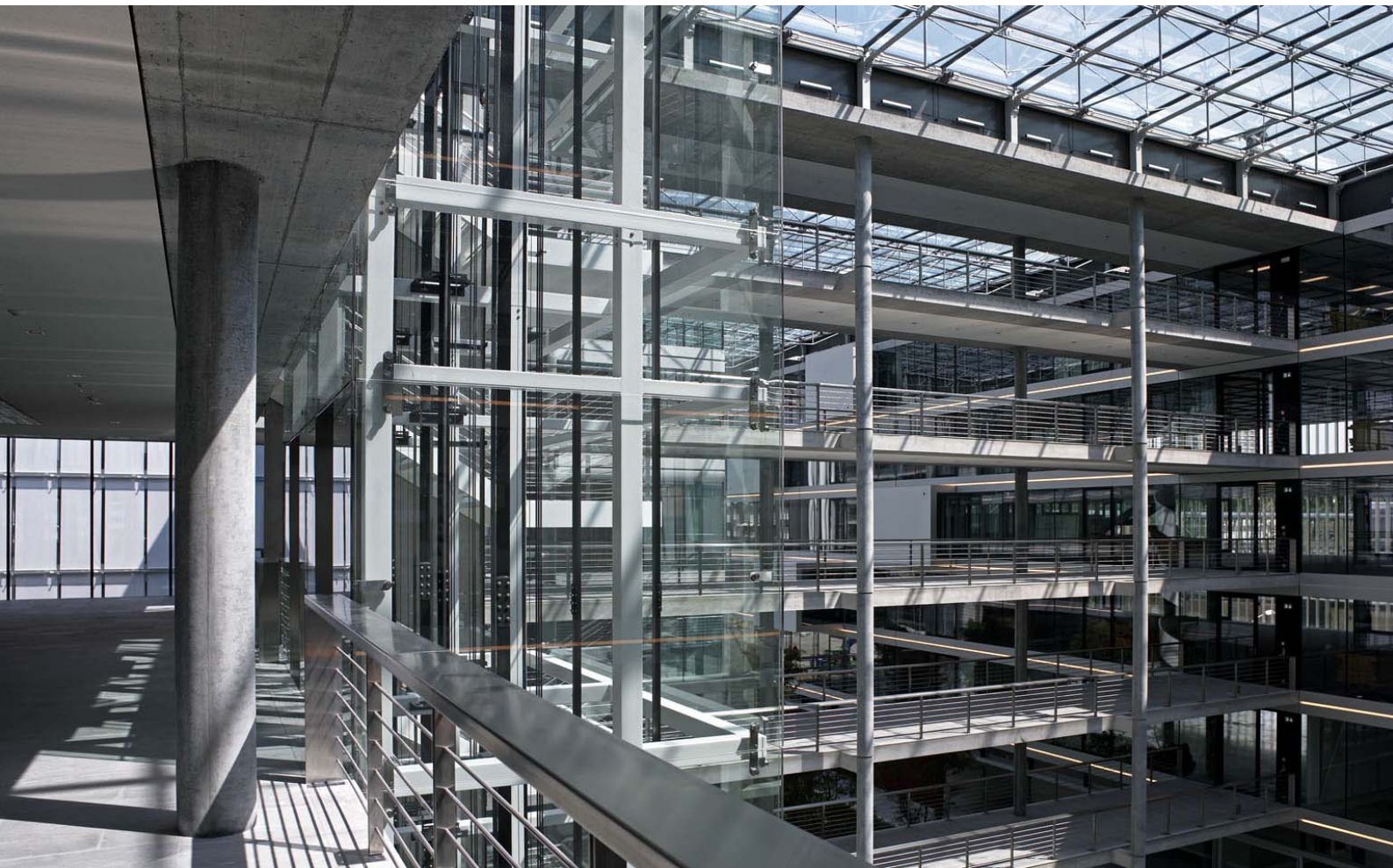


# Global Real Estate Research

## Flucht in Schweizer Wohnimmobilien – oder Investition in kommerzielle Liegenschaften?

Von Adrian Bamert



Real assets, real expertise

# Flucht in Schweizer Wohnimmobilien – oder Investition in kommerzielle Liegenschaften?

Das Jahr 2008 ging bei Schweizer Pensionskassen und Versicherungen als eines der schlechtesten Anlagejahre in die Geschichte ein. Der SMI korrigierte in 2008 um fast einen Drittel und der Weltaktienindex (MSCI World) verlor nahezu die Hälfte seines Wertes. Einzig hohe Bestände an Liquidität und nicht börsenkotierte Immobilienanlagen in der Schweiz halfen, die deutlichen Wertverluste zu dämpfen. Für das ganze Jahr lag der Mittelwert der Gesamtrendite der Pensionskassen gemäss einer Studie von Swisscanto bei -12.9%. Als Folge dieser Marktverwerfungen wiesen per Ende Jahr mehr als zwei Drittel der Schweizer Pensionskassen eine Unterdeckung auf. Gepaart mit der demografischen Entwicklung (Überalterung) und dem konstanten Cashflow-Bedarf auf der Passivseite (Rentenzahlungen) ist das Asset-Liability-Management bei Versicherungen und Pensionskassen heute stark gefordert.

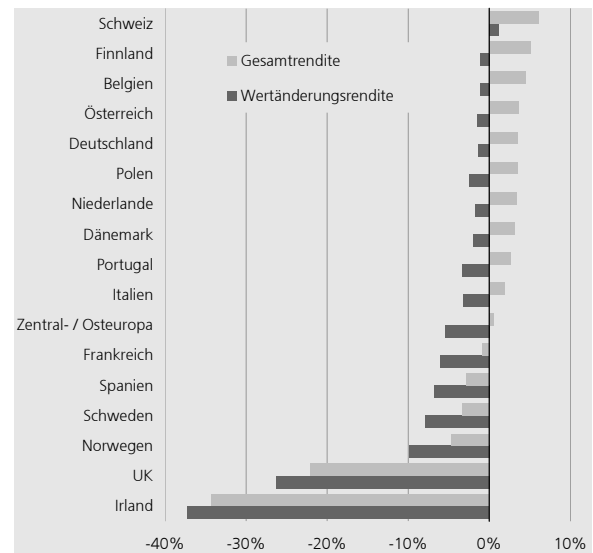
## Gestiegene Risikoaversion

Der Anstieg an den Aktienmärkten seit dem Tiefststand im März 2009 konnte die Situation der Investoren nur teilweise lindern. Die Finanz- und Wirtschaftskrise führte zu einer deutlich gestiegenen Risikoaversion institutioneller Investoren. Direkte Immobilienanlagen und Nettoinventarwert-basierte (Net Asset Value, kurz NAV) Immobilienvehikel sind heute Trumpf, da die Kerneigenschaft von Immobilien, der relativ konstante und teilweise inflationsgeschützte Cashflow, von den Investoren hoch geschätzt wird. Zudem erachten in diesen unsicheren Zeiten viele Investoren die durch die Schweizer Bewertungsgrundsätze (Mark to Model zur Bestimmung des Fair Value) herbeigeführte tiefe Volatilität und die damit – momentan – geringe Korrelation zu anderen Anlageklassen als vorteilhaft. Überdies ist für Immobilieninvestitionen eine vermehrte Rückbesinnung auf den Heimatmarkt festzustellen.

Viele Marktbeobachter waren überrascht, als IPD (Investment Property Databank), ein führender Anbieter von Benchmarkdaten, im Mai die Schweizer Renditezahlen direkter Bestandsimmobilien von institutionellen Investoren publizierte: die positiven Wertänderungsrenditen in 2008 verhielten sich konträr zum Trend im restlichen Europa (siehe *Grafik 1*). Viele Pensionskassen-Manager/Investoren sehen sich nun darin bestärkt, die direkte Immobilienquote weiter anzuheben, trotz einer ohnehin erhöhten Immobilienquote aufgrund gesunkener Werte anderer Anlageklassen (sog. Denominator-Effekt) im Multi-Asset-Portfolio. Die Überschussnachfrage der Pensionskassen und Versicherungen führt mangels Anlagekapazität an NAV-basierten Gefässen wieder vermehrt zu direkten Liegenschaftskäufen. Ausserdem ist aufgrund der gestiegenen Risikoaversion die erwartete Rendite teilweise gesunken. Dies sind mitunter Faktoren für die stabilen Immobilienpreise in der Schweiz. Nachgefragt werden vor allem Mehrfamilienhäuser und kommerzielle Liegenschaften an

sehr guten Lagen, deren Mieter eine hohe Bonität aufweisen, sogenannte A-Klasse Liegenschaften. Aufgrund vermeintlicher Nähe und Kontrolle wird das Risiko im Heimatmarkt von Investoren als tiefer eingestuft. Den Mehrfamilienhäusern wird eine höhere Konjunkturreistenz attestiert, da der kommerzielle Markt rascher auf konjunkturelle Einbrüche reagieren kann. Dies erstaunt teilweise, da die Korrelation der Gesamtrendite zum realen Bruttoinlandprodukt bei Mehrfamilienhäusern mit 0.53 nur marginal tiefer ausfällt als bei Büroliegenschaften, deren Korrelation bei 0.54 liegt. Nichtsdestotrotz weisen Investitionen in Mehrfamilienhäuser bei Pensionskassen traditionsgemäss eine hohe Bedeutung auf. Investitionen in Mietwohnungen werden als fassbarer empfunden, und die hohe Mieterquote in der Schweiz führt damit zu einem grossen Pool an Anlagemöglichkeiten. Oftmals wurden auch aus Unternehmen stammende Arbeiterwohnungen in Pensionskassen aufgenommen und weiterentwickelt.

Grafik 1:



Quelle: IPD

## Preise und Werte der Immobilien divergieren

Gemäss IPD betrug Ende 2008 die Netto-Cashflow (NCF)-Rendite der Bestandsliegenschaften von Mehrfamilienhäusern und von Büroliegenschaften 4.8%, bei Detailhandels-Liegenschaften betrug sie 4.9%. Die Liegenschaftsrenditen beim Ankauf liegen jedoch deutlich unter diesen Werten, was bedeutet, dass diese Liegenschaften verhältnismässig teuer erworben werden müssen. Preisbasierte NCF-Renditen, resp. Ankaufsrenditen von erstklassigen Liegenschaften an guten Lagen in Zürich und Genf liegen bei rund 4%. Ein Investor, der heute zukaufft wird folglich eine tiefere Rendite erzielen als ein Investor, der sein Immobilien-Portfolio bereits aufgebaut hat.



Für künftige Investoren stellen sich zwei zentrale Fragen:

- Kann der Schweizer Immobilienmarkt die hohe Nachfrage nach Immobilienanlagen absorbieren?
- Produziert eine antizyklische Investitionspolitik in kommerzielle Liegenschaften eventuell eine höhere Rendite?

In ihren Überlegungen sollten Investoren immer unterscheiden, ob sie bereits investiert sind oder ob es sich um geplante Neuinvestitionen handelt.

### Limitierter Schweizer Immobilienmarkt

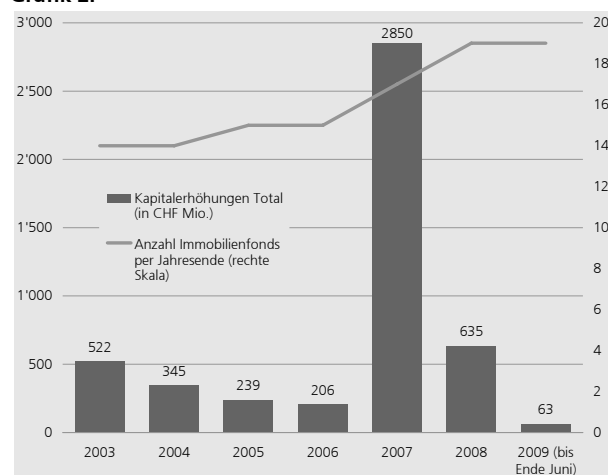
Institutionelle Investoren halten laut IPD und Wüest & Partner in der Schweiz Liegenschaften im Wert von rund CHF 140 Mrd. Das Marktpotenzial für institutionelle Investoren wird auf rund CHF 933 Mrd. geschätzt (Büroflächen: ca. CHF 178 Mrd., Detailhandelsflächen: ca. CHF 111 Mrd. und Mietwohnungen: ca. CHF 644 Mrd.). Wie eine PWC-Studie zu Gewerbeliegenschaften feststellte, herrschen grosse (emotionale) Hindernisse der Unternehmen vor, ihre Liegenschaften bspw. in *sale-&rent-back*-Transaktionen zu veräussern. Zudem ist die überwiegende Mehrheit der Mehrfamilienhäuser in der Hand privater Investoren und entsprechen aufgrund der geringen Grösse oder der Renditevorstellungen der Verkäuferschaft nicht dem Fokus institutioneller Investoren. All diese Faktoren schränken die Abschöpfung des Marktpotentials ein.

Die Investorennachfrage ist in den letzten Jahren deutlich gestiegen, trifft daher auf ein limitiertes Marktangebot. Im Mehrfamilienhaussektor sind private Investoren sehr aktiv und mit zum Teil erstaunlich tiefen Renditeerwartungen. Auch die kotierten Immobilienfonds und Anlagestiftungen sind in den letzten Jahren gewachsen. Seit 2003 haben die kotierten Immobilienfonds Kapitalerhöhungen im Durchschnitt von CHF 800 Mio. pro Jahr getätigt (siehe *Grafik 2*). Mangels gehandelter Bestandsliegenschaften zu attraktiven Renditen wurde dieses Wachstum zu einem bedeutenden Teil mittels Neubauprojekten umgesetzt. Bei den Anlagestiftungen stieg der Nettoinventarwert (NAV) von CHF 9 Mrd. per Ende 2004 auf über CHF 15.3 Mrd. per Ende 2008. Sacheinlagen, d.h. das Einbringen von Liegenschaften, um im Gegenzug Anteile an einer Anlagestiftung zu erhalten, trugen mehrheitlich zu diesem 70%-Wachstum bei.

Die limitierte Grösse des Schweizer Immobilienmarktes spiegelt sich auch im Transaktionsmarkt kommerzieller Immobilien wider. Dieser beträgt rund CHF 7 Mrd. pro Jahr, was in etwa dem jährlichen Transaktionsvolumen von Berlin oder München entspricht. Im Ballungsraum Paris (Île de France) wird das Transaktionsvolumen der Schweiz um ein Mehrfaches übertroffen. Ein Investor in Deutschland,

Frankreich oder Grossbritannien verfügt im jeweiligen Heimmarkt über einen deutlich grösseren Pool an möglichen Immobilieninvestments. Für Schweizer Pensionskassen und Versicherungen macht es deshalb aus Gründen der Diversifikation, der höheren Liquidität und dem geringeren Managementaufwand durchaus Sinn, vermehrt in indirekte, NAV-basierte Produkte im In- und Ausland selektiv zu investieren. Deshalb dürften in der Schweiz weitere Schritte hin zu mehr Investitionen (inkl. Sacheinlagen) in indirekte Anlagekonstrukte in den nächsten Jahren erfolgen.

**Grafik 2:**



Quelle: SIX Group

### Lohnt sich eine antizyklische Investitionspolitik?

Die Immobilienpreise haben in Europa seit dem Sommer 2007 deutlich korrigiert: In Grossbritannien sind die Preise kommerzieller Liegenschaften bis Ende 2008 um mehr als ein Drittel gesunken, in der Eurozone um mehr als ein Zehntel. In den ersten beiden Quartalen 2009 hat sich diese Entwicklung weiter fortgesetzt. Der starke Preisnachlass führte dazu, dass diverse Fonds und Immobilien-gesellschaften wieder begonnen haben, Liegenschaften zuzukaufen, da die Ankaufsrendite auf ein attraktives Niveau gestiegen ist (so bspw. in London). Antizyklische, diversifizierte Investitionen im Ausland zu attraktiveren Ankaufsrenditen können somit auch während eines herausfordernden Marktumfeldes wie heute durchaus sinnvoll machen.

Und was ist mit der Schweiz? Vor dem Hintergrund der globalen Rezession hat sich auch hier das Leerstandsrisiko von kommerziellen Liegenschaften erhöht und die Marktmieten sind unter Druck. In der Schweiz rechnen wir im internationalen Vergleich aber nur mit einer moderaten Preiskorrektur bei Büro- und Detailhandels-Liegenschaften. Die gedämpfte Zuwanderung und die leicht steigenden

Leerstände dürften kaum starke Impulse auf die Angebotsmieten von Mietwohnungen geben. Die Nachfrage nach Mehrfamilienhäuser ist aber ungebrochen, d.h. Wohnliegenschaften werden voraussichtlich weiterhin zu hohen Preisen erworben werden müssen. Die Korrektur bei kommerziellen Liegenschaften dürfte geringer ausfallen als im Ausland, weil keine übertriebenen Preissteigerungen stattgefunden haben und das Schweizer Kapital kaum ein Ventil für Auslandsinvestments findet. Zudem basiert die Belehungspraxis in der Schweiz auf dem Vorsichtsprinzip und die erforderlichen Eigenkapitalquoten sind deutlich höher als in anderen Ländern: die typische Belehungsquote liegt in der Schweiz moderat bei deutlich unter 60%, in Deutschland und UK lag sie jüngst bei 70%, in Spanien sogar bei 80%. Schweizer Immobilienfonds und Anlagestiftungen wiesen in den letzten Jahren immer eine Fremdfinanzierungsquote von unter 25% aus. Ein Grund für dieses zurückhaltende Verhalten in der Schweiz ist

nicht zuletzt in den Lehren aus der Immobilienkrise Ende der 1980er und anfangs der 1990er Jahre zu sehen.

Wir sind der Meinung, dass das schwierige gesamtwirtschaftliche Umfeld zu einer moderaten Preiskorrektur bei kommerzielle Liegenschaften in 2009 und 2010 in der Schweiz führen wird. Das Preisniveau von Mehrfamilienhäusern dürfte nahezu unverändert bleiben. Deshalb erwarten wir, dass kommerzielle Liegenschaften ab 2010 eine höhere preisbasierte NCF-Rendite als Wohnliegenschaften erzielen werden, was bedeutet, dass Investoren, die Neuanlagen planen, sich eher antizyklisch in Richtung kommerzieller Liegenschaften bewegen sollten. Auch Immobilienanlagen ausserhalb der Schweiz werden nach unserer Meinung an Attraktivität gewinnen und dienen zur weiteren Diversifikation innerhalb der Immobilienallokation.

#### Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte an

Gunnar Herm  
Head of Global Real Estate  
Research – Europe  
Tel. +49-69-1369 5317  
gunnar.herm@ubs.com

Adrian Bamert  
Global Real Estate Research –  
Switzerland  
Tel. +41-44-234 41 86  
adrian.bamert@ubs.com

Dominic von Felten  
Global Real Estate  
Business Development – Switzerland  
Tel. +41-44-234 60 21  
dominic.von-felten@ubs.com

#### [www.ubs.com/realestate-switzerland](http://www.ubs.com/realestate-switzerland)

Für Marketing- und Informationszwecke von UBS. UBS Immobilienfonds schweizerischen Rechts. Prospekt, vereinfachter Prospekt, Statuten bzw. Vertragsbedingungen sowie Jahres- und Halbjahresberichte der UBS Fonds können kostenlos bei UBS AG, Postfach, CH-4002 Basel bzw. bei UBS Fund Management (Switzerland) AG, Postfach, CH-4002 Basel angefordert werden. Emission zurzeit eingestellt. Kauf und Verkauf der Anteile über die Börse. Als Investoren in Anlagegruppen der Anlagestiftung der UBS für Personalvorsorge sind nur in der Schweiz domizillierte steuerbefreite Einrichtungen der 2. Säule und der Säule 3a sowie patronale Wohlfahrtsfonds zugelassen (gemäss BVG). Investitionen in ein Produkt sollten nur nach gründlichem Studium des aktuellen Prospekts erfolgen. Anteile der erwähnten UBS Fonds dürfen innerhalb der USA weder angeboten noch verkauft oder ausgeliefert werden. Die genannten Informationen sind weder als Angebot noch als Aufforderung zum Kauf bzw. Verkauf irgendwelcher Wertpapiere oder verwandter Finanzinstrumente zu verstehen. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Die dargestellte Performance lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Kommissionen und Kosten wirken sich nachteilig auf die Performance aus. Sollte die Währung eines Finanzprodukts oder einer Finanzdienstleistung nicht mit Ihrer Referenzwährung übereinstimmen, kann sich die Rendite aufgrund der Währungsschwankungen erhöhen oder verringern. Diese Informationen berücksichtigen weder die spezifischen oder künftigen Anlageziele noch die steuerliche oder finanzielle Lage oder die individuellen Bedürfnisse des einzelnen Empfängers. Die Angaben in diesem Dokument werden ohne jegliche Garantie oder Zusicherung zur Verfügung gestellt, dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und sind lediglich zum persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Dieses Dokument enthält «zukunftsgerichtete Aussagen», die unter anderem, aber nicht nur, auch Aussagen über unsere künftige Geschäftsentwicklung beinhalten. Während diese zukunftsgerichteten Aussagen unsere Einschätzung und unsere Geschäftserwartungen ausdrücken, können verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere wichtige Faktoren dazu führen, dass die tatsächlichen Entwicklungen und Resultate sich von unseren Erwartungen deutlich unterscheiden. Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Erlaubnis der UBS AG – zu welchem Zweck auch immer – weder reproduziert noch weiter verteilt noch neu aufgelegt werden. Quelle für sämtliche Daten und Grafiken (sofern nicht anders vermerkt): UBS Global Asset Management. Publiziert am 21. Juli 2009. Freigegeben für CH.

© UBS 2009. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den geschützten Marken von UBS. Alle Rechte vorbehalten.



UBS AG  
Global Asset Management  
Gessnerallee 3-5  
8001 Zürich