

Editorial

Kein Ende in Sicht	3
Marktüberblick	4

Marktumfeld

Wirtschaftliche Rahmenbedingungen	5
Hypothekarmarkt	7

Marktsegmente

Eigentumsobjekte	8
Mietwohnungen	11
Kommerzielle Immobilien	14

Fokus

Crowdfunding: Immobilieninvestments der Zukunft?	15
--	----

Anhang	20
--------	----

Herausgeber

Raiffeisen Economic Research
Martin Neff, Chefökonom
Stampfenbachstrasse 114
8006 Zürich

Autoren

Domagoj Arapovic
Michel Fleury
Francis Schwartz
Beatrice Stadler

economic-research@raiffeisen.ch

Weitere Raiffeisen-Publikationen

Hier können Sie die vorliegende
und auch weitere Publikationen von
Raiffeisen abonnieren.

Direkt-Link zur Webseite

KEIN ENDE IN SICHT

Es scheint, als gäbe es eine schier unumstössliche Regel am Schweizer Immobilienmarkt. Sie lautet: Es vergeht kein Quartal ohne Rekord. Im Berichtsquartal waren gleich mehrere zu verzeichnen. Einfamilienhäuser markierten gegen Ende des ersten Quartals 2019 ein neues preisliches Allzeithoch. Gleichzeitig waren noch nie so viele Eigentumswohnungen ausgeschrieben wie in den ersten drei Monaten 2019. Und auch auf der Finanzierungsseite wurden neue Superlative ausgelotet. Die Hypothekarzinsen testeten erfolgreich neue Allzeittiefen bei den längeren Laufzeiten. Kein Wunder ist das Hypothekarmarktwachstum ungebrochen hoch, ja sogar wieder höher als das gesamtwirtschaftliche Wachstum gemäss (nominellem) Bruttoinlandprodukt. Ein Ende der Jagd nach immer neuen Rekorden ist noch immer nicht in Sicht. Der Rekordtaumel scheint bei etlichen Marktteilnehmern nun doch Schwindel zu erregen.

Regulierung wird jedenfalls dichter

Vor allem die Aufseher sind unverändert alarmiert. Nachdem sie den Eigenheimmarkt mit einer Kaskade von Regulierungen sukzessive in die Schranken verwiesen haben, wenden sie sich seit geraumer Zeit dem Mietwohnungsmarkt zu. Das Wort „Renditeliegenschaften“ ist deshalb seit längerem in aller Munde. SNB und Finma zeigen sich jüngst auch immer besorgter über die Entwicklung im Mietwohnungsmarkt. Es ist daher absehbar, dass auch am Mietwohnungsmarkt die Bandagen bald schon enger gezurrt werden. Stresstests werden dem Regulator den Weg für entsprechende Schritte ebnen. Denn wie das Wort schon impliziert, gehen solche Tests nie spurlos an den Beteiligten vorbei. Noch setzt der Regulator darauf, dass die Banken von sich aus aktiv werden, um das Hypothekarwachstum zu dämpfen. Die Bankiervereinigung steht entsprechend in engem Kontakt mit der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht. Falls die Bankiervereinigung zur selben Auffassung in Bezug auf die aktuelle Lagebeurteilung im Markt gelangen sollte wie die Aufsichtsbehörden, zieht sie eine Anpassung ihrer Selbstregulierung in Betracht. Das dürfte letztendlich kaum vermeidbar sein, könnte es sich doch als das „kleinere Übel“ entpuppen als eine staatliche Beschränkung auf dem Verfügungs- bzw. Verordnungsweg. Letztlich geht es also gar nicht (mehr) um die Lagebeurteilung des Marktes, über die ohnehin nie Einigkeit herrscht. Aber heute Stresstests mit dem Makrorahmen

von vor dem letzten Immobilien-crash zu simulieren ist doch sehr weit her geholt. Der Markt hat seit dem schon etwas dazu gelernt.

Dynamischer Büromarkt

Das Bild einer zu exzessiven Bautätigkeit von Büro- und Gewerbeflächen täuscht auf den ersten Blick, zumindest wenn man den Zahlen Glauben schenkt. In etlichen grossen Büromärkten sind die Angebotsquoten nämlich rückläufig. In Zürich etwa hat sich die Quote in knapp vier Jahren fast halbiert und liegt mit heute etwa 4% in einem vernünftigen Rahmen. In Genf liegt sie doppelt so hoch, wobei Genf aber schon immer ein äusserst spezieller Büromarkt war, der stets höhere Sockelleerstände verzeichnete. Allerdings scheint sich die Projektierungstätigkeit im Sog des Wirtschafts- und Beschäftigungsbooms 2018 etwas all zu hoch geschaukelt zu haben, denn sie liegt heute um einiges über der absehbaren Nachfrage. Von daher ist kaum mit einer Kehrtwende der Büromieten zu rechnen. Sie dürften in den kommenden Monaten maximal stagnieren bis leicht korrigieren. Auch am Büromarkt ist der Zyklus sehr, sehr weit fortgeschritten.

Chance Crowdfunding?

Crowdfunding ist mehr und mehr im Kommen, denn auch „Kleinsparer“ haben heute Anlagenotstand und möchten daher am Immobilienboom partizipieren. Das Volumen ist noch sehr bescheiden, die Wachstumsraten sind dafür aber beachtlich. Wir diskutieren das Phänomen in der vorliegenden Immobilien Schweiz Publikation zwar nur ganz grundsätzlich. Zweifellos kann aber mittlerweile konstatiert werden, dass sich Crowdinvesting in der Schweiz etabliert zu haben scheint, währenddessen Crowdlending noch immer mit Anlaufschwierigkeiten kämpft. Die Logik von Crowdfunding ist immer dieselbe. Was man alleine nicht schafft, lässt sich gemeinsam bewältigen. Via „Crowd“ lässt sich demnach in Märkte investieren, die einem auf Grund hoher Losgrössen ansonsten versperrt blieben. Allerdings muss man sich auch darüber im Klaren sein, dass man letztlich Klumpenrisiken fährt, denn man ist in ein einziges Immobilien investiert.

Wir wünschen eine anregende Lektüre!

Nachfrage

→ Bevölkerung

Die Zuwanderung und das Bevölkerungswachstum lassen die Nachfrage nach Immobilien steigen, allerdings deutlich weniger stark als in den letzten Jahren. Die Nettozuwanderung betrug 2017 und 2018 je 45'000. Von 2008-2016 lag der jährliche Wanderungssaldo im Durchschnitt noch bei 75'000.

→ BIP

Die globale Konjunktur verliert an Schwung, was auch die Schweiz zu spüren bekommt. Für 2019 zeichnet sich ein Rückgang des BIP-Wachstums auf 1.0-1.5% ab, was etwa dem langfristigen Potential der Schweizer Wirtschaft entspricht.

→ Einkommen

Die konjunkturelle Abkühlung erfasst auch den Arbeitsmarkt. Das Beschäftigungswachstum verlangsamt sich. Da die Reallöhne kaum steigen, nimmt auch das aggregierte Haushaltseinkommen nur wenig zu.

↗ Finanzierungsumfeld

Eine Zinserhöhung im laufenden Jahr ist vom Tisch. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Negativzinsen noch lange bestehen bleiben, ist jüngst gestiegen. Die Hypothekarzinsen sind auf ein neues Rekordtief gefallen und dürften im weiteren Jahresverlauf wenn überhaupt nur leicht ansteigen.

↗ Anlagen

Weil das Tiefzinsumfeld noch lange bestehen bleibt, stellen Immobilien weiterhin eine vergleichsweise attraktive Anlageklasse dar. Investitionen in Renditeliegenschaften bieten trotz hoher Leerstandsquoten und rückläufigen Angebotsmieten nach wie vor ein gefragtes Rendite-/Risikoprofil.

Angebot

→ Bautätigkeit

Die Bauaktivität ist weiter hoch, aber die Bauwirtschaft hat das bestehende Überangebot erkannt und in den nächsten 1-2 Jahren wird das auf den Markt kommende Angebot an Mietwohnungen kleiner ausfallen. Eine harte Landung im Bausektor bleibt dank tiefer Zinsen und hoher Arbeitsvorräte unwahrscheinlich.

↗ Leerstände

Die Anzahl der leerstehenden Wohnungen nimmt weiter zu. Im Bereich der Renditeliegenschaften kommt es vereinzelt zu schmerzhaften Ausfällen, die Korrektur verläuft jedoch in geordnetem Rahmen. Die Investoren haben die Risiken erkannt, weshalb sich die rege Bautätigkeit abgekühlt hat.

Preisausblick

→ Eigentum

Die Preisentwicklung dürfte zukünftig weniger stark ausfallen, da sich das Wirtschaftswachstum verringert und die Zuwanderung nur noch für wenig neue Nachfrageimpulse sorgt. Ein deutlicher Nachfragerückgang nach Wohneigentum bleibt trotz rekordhoher Preise jedoch unwahrscheinlich, denn mit dem anhaltenden Tiefzinsumfeld bleibt Eigentum im Vergleich zur Miete die klar günstigere Wohnvariante.

↘ Mieten

In vielen Teilen der Schweiz kann aufgrund der hohen Leerstände und des wachsenden Angebots an neuen Wohnungen von einem weiteren Rückgang der Marktmieten ausgegangen werden. Die Korrektur bleibt aber moderat und ist nicht mit dem starken Einbruch zu Beginn der 1990er zu vergleichen.

WIRTSCHAFTLICHE RAHMENBEDINGUNGEN

Die Weltwirtschaft verliert an Schwung, was auch die Schweiz zu spüren bekommt. Im Bausektor, der bereits mit rückläufigen Umsätzen konfrontiert ist, wird der Verdrängungswettbewerb intensiver. Ein Einbruch der Bauaktivität droht jedoch nicht.

Der globale Wirtschaftsausblick ist nach wie vor eher nach unten gerichtet. In der Eurozone beispielsweise ist nach Italien auch die deutsche Industrie in die Rezession gerutscht. Das zeigen die rückläufigen Auftragsbestände (siehe Grafik) sowie der Einkaufsmanagerindex, der weit unter die Wachstumsschwelle gefallen ist. Die Gründe für die schlechte Unternehmensstimmung sind die Abkühlung der Weltwirtschaft, aber auch die anhaltenden politischen Unsicherheiten, beispielsweise um den Brexit, der nun erst am 31. Oktober erfolgen soll. Eine gesamtwirtschaftliche Rezession Deutschlands oder der Eurozone zeichnet sich momentan jedoch nicht ab. Da der Privatkonsum aufgrund der leicht steigenden Kaufkraft weiter zunimmt, bleibt die Binnennachfrage stabil. Dessen ungeachtet dürfte das BIP-Wachstum in der Eurozone nach rund 2% im Vorjahr 2019 lediglich 1% erreichen.

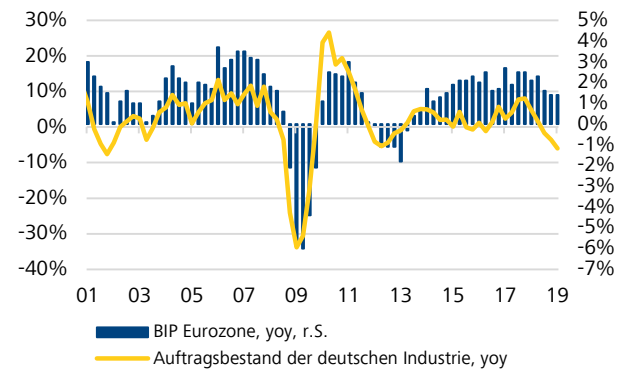
Chinas Wirtschaft hängt weiter am Staatstropf

Gegen eine Rezession in Europa spricht auch die Stabilisierung der chinesischen Konjunkturdynamik. Das Reich der Mitte macht mittlerweile 30-35% des globalen Wachstums aus und ist deshalb auch für die Eurozone ein wichtiger Taktgeber. Die besseren Konjunkturdaten aus China sind aber einmal mehr vor allem auf staatliche Infrastrukturinvestitionen zurückzuführen (siehe Grafik). Demnächst sollen noch Steuersenkungen folgen, weshalb das Haushaltsdefizit auf 5% des BIP steigen dürfte. Ein höheres BIP-Wachstum ist indes nicht zu erwarten. Das neue Wachstumsziel der Regierung liegt bei 6.0% bis 6.5% und ist damit leicht tiefer als im Vorjahr.

Wachstumslokomotive USA verliert an Fahrt

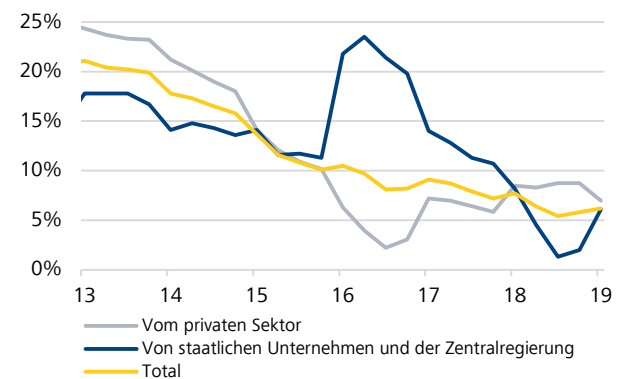
In den USA fällt der Ausblick ebenfalls durchmischt aus. Die Zinskurve ist erstmals seit 2007 invers, die langfristigen Zinsen sind also niedriger als die kurzfristigen (siehe Grafik), was als Indikator dafür gilt, dass die Wirtschaft in den nächsten 6-18 Monaten in eine Rezession schlittern könnte. Andere Konjunkturdaten zeigen aktuell jedoch keine erhöhte Rezessionsgefahr. Alles in allem dürfte das BIP-Wachstum dieses Jahr aber von 2.9% auf um die 2% sinken, weil der Fiskalimpuls der Steuerreform nachlässt und die Unternehmensinvestitionen weniger stark steigen als 2018.

Deutsche Industrierezession dämpft den Konjunkturausblick für die Eurozone

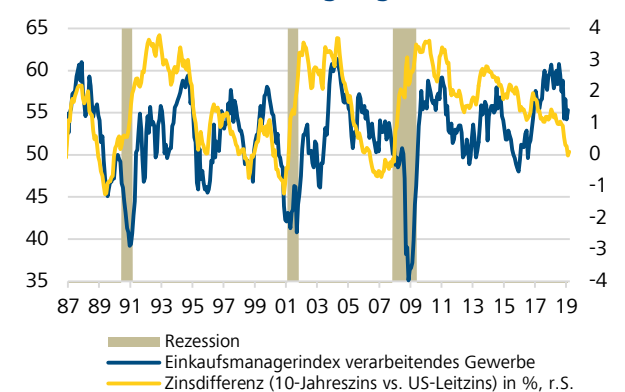


China weitet Konjunkturlösungen aus

Investitionen in Sachanlagen, yoy



US-Vorlaufindikatoren zeigen gemischtes Bild



Schweizer Wirtschaft ebenfalls schwächer

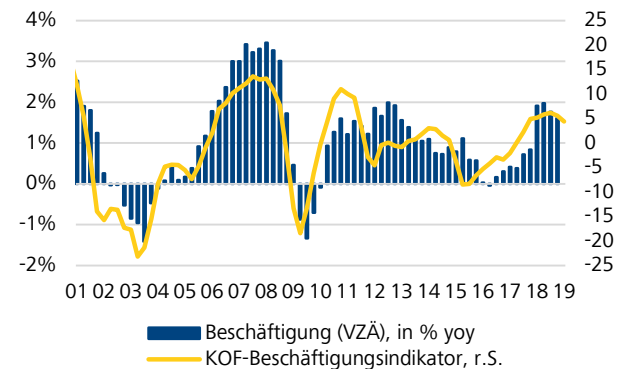
Wegen der nachlassenden globalen Konjunkturdynamik spürt auch die Schweizer Wirtschaft mehr Gegenwind. Sowohl der Einkaufsmanagerindex als auch das KOF Konjunkturbarometer fielen jüngst auf den niedrigsten Stand seit 2015. Vor vier Jahren verringerte sich das BIP-Wachstum aufgrund des Frankenschocks von 2.4% auf 1.3% und für das laufende Jahr erwarten wir eine ähnliche Abkühlung. Den Wachstumsrückgang werten wir aber als Normalisierung und nicht als Einbruch, da eine Wachstumsrate von 1.0-1.5% etwa dem langfristigen Potential der Schweizer Wirtschaft entspricht. Wie in der Eurozone schwächt sich dabei vor allem die Dynamik der Exporte und der Unternehmensinvestitionen ab, während der Privatkonsum robust bleibt. Die konjunkturelle Abkühlung erfasst zwar auch den Schweizer Arbeitsmarkt; das Beschäftigungswachstum hat sich zuletzt leicht verringert. Die Unternehmen planen aber nach wie vor, neue Stellen zu schaffen, wie der vorausschauende Beschäftigungsindikator der KOF zeigt (siehe Grafik).

Baugewerbe droht kein Einbruch

Für die Schweizer Bauwirtschaft fallen mit der Konjunkturverlangsamung wichtige Nachfrageimpulse weg. Die Umsätze im Baugewerbe sind bereits rückläufig. Speziell im Wohnungssegment aber auch im kommerziellen Bau wird der Verdrängungswettbewerb mit der Abkühlung der Wirtschaft noch intensiver. Die Nachfrage, die durch die Zuwanderung generiert wird, hat sich zwar stabilisiert. So war der Wanderungssaldo nach dem starken Minus von 2017 letztes Jahr nur noch leicht rückläufig (siehe Grafik). Insgesamt liegen die Nettozuwanderung und das Bevölkerungswachstum aber nach wie vor unter dem langfristigen Durchschnitt. In fast jeder vierten MS-Region war die Bevölkerung 2018 sogar rückläufig, darunter vor allem in ländlichen oder touristischen Regionen der West- und Südschweiz.

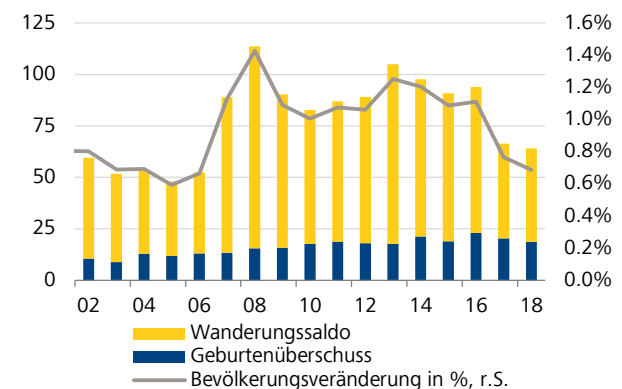
Ein Ende der Abwärtstendenz der Bauaktivität ist noch nicht absehbar, da der Wohnbau die Nachfrage weiterhin übersteigt. Die Leerstände dürfte daher auch dieses Jahr wieder steigen – zum neunten Mal in Folge. Eine harte Landung der Bauaktivität bleibt hingegen unwahrscheinlich. Eine Überhitzung der Wirtschaft ist zuletzt in noch weitere Ferne gerückt und damit ebenso ein Zinsschock.

Beschäftigung legt weiter zu



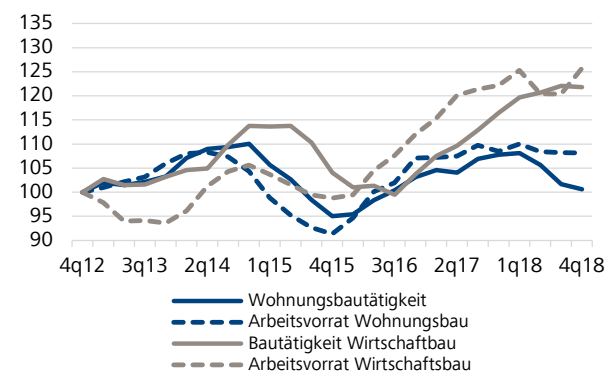
Unterdurchschnittliches Bevölkerungswachstum

Veränderung ständige Wohnbevölkerung in Tsd. und %



Wohnungsbau erneut rückläufig

Bauaktivität, indexiert, 12-Monatssummen, 4q12=100



HYPOTHEKARMARKT

Die Notenbanken haben es verpasst, die Zinsen zu normalisieren als die Konjunktur noch rund lief. Die Wahrscheinlichkeit von permanent tiefen Zinsen steigt. Hypotheken bleiben damit äusserst günstig, weshalb mit neuen regulatorischen Massnahmen nur Symptombekämpfung betrieben wird.

Die „grossen“ Währungshüter haben mit Ausnahme der US-Notenbank die gute weltwirtschaftliche Lage der letzten Jahre nicht dazu genutzt, die Normalisierung der Geldpolitik einzuleiten. Der Konjunkturabschwung, der jüngst eingesetzt hat, macht eine Normalisierung der Zinsen damit noch unwahrscheinlicher. Die amerikanische Federal Reserve hat weitere Zinserhöhungen bis auf Weiteres ausgeschlossen und am Markt ist neu gar eine Zinssenkung innert Jahresfrist eingepreist. In der Eurozone ist aufgrund der Rezession in Italien die Zinsnormalisierung wohl schon vom Tisch, bevor sie überhaupt begonnen hat. Die EZB schliesst eine Zinserhöhung in naher Zukunft aus. Stattdessen stellt sie den Banken mittels Langfriskrediten neue Liquidität zur Verfügung.

Schweizer Zinsen bleiben noch lange tief

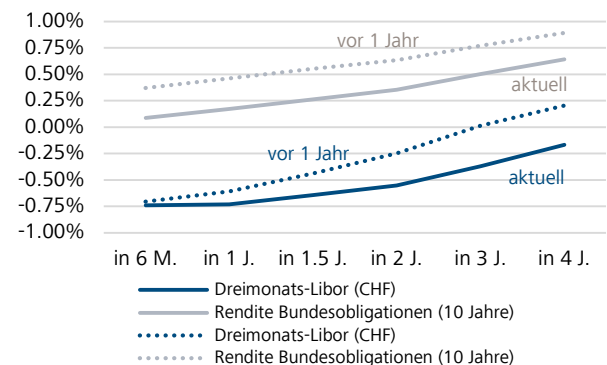
Wie die EZB hat auch die SNB den Ausstieg aus der Tiefzinspolitik verpasst. Eine Zinserhöhung steht 2019 auch in der Schweiz nicht mehr zur Debatte. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die Negativzinsen noch lange bestehen bleiben und zum Normalfall werden. An den Terminmärkten rechnen die meisten Investoren sogar in vier Jahren noch mit Minuszinsen (siehe Grafik). Folglich ist davon auszugehen, dass auch die Hypothekarzinsen nicht wesentlich steigen. Die Zinssätze für neue Hypothekengeschäfte sind jüngst über nahezu alle Laufzeiten hinweg auf neue Rekordtiefs gefallen (siehe Grafik).

Regulierung als Symptombekämpfung

Der Erwerb von Eigentum bleibt aufgrund der günstigen Finanzierungsbedingungen weiterhin äusserst attraktiv. Das ausstehende Hypothekenvolumen hat zuletzt erstmals seit 2015 wieder um mehr als 3% zugenommen (siehe Grafik). Damit wächst der Hypothekarmarkt auch wieder schneller als die Gesamtwirtschaft. Dies ist primär auf die Geldpolitik der Nationalbank zurückzuführen und nicht auf eine gestiegene Risikobereitschaft des Bankensektors. Solange die Zinsen tief bleiben, wird mit neuen regulatorischen Massnahmen zur Eindämmung des Hypothekarwachstums höchstens Symptombekämpfung betrieben.

Negativzinsen bleiben wohl noch lange bestehen

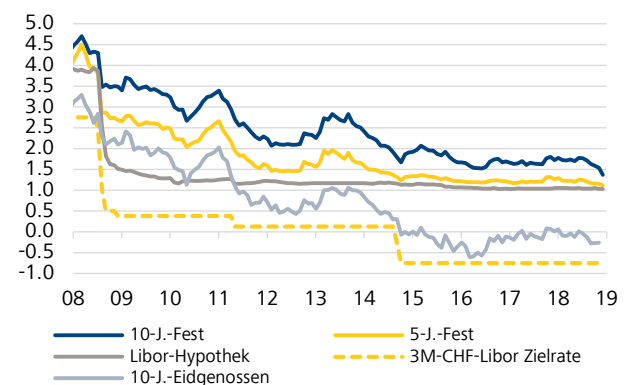
Von Terminkontrakten abgeleitete Markterwartung



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Economic Research

Rekordtiefe Hypothekarzinsen

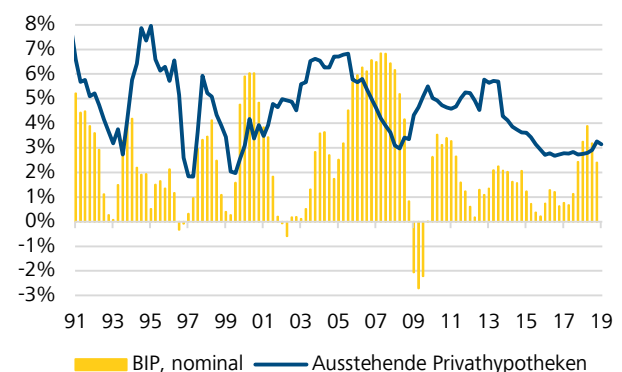
Zinssätze für Neugeschäfte, Mittelwert, in %



Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research

Hypothekenvolumen legt wieder stärker zu als BIP

BIP und ausstehende Privathypothen, yoy in %



Quelle: SECO, SNB, Raiffeisen Economic Research

EIGENTUMSOBJEKTE

Noch nie wurden so viele Eigentumswohnungen ausgeschrieben wie im letzten Quartal. Die STWE-Preise gerieten daher etwas unter Druck. Das EFH-Angebot bleibt dagegen dünn, folglich steigen die Preise. Die Nachfrage nach Eigentum ist nach wie vor intakt, trotzdem ist die Projektionstätigkeit weiter stark rückläufig.

Der hedonische Transaktionspreisindex für Einfamilienhäuser hat im ersten Quartal 2019 einen weiteren Rekordstand erklommen. Er notiert mit einem Plus von 2.9% deutlich höher als im Vorquartal. Der Preisindex für Eigentumswohnungen legt dagegen nach erfolgter Rekordjagd eine Verschnaufpause ein: Er steht gegenüber dem Vorquartal um -0.75% tiefer.

Divergenz erklärt sich angebotsseitig

Der Grund für die unterschiedliche Entwicklung der Eigentumssegmente dürfte auf der Angebotsseite zu finden sein. Noch nie wurden so viele Eigentumswohnungen zum Verkauf ausgeschrieben wie im letzten Quartal. Es wurden fast 25% mehr Inserate geschaltet als im Schnitt der letzten drei Jahre. Trotz dieser starken Angebotsausdehnung gerieten die Preise nur leicht unter Druck. Dies weil die Nachfrage nach wie vor intakt ist und die stark rückläufige STWE-Projektionstätigkeit eine Angebotsverknappung ankündigt.

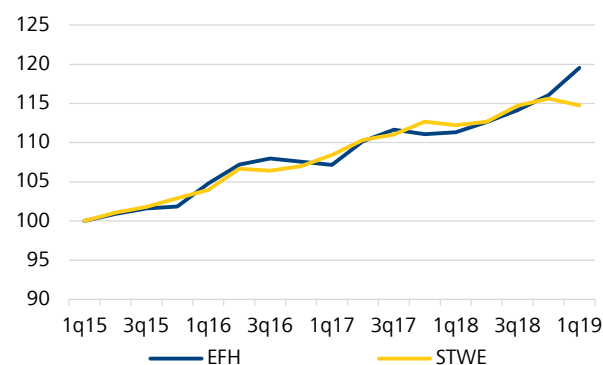
Das Angebot an Einfamilienhäusern ist dagegen schon länger knapp. Die Anzahl der neu zum Verkauf ausgeschrieben Häuser liegt mehr als 25% unter dem Rekordniveau von Mitte 2014. Ein Teil der hohen Preissteigerung bei den EFH dürfte sich auch durch die Antizipation einer künftig noch stärkeren Angebotsverknappung erklären lassen. Denn die Baugesuche für Einfamilienhäuser sind innert zwei Jahren mit einem Minus von 25% regelrecht weggebrochen. Ausserdem dürften die Diskussionen im Zusammenhang mit der Abstimmung über die Zersiedelungsinitiative vom Februar ebenfalls preistreibend gewirkt haben. Dadurch dürfte die Knappheit der Ressource Boden noch stärker ins Bewusstsein der Bevölkerung gerufen worden sein. Und von dieser Ressource beansprucht das EFH relativ betrachtet deutlich mehr.

Fundamentalfaktoren halten Nachfrage hoch

Der Haupttreiber für die hohe Nachfrage bleibt das tiefe Zinsniveau. Im ersten Quartal 2019 haben sowohl die 5- als auch die 10-jährigen Festhypotheken zwischenzeitlich neue Rekordtiefs markiert. Da keine Zinswende in Sicht ist, bleibt Eigentum bis auf weiteres zu rekordgünstigen Konditionen finanzierbar. Trotz seit einigen

Schere zwischen EFH und STWE öffnet sich

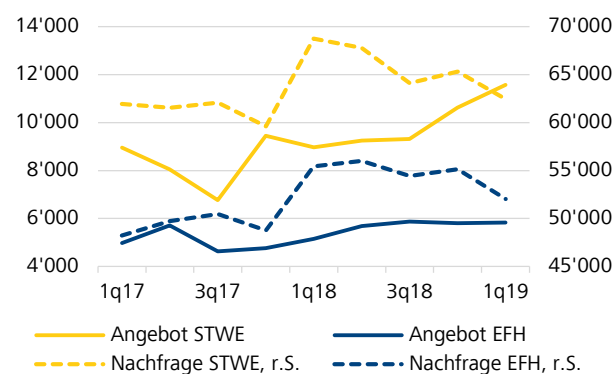
Raiffeisen Transaktionspreisindizes, 1q15=100



Quelle: SRED, Raiffeisen Economic Research

Rekordhohes Angebot an Eigentumswohnungen

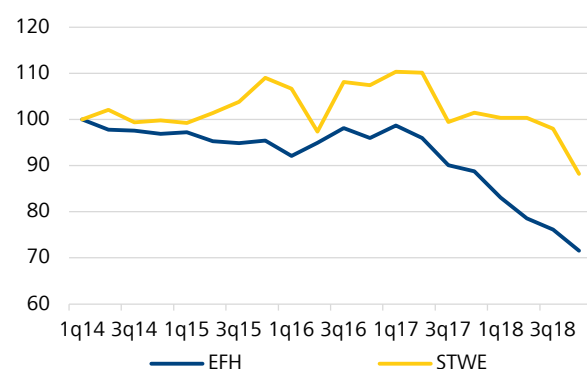
Anzahl ausgeschrieben Objekte (linke Skala) und Anzahl Suchabos (rechte Skala) auf Internetportalen



Quelle: Meta-Sys, realmatch360, Raiffeisen Economic Research

Neubautätigkeit: Einbruch beim STWE

Baugesuche, Neubau, 12-Monatssummen, 1q14=100



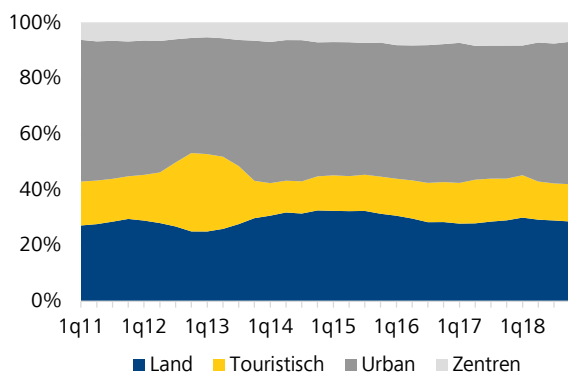
Quelle: Meta-Sys (Docu Media), Raiffeisen Economic Research

Quartalen rückläufiger Angebotsmieten bleibt Eigentum damit im Vergleich zur Miete nach wie vor die deutlich günstigere Wohnalternative.

Auch wenn sich die konjunkturellen Aussichten leicht eingetrübt haben, ist die wirtschaftliche Lage nach wie vor gut. Die Zuwanderung hat sich nach ihrem Rücksetzer wieder etwas erholt. Aus fundamentaler Sicht spricht wenig für einen starken Rückgang der Nachfrage nach Wohneigentum. Wir rechnen daher künftig mit weiter steigenden Preisen, wenn auch mit abgeschwächten Tempo.

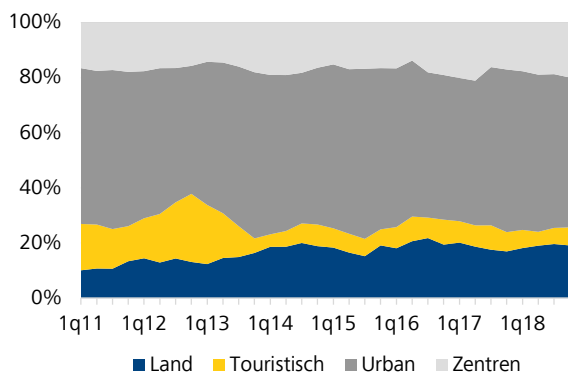
Wo werden Einfamilienhäuser gebaut?

Anteil Baugesuche für EFH pro Gemeindetyp



Trend zum Stockwerkeigentum auf dem Land

Anteil Baugesuche für STWE pro Gemeindetyp



Klammert man die Effekte der Zweitwohnungsinitiative aus, war die Verteilung der Baugesuche über die verschiedenen Gemeindetypen in den letzten Jahren relativ stabil. Nach dem Ja der Stimmbevölkerung zur Initiative im März 2012 ging bei den Bauämtern der touristischen Gemeinden eine wahre Flut an Baugesuchen ein. Viele Bauherren wollten ihre Projekte noch vor dem Inkrafttreten der neuen Gesetzgebung von den Behörden bewilligen lassen.

In den dicht besiedelten Zentren der Schweiz werden wegen der Knappheit von bezahlbarem Bauland seit Jahren kaum mehr Einfamilienhäuser gebaut. Mit Abstand am meisten EFH entstehen in den urbanen Vorstadtgemeinden. Deutlich zugenommen hat der STWE-Baugesuchanteil, welcher aus den ländlichen Gemeinden stammt. Beinahe 20% der Eigentumswohnungen werden heute in ländlichen Gemeinden erstellt. Auch dort kann sich, angesichts der gestiegenen Bodenpreise, nicht mehr jeder ein Einfamilienhaus leisten. Und er muss zur Erfüllung des Traums vom Eigenheim vermehrt auf die preisgünstigeren Eigentumswohnungen zurückgreifen.

Regionale Preisentwicklung

Wachstumsraten Transaktionspreisindizes, Stand 1q19
Aktuell: gleitendes Mittel der Vorjahresveränderungen über 4 Quartale in %

	EFH		STWE	
	Ø 13-18	aktuell	Ø 13-18	aktuell
Schweiz	3.2	4.0	4.0	2.6
1 Zürich	3.9	3.7	4.5	2.5
2 Ostschweiz	2.6	4.2	5.6	3.2
3 Innerschweiz	1.4	11.6	4.6	6.4
4 Nordwestschw.	3.9	2.6	4.8	1.8
5 Bern	4.7	5.8	5.2	3.7
6 Südschweiz	1.6	2.5	3.5	0.9
7 Genfersee	0.7	3.9	2.6	1.9
8 Westschweiz	3.7	-0.8	5.2	5.0

Quelle: SRED, Raiffeisen Economic Research

Sowohl im EFH- wie auch im STWE-Segment war die Preisentwicklung in der vergangenen Jahresperiode in der Innerschweiz mit Abstand am stärksten ausgeprägt. Dort haben Einfamilienhäuser innert Jahresfrist mehr als 11% an Wert zugelegt. Die Innerschweiz setzt damit die Aufholjagd, welche schon im letzten Quartal Fahrt aufgenommen hatte, in noch beschleunigter Geschwindigkeit fort. Die Region weist noch ein gewisses Aufholpotential auf, denn die Hauspreise sind in der Innerschweiz in den Jahren 2013 bis 2018 mit 1.4% p.a. stark unter dem Schweizer Schnitt von 3.2% p.a. gestiegen. Nur die Region Genfersee vermeldete in dieser Periode ein tieferes Preiswachstum, dort ist die Geschichte aber eine andere: Der Arc Lémanique war die Boomregion Mitte der 2000er Jahre bis Anfang der 2010er Jahre und legte ab dann auf hohem Niveau eine längere Atempause ein.

Hohe Regulierungsdichte

Im Nachgang der vom Platzen des spekulativ aufgeblähten amerikanischen Immobilienmarkts ausgelösten Finanz- und Wirtschaftskrise 2008, wurde die Bankenbranche von den nationalen und internationalen Regulatoren deutlich stärker an die Kandare genommen, so auch in der Schweiz. Mit einer höheren Regulierungsdichte sollte eine neuerliche kreditfinanzierte Blasenbildung auf den Immobilienmärkten verhindert und das Bankensystem stabilisiert werden.

Neben allgemein deutlich verschärften Eigenkapitalvorschriften führte das Basel III Regelwerk zur Einführung des antizyklischen Kapitalpuffers. Mit seiner erstmaligen Aktivierung im Februar 2013 mussten Schweizer Banken ihre Kredite mit 1% mehr Eigenkapital unterlegen als bisher. Im Januar 2014 beschloss der Bundesrat auf Antrag der SNB eine Erhöhung dieses Kapitalpuffers auf 2%. Der Kapitalpuffer könnte theoretisch noch auf 2.5% erhöht werden, sollte die SNB zum Schluss kommen, dass die Risiken sich weiter erhöhen.

Auch in der Selbstregulierung der Bankenbranche wurde die Schraube in der Kreditvergabe deutlich angezogen. So wurde die Amortisationspflicht für 2. Hypotheken verschärft. Neuhypotheken müssen innert 15 statt bisher 20 Jahren auf 65% amortisiert werden und die Amortisation hat regelmässig zu erfolgen. Bei der Festlegung der Belehnungsbasis wurde das Niederstwertprinzip zwischen Verkehrswert und Kaufpreis eingeführt. Objekte, die unter dem Verkehrswert erworben werden, können so nur noch relativ zum tatsächlichen Kaufpreis belehnt werden. Umgekehrt ist bei überbeurteilt gekauften Objekten der neu Verkehrswert die relevante Belehnungsbasis.

Die Tragbarkeitsregeln wurden dahingehend verschärft, dass bei Doppelverdienern das Zweiteinkommen nur noch anrechenbar ist, wenn die Schuldner solidarisch füreinander haften. Bei Personen ab 50 muss die Tragbarkeit neu auch für die Zeit nach der Pensionierung berechnet werden und für die Bewilligung der Hypothek gegeben sein. Weiter wurden die Eigenkapitalvorschriften verschärft, sodass heute mindestens 10% der Belehnungshöhe mit hartem Eigenkapital finanziert werden muss, welches nicht aus Pensionskassenvorbezug stammt.

Warnungen weitgehend verstummt

Weil die Banken auch in diesem deutlich engeren regulatorischen Korsett bei der Berechnung der Tragbarkeit trotz anhaltendem Tiefzinsumfeld diszipliniert an

den historisch hohen kalkulatorischen Zinssätzen von ca. 5% festhalten, sind die Warnungen seitens der Regulatoren bezüglich einer Blasenbildung im Eigenheimmarkt in den letzten Monaten weitgehend verstummt. Dies trotz regelmässig auf immer neue Rekordniveaus angestiegener Preise. Auch die Regulatoren sehen die aktuell bezahlten Eigenheimpreise offenbar als fundamental erklärbar an.

Die Finma hat im Dezember 2018 bei den achtzehn wichtigsten Schweizer Hypothekarbanken einen vielbeachteten Stresstest durchgeführt. Im simulierten Stressszenario würden „nur“ 30% der errechneten Kreditverluste im Segment des selbstgenutzten Wohneigentums entstehen. Dies obwohl dieses Segment für über 70% des Hypothekarvolumens verantwortlich ist. Die Argusaugen des Regulators haben ihren Fokus deshalb weg vom Wohneigentumssegment hin zu den Renditeliegenschaften verschoben. Falls in nächster Zeit denn überhaupt eine Landung im Eigentumssegment bevorsteht, dann spricht vieles für eine sanfte.

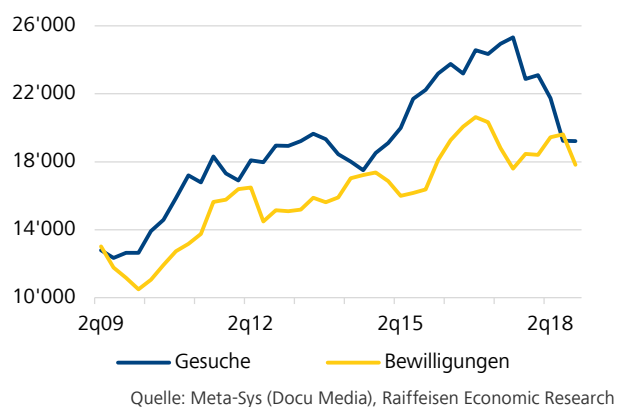
MIETWOHNUNGEN

Rekordhohe Leerstände und die starke Produktion neuer Mietwohnungen dominieren bereits seit längerem die Diskussion. Nun moniert auch der Regulator die Ungleichgewichte im Bereich der Renditeeigenschaften. Allmählich sinkende Mietpreise weisen aber deutlich auf ein „Soft Landing“ am Mietwohnungsmarkt hin.

Auch zu Beginn des neuen Jahres ist ein einheitlicher medialer Tenor über den schweizerischen Mietwohnungsmarkt zu vernehmen. Es kann regelmässig von historisch einmalig hohen Leerständen, von sinkenden Mieten und von einer ungebremsen (Über)produktion von Mietwohnungen gelesen werden. Auch vom Regulator sind deutliche Anzeichen einer wachsenden Angst vor Blasenbildung und Crash im Segment der Renditeeigenschaften zu vernehmen. Stresstests und verbale Androhungen von Staatseingriffen zeugen davon. Wie wir bereits in den letzten Immobilien Schweiz Publikationen besprochen haben, ist unserer Meinung nach das Szenario eines „Soft Landing“ aber viel plausibler als das eines Immobiliencrashes wie in den frühen 1990er Jahren. Dies ist an den Anpassungsprozessen ersichtlich, welche seit einiger Zeit am Mietwohnungsmarkt in Gang gekommen sind. So zeigt sich beispielsweise ein Rückgang der Anzahl neuer Baugesuche für Mietwohnungen. Trotz historisch niedriger Zinsen und der Attraktivität von Renditeeigenschaften als Anlageform, bewegt sich die Anzahl neu eingereichter Baugesuche wieder auf dem Niveau der Jahre 2012-2015. Auch die Zahl der schlussendlich erteilten Baubewilligungen hat seit dem Höhepunkt in den Jahren 2016-2017 einen Rückgang erlebt.

Rückgang der Baugesuche und Baubewilligungen

Wohneinheiten für MWG (Neubau, 12-Monatssummen)



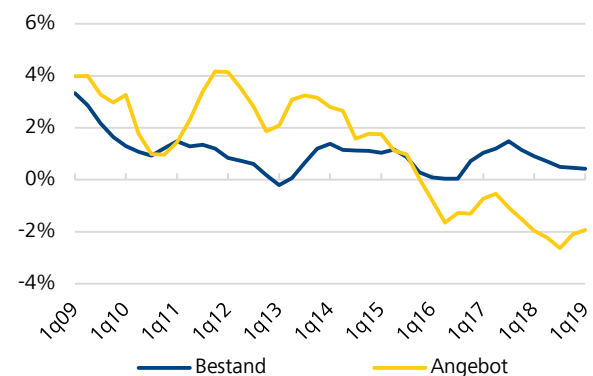
Als Haupttreiber hinter dieser Entwicklung sind getrübt Renditeaussichten aufgrund sinkender Einnahmen im Mietwohnungssektor zu sehen. Das wachsende Ange-

bot an neuen Wohnungen hat neben der Erhöhung des Leerstandes Druck auf die Ertragskalkulationen und somit auch auf die Angebotsmieten ausgeübt. Die durch tiefere Mieten und höhere Leerstände geschmäleren Renditen sollten auf mittlere Frist dämpfend auf den Bau neuer Mietwohnungen wirken.

Weiter sinkende Angebotsmieten

Mietpreiswachstum, yoy

Bestandesmieten und Angebotsmieten



Die Entwicklung der Mietpreise zeigt, dass die Mieten bei Neuvermietungen seit 2016 am Sinken sind. Aufgrund mietrechtlicher Beschränkungen und einer gewissen Trägheit der Schweizer beim Umzug schlagen sich veränderte Angebotsmieten nur bedingt in tieferen Bestandesmieten nieder. Dennoch zeigen die rückläufigen Angebotsmieten, dass Umziehen attraktiver wird und Vermieter im Falle von leerwerdenden Wohnungen vermehrt mit Mietzinseinbussen rechnen müssen.

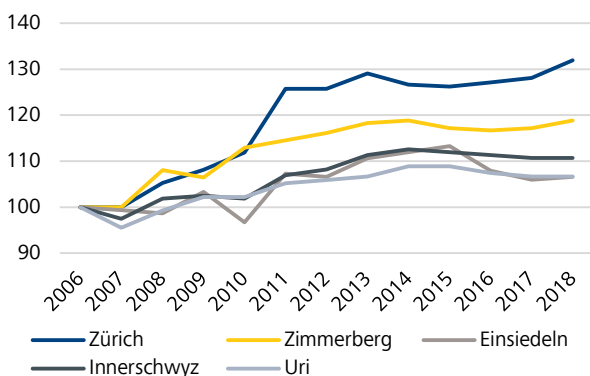
Deutliche regionale Unterschiede

Die Preisentwicklung in urbanen Grosszentren wie Zürich, Genf oder Basel ist kaum mit der Entwicklung in ländlichen Gebieten der Schweiz vergleichbar. Eine Betrachtung auf einer tieferen Aggregatsebene ist daher angebracht: Die Karte (S.13) zeigt die Preisentwicklung einer typischen Schweizer Mietwohnung mit 4 Zimmern und 100 Quadratmeter zwischen ihrem jeweiligen preislichen Höhepunkt in den Jahren 2014 bis 2016 und dem Jahr 2018 in den einzelnen MS-Regionen. Insgesamt wurden Mietpreissenkungen bzw. Stagnationen in 57

der 106 Schweizer MS-Regionen festgestellt. Es zeigt sich, dass bei Neuvermietungen der erwähnte Wohnungstyp vor allem in der Südschweiz und der Inner-schweiz deutlich günstiger wurde. Aber auch in der Ostschweiz, der Nordwestschweiz und der Region Zürich werden in weiten Teilen aktuell tiefere Preise verlangt. Die Region Bern hingegen ist (noch) durch leichte Preissteigerungen geprägt. Die Region Westschweiz weist ebenfalls vornehmlich positive Vorzeichen auf. Am Genfersee entwickeln sich die Gebiete um Genf und Lausanne unterschiedlich.

Distanz zu Grosszentren als entscheidender Faktor?

Modellierte Angebotsmiete für Mietwohnung mit 4-Zimmer und 100 m², indexiert (2006=100)



Quelle: Meta-Sys, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

Eine imaginäre Reise von der Stadt Zürich aus, dem Zürichsee entlang Richtung Innerschweiz zeigt, wie unterschiedlich sich die Preise in verschiedenen Regionen entwickelt haben. In der Stadt Zürich haben eine hohe Nachfrage, ein knappes Angebot und fehlende Flächen für neue Projektentwicklungen für ein hohes, steigendes Preisniveau gesorgt. In der an die Stadt Zürich grenzenden Region Zimmerberg ist eine ähnliche Entwicklung zu beobachten. Nach einem Rückgang zwischen 2015 und 2016 steigt der Angebotspreis für die hier diskutierte 4 Zimmer Wohnung wieder leicht an. In der Region Einsiedeln hingegen nahmen nach dem Höhepunkt 2015 die Angebotspreise ab. In den letzten beiden dargestellten Regionen – Innerschweyz und Uri – ist seit 2014/2015 der Angebotspreis ebenfalls rückläufig, wenn auch weniger deutlich.

Soft Landing am Mietwohnungsmarkt

In vielen Teilen der Schweiz kann in absehbarer Zeit von tendenziell sinkenden Mieten ausgegangen werden. Mit grösseren Rückgängen der Angebotsmiete kann insbesondere in peripher gelegenen, urbanen Regionen gerechnet werden, in denen in den letzten Jahren über-

mässig viele neue Wohnungen auf den Markt gekommen sind. Diese Anpassungen sind aber als notwendige Korrektur im Rahmen des sich im Gange befindlichen „Soft Landing“ zu lesen und nicht als Vorbote einer nächsten Immobilienkrise.

Schuld sind immer die Banken

Im Zusammenhang mit dem von ihr so wahrgenommenen Ungleichgewicht am Markt für Renditeliegenschaften und ihrem kürzlich durchgeführten Stresstest hat die Finanzmarktaufsicht jüngst wieder den Mahnfinger in Richtung Bankenbranche erhoben. Der Regulator verweist dabei gerne auf das Hypothekarmarktwachstum, welches in den letzten Jahren stärker ausgefallen ist als das der Gesamtwirtschaft.

In Tat und Wahrheit sind der durch das tiefe Zinsniveau ausgelöste Anlagenotstand und die damit einhergehende Renditedifferenz von Immobilienanlagen im Vergleich zu risikolosen Anlagen aber verantwortlich für die aktuelle Situation. Dies zeigt sich darin, dass vor allem auch institutionelle Anleger wie Pensionskassen oder Versicherungen, welche ohne oder mit nur geringer Fremdfinanzierung im grossen Stil Renditeobjekte erstellen oder erwerben. „Schuld“ an den hohen Preisen ist demnach vor allem die Geldpolitik, denn sie beeinflusst die Zinsen.

Selbstregulierung statt Staatseingriff

Trotzdem hat der Regulator den Geschäftsbanken verschärfte Regeln in Form höherer Eigenkapitalvorschriften angedroht, sollte sich die Branche nicht selbst strengere Regeln auferlegen. Die Bankiervereinigung hat diesem Druck bereits nachgegeben und eine Arbeitsgruppe eingesetzt, welche im Sommer mit hoher Wahrscheinlichkeit eine restriktivere Handhabung der Belehnungshöhe und der Dauer der Amortisation bei der Finanzierung von Renditeliegenschaften beschliessen könnte. Damit soll der gleiche Weg der verschärften Selbstregulierung eingeschlagen werden, welcher im Eigentumssegment zur Anwendung kam.

Ein Ausbau des flächendeckenden, unspezifischen und starren regulatorischen Korsetts bestraft genau die falschen Banken und trifft nicht die immer wichtiger werdenden neuen Hypothekarmarktteilnehmer. Zudem wären gerade die preistreibenden institutionellen Anleger von einer schärferen Bankenregulierung nicht betroffen.

Immer höhere Messlatten

Die bestehenden Eigenmittelanforderungen sind im Nachgang der durch die Immobilienkrise in den USA ausgelösten Finanzkrise durch die Basel III Regulierungen bereits deutlich verschärft worden. Zusätzlich zu diesen höheren Grundanforderungen an die Kapitalisierung hat der Bundesrat auf Anraten der SNB den antizyklischen Kapitalpuffer eingeführt und bis auf 2% erhöht. Durch diese Massnahmen stehen die Banken schon heute auf deutlich solideren Füßen als in der Vergangenheit.

Wenn die Finma nun wie in ihrem im Dezember durchgeführten Stresstest feststellt, das im stärksten Stressszenario, welches eigentlich ein Weltuntergangsszenario darstellt, 50% der Banken die Kapitalanforderungen nicht mehr erfüllen, dann bezieht sich das auf diese bereits höhere Messlatte und sagt alleine noch wenig über die tatsächlichen Risiken aus. Die gebildeten höheren Reserven sind ja gerade dafür da, solche Stressszenarien aufzufangen. Je höher der Regulator das Mindestkapital ansetzt, desto eher wird dieses in einem Stressfall verletzt.

Bei einzelnen Banken, die hohe Risiken eingehen, kann die Finma schon heute situativ einschreiten und noch höhere Anforderungen erlassen – dies hat die Finma bei 11 Instituten auch bereits getan.

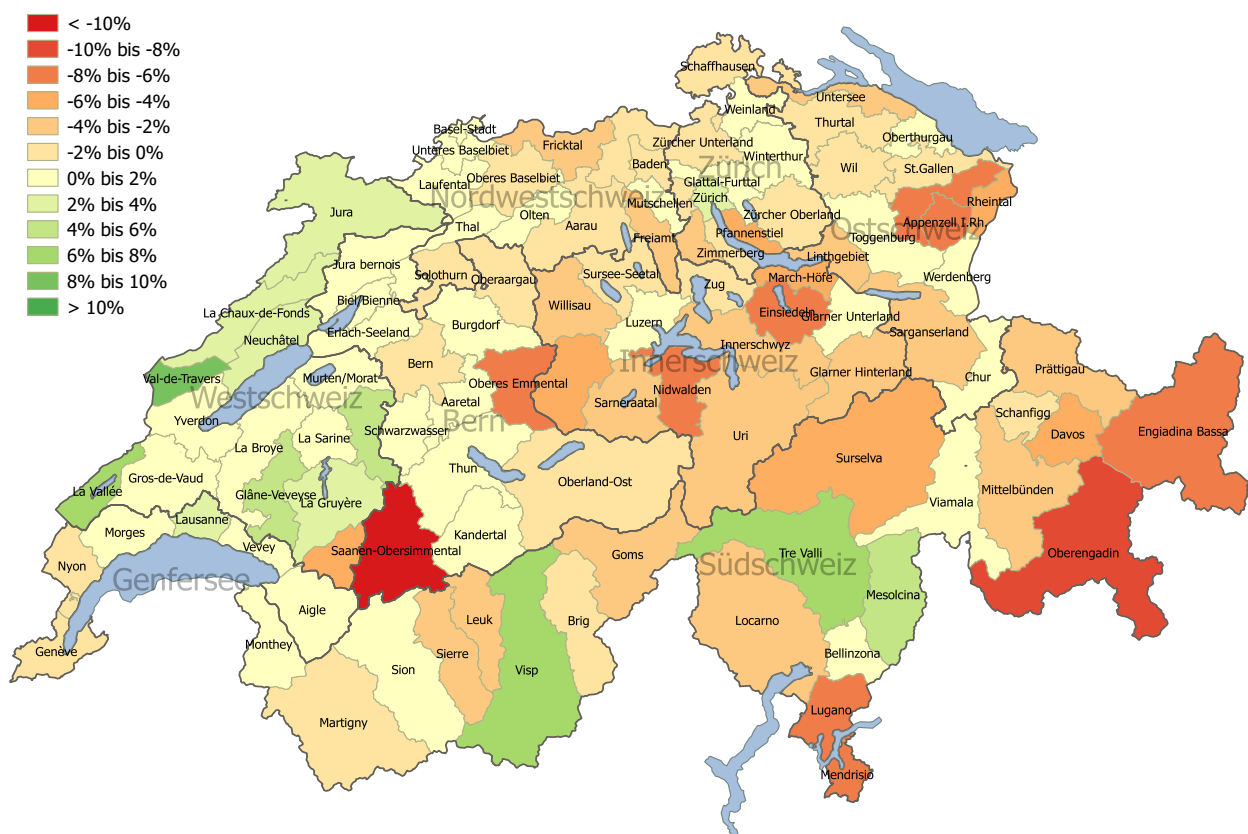
Alles ist relativ

Gemäss dem erwähnten Stresstest haben sich die Risiken weg vom selbstfinanzierten Wohneigentum hin zu den Renditelienschaften verschoben. Obwohl die Kredite im Segment für Renditelienschaften nur 30% des Hypothekarvolumens ausmachen, wären 70% der Kreditverluste auf dieses Segment zurückzuführen. Das mag so sein, ist aber eine relative Betrachtung. Das Geschäft mit dem selbstbewohnten Wohnen wurde in der Vergangenheit deutlich stärker reguliert. Dort konnten sich gar keine grossen neuen Risiken aufbauen, was die Gefahren in diesem Segment natürlich reduziert hat. Diese relative Betrachtung sagt aber wenig über die absoluten Risiken aus.

Die absoluten Risiken schätzen wir auch im Mietwohnungssegment nach wie vor als kalkulierbar ein. Denn nichts deutet in absehbarer Zeit auf einen massiven Zinschock hin und nur ein solcher würde eine echte Gefahr für die Renditeobjekt-Portfolios darstellen. Die ersten Anzeichen einer sanften Landung sind ausserdem schon ersichtlich und wir erachten dieses daher unverändert als das wahrscheinlichste Szenario.

Veränderungen der Mietpreise in den Schweizer MS-Regionen

Differenz der Angebotsmiete für eine Durchschnittswohnung (4-Zimmer, 100 m²) zwischen 2014-2016 und 2018



Quelle: Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

KOMMERZIELLE IMMOBILIEN - BÜRO

Die Büroleerflächen haben sich im letzten Jahr reduziert. Neben dem Beschäftigungswachstum haben auch Preiskonzessionen die Nachfrage nach Büros angekurbelt. Trotz rückläufiger Bautätigkeit werden weiterhin mehr Bürogebäude gebaut als nachgefragt. Und gebaut wird nicht immer da, wo die Nachfrage ist.

Der Schweizer Büromarkt präsentiert sich Ende 2018 in heterogener Verfassung. Im teuersten Büromarkt der Schweiz, in Genf, wird derzeit jeder zehnte Quadratmeter zur Vermietung angeboten. Ein starkes Beschäftigungswachstum und Preisabschläge haben die Leerflächen zwar etwas reduziert, eine Trendwende hin zu einem tieferen Leerstandniveau sehen wir darin aber nicht. Die für die nächsten Jahre projektierte Angebotsausweitung liegt über dem Nachfragepotential, das aus dem Beschäftigungswachstum abgeleitet werden kann. Vor allem weil gerade dort gebaut wird, wo die Leerstände ohnehin schon hoch sind, sprich in der Peripherie. In Lausanne und Basel sind die Angebotsquoten dagegen tief. Hier wird die gefüllte Projektpipeline die Leerstände aber ebenfalls ansteigen lassen, denn die Beschäftigungsdynamik ist in beiden Städten schwach.

Neue Bürokonzepte reduzieren die Nachfrage

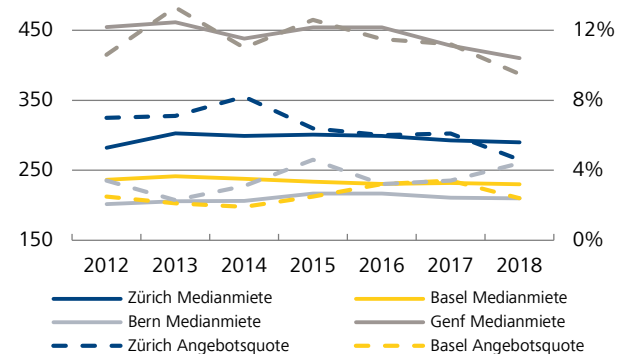
Durch Grossraumbüros und moderne Bürokonzepte wie Desk-Sharing, Homeoffice und Coworking hat sich die Bürofläche pro Mitarbeiter in Europa gemäss Property Market Analysis in den letzten Jahren jährlich um 0.6% p.a. reduziert. Dieser Strukturwandel ist in der Schweiz noch nicht weit fortgeschritten. 77% der Büroangestellten in der Schweiz haben immer noch einen eigenen Arbeitsplatz. Homeoffice ist nach wie vor die Ausnahme und auch Coworking-Modelle sind noch eine Randerscheinung. Da viele Unternehmen künftig solche Konzepte einführen wollen, wird sich dieser Trend wohl beschleunigen. Über die Hälfte der Zusatznachfrage nach Büroflächen durch das Beschäftigungswachstum – welches in den letzten 5 Jahren 1.1% p.a. betrug – wird wohl künftig durch den sinkenden Flächenverbrauch pro Mitarbeiter absorbiert.

Strukturelle Leerstände und trotzdem wird gebaut

Die Immobilienwirtschaft baut trotz dieser Erkenntnis weiter mehr Büros als nötig. Der Grund ist einfach: Investitionen in Büroliegenschaften bleiben aufgrund der Renditedifferenz zu den Bundesobligationen für institutionelle Anleger nach wie vor höchst interessant. Die Ursache für die künftig steigenden Leerstände im Büromarkt ist damit dieselbe wie im Markt für Wohnrenditeliegenschaften.

Hohes Preisniveau, hohe Leerstände?

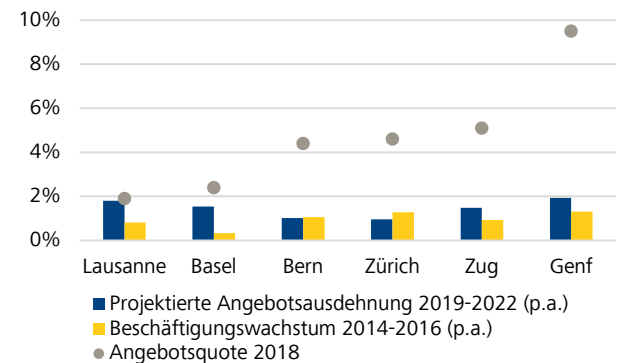
Medianmiete pro Jahr pro m2 (linke Skala) und Angebotsquote in % (rechte Skala)



Quelle: Wüest Partner, JLL, Raiffeisen Economic Research

Westschweiz: Region der Extreme

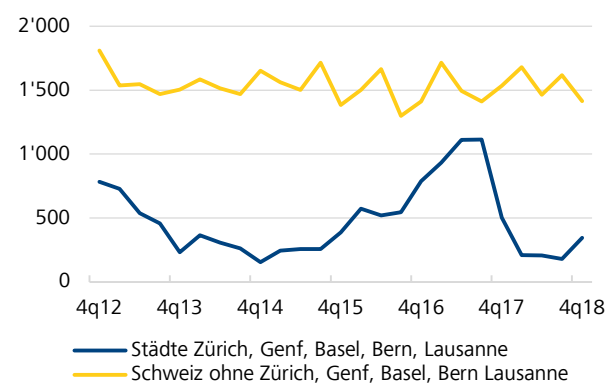
Nachfragepotential, Angebot und Angebotsausdehnung



Quelle: Wüest Partner, JLL, Raiffeisen Economic Research

Projektionstätigkeit reagiert kaum auf Überangebot

Baugesuche, gleitende 4-Quartalssummen, in CHF Mio.



Quelle: Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

CROWDFUNDING: IMMOBILIENINVESTMENTS DER ZUKUNFT?

Seit einigen Jahren mischen Crowdfunding-Plattformen den Schweizer Immobilienmarkt auf. Mit Miteigentümermodellen für Renditeliegenschaften und Schwarmfinanzierungen von Hypotheken ergeben sich neue Investitionsmöglichkeiten für Anleger, die von den attraktiven Renditen im Immobiliensektor profitieren wollen.

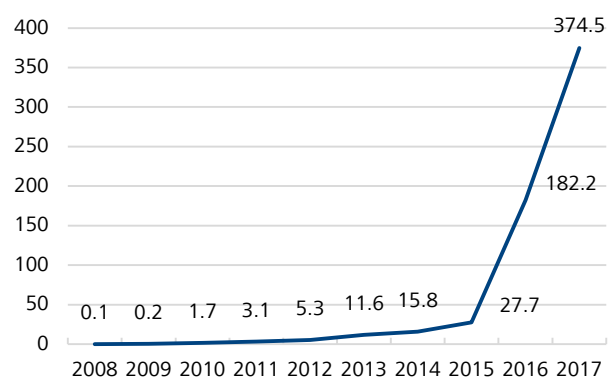
Die Finanzierung des Sockels der Freiheitsstatue mittels 160'000 Einzelspenden Ende des 19. Jahrhunderts zeigt, dass das Konzept der Schwarmfinanzierung nur bedingt eine durch die Digitalisierung geschaffene Neuerung darstellt. Dennoch war es aber das Internet, welches auch für weniger bekannte und ambitionierte Projekte die Möglichkeit von Finanzierungen durch die „Crowd“ eröffnete. Mit Plattformen wie Kickstarter und Indiegogo startete Crowdfunding zu Beginn des neuen Jahrtausends seinen weltweiten Siegeszug. Jährlich wachsen in allen Weltregionen sowohl das Volumen als auch die Zahl finanzierter Projekte stark an. Allein in den 3 grössten Crowdfunding-Märkten der Welt – China, USA und Grossbritannien – wurden 2016 rund 235 Milliarden Franken vermittelt.

Crowdfunding in der Schweiz

Dieser Trend schwappte mit etwas Verspätung auch in die Schweiz über. Seit dem ersten Markteintritt 2008 ist die Zahl der Marktteilnehmer stetig gestiegen. Anfangs 2018 boten mehr als 40 Firmen in der Schweiz verschiedene Formen des Crowdfundings an. Dieser schnelle Anstieg ging mit einer rasanten Zunahme der finanzierten Projekte und des Finanzierungsvolumens einher. 2017 wurden in der Schweiz mehr als 5'000 Kampagnen mit einem Gesamtvolumen von 374.5 Millionen Franken erfolgreich finanziert, was einem Volumenwachstum von 192% gegenüber dem Vorjahr entspricht. In sehr naher Zukunft sollte die Milliardenengrenze geknackt werden.

Crowdfunding-Volumen in der Schweiz

Investitionsvolumen in Mio. CHF



Quelle: Hochschule Luzern, Raiffeisen Economic Research

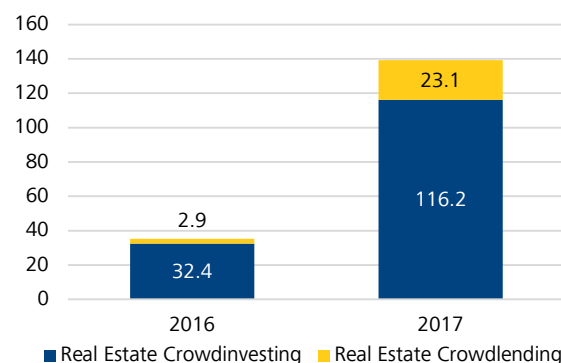
Crowdfunding in der Immobilienbranche

Ein Haupttreiber dieses markanten Wachstums ist unter anderem das sogenannte Crowdinvesting in Renditeliegenschaften. Seit 2015 ist es dank Plattformen wie Crowdhouse, ImmoYou, CROWDLI und anderen möglich, Miteigentümer einer Immobilie zu werden und dabei stattliche Renditen einzufahren. Das rasante Wachstum dieser Branche zeugt vom Bedürfnis kleinerer Anleger nach Investitionsmöglichkeiten im Immobiliensektor. Im Dezember 2015 wurde die erste Immobilie mittels Crowdinvesting finanziert. 2016 wurden bereits 32.3 Mio. Franken via Crowdinvesting in Immobilienmitteigentum platziert. Bis 2017 erhöhte sich das Volumen um mehr als das Dreifache auf CHF 116 Mio.

Die zweite Form der Schwarmfinanzierung, die sich zurzeit am schweizerischen Immobilienmarkt findet, ist die Hypothekarvergabe per Crowdlending. Dabei wird über eine Plattform wie CreditGate24, Hyposcout oder Raizers eine Immobilie durch mehrere Kreditgeber gleichzeitig finanziert. Obwohl diese Form des Immobilien-Crowdfundings in der Schweiz etwa gleichlang wie Crowdinvesting angeboten wird, konnte sich Crowdlending noch nicht im gleichen Mass durchsetzen. Dennoch erlebte es in den letzten Jahren ein immenses Wachstum. 2016 wurden 2.9 Mio. Franken über diese Plattformen vergeben, 2017 waren es bereits CHF 23.1 Mio.

Real Estate Crowdfunding-Volumen

Investitionsvolumen in Mio. CHF



Quelle: Hochschule Luzern, Raiffeisen Economic Research

Real Estate Crowdlending

Die Vergabe eines crowdfinanzierten Immobilienkredit läuft üblicherweise nach folgendem Muster ab: Ein interessierter Kreditnehmer stellt auf einer Crowdlending-Plattform, welche solche Finanzierungen anbietet, einen Kreditantrag. Im Rahmen dieses Antrags muss er die für eine Prüfung der Bonität und Kreditfähigkeit nötigen Informationen offenlegen. Wenn der Plattformbetreiber die Kreditprüfung abgeschlossen hat, publiziert er den Kreditantrag auf seiner Homepage. Kreditgeber können dort dann aus einer Reihe von individuellen Kreditbegehren auswählen und gegebenenfalls investieren. Sobald der Gesamtbetrag des Kreditantrages zusammengetragen wurde, wird das Projekt finanziert.

Es muss angemerkt werden, dass sich die Geschäftsmodelle der verschiedenen Anbieter deutlich unterscheiden. So bieten primär französischsprachige Plattformen Kredite für professionelle Projektentwickler an. Diese eher kurzfristigen Immobilienkredite werden üblicherweise innerhalb von 12-36 Monaten zurückbezahlt. Zudem befinden sich viele der bereits finanzierten Objekte im europäischen Ausland. Investitionen mit deutlich unter 10'000 Franken sind möglich und somit auch für Kleinanleger interessant. Die erwarteten Eigenkapitalrenditen bewegen sich je nach Projekt und Anbieter zwischen 6 und 12%.

Auch Businessmodelle welche sich näher an der klassischen Hypothekarkreditvergabe bewegen, finden sich am Schweizer Markt. Diese sind sowohl an Privatpersonen als auch an Unternehmen gerichtet. Hierbei werden primär auf bereits belehnte Immobilien zusätzliche Kredite im Grundpfand vergeben. Diese dürfen durchaus auch für zweckfremde Ausgaben verwendet werden. Da diese Anbieter weder der Selbstregulierung der Banken noch der Finma-Regulatorien unterliegen, sind Tragbarkeitsberechnungen mit Zinssätzen von deutlich unter 5%, Loan-to-Value Belehnungen von mehr als 80% sowie amortisationsfreie Zweithypotheiken erhältlich. Auf einigen dieser Plattformen wird unverhüllt damit geworben, dass Kredite vergeben werden, welche bei etablierten Kreditinstituten keine Chance hätten. Der Preis dafür schlägt sich natürlich in deutlich höheren Hypothekarzinsen nieder. Diese Plattformen versuchen neben Privatpersonen auch institutionelle Anleger als Gläubiger zu gewinnen.

Bisher spielt sich das Real Estate Crowdlending in der Schweiz vor allem ausserhalb des klassischen Hypothekarmarktes der Banken ab. Hierfür dürfte wohl vor allem das aktuelle Tiefzinsumfeld verantwortlich sein, welches zu rekordtiefen Hypothekarzinsen bei den etablierten

Anbietern geführt hat. Es gibt für kreditwürdige Personen, welche sich innerhalb der regulatorischen Grenzen bewegen wollen, keine Notwendigkeit sich bei neuen, unerprobten Anbietern umzuschauen.

Der zweite Grund für die eher nischenhafte Entwicklung dieser Immobilienfinanzierungsart ist in den regulatorischen Grenzen zu suchen. Bis zum 1. April dieses Jahres war es für Privatkredite unterhalb CHF 1 Mio. nicht erlaubt, sich diese von mehr als 20 Investoren finanzieren zu lassen. Gerade im Immobilien-Crowdlending mit den naturgemäss hohen Kreditvolumen, stellte dies für klassische Schwarmfinanzierungsmodelle eine problematische Hürde dar. Diese Liberalisierung kann das zukünftige Wachstum des Real Estate Crowdlendings, trotz starker Konkurrenz auf dem Hypothekarmarkt, nur begünstigen.

Real Estate Crowdinvesting

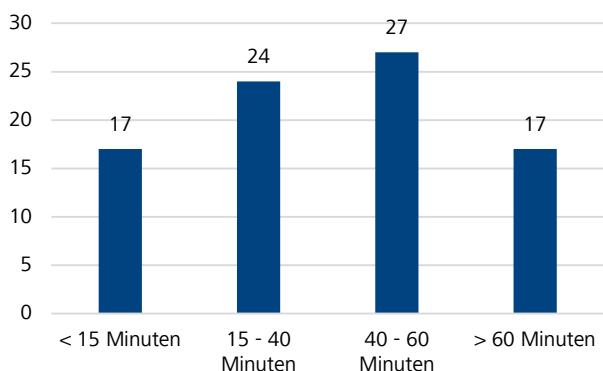
Mit dem Markteintritt von Crowdhouse und dem ersten per Crowdinvesting finanzierten Kauf einer Liegenschaft Ende 2015 begann ein regelrechter Boom. Innerhalb von nur drei Jahren wurden knapp 90 Renditeobjekte per Schwarmfinanzierung abgewickelt. Eine grosse Zahl von Personen ist damit zum Miteigentümer einer Immobilie geworden.

Das Grundkonzept einer Renditeliegenschaft im Miteigentümerbesitz folgt hierbei folgendem Schema: Der Crowdinvesting-Anbieter sucht sich geeignete Immobilien für einen Kauf aus und leistet gegebenenfalls für die Reservation eines Objektes eine Anzahlung. Zudem klärt der Plattformbetreiber die Hypothekarbelehnung mit einem Finanzinstitut ab, welche üblicherweise zwischen der Hälfte und zwei Drittel des Kaufpreises liegt. Anschliessend schreibt er die zu finanzierende Renditeliegenschaft auf seiner Website aus. Interessierte Investoren können dann auf der Plattform sämtliche Details zum Objekt wie Grundrisse, Lagebeschreibungen, Renditekalkulationen oder Bewertungsgutachten betrachten. Bei Interesse kann ein Investment in gewünschter Höhe zugesichert werden. Aktuell liegt die Mindestinvestition bei CHF 10'000. Bestimmte Anbieter kennen aber auch deutlich höhere Mindestbeträge. Sobald genügend finanzielle Mittel gesammelt werden konnten, wird mit der Bank und dem Verkäufer die Handänderung finalisiert. Sämtliche beteiligte Investoren werden dadurch zu Miteigentümern und sind nach Besitzanteilen im Grundbuch aufgeführt. Der Plattformbetreiber erhält im Gegenzug ein Vermittlungshonorar, welches üblicherweise bei 3% des Kaufpreises liegt. Um den Betrieb und Unterhalt der Immobilie kümmert sich, gegen

Gebühr, ebenfalls der Betreiber. Die Miteigentümer erhalten in regelmässigen Abständen ihren Anteil an den Erträgen, welche ihr Renditeobjekt nach Abzug der Betriebskosten und Rückstellungen abwirft. Der einzige Aufwand für Eigentümer ist in diesem Modell die Teilnahme an den regelmässig stattfindenden Eigentümersammlungen. Da werden Beschlüsse über die Entwicklung der Liegenschaft und die Verwendung der Sicherheitsrückstellungen gefasst. Beim Verkauf der Besitzanteile leistet der Plattformbetreiber ebenfalls administrative Unterstützung, was die Transaktionskosten für den Verkäufer reduziert. Allerdings besteht normalerweise ein Vorkaufsrecht bereits bestehender Miteigentümer und des plattforminternen Sekundärmarktes. Aufgrund des grossen Erfolges und der Neuartigkeit dieser Art des Miteigentümermodells sind Plattformbetreiber grosser brancheninterner und medialer Aufmerksamkeit ausgesetzt. Damit einhergehend sind immer wieder kritisch mahnende Stimmen zu hören. Insbesondere die Lage und der Kaufpreis der zu erwerbenden Liegenschaften sowie die versprochenen hohen Renditen sind unter Experten immer wieder ein Diskussionsthema.

Standort der crowdfinanzierten Immobilien

Anzahl Objekte nach ÖV-Reisezeit zum nächsten grösseren Zentrum in Minuten



Quelle: ARE, Crowdfunding Plattformen, Raiffeisen Economic Research

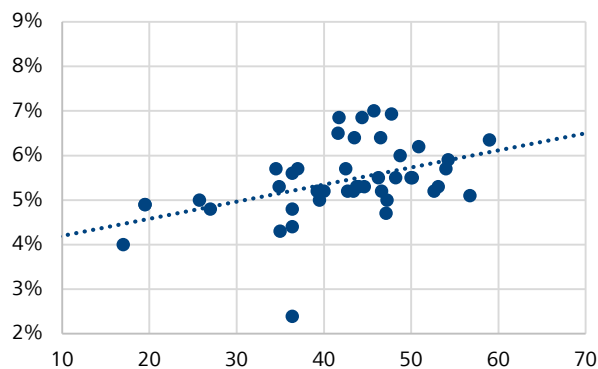
Ein Blick auf die Standorte der aktuell auf den Plattformen einsehbaren und eindeutig geografisch zuweisbaren Finanzierungsprojekte und bereits erworbener Immobilien zeigt, dass sich der Grossteil der Liegenschaften nicht unbedingt an Top-Lagen befindet. Gerade einmal 17 Objekte (20%) befinden sich in einem urbanen Zentrum wie Zürich, Basel oder Lausanne oder in deren unmittelbaren Einzugsgebiet. Es muss aber angemerkt werden, dass von den Objekten, welche sich an diesen Top-Lagen befinden, knapp die Hälfte in St. Gallen steht. Die Ostschweizer Stadt weist einen verhältnismässig entspannten Mietwohnungsmarkt auf und ist nicht mit Grosszent-

ren wie Genf, Zürich oder Basel zu vergleichen. 28% der angebotenen beziehungsweise erfolgreich finanzierten Objekte stehen im weiteren Einzugsgebiet der wichtigsten Schweizer Städte. Mit rund einem Drittel befindet sich der Grossteil der Objekte in Gemeinden, welche mit öffentlichen Verkehrsmitteln 40 – 60 Minuten von den Grosszentren entfernt sind. Weit abgelegen liegen mit 17 Objekten gleichviele Liegenschaften wie an den sehr guten Lagen.

Zudem weisen viele der Gemeinden, in denen die Objekte stehen, relativ hohe Insertionszeiten auf. Ende 2018 musste in der Schweiz eine Wohnung im Schnitt 36 Tage lang inseriert werden, um einen neuen Mieter zu finden. 69% der auf Crowdfunding Plattformen angebotenen und finanzierten Objekte stehen in Gemeinden mit höheren Insertionszeiten. 20 Prozent dieser Liegenschaften liegen in Gemeinden mit einer mittleren Insertionszeit von über 50 Tagen.

Tatsächliche Rendite und Insertionszeit

Effektive Ausschüttungsrendite p.a. im Verhältnis zur mittleren Insertionszeit für Mietwohnungen in Tagen



Quelle: Meta-Sys, Crowdfunding Plattformen, Raiffeisen Economic Research

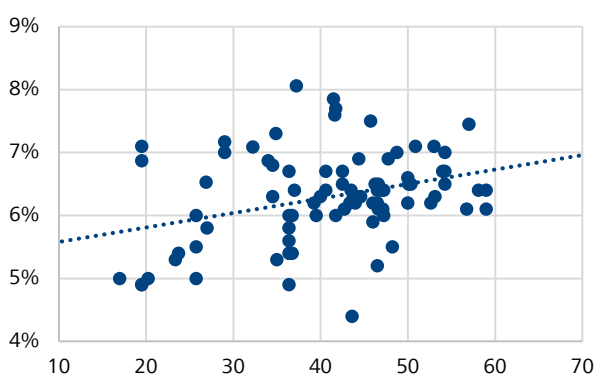
Durchschnittliche Insertionszeiten stellen einen guten Indikator für die aktuelle Marktsituation dar. Hohe Insertionszeiten deuten auf eine tiefere Nachfrage und/oder einen übersättigten Mietwohnungsmarkt hin. Es besteht daher auch ein starker Zusammenhang zwischen der Lage einer Gemeinde und der mittleren Insertionsdauer. Damit einhergehend kann erwartet werden, dass die Rendite einer Liegenschaft mit steigender Insertionsdauer zunimmt. Dies ist auf die Tatsache zurückzuführen, dass in weniger attraktiven Gemeinden und in entspannten Mietmärkten das Leerstandsrisiko deutlich höher ist. Es besteht zudem eine grössere Wahrscheinlichkeit auf Mietzinssenkungen. Um diese einnahmenseitigen Gefahren zu kompensieren, kaufen risikoscheue Investoren Liegenschaften in solchen Gemeinden zu einem tieferen Preis. Dies schlägt sich naturgemäss in höheren Eigenkapitalrenditen nieder.

Es zeigt sich, dass der Zusammenhang zwischen der tatsächlich ausgeschütteten Rendite und der mittleren Insertionszeit auch bei per Crowdfunding gekauften Liegenschaften besteht. Eine Liegenschaft in der Stadt Zug, wo Wohnungen im Schnitt nach 17 Tagen vermietet werden, erzielte beispielsweise eine Ausschüttungsrendite von 4%. Das im ländlichen Ramsen (SH) liegende Objekt erzielte hingegen eine Rendite von 7%. In dieser Gemeinde muss eine Wohnung für die Vermietung im Schnitt mit 48 Tagen fast drei Mal so lange ausgeschrieben werden als in Zug. Dies kann als Hinweis gedeutet werden, dass die Crowdfunding-Plattformen bei der Suche nach Liegenschaften ihre Hausaufgaben machen.

Die Diskussion bezüglich Lage und erzielter Ausschüttungsrendite zeigt, dass sich Crowdfunding-Anbieter primär ausserhalb der Top-Lagen bewegen. Dies ist wahrscheinlich auch notwendig, um mit attraktiven Renditen möglichst viele Investoren für möglichst viele Projekte anzuwerben. Nur so können diese Unternehmen ihre Vermittlungsgebühren und Verwaltungshonorare erzielen. Zudem ist es im aktuellen Anlagenotstand schwierig, bei erstklassigen Objekten gegen institutionelle Anleger zu bestehen. Es stellt sich aber die Frage, ob im Bestreben neue Crowdfunder anzuwerben, auch in Zukunft ähnlich plausible Renditekalkulationen durchgeführt werden.

Erwartete Eigenkapitalrendite und Insertionszeit

Erwartete Eigenkapitalrendite p.a. im Verhältnis zur mittleren Insertionszeit für Mietwohnungen in Tagen



Quelle: Meta-Sys, Crowdfunding Plattformen, Raiffeisen Economic Research

Der Vergleich der durch die Anbieter erwarteten Eigenkapitalrenditen mit der Insertionszeit zeigt einen deutlich weniger starken Zusammenhang. Die Streuung ist im Verhältnis zur effektiven Ausschüttungsrendite deutlich grösser. Dies könnte als Hinweis gedeutet werden, dass bei den Renditeberechnungen etwas grosszügig umgegangen wird. Bis auf einzelne Ausnahmen wurden

aber bisher die erwarteten Renditen auch ausgeschüttet. Obwohl die bisher veröffentlichten Ausschüttungen mehrheitlich mit den Prognosen deckungsgleich waren, gilt es angesichts der wachsenden Konkurrenz in diesem Markt Vorsicht walten zu lassen. Mehr Konkurrenz könnte Anbieter zu optimistischeren Renditeprognosen verleiten.

Beispielhafte Renditeprognose

Anhand der Berechnungsart des Marktführers soll an dieser Stelle exemplarisch eine Renditeprognose dargestellt werden:

Erwerb	
Kaufpreis	10'000'000
Kaufnebenkosten	280'000
Honorar Plattformbetreiber (3%)	300'000
Gesamterwerbspreis	10'580'000
Eröffnungsbetrag Sicherheitsfonds	100'000
Abzug Festhypothek (55%)	-5'500'000
Aufzubringender Kaufpreis	5'180'000
Prognostizierte Jahresrechnung	
Nettomieteinnahmen p.a.	400'000
Leerstandspuffer (3%)	-12'000
Zins Hypothek (0.82%)	-45'000
Unterhalt und Instandhaltung	-25'000
Betriebskosten	-16'000
Honorar Plattformbetreiber	-16'000
Liegenschaftsertrag p.a.	286'000
Eigenkapitalrendite	5.52%
Reservebildung Sicherheitsfonds	-52'000
Erwartete Ausschüttung p.a.	234'000
Erwartete Ausschüttungsrendite	4.52%

Zu den effektiven Kaufkosten einer Liegenschaft werden sämtliche Kaufnebenkosten und das 3-prozentige Vermittlungshonorar des Plattformbetreibers addiert. Vom Gesamterwerbspreis wird die bei der Bank aufgenommene Hypothek, gemessen am ursprünglichen Kaufpreis, abgezogen. Zum Restbetrag muss eine je nach Alter und Zustand des Objekts variierende Summe für den Anfangssaldo des Sicherheitsfonds der Miteigentümergeinschaft aufgebracht werden. Dies ergibt dann das durch die Crowdfunder aufzubringende Eigenkapital.

Auf der Einnahmeseite wird der Nettomiettertrag nach dem aktuellen Mieterspiegel errechnet. Davon werden der Hypothekarzins, die budgetierten Unterhalts- und Instandhaltungskosten, die budgetierten Betriebskosten sowie das Verwaltungshonorar des Crowdfundingbe-

treibers abgezogen. Des Weiteren wird seit einiger Zeit ein Leerstandspuffer von 3-5% in die Berechnung miteinbezogen. Anhand des jährlichen Liegenschaftsertrages lässt sich die Eigenkapitalrendite ableiten. Von dieser wird schlussendlich ein Betrag von rund einem Prozent zur Erhöhung des Sicherheitsfonds für Unterhalt, Sanierungen, etc. zurückbehalten. Der Rest entspricht der jährlichen Ausschüttungsrendite.

Die Hauptgründe für die stark variierenden Erwartungsrenditen sind wahrscheinlich in der nicht immer einheitlichen Berechnung der prognostizierten Eigenkapitalrendite und uneinheitlichen Begriffsdefinitionen zu suchen. So sind beispielsweise deutliche Unterschiede in der Höhe der Leerstandspuffer, der Höhe der Sicherheitsrückstellungen sowie der Verwaltungshonorare feststellbar. Dies schlägt sich natürlich in deutlich unterschiedlichen Renditeprognosen nieder. Zudem werden Begrifflichkeiten undifferenziert verwendet. So wird die Eigenkapitalrendite mit oder ohne Amortisation und mit oder ohne Sicherheitsrücklagen ausgewiesen. Dies macht die prognostizierten Erträge zwischen den Anbietern nur schwer vergleichbar.

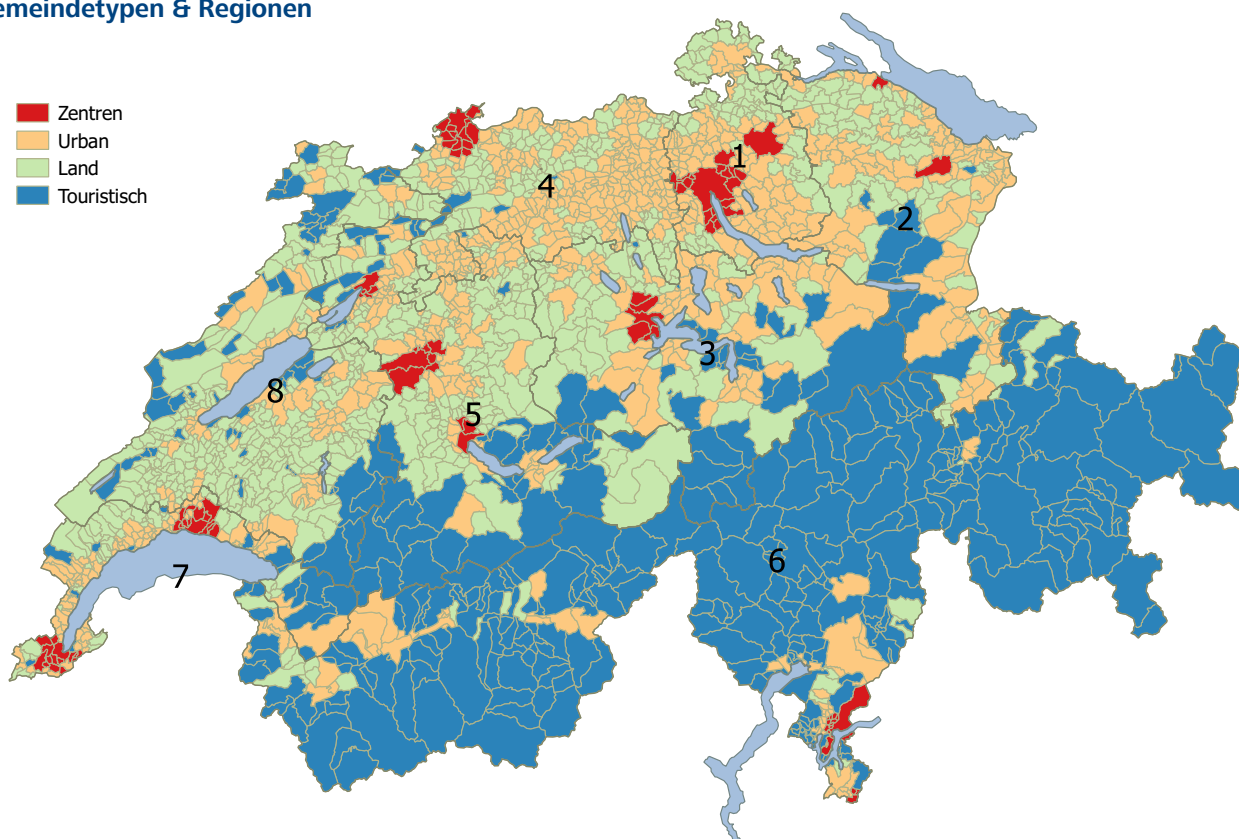
Das Geschäftsmodell der Crowdinvesting-Anbieter hat im Wohnungsmarkt der vergangenen Jahre sehr gut funktioniert. Tiefe Hypothekarzinsen, tiefe Leerstände und hohe Mieten haben attraktive Renditen ermöglicht und dieser neuen Immobilienanlageform zum Erfolg verholfen. In einem von Überangebot geprägten Mietwohnungsmarkt, besteht die Gefahr, dass diese Ausschüttungen sehr schnell dahinschmelzen. Der Verkauf eines nur abstrakten Anteils einer Liegenschaft könnte künftig schwieriger werden. Zusätzlich gilt es zu bedenken, dass alle Anbieter noch relativ neu am Markt sind. Konkurse von Plattformen können nicht ausgeschlossen werden. Obwohl die Besitzanteile prinzipiell unabhängig vom Anbieter im Besitz des Miteigentümers sind, können die Folgen eines Konkurses für den Verwaltungsaufwand und die Wertentwicklung des Immobilienanteils nur schwer abgeschätzt werden. Vor einem allfälligen Investments in Immobilienmiteigentum gilt es also sich ganz genau mit dem Anbieter, dem Objekt und den Renditekalkulationen auseinanderzusetzen.

Initial Coin Offering (ICO) und Immobilitontokens

Es vergeht kaum eine Woche in der man in den Medien nicht von neuen, auf Blockchain basierten Investmentmöglichkeiten hört. Obwohl diese Investitionsform nicht dem typischen Crowdfunding entspricht, soll sie aufgrund gewisser Ähnlichkeiten zum Crowdinvesting und angesichts des markterschütternden Potentials dieser Entwicklung abschliessend kurz besprochen werden. Da sich der Immobilienmarkt besonders gut für den Einsatz der blockchainbasierten Distributed-Ledger-Technologie eignet, sind diverse neue Produkte und Dienstleistungen in der Entstehung. Verschiedene Schweizer FinTech-Firmen versuchen aktuell, neue Investmentprodukte im Immobiliensektor marktreif zu machen. Die bekanntesten in der Entstehung stehenden Modelle basieren auf der „Tokenisierung“ eines Anlagewertes. Üblicherweise wird hierbei eine Renditeliegenschaft teilweise oder auch als Ganzes in einzelne digitale Bruchteile unterteilt. Die Anwendung auf ganze Immobilienportfolios ist ebenfalls denkbar. In einem sogenannten Initial Coin Offering (ICO) wird, ähnlich zu einem Initial Public Offering (IPO) beim Börsengang eines Unternehmens, das Gesamtprojekt finanziert. Als Gegenwert erhalten die Crowdinvestoren Asset-Token in Höhe der getätigten Investition. Diese eindeutig identifizierbaren, nicht duplizierbaren digitalen Besitztsscheine berechtigen dann zum anteilmässigen Erhalt der von der Immobilienanlage erbrachten Rendite. Zudem können diese Anlagetoken mit wenigen Klicks ausserhalb der klassischen Finanzmärkte gehandelt werden. Die Unterteilung der Anlage untersteht theoretisch keiner Grenze. Es wäre möglich, Bruchteile einer Immobilie für nur 1 Franken zu handeln.

Der grosse Vorteil dieser Entwicklung liegt primär in der hohen Liquidität einer eigentlich illiquiden Anlage und in der gesteigerten Effizienz im Handel der Besitztsscheine. Die Technologie, die Anbieter und deren Geschäftsmodelle müssen sich aber erst noch am Markt beweisen. Es muss daher mit Totalausfällen und regulatorischen Markteingriffen gerechnet werden.

Gemeindetypen & Regionen



Leerwohnungsziffer (2018)

in %

	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.
Schweiz	1.6	0.9	2	1.9	1.8
1 Zürich	1.1	0.5	1.6	2	-
2 Ostschweiz	2.2	2.3	2.2	1.9	1.7
3 Innerschweiz	1.3	1.5	1.1	1.5	1.4
4 Nordwestschweiz	2	0.8	2.5	2	1.6
5 Bern	1.8	0.9	2.7	2.1	1.4
6 Südschweiz	2.1	2.6	2.4	2.1	1.9
7 Genfersee	0.8	0.5	0.9	1.6	2.2
8 Westschweiz	1.7	-	1.7	1.8	1.6

Baubewilligungen (2018)

in % des Wohnungsbestands

	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.
Schweiz	1.1	0.7	1.3	1.3	0.5
1 Zürich	1	0.8	1.1	1.3	-
2 Ostschweiz	1.2	0.9	1.2	1.2	0.8
3 Innerschweiz	1.3	1.1	1.3	1.5	1.4
4 Nordwestschweiz	1.2	0.5	1.4	1.5	0.4
5 Bern	0.7	0.5	1	0.9	0.3
6 Südschweiz	0.9	1.6	1.6	2.2	0.4
7 Genfersee	0.9	0.6	1.7	1	0.4
8 Westschweiz	1.4	-	1.5	1.5	0.9

Bevölkerung (2018)

Ständige Wohnbevölkerung, Total und in %

	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.
Schweiz	8'542'323	29.5	49.4	14.4	6.7
1 Zürich	1'602'515	48.7	44.8	6.5	-
2 Ostschweiz	933'624	10.5	69.8	17.6	2.1
3 Innerschweiz	841'274	19.2	58.4	18.3	4.1
4 Nordwestschweiz	1'423'719	24.1	65.8	9.9	0.1
5 Bern	1'026'885	35.9	38.3	20.4	5.4
6 Südschweiz	817'247	12.8	35.9	6.2	45.2
7 Genfersee	1'092'575	60.8	29.1	5.9	4.2
8 Westschweiz	804'484	-	52.4	42.4	5.2

Steuerbares Einkommen (2015)

Durchschnitt, in CHF

	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.
Schweiz	59'000	62'000	62'000	53'000	45'000
1 Zürich	67'000	66'000	68'000	59'000	-
2 Ostschweiz	54'000	53'000	55'000	53'000	43'000
3 Innerschweiz	69'000	56'000	80'000	55'000	55'000
4 Nordwestschweiz	60'000	67'000	58'000	56'000	59'000
5 Bern	50'000	53'000	51'000	46'000	46'000
6 Südschweiz	48'000	61'000	49'000	44'000	44'000
7 Genfersee	68'000	61'000	85'000	75'000	49'000
8 Westschweiz	52'000	-	52'000	52'000	48'000

Quelle: BFS, Meta-Sys (Docu Media), ESTV, Geostat, Regionen nach WP, Raiffeisen Economic Research

Verwendete Abkürzungen

ARE	Bundesamt für Raumentwicklung	SBV	Schweizerischer Baumeisterverband
BFS	Bundesamt für Statistik	SECO	Staatssekretariat für Wirtschaft
Finma	Finanzmarktaufsicht	SNB	Schweizerische Nationalbank
KOF	Konjunkturforschungsstelle	SRED	Swiss Real Estate Datapool

Kein Angebot

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie stellen also weder ein Angebot im rechtlichen Sinne noch eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb resp. Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Diese Publikation stellt kein Kotierungsinserat und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die alleine massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind im entsprechenden Kotierungsprospekt enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in welchem die Zulassung von den in dieser Publikation beschriebenen Produkten beschränkt ist. Diese Publikation ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigt werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat, und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsprospekte studiert wurden. Entscheide, welche aufgrund der vorliegenden Publikation getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers.

Keine Haftung

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation oder deren Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Publikation im Zusammenhang stehen. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken.

Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

Diese Publikation ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) finden demzufolge auf diese Publikation keine Anwendung.