et d'autres catégories d'actifs pourraient d'autre part pousser les investisseurs institutionnels comme les caisses de retraite à procéder à un «rebalancing» (rééquilibrage dans la composition de leur portefeuille). Si la sur-pondération actuelle des placements immobiliers devait diminuer, cela augmenterait encore plus la pression sur les valeurs immobilières.

■ **Marché du logement locatif:** le taux d'intérêt de référence qui détermine les adaptations de loyers depuis septembre 2008, qui a déjà été communiqué pour la deuxième fois au moment de cette publication, ne reflétera probablement les dernières baisses des taux hypothécaires, parfois brutales, qui ne seront pratiquées par les banques qu'à partir du milieu de l'année prochaine. Les loyers devraient donc continuer à augmenter en 2009, plus modérément toutefois que cette année.

■ **Marché du logement en propriété:** deux tendances se dessinent sur le marché de la propriété. Les coûts de financement ont à nouveau atteint des niveaux historiquement bas. En revanche, la demande de logements en propriété devrait ralentir en raison de la faiblesse conjoncturelle. Nous attendons donc globalement une stagnation des prix, voire une baisse dans le domaine des objets de luxe.

■ **Marché des surfaces commerciales:** nous tablons sur une baisse du prix des transactions, aussi bien pour les surfaces de bureaux que pour les surfaces commerciales. Pour les premières, les suppressions d'emplois attendues devraient entraîner une augmentation des surfaces vacantes et une baisse des loyers. Les surfaces commerciales affichent quant à elles déjà une surcapacité, que l'humeur morose des consommateurs ne va pas permettre de réduire rapidement.

### Catégorie d'actifs: biens immobiliers

#### Pronostics conjoncturels Suisse

Comparaison avec l'année précédente en %, réel	2007	2008	2009
Produit intérieur brut	3.3	1.8	-0.4
Investissements de construction	-1.5	-2.0	-1.0
Inflation	0.7	2.5	0.2
Libor à 3 mois CHF <sup>1)</sup>	2.8	1.1	0.5
Rendement à 10 ans Obligations fédérales <sup>1)</sup>	3.0	2.6	3.2

Source: UBS WMR | <sup>1)</sup> fin de l'année

#### Pronostics pour les prix

Prix en stagnation pour la propriété du logement

SECTEUR	PRIX DEMANDÉS		
	2008-T3	2009P	
Appartements	4.5%	→	
Maisons individuelles	3.8%	→	

	LOYERS DEMANDÉS		RENDEMENT
	2008-T3	2009P	2009P
Logements en location	4.6%	↗	
Surfaces de bureau	0.2%	↘	↗
Surfaces de vente	-1.3%	↘	↗

Les indications en pourcentages et les flèches représentant les pronostics pour 2009 montrent les changements par rapport à la même période de l'année précédente.

Sources: Wüest & Partner; UBS WMR (pronostics)

## Marché locatif

### Taux d'intérêt de référence unique

L'Office fédéral du logement (OFL) a publié pour la deuxième fois, sur la base de la révision de l'ordonnance sur le bail à loyer et le bail à ferme d'habitations et de locaux commerciaux entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2008, le taux d'intérêt de référence. Ce taux remplace les taux d'intérêt applicables jusqu'à présent dans les différents cantons pour les hypothèques à taux variable, et s'élève actuellement à 3,5%. Les loyers en Suisse ne devraient plus se baser que sur ce taux de référence unique. Il correspond au taux d'intérêt moyen pratiqué par les banques suisses pour l'ensemble des créances hypothécaires. Pour le calcul trimestriel du taux d'intérêt de référence, le niveau d'intérêt des hypothèques à taux fixe existantes est également pris en compte. Il faut donc s'attendre à ce que l'évolution du taux d'intérêt de référence soit moins chaotique que celle des taux variables des différents cantons jusqu'alors en vigueur. Les locataires devraient donc profiter à long terme d'une plus grande stabilité globale du niveau des loyers. Nous avons toutefois constaté ces cinq dernières années qu'une évolution stable des intérêts hypothécaires n'entraînait pas nécessairement des variations mineures des loyers existants (loyers pour contrats locatifs existants). Les taux hypothécaires n'ont augmenté que faiblement depuis 2004, tandis que les loyers existants ont connu une hausse de 10,2% au détriment des locataires. Le renchérissement n'ayant été que de 6,7% durant cette même période, il en est résulté pour les propriétaires une croissance de leurs recettes locatives, y compris en valeur réelle. Si l'on considère la taille des logements, ce sont surtout les loyers des petites surfaces, c'est-à-dire des logements qui subissent moins la concurrence des logements en propriété, qui ont grimpé ces cinq dernières années: environ 12% pour les studios et près de 16% pour les 2 et 3 pièces.

### Loyers demandés: l'ancien donne le ton

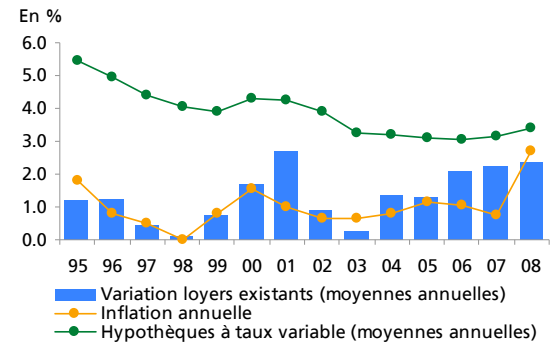
Selon l'indice de Wüest & Partner, les loyers des logements proposés à la location (loyers pour une première location, un renouvellement ou une nouvelle location) ont augmenté de 4,6% au 3<sup>e</sup> trimestre 2008 par rapport à l'année précédente, ce qui constitue par ailleurs la plus forte hausse depuis le 3<sup>e</sup> trimestre 2002. Tandis qu'à l'époque c'étaient surtout les loyers demandés dans le neuf (première mise sur le marché) qui tendaient à l'inflation, ce sont pour le trimestre faisant l'objet du rapport les loyers dans l'ancien qui ont fortement augmenté (+5,3%) malgré des perspectives conjoncturelles maussades. Trois raisons principales sont à l'origine de ce phénomène: d'une part, la libre circulation des personnes a favorisé l'immigration et donc la demande de logements. Deuxièmement, le nombre de logements vacants dans le pays est historiquement bas (2008: inférieur à 1%) et, troisièmement, de plus en plus de logements anciens font l'objet d'une adaptation aux exigences accrues des locataires lors des relocations, moyennant une majoration du loyer.

### Perspectives

La détérioration de la situation conjoncturelle devrait dans un premier temps atténuer un peu la pression migratoire et donc la demande de logements en location. En même temps, il faut cependant aussi s'attendre à ce que les activités d'investissement dans les immeubles collectifs marquent le pas, ce qui ne permettra donc pas de désamorcer la situation concernant le taux de logements vacants (surtout dans le centre des villes) Pour l'ensemble de la Suisse, nous tablons sur une hausse de 2% des loyers existants et d'environ 2,5% pour les loyers des logements proposés à la location.

### Evolution des loyers existants par rapport à l'inflation annuelle et aux hypothèques à taux variable

Pas de détente pour les loyers existants



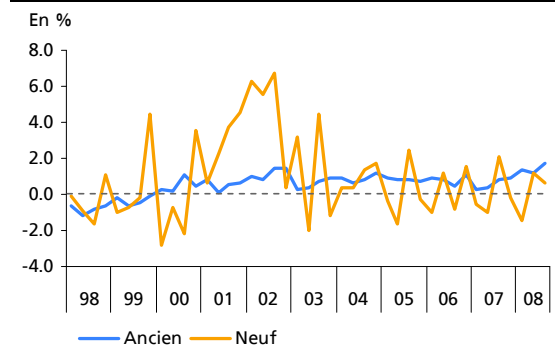
Loyers des logements loués (hors charges).

Pour 2008, nous ne tenons compte que des valeurs connues à la date de cette publication.

Sources: OFS; BNS; UBS WMR

### Evolution par rapport au trimestre précédent des loyers des logements proposés à la location dans le neuf et dans l'ancien

Ancien toujours en hausse, neuf en stagnation

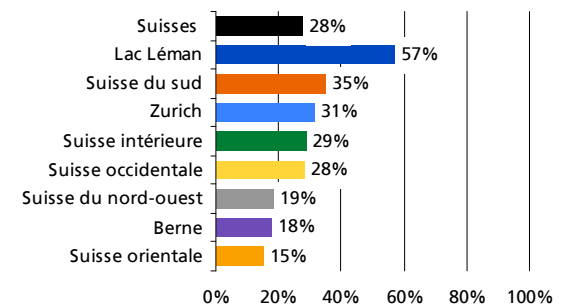


Sources: Wüest & Partner; UBS WMR

### Hausse des loyers des logements proposés à la location depuis 2000 (ancien et neuf)

Région de Zurich: hausse modérée par rapport à la région du Lac Léman

Hausse depuis 2000



Sources: Wüest & Partner; UBS WMR

## Marché de la propriété

### Les prix demandés pour la propriété par étages toujours en hausse

Ceux qui pensaient que les taux de croissance des prix de la propriété par étages allaient fléchir se sont trompés une fois de plus. En dépit de l'environnement économique maussade et d'une offre qui, selon Wüest & Partner, atteint des niveaux pléthoriques dans ce segment, les prix demandés pour les appartements ont grimpé allègrement. Si, en 2007, ils n'avaient connu qu'une hausse relativement modeste de 2,5%, on attend pour cette année une augmentation de l'ordre de 4%. Il est à noter que cette récente flambée des prix ne s'est pas limitée seulement à certaines régions. A l'exception du sud de la Suisse, on a constaté une accélération de la hausse des prix dans l'ensemble des grandes régions suisses. Cette hausse a été particulièrement nette dans la région du Lac Léman, où les prix des appartements ont même enregistré au cours des trois premiers trimestres de cette année un taux de croissance à deux chiffres (10,8%) par rapport à l'an passé. Les taux de croissance dans les autres régions ont été, en comparaison, relativement modérés, entre 0,9% (sud de la Suisse) et 4,8% (Suisse occidentale). L'évolution des prix depuis le début du millénaire montre que la hausse massive du prix des appartements dans la région du Lac Léman n'est pas propre à cette année. Les prix y ont en effet augmenté de 80% ces dernières années. Même si l'on trouve sans cesse de nouvelles explications à cette hausse, notamment le tarissement du marché, il est clair que le marché immobilier est en surchauffe dans cette région.

### Les baisses de prix pour les maisons individuelles sans efficacité énergétique sont une question de temps

Selon une enquête réalisée par un portail de l'immobilier auprès de courtiers allemands, il faut s'attendre en Allemagne à une baisse des prix de l'ordre de 10 à 20% pour les maisons individuelles peu ou mal isolées. L'introduction au 1<sup>er</sup> janvier 2009 pour toutes les maisons d'habitation du certificat de performance énergétique en cas de vente ou d'attribution à un nouveau locataire devrait accentuer nettement cette tendance. En Suisse aussi, l'étude «Certificat de performance énergétique pour les bâtiments en Suisse: modèles de mise en œuvre possibles» de Rieder et Lienhard préconise d'ancrer dans la législation le certificat de performance énergétique et de l'appliquer au plus tard à partir de 2010. Ce serait là une étape importante si l'on songe que près de 60% des besoins primaires en énergie de la Suisse servent au fonctionnement des bâtiments. Dans le segment des maisons individuelles, le nombre d'objets sans efficacité énergétique est important, ce qui fait que ces objets devraient, dans un avenir assez proche, être confrontés en premier lieu à des baisses de prix comparables à celles de l'Allemagne.

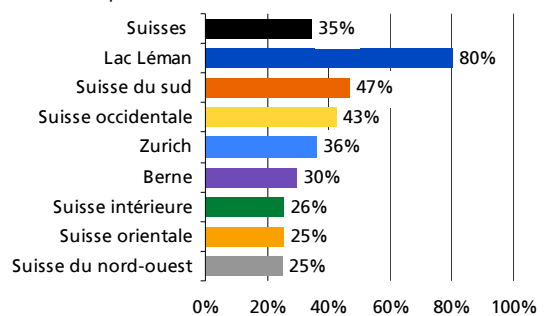
### Perspectives

La baisse par la Banque nationale suisse (BNS) de ses taux directeurs a également fait dégringoler les intérêts hypothécaires. Il ne fait aucun doute que les conditions de financement redevenues très attrayantes vont contrebalancer, dans le domaine de la propriété du logement, le recul de la demande qui se dessine en raison de la faiblesse conjoncturelle. Cela ne devrait toutefois pas suffire à permettre une poursuite de la hausse des prix en 2009. Nous nous attendons donc dans l'ensemble de la Suisse, aussi bien pour les appartements que pour les maisons individuelles, à une stagnation des prix avec même un léger risque de recul, surtout pour ces dernières.

### Hausse des prix pour la propriété par étages depuis 2000

Région du Lac Léman: fortes hausses des prix, surtout en raison de la rareté de l'offre

Hausses depuis

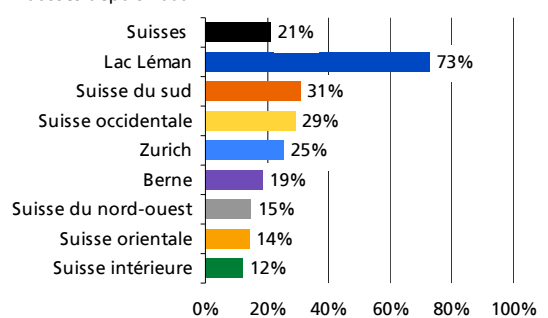


Sources: Wüest & Partner; UBS WMR

### Hausse des prix des maisons individuelles depuis 2000

Hausse un peu plus modérée pour les maisons individuelles par rapport aux appartements

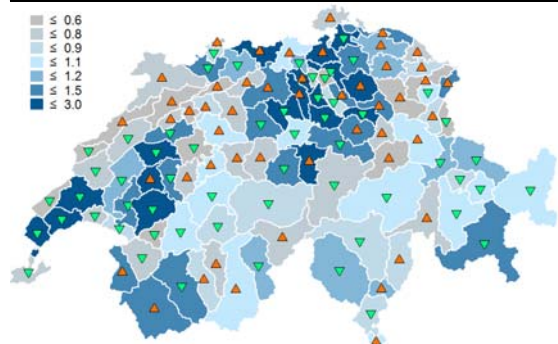
Hausses depuis 2000



Sources: Wüest & Partner; UBS WMR

### Accroissement moyen du parc immobilier en pourcentage du nombre de logements depuis 2000

Fortes activités de construction, y compris dans les régions touristiques



Flèche rouge: taux de logements vacants supérieur à la moyenne suisse  
Flèche verte: taux de logements vacants inférieur à la moyenne suisse

Sources: OFS; UBS WMR

## Marché des surfaces de bureaux et des surfaces commerciales

### Nouveau renversement de tendance imminent pour le marché des surfaces de bureaux

La forte hausse des primes de risque depuis le déclenchement de la crise financière et les conditions de refinancement plus difficiles font que des corrections de valeur ont déjà eu lieu en certains endroits sur le marché suisse de l'immobilier de bureaux, même si, pour le moment, ils interviennent essentiellement au niveau des transactions, et moins au niveau de la valeur comptable. Globalement, les risques ont nettement augmenté, si bien que cette tendance à la baisse va s'accroître au cours des prochains mois et affecter de plus en plus les valeurs comptables. La raison principale en est que la conjoncture au point mort obligera nombre d'entreprises à réduire bientôt leurs effectifs. Le fait que la branche financière, l'une des plus fortes demandeuses de surfaces de bureaux, soit la plus concernée par ces restructurations constitue une inquiétude supplémentaire pour le marché de l'immobilier de bureau. L'augmentation des surfaces vacantes devrait orienter les attentes de rendement à la hausse et faire en même temps pression aussi bien sur les prix des transactions que sur les loyers. Selon Wüest & Partner, ces derniers ont réussi à se maintenir de justesse ces derniers temps, mais uniquement sur une base annuelle. Ainsi, au niveau national, les loyers demandés ont augmenté de 0,2% au 3<sup>e</sup> trimestre 2008 par rapport à l'année précédente. En revanche, par rapport au trimestre précédent, ils ont baissé de 1,7%.

### Les temples de la consommation jaillissent du sol comme des champignons

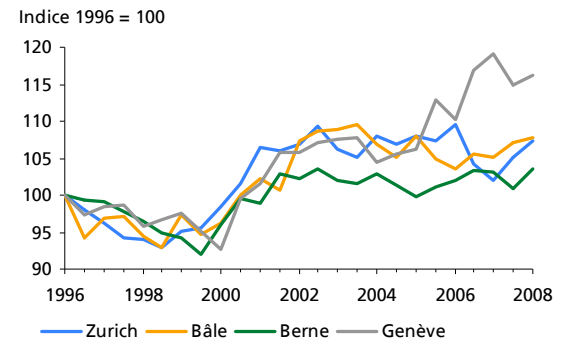
La compétition visant à l'élimination des concurrents fait rage sur le marché suisse des centres commerciaux. Depuis le début du millénaire, les surfaces commerciales ont augmenté de 58%, passant à 1,8 million de mètres carrés (240 terrains de football). Durant cette même période, les chiffres d'affaires ont augmenté plus faiblement (de 37%, passant à 12,7 milliards de CHF), si bien que la productivité au mètre carré de ces temples de la consommation a diminué en conséquence. Les chiffres d'affaires des centres commerciaux représentent actuellement près de 15% du chiffre d'affaires du commerce de détail. Ce dernier a augmenté de 3,6% en 2007. Près de la moitié des centres commerciaux ont enregistré une croissance inférieure à celle du marché. Pourtant, l'offre ne cesse de se développer. Selon les données de l'institut d'études de marché IHA-GfK, 18 nouveaux projets représentant une surface totale de 585 000 mètres carrés sont prévus ou déjà en construction. Les principaux moteurs de cette vague d'expansion sont des prestataires tels que les investisseurs immobiliers, lesquels veulent s'assurer des rendements qui restent pour le moment supérieurs à la moyenne. Ils rejettent souvent le risque sur les commerçants en les obligeant à conclure des contrats de durées assez longues.

### Perspectives

Même si les objets d'investissement n'ont pas atteint chez nous les prix excessifs pratiqués à l'étranger, le ralentissement de la conjoncture suite à la crise financière jettera inévitablement une ombre sur le marché suisse de l'immobilier de bureaux. L'arrivée prochaine sur le marché de nombreux projets en construction et le fait que les biens vacants devraient rester à un niveau élevé vont également peser sur le marché. Nous tablons donc pour 2009 sur des loyers en baisse et de nouvelles corrections des prix, ce qui devrait se répercuter par une hausse des rendements. La dégradation de l'humeur des consommateurs annonce également des temps difficiles pour le commerce de détail. Il n'est pas exclu que plusieurs projets d'expansion importants soient réétudiés ou repoussés aux calendes grecques.

### Loyers demandés pour les surfaces de bureaux

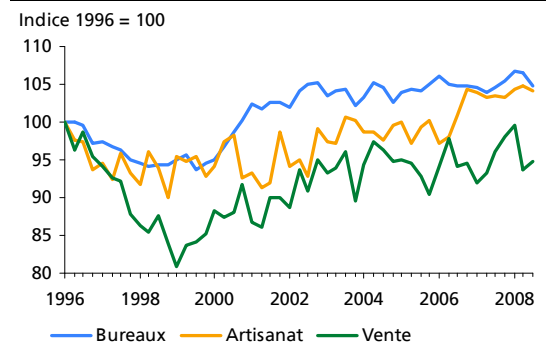
Les récentes hausses devraient déjà être annulées



Sources: Wüest & Partner; UBS WMR

### Loyers demandés surfaces commerciales

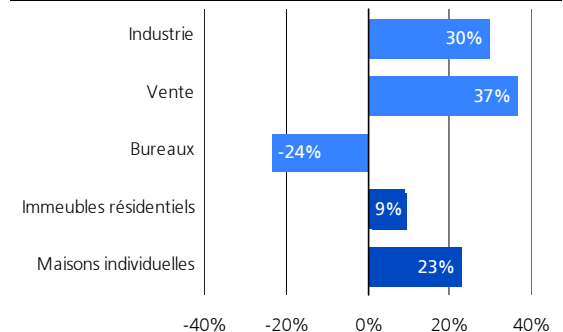
Pas d'exagérations concernant les loyers



Sources: Wüest & Partner; UBS WMR

### Modification nominale des investissements de construction dans les principaux secteurs depuis 1994

Forte hausse pour les surfaces commerciales



Sources: OFS; UBS WMR

## Placements immobiliers cotés en bourse

### Les perspectives conjoncturelles moroses pèsent sur les placements immobiliers cotés en bourse

En 2008, les placements immobiliers suisses cotés en bourse ont connu plusieurs périodes d'embellie. Tandis que la plupart des actions «Blue Chip» (SMI) perdaient régulièrement de leur valeur depuis le début de l'année, les actions immobilières suisses augmentaient leur valeur de près de 12% jusqu'à la fin du 3<sup>e</sup> trimestre 2008, et les fonds immobiliers de 4%. Jusqu'alors, ces deux formes de placement ont justifié leur réputation de sécuriser le dépôt durant les périodes de tourmente grâce à leur caractère défensif. Les placements immobiliers cotés en bourse profitent en outre des rendements constamment élevés des dividendes. Dans le cas des actions immobilières, ces dividendes sont souvent octroyés sous forme de remboursements de la valeur nominale, ce qui est doublement avantageux pour les investisseurs puisqu'ils sont exonérés d'impôts, contrairement aux coupons d'obligations. Malgré cela, les placements immobiliers cotés en bourse ont été récemment happés par les remous de la crise financière, si bien que l'évolution des rendements pour l'année en cours (jusqu'à fin novembre) est négative, aussi bien pour les actions immobilières (-24,1%) que pour les fonds immobiliers (-2,2%). Même si les premières ont perdu beaucoup de terrain, elles s'en sont globalement mieux sorties que le SPI (Swiss Performance Index). Partout dans le monde, les actions immobilières (REIT) ont subi des rejets encore plus importants. Selon l'indice de la Global Property Research, les REIT ne représentent plus globalement que la moitié de leur valeur du début de l'année. En Grande-Bretagne surtout, la crise immobilière a pris entretemps une ampleur considérable: depuis le début de l'année 2007, les cours des REIT ont chuté de près de 70%, et il semble que l'on n'ait pas encore atteint le fond.

### Les fonds immobiliers mettent fin à la surévaluation

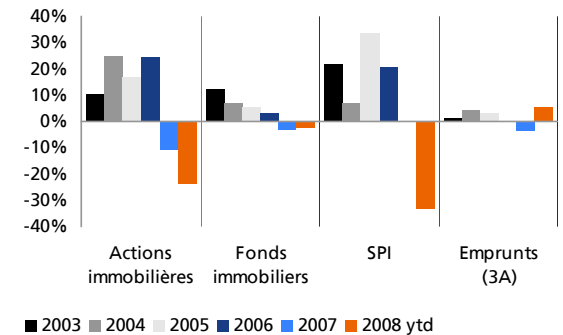
Contrairement aux actions immobilières, les fonds immobiliers suisses cotés en bourse ont, jusqu'à présent, partiellement résisté à la crise financière. Il convient néanmoins de préciser que les fonds immobiliers, contrairement à leurs pendants, n'ont progressé que modérément lors du boom d'avant 2007. Selon l'indice Rüd Blass des fonds immobiliers, la performance globale des fonds immobiliers ces dernières années n'a pas dépassé 14%. Ces corrections de cours ont également un aspect positif: elles ont permis de mettre fin aux surévaluations. Ainsi, selon Rüd Blass, l'écart moyen (écart du cours boursier par rapport au prix de rachat de la part de fonds) est actuellement inférieur à 8%.

### Perspectives

L'évolution observée jusqu'à présent confirme que les fonds immobiliers résistent clairement mieux à la crise que les actions immobilières. La principale raison en est la structure des portefeuilles de ces deux catégories d'actifs. Alors que les fonds immobiliers investissent majoritairement dans le segment du logement, les actions immobilières contiennent en général une part de bureaux d'au moins 50%, cette part dépassant parfois 70% si l'on y inclut les surfaces commerciales. Dans l'environnement actuel, les biens immobiliers à destination économique représentent un risque accru, car la hausse des surfaces vacantes, en raison des réductions d'effectifs des entreprises, permet, à juste titre, de douter de la croissance future des revenus locatifs. Plusieurs analystes ont du reste fortement revu à la baisse leurs pronostics concernant la VAN. Il faut donc s'attendre à de nouvelles corrections des cours, surtout pour les actions immobilières.

### Évolution du rendement des placements immobiliers suisses

Les placements immobiliers ont également viré à la baisse

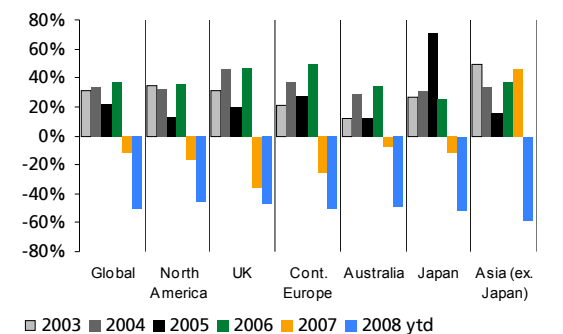


2008 ytd = jusqu'à fin novembre 2008

Sources: Datastream, UBS WMR

### Rendements globaux des actions immobilières étrangères (REIT)

Indice immobilier de la Global Property Research (GPR)



2008 ytd = jusqu'à fin novembre 2008

Sources: Datastream, UBS WMR

### Rendements des dividendes et évaluations

Fonds immobiliers à nouveau attrayants pour les investisseurs orientés vers le long terme

Sociétés anonymes (sélection)	Dividende	Agio
PSP Swiss Propert	4.8%	-17.5%
Swiss Prime Site	6.5%	-11.3%
Mobimo	6.4%	-22.2%
Allreal	4.7%	-4.5%
Intershop	7.2%	14.4%
Zueblin	9.8%	-46.5%
Fonds (sélection)	Dividende	Agio
CS 1a Immo PK	4.4%	4.2%
SWC(CH)RE IFCA	3.6%	11.1%
Immofonds	4.3%	10.2%
SOLVALOR 61	2.6%	32.6%
UBS Swiss Mix Sima	4.1%	2.7%
UBS Swiss Swissreal	4.7%	-6.8%

Sources: Swiss Finance & Property Corporation, UBS WMR

## Annexe

### Informations requises

#### Confirmation des analystes

Chacun des analystes de Research ayant la responsabilité principale d'une partie ou de la totalité du contenu du présent rapport de Research confirme concernant l'ensemble des titres ou des émetteurs qu'il a analysés dans ce rapport que: (1) toutes les opinions exprimées dans le présent rapport reflètent exactement ses opinions personnelles sur les titres ou les émetteurs nommés; et que (2) aucune partie de sa rémunération n'est liée, ni ne sera liée directement ou indirectement avec les opinions ou recommandations concrètes émises par lui dans le présent rapport de Research

#### Remarques (5 décembre 2008)

##### PSP Swiss Property

Au cours des douze derniers mois, UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont perçu une rémunération versée par cette société/entité pour leurs services d'investissement banking. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales entendent être rémunérées pour leurs services d'investissement banking fournis à cette société/entité au cours des trois prochains mois. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont agi en qualité de gérant/cogérant dans l'émission ou le placement de titres de ladite société/entité ou de l'une de ses sociétés affiliées au cours des trois dernières années. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont émis un warrant dont la valeur est basée sur un ou plusieurs instruments financiers de cette entreprise.

##### SPS Swiss Prime Suite

Au cours des douze derniers mois, UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont perçu une rémunération versée par cette société/entité pour leurs services d'investissement banking. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales entendent être rémunérées pour leurs services d'investissement banking fournis à cette société/entité au cours des trois prochains mois. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont agi en qualité de gérant/cogérant dans l'émission ou le placement de titres de ladite société/entité ou de l'une de ses sociétés affiliées au cours des trois dernières années. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont émis un warrant dont la valeur est basée sur un ou plusieurs instruments financiers de cette entreprise.

##### Mobimo

Au cours des douze derniers mois, UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont perçu une rémunération versée par cette société/entité pour leurs services d'investissement banking. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales entendent être rémunérées pour leurs services d'investissement banking fournis à cette société/entité au cours des trois prochains mois. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont agi en qualité de gérant/cogérant dans l'émission ou le placement de titres de ladite société/entité ou de l'une de ses sociétés affiliées au cours des trois dernières années. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont émis un warrant dont la valeur est basée sur un ou plusieurs instruments financiers de cette entreprise.

##### Intershop

Au cours des douze derniers mois, UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont perçu une rémunération versée par cette société/entité pour leurs services d'investissement banking. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales entendent être rémunérées pour leurs services d'investissement banking fournis à cette société/entité au cours des trois prochains mois. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont agi en qualité de gérant/cogérant dans l'émission ou le placement de titres de ladite société/entité ou de l'une de ses sociétés affiliées au cours des trois dernières années. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont émis un warrant dont la valeur est basée sur un ou plusieurs instruments financiers de cette entreprise.

##### Allreal

Au cours des douze derniers mois, UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont perçu une rémunération versée par cette société/entité pour leurs services d'investissement banking. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales entendent être rémunérées pour leurs services d'investissement banking fournis à cette société/entité au cours des trois prochains mois. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont agi en qualité de gérant/cogérant dans l'émission ou le placement de titres de ladite société/entité ou de l'une de ses sociétés affiliées au cours des trois dernières années. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont émis un warrant dont la valeur est basée sur un ou plusieurs instruments financiers de cette entreprise.

##### Züblin

Au cours des douze derniers mois, UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont perçu une rémunération versée par cette société/entité pour leurs services d'investissement banking. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales entendent être rémunérées pour leurs services d'investissement banking fournis à cette société/entité au cours des trois prochains mois. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont agi en qualité de gérant/cogérant dans l'émission ou le placement de titres de ladite société/entité ou de l'une de ses sociétés affiliées au cours des trois dernières années. UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales ont émis un warrant dont la valeur est basée sur un ou plusieurs instruments financiers de cette entreprise.

UBS Securities LLC, une société affiliée de UBS SA et UBS Financial Services Inc.

## Annexe

### Autres mentions juridiques

Ce document vous est adressé à titre d'information uniquement et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou offre d'achat ou de cession de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit. Certains services et produits sont susceptibles de faire l'objet de restrictions juridiques et ne peuvent par conséquent pas être proposés dans tous les pays sans restriction aucune. En dehors des publications se référant à UBS SA, ses sociétés affiliées ou ses filiales, les informations et opinions présentées dans ce document proviennent de sources que nous estimons dignes de foi, mais nous déclinons toute responsabilité tacite ou contractuelle quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations. Toutes les informations, appréciations et indications de prix contenues dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. À tout moment, UBS SA («UBS») et les sociétés du groupe UBS (ou leurs employés) peuvent détenir des positions longues ou courtes, ou exercer la fonction de teneur de marché ou d'agent sur les valeurs mobilières mentionnées dans ce document, ou conseiller ou fournir des services d'ingénierie financière soit à l'émetteur de ces valeurs soit à une société associée à cet émetteur. Dans le cas de certaines transactions complexes à réaliser pour cause de manque de liquidité de la valeur, il vous sera difficile d'évaluer les enjeux et de quantifier les risques auxquels vous vous exposez. Les marchés des options, des produits dérivés et des valeurs à terme sont considérés comme risqués. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Certains placements peuvent être sujets à des dépréciations soudaines et massives et le jour où vous réalisez la vente du titre, la somme vous revenant peut être inférieure à celle que vous aviez investie ou vous pouvez être contraint d'apporter des fonds supplémentaires. La fluctuation des taux de change peut avoir un impact très négatif sur le prix, la valeur ou le rendement d'un instrument financier. La rémunération du/des analyste(s) qui a (ont) préparé le présent document est fondée uniquement sur Research Management et Senior Management (hors Investment Banking). La rémunération des analystes n'est pas basée sur les rendements d'Investment Banking, mais cette rémunération peut néanmoins être liée aux rendements d'UBS Global Wealth Management and Business Banking en tant que tout, dont font partie les services d'Investment Banking, de vente et de négoce. Sachant qu'il nous est impossible de tenir compte des objectifs spécifiques d'investissement de chacun de nos clients particuliers, ni de leur situation financière ou de leurs besoins personnels, nous recommandons aux particuliers désireux de réaliser une transaction sur l'un des produits mentionnés dans ce document de s'informer auprès de leur conseiller financier ou de leur fiscaliste sur les éventuelles conséquences de cette transaction, notamment sur le plan fiscal. Pour les instruments financiers structurés et les fonds, seul le prospectus de vente a valeur juridique; les personnes intéressées peuvent se le procurer auprès d'UBS ou d'une société du groupe UBS.

Ni ce document, ni copie de ce document ne peuvent être distribués sans autorisation préalable d'UBS ou d'une filiale d'UBS. UBS interdit expressément la distribution et le transfert de ce document à un tiers quelle qu'en soit la raison. UBS ne pourra pas être tenue pour responsable en cas de réclamation ou de poursuite judiciaire de la part d'un tiers fondée sur l'utilisation ou la distribution de ce document. Ce document ne peut être distribué que dans les cas autorisés par la loi applicable.

**Allemagne:** l'émetteur au sens de la loi allemande est UBS Deutschland AG, Stephanstrasse 14 - 16, 60313 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG est agréée par et placée sous l'autorité de la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Australie:** distribué par UBS Wealth Management Australia Ltd (détenteur de la licence australienne pour la fourniture de services financiers n 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000. **Bahamas:** cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS (Bahamas) Ltd et n'est pas destinée à être distribuée aux personnes considérées comme des ressortissants ou des résidents des Bahamas conformément à la «Bahamas Exchange Control Regulations». **Canada:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Wealth Management Canada par UBS Investment Management Canada Inc.. **EAU:** ce rapport n'entend pas constituer une offre, vente ou livraison d'actions ou d'autres titres conformément à la législation des Emirats Arabes Unis (EAU). La teneur du présent rapport n'a pas été et ne sera pas approuvée par quelque autorité que ce soit aux Emirats Arabes Unis, ni l'Autorité des matières premières et titres des Emirats, ni la Banque centrale des EAU, le marché financier de Dubaï, le marché des titres d'Abu Dhabi ou toute autre place boursière des EAU. **Espagne:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Bank, S.A. par UBS Bank, S.A., banque enregistrée auprès de la «Banque d'Espagne». **Etats-Unis:** distribué aux ressortissants américains par UBS Financial Services Inc., une filiale d'UBS AG. UBS Securities LLC est une filiale d'UBS AG et une société affiliée d'UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. accepte la responsabilité du contenu de rapports élaborés par une autre société affiliée non américaine lorsqu'elle distribue lesdits rapports à des ressortissants américains. Toute transaction d'un ressortissant américain concernant les titres mentionnés dans le présent rapport devrait être réalisée par l'intermédiaire d'une société de courtage enregistrée aux Etats-Unis et non par l'intermédiaire d'une société affiliée non américaine. **France:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS (France) SA, 69, boulevard Haussmann F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670, prestataire de services d'investissement dûment agréé conformément au «Code Monétaire et Financier», relevant de l'autorité de la «Banque de France» et de «l'Autorité des Marchés Financiers». **Hong Kong:** cette publication est distribuée à la clientèle de la succursale UBS SA Hong Kong, banque au bénéfice d'une licence en vertu de la «Hong Kong Banking Ordinance» et établissement enregistré selon la «Securities and Futures Ordinance». **Indonésie:** ce document, ou cette publication, ne constitue pas une offre publique de titres conformément à la législation indonésienne applicable au marché des capitaux, notamment ses dispositions d'application. Les titres mentionnés ici n'ont pas été et ne seront pas enregistrés en vertu de la législation et des dispositions indonésiennes relatives au marché des capitaux. **Italie:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS (Italia) S.p.A., via del vecchio politecnico 3 - Milan, banque italienne dûment agréée par la «Banque d'Italie» pour la fourniture de services financiers sous la surveillance de «Consob» et de la «Banque d'Italie». **Jersey:** la succursale UBS AG Jersey est soumise à la réglementation de la «Commission des Services Financiers» de Jersey dans le cadre de ses activités d'investissement et de compagnie fiduciaire conformément à la loi sur les Services financiers de Jersey («Financial Services (Jersey) Law») de 1998 (telle qu'amendée) ainsi que de ses activités bancaires conformément à la loi sur les Activités bancaires de Jersey («Banking Business (Jersey) Law») de 1991 (telle qu'amendée). **Luxembourg:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit luxembourgeois, mais de pouvoir être rendue accessible, à des fins d'information, à des clients d'UBS (Luxembourg) S.A./UBS (Luxembourg) S.A. une banque agréée sous la surveillance de la «Commission de surveillance du secteur financier» (CSSF), à laquelle ladite publication n'a pas été soumise pour approbation. **Royaume-Uni:** approuvé par UBS AG, autorisé et réglementé au Royaume-Uni par la «Financial Services Authority». Membre de la bourse de Londres. Cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS Londres au Royaume-Uni. Dans la mesure où des produits ou services sont fournis depuis l'extérieur du Royaume-Uni, ils ne seront pas soumis à la réglementation du Royaume-Uni ou au «Financial Services Compensation Scheme». **Singapour:** distribuée aux clients de la succursale UBS SA Singapour par la succursale UBS SA Singapour, conseiller financier exempté en vertu du «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110) et une banque de commerce en gros autorisée par le «Singapore Banking Act» (Cap. 19) et régulée par la «Monetary Authority of Singapore».

© UBS 1998-2008. Le symbole des trois clés et le logo UBS sont des marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.