



**Universität
Zürich** ^{UZH}

Abschlussarbeit

zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

Die Bedeutung der Ertragssicherung bei börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz

—

Qualitative Beurteilung der Beeinflussbarkeit und der Wirkungsstärke von Ertragshebeln

Verfasser: Daniel Cavelti
8003 Zürich

Eingereicht bei: Dr. Stephan Kloess

Abgabedatum: 29.08.2016

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	V
Tabellenverzeichnis	VI
Executive Summary.....	VIII
1 Einleitung	1
1.1 Ausgangslage und Problemstellung.....	1
1.2 Zielsetzung	2
1.3 Abgrenzung des Themas	3
1.4 Aufbau und Vorgehen	4
2 Theoretische Grundlagen	5
2.1 Einordnung des Untersuchungsthemas.....	5
2.2 Begriffsdefinition der Ertragssicherung	5
2.3 Perspektiven der Ertragssicherung	7
2.3.1 Ertragssicherung aus Sicht der Kapitalgeber.....	7
2.3.2 Ertragssicherung aus Sicht des Unternehmens	8
2.4 Ertragshebel als beeinflussbare Stellgrößen zur Ertragssicherung.....	9
2.4.1 Wertorientierte Unternehmensführung.....	9
2.4.2 Ertragshebel von Immobilienunternehmen	12
3 Ertragshebelmodell für börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz.....	14
3.1 Zweck des Modells.....	14
3.2 Integration theoretischer Ansätze und Struktur des Ertragshebelmodells.....	14
3.3 Die Ertragshebel des Modells.....	16
3.3.1 Ertragshebel mit Einfluss auf Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit	17
3.3.2 Ertragshebel mit Einfluss auf Cashflow aus Investitionstätigkeit.....	19
3.3.3 Ertragshebel mit Einfluss auf Cashflow aus Finanzierungstätigkeit.....	20
3.4 Handlungsebenen und Massnahmen	20
3.5 Synthese.....	21
4 Untersuchung	23
4.1 Vorgehen	23
4.2 Fallstudien	24
4.2.1 Ausgangslage zu den Fallstudien	25
4.2.2 Fallstudie 1: Stressszenario für die kurzfristige Ertragssicherung	26

4.2.3	Fallstudie 2: Stressszenario für die langfristige Ertragssicherung.....	27
4.3	Ergebnisse.....	28
4.3.1	Forschungsfrage: Bedeutung der Ertragssicherung für börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz	28
4.3.2	Kernfrage 1: Wahrscheinlichkeit von Stressszenarien für die kurz- und langfristige Ertragssicherung	29
4.3.3	Kernfrage 2: Qualitative Beurteilung der Beeinflussbarkeit und der Wirkungsstärke der Ertragshebel für die kurzfristige und langfristige Ertragssicherung	32
4.3.4	Kernfrage 3: Vergleich der wichtigsten Ertragshebel und Handlungsebenen für die kurz- und langfristige Ertragssicherung	44
4.3.5	Kernfrage 4: Eignung der Cashflow-Kennzahlen zur Beurteilung der Ertragssicherung	46
4.3.6	Kernfrage 5: Unterschiede bei der Ertragssicherung aufgrund interner und externer Organisation von ertragssichernden Kompetenzen	47
5	Schlussbetrachtung.....	48
5.1	Fazit	48
5.2	Diskussion	50
5.3	Ausblick.....	51
	Literaturverzeichnis	53
	Anhang 1: Interviewfragen zum Leitfadengespräch	58
	Anhang 2: Liste der befragten Experten.....	60
	Anhang 3: Fiktiver 5-Jahres-Finanzplan (Bilanz, Erfolgsrechnung und Geldflussrechnung) der Immobilien-Schweiz AG	61
	Anhang 4: Mögliche Beispiele eines Stressszenarios für die kurzfristige Ertragssicherung	63
	Anhang 5: Mögliche Beispiele eines Stressszenarios für die langfristige Ertragssicherung.....	63

Abkürzungsverzeichnis

Abschr.	Abschreibungen
AG	Aktiengesellschaft
Anm. d. Verf.	Anmerkung des Verfassers
BWL	Betriebswirtschaftslehre
CEO	Chief Executive Officer
CHF	Schweizer Franken
COO	Chief Operating Officer
DCF	Discounted Cashflow
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest and Taxes, Depreciation and Amortization
EK-Quote	Eigenkapitalquote
EK-Rendite	Eigenkapitalrendite
ETF	Exchange Traded Funds
Hrsg.	Herausgeber
ID[Nr.]	Identifikationsnummer
k. A.	keine Angaben
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
max.	maximal
M&A	Mergers & Acquisitions
Min.	Minuten
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
TU-/GU-Verträge	Totalunternehmer-/Generalunternehmer-Verträge

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Shareholder Value-Netzwerk nach Rappaport, in Anlehnung an Rappaport (1999), S. 79.....	11
Abbildung 2: Immobilienspezifisches Wertsteigerungsmodell von Lehner, in Anlehnung an Lehner (2010), S. 118.....	13
Abbildung 3: Ertragshebelmodell zur Ertragssicherung für börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz.....	22

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Rechnerische Herleitung freier Cashflow zugunsten der Kapitalgeber (Cashflow-to-Entity), in Anlehnung an Spremann (2004), S. 199	8
Tabelle 2: Rechnerische Herleitung freier Cashflow des Unternehmens, in Anlehnung an Spremann (2004), S. 199	9
Tabelle 3: Theoretische Ansätze und Struktur des Ertragshebelmodells	16
Tabelle 4: Zuordnung der Ertragshebel in Zusammenhang mit den Cashflow- Kennzahlen	17
Tabelle 5: Ertragshebel aus Immobilienportfolio	18
Tabelle 6: Betriebliche Ertragshebel auf Unternehmensebene.....	18
Tabelle 7: Ertragshebel auf Investitionsebene.....	19
Tabelle 8: Ertragshebel auf Finanzierungsebene.....	20
Tabelle 9: Handlungsebenen mit Zuteilung der Ertragshebel	21
Tabelle 10: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „realisierte Mieteinnahmen“	34
Tabelle 11: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Bewirtschaftungskosten Immobilienportfolio“	35
Tabelle 12: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Steuern und Abgaben Immobilienportfolio“	35
Tabelle 13: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Betriebskosten Immobilienportfolio“	36
Tabelle 14: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Instandhaltungskosten Immobilienportfolio“	36
Tabelle 15: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Personalkosten“	37
Tabelle 16: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Betriebs-/ Verwaltungskosten Unternehmen“	37
Tabelle 17: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Unternehmenssteuern (Gewinn/Kapital)“	38
Tabelle 18: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Instandsetzungskosten Immobilienportfolio“	38
Tabelle 19: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Investitionskosten Entwicklungsprojekte“	39

Tabelle 20: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Kauf/Verkauf Einzelliegenschaften“	40
Tabelle 21: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Akquisition/Devestition von Unternehmen/Geschäftseinheiten“	41
Tabelle 22: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Aufnahme/Rückzahlung Finanzverbindlichkeiten“	42
Tabelle 23: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Zinsen Finanzverbindlichkeiten“	42
Tabelle 24: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Aktienkapitalerhöhung/-herabsetzung“	43
Tabelle 25: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Ausschüttung Dividenden“	43
Tabelle 26: Wichtigste Ertragshebel zur kurz- und langfristigen Ertragssicherung	44
Tabelle 27: Zusätzliche Kennzahlen zur Beurteilung der Ertragssicherung	47

Executive Summary

Die Nachfrage nach Kapitalanlagen in börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz hat zugenommen. Ein wichtiger Grund für das gestiegene Interesse am Kapitalmarkt ist die hohe Ertragssicherheit, welche die Kapitalgeber in Form von Dividendenkontinuität für Aktionäre und in Form von sicheren Zinszahlungen für Fremdkapitalgeber von börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften erwarten. Aus interner Unternehmenssicht kommt der Ertragssicherung für die interne Finanzplanung eine weitere Funktion zu, denn sie stellt für die Liquidität und für die Innenfinanzierung der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft eine Finanzierungsquelle dar.

Die vorliegende Arbeit schafft qualitative Erkenntnisse zu folgender Forschungsfrage: Welche Bedeutung hat die Ertragssicherung für börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz? Zudem werden in Zusammenhang mit der Ertragssicherung weitere Kernfragen qualitativ untersucht: die Wahrscheinlichkeit von Stressszenarien, die Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke von Ertragshebeln sowie deren Unterschiede für die kurz- und langfristige Ertragssicherung, zwei Cashflow-Kennzahlen als geeignete Messgrößen und die Organisation von ertragssichernden Kompetenzen.

Basierend auf den theoretischen Grundlagen der Finance werden Cashflow-Kennzahlen für die Beurteilung der Ertragssicherung aus Sicht der Kapitalgeber und des Unternehmens abgeleitet. Anschliessend wird ein Ertragshebelmodell zur qualitativen Analyse der Ertragssicherung entwickelt, welches sich an Konzepte aus der wertorientierten Unternehmensführung anlehnt. Schliesslich werden für die Datenerhebung Experteninterviews mit CEOs von börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz mittels eines teilstandardisierten Leitfadengesprächs durchgeführt.

Die Ergebnisse aus der Untersuchung zeigen, dass die Ertragssicherung bei börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz von hoher Bedeutung ist. Während die Wahrscheinlichkeit von Stresssituationen für die langfristige Ertragssicherung heterogen eingeschätzt wird, sind Stressszenarien für die kurzfristige Ertragssicherung eher unwahrscheinlich. Im Weiteren resultiert aus der Untersuchung, dass sich die kurz- und langfristige Ertragssicherung durch unterschiedliche Ertragshebel wirkungsvoll beeinflussen lässt. Schliesslich konnte festgestellt werden, dass die Cashflow-Kennzahl zugunsten der Kapitalgeber zur Beurteilung der Ertragssicherung von börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz von Bedeutung ist.

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage und Problemstellung

Geldanlagen in börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften erfreuen sich in der Schweiz einer grossen Beliebtheit. Die Vielzahl von Börsengängen in den letzten Jahren zeigt das gestiegene Interesse an börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften am Schweizer Kapitalmarkt.¹ Ein wichtiger Grund für die grosse Nachfrage ist die hohe Ertragssicherheit aus Immobilienanlagen.² Die Ertragsstruktur aus Immobilien ist vergleichbar mit festverzinslichen Wertpapieren und gilt spätestens seit Eintritt der Tiefzinsphase als Alternative für Anleihen und Obligationen.³ Die Aktionäre von börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften erwarten stabile und gut planbare Erträge in Form von Gewinnen respektive Dividenden und die Fremdkapitalgeber sichere Zinszahlungen.⁴ Die Ertragssicherheit ist deshalb für die Kapitalgeber eine wichtige Eigenschaft im Rendite-/Risikoprofil einer Anlage in börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften.⁵

Aus interner Unternehmenssicht kommt der Ertragssicherung für börsenkotierte Immobiliengesellschaften eine weitere Funktion zu: Die interne Finanzplanung der Unternehmen basiert auf der Realisierung der zukünftigen Erträge. Letztere können dabei zur Liquidität sowie für die meist kapitalintensiven Investitionsvorhaben als Innenfinanzierungsquelle einen wesentlichen Anteil beitragen.

Die erzielten Geschäftsergebnisse der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz bestätigen, dass die Kapitalgeber in den letzten Jahren stabile Erträge aus ihren Anlagen generieren konnten. Für diese hohe Ertragssicherheit in der Vergangenheit gibt es – zusätzlich zur vergleichsweise hohen Planbarkeit der Geschäftstätigkeit rund um den langfristig orientierten Sachwert Immobilie – weitere Gründe. So profitierten die Immobilienaktiengesellschaften als Eigentümer von Immobilien von einem Nachfrageüberhang im Mietmarkt.⁶ Der bis vor kurzem kaum existierende Wettbewerb

¹ Seit 2012 fanden mit Swiss Finance & Property Investment AG (2012), Zug Estates Holding AG (2012), HIAG Immobilien Holding AG (2014), PLAZZA AG (2015) und Investis (2016) fünf Börsengänge von Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz statt.

² Vgl. Rehkgugler 2003, S. 1; Credit Suisse Group AG 2014, S. 17; Meyer zu Drewer 2010, S. 360

³ Vgl. Paszkowski/Brüllmann 2012, S. 56; Schäfer 2015, S. 25; Bischofberger/Buomberger 2014; Spechtenhauser 2011, S. 670–671

⁴ Vgl. Finkbeiner 2015, S. 193

⁵ Vgl. Göötz 2010, S. 764–765

⁶ Vgl. Ryser 2011, S. 94; Wüest & Partner AG 2012, S. 18

Der Nachfrageüberhang bezieht sich insbesondere auf den Mietmarkt für Wohnungen.

ermöglichte stabile Mieteinnahmen. Zudem konnten in diesem für Eigentümer angenehmen Marktumfeld die Wertkette sowie die Kapitalstruktur der Immobilienaktiengesellschaften vornehmlich nach Kosten optimiert werden.⁷

Zukünftig könnten jedoch sowohl durch Veränderungen im Marktumfeld, z.B. bei einer Entwicklung des Mietmarktes hin zu einem ausgeglichenen Wettbewerbsmarkt oder bei einem Konjunkturerinbruch, als auch aufgrund unternehmensspezifischer Ereignisse höhere Ertragsrisiken für die börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften eintreten.⁸ Abhängig vom Ausmass können sich daraus Stresssituationen ergeben, welche die Ertragssicherung der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft womöglich kurz- oder langfristig gefährden. Die Ertragsziele zugunsten der Kapitalgeber wären nicht mehr erreicht und die bestehende interne Finanzplanung der Immobilienaktiengesellschaft nicht mehr vollständig erfüllt.

1.2 Zielsetzung

Der Fokus der vorliegenden Arbeit liegt auf der Thematik der Ertragssicherung bei börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz. Zielsetzung ist die Erkenntnisgewinnung zu folgender Forschungsfrage:

- Welche Bedeutung hat die Ertragssicherung bei börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz?

Aus Sicht der Unternehmensführung einer börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft lassen sich in Zusammenhang mit der Ertragssicherung weitergehende Kernfragen ableiten. Zusätzlich zur zentralen Forschungsfrage sollen deshalb qualitative Erkenntnisse zu folgenden fünf Kernfragen erzielt werden:

- 1) Wie hoch wird die Wahrscheinlichkeit von Stressszenarien für die kurz- und langfristige Ertragssicherung von börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz beurteilt?
- 2) Welche Ertragshebel sind kurz- und langfristig beeinflussbar und welche Wirkungsstärke haben sie auf die Ertragssicherung?
- 3) Gibt es beim Vergleich der wichtigsten Ertragshebel und Handlungsebenen für die kurz- und langfristige Ertragssicherung wesentliche Unterschiede?

⁷ Vgl. Pfnür 2011, S. 35; Kurzrock 2013, S. 53

⁸ Vgl. Goddard/Marcum 2012, S. 120; Credit Suisse Group AG 2016, S. 12; Wüest & Partner AG 2016, S. 16

- 4) Eignen sich die beiden Cashflow-Kennzahlen „Freier Cashflow zugunsten der Kapitalgeber“ und „Freier Cashflow zugunsten des Unternehmens“ zur Beurteilung der Ertragssicherung?
- 5) Gibt es unter dem Gesichtspunkt der Ertragssicherung Unterschiede, wenn die benötigten Kompetenzen für die Umsetzung der ertragssichernden Massnahmen intern oder extern organisiert sind?

Zur wissenschaftlichen Beurteilung der Kernfragen 2 und 3 bzgl. Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke von Ertragshebeln und Handlungsebenen wird ein cashflow-orientiertes Modell mit den wesentlichen Ertragshebeln von börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften entwickelt. Das Modell hat ferner zum Ziel, einen strukturierten Ansatz zur qualitativen Analyse der Ertragssicherung für die Praxis und für zukünftige Studien liefern.

1.3 Abgrenzung des Themas

Die vorliegende Arbeit beschränkt sich bei den Untersuchungsobjekten auf börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz. Zur Eingrenzung der relevanten Gesellschaften wird die Zusammensetzung des Index „SIX Real Estate Shares“ herangezogen.⁹ Zusätzlich zu den im Index umfassten 13 börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften wird die regelmässig ausserbörslich gehandelte Espace Real Estate aufgrund ihrer relevanten Grösse mitberücksichtigt.¹⁰ Die Abgrenzung erfolgt, weil die Unternehmensführung von Immobiliengesellschaften im Vergleich zu anderen Kapitalanlagegefässen wie bspw. Immobilienfonds einen grösseren unternehmerischen Handlungsspielraum hat.¹¹ Im Weiteren sind börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften tendenziell stärker in Geschäftliegenschaften investiert.¹² Beide Argumente versprechen deshalb eine höhere Aussagekraft in Bezug auf die Beurteilung der Ertragshebel und Massnahmen zur Ertragssicherung.

Basierend auf den theoretischen Grundlagen beschränken sich die Arbeit und das entwickelte Modell auf zwei Cashflow-Kennzahlen als zentrale Kenngrössen zur Beurteilung der Ertragssicherung. Die Aussagekraft anderer Steuerungskennzahlen in diesem Zusammenhang wird deshalb jedoch nicht in Frage gestellt. In Kapitel 4.3.5 wird auf weitere mögliche Kennzahlen eingegangen. Im Weiteren wird für das Untersuchungsthema

⁹ Vgl. SIX Swiss Exchange AG 2016

¹⁰ Der Handel der Immobilienaktiengesellschaft Espace Real Estate Holding AG findet ausserbörslich über die Berner Kantonalbank statt.

¹¹ Vgl. Rehkugler/Sotelo 2009, S. 21

¹² Insbesondere in Büro- und Gewerbeliegenschaften.

gänzlich auf eine Wertorientierung verzichtet, denn die Einflussnahme der Unternehmensführung auf den Kapitalisierungs-/Diskontsatz zur Wertermittlung ist nur beschränkt gegeben.

Ferner gilt anzumerken, dass das entwickelte Ertragshebelmodell kein vollständiges, sondern ein vereinfachtes Realitätsabbild ist. Es fokussiert zudem auf die zwei am stärksten etablierten Geschäftstätigkeiten bei den börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz: das Management eines eigenen Immobilienportfolios und das Entwicklungsgeschäft. Das Modell möchte einen Beitrag leisten, die Komplexität aus der Vielzahl von Ertragshebeln, Handlungsebenen und Massnahmen, welche untereinander unterschiedliche Wirkungszusammenhänge aufweisen können, in eine logische und strukturierte Form zu fassen. Eine wissenschaftlich fundierte quantitative Messbarkeit der Wirkungen auf die börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften oder auf Geschäftsprozesse kann mit dem entwickelten Modell jedoch nicht erreicht werden. Aus diesem Grund basiert die Beurteilung der Ertragshebel, Handlungsebenen und Massnahmen in Bezug auf die Ertragssicherung auf einer qualitativen Einschätzung.

Abschliessend ist zu berücksichtigen, dass die Massnahmen zur Beeinflussung der Ertragshebel nicht exakt der strategischen oder operativen Unternehmensführung zugeordnet werden können. Die Einteilung ist für die Qualität der vorliegenden Arbeit auch nicht relevant. Im Weiteren wird auch auf die spezifischen strategischen Marktpositionierungen und Organisationsstrukturen der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz nicht eingegangen.

1.4 Aufbau und Vorgehen

In Kapitel 2 werden die theoretischen Grundlagen sowie relevante Beiträge aus Forschung und Praxis zum Untersuchungsthema zusammengefasst. Zuerst werden die wesentlichen Begriffe definiert und abgegrenzt. Im Anschluss wird die Ertragssicherung aus Sicht der Kapitalgeber und aus Sicht des Unternehmens mit der Herleitung von zwei zentralen Cashflow-Kennzahlen beschrieben. Abschliessend erfolgt eine systematische Aufarbeitung und Dokumentation zu Ertragshebeln. Basierend auf dem Managementansatz der wertorientierten Unternehmensführung wird darauf aufbauend auf den wissenschaftlichen Stand zur spezifischen Thematik der Ertragshebel bei Immobilienunternehmen übergeleitet.

Kapitel 3 beschreibt den Aufbau und den Inhalt des entwickelten Ertragshebelmodells. Die berücksichtigten theoretischen Ansätze und die Struktur des Modells sowie die einzelnen Modellkomponenten werden dabei eingehend erläutert.

Kapitel 4 umfasst das Vorgehen und die Ergebnisse der Untersuchung. Für die Datenerhebung wurden neun Experteninterviews durchgeführt, welche auf einem teilstandardisierten Leitfadengespräch als Instrument der qualitativen Sozialforschung basieren. Zuerst werden in diesem Kapitel deshalb der Aufbau und die Überlegungen zum Leitfaden, der Ablauf der Interviews sowie Auswahl und Umfang der Experteninterviews erklärt. Im Anschluss wird detailliert auf die Ergebnisse aus der Untersuchung eingegangen, indem die gewonnenen Erkenntnisse sowohl für die zentrale Forschungsfrage als auch für die fünf Kernfragen im Detail dokumentiert werden.

In der Schlussbetrachtung wird in Kapitel 5 ein Fazit zu den Erkenntnissen aus der Untersuchung gezogen. In Form einer Diskussion werden die Einschränkungen der Erkenntnisgewinnung aus der vorliegenden Arbeit festgehalten sowie mögliche weiterführende, aufbauende Untersuchungen thematisiert.

2 Theoretische Grundlagen

2.1 Einordnung des Untersuchungsthemas

Die theoretische Ausgangslage des Untersuchungsthemas bildet die neoklassische Finance, welche sich mit Fragen der Finanzierung und der Investition unter der Annahme eines gut funktionierenden Kapitalmarkts beschäftigt.¹³ Der Zugang zu Kapitalmärkten hat ab ca. 1960 zur Weiterentwicklung der klassischen Lehre der Unternehmensfinanzierung geführt. Unternehmen und Investoren, welche sich am Kapitalmarkt beteiligten, benötigten für ihre Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen entsprechende Grundlagen. Daraus entwickelten sich verschiedene Modelle zur Erklärung der Funktionsweise von Kapitalmärkten, welche die heutige moderne Kapitalmarkttheorie ausmachen.¹⁴

2.2 Begriffsdefinition der Ertragssicherung

An eine Investition werden am Kapitalmarkt bestimmte Erwartungen und Ziele geknüpft. Die fundamentalen Ziele einer Investition sind im Grundsatz die Wertsteigerung und der Ertrag: „The growth (or savings) objective, which implies a relatively long time horizon with no immediate or likely intermediate need to use the cash being invested. [And; Anm. d. Verf.] the income (or current cash flow) objective, which implies that the investor has a short-term and ongoing need to use cash generated from the invest-

¹³ Vgl. Spremann 2010, S. 2–3

¹⁴ Vgl. Spremann 2010, S. 2–3

ment.¹⁵ Im Vergleich zwischen mehreren Investitionen werden zudem die Eigenschaften einer Kapitalanlage wie die risikoadjustierten Renditen, der Beitrag zur Risikodiversifikation, der Schutz vor inflationsbedingten Wertverlusten und die Höhe der Fungibilität beurteilt.¹⁶

Bei Investitionen in Immobilien erwarten die Kapitalgeber eine hohe Ertragssicherheit.¹⁷ Mit der Ertragssicherung wird das Ziel der dauerhaften und stabilen Erzielung der mit unterschiedlich starken Unsicherheiten behafteten zukünftigen Erträge verfolgt.¹⁸ Die Akteure des Kapitalmarktes – Investoren und Unternehmen – benötigen als Grundlage für die Beurteilung der Ertragssicherheit von Investitions- und Finanzierungsmöglichkeiten adäquate Kenngrößen. Ihr Blick ist dabei auf Geldbeträge gerichtet, wobei in der Theorie der Finance die Cashflows als die zentrale geldbezogene Grösse gelten.¹⁹

Für den Begriff Cashflow finden sich in der Literatur unterschiedliche Definitionen sowie Übersetzungen in die deutsche Sprache.²⁰ Die vorliegende Arbeit baut auf folgender, bewusst einfach gehaltener Definition auf:

- Der Cashflow bildet den in einer Periode erwirtschafteten Zahlungsmittelüberschuss eines Unternehmens oder einer Berichtseinheit ab [...].²¹

Der Zahlungsmittelüberschuss entspricht dabei der positiven oder negativen Nettoposition der liquiditätswirksamen Ein- und Auszahlungen in einer bestimmten Periode.

Durch die Zusammenführung des Zieles der Ertragssicherung mit der Erkenntnis, dass Cashflows die relevante Kenngrösse der Finance sind, lässt sich der Begriff der Ertragssicherung für die vorliegende Arbeit wie folgt definieren:

- Die Ertragssicherung einer börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft verfolgt die Erzielung von stabilen und planbaren Cashflows.

¹⁵ Vgl. Geltner et al. 2014, S. 126

¹⁶ Vgl. Rehkugler 2003, S. 8

¹⁷ Vgl. Credit Suisse Group AG 2014, S. 17; Meyer zu Drewes 2010, S. 360

¹⁸ Vgl. Lange 2013, S. 561; Pfnür 2011, S. 88–89

¹⁹ Vgl. Behringer/Lühn 2016, S. 175; Spremann 2010, S. 60

²⁰ Auf eine Übersetzung des Begriffs Cashflow wird in der vorliegenden Arbeit bewusst verzichtet, zumal sich der englische Begriff auch im deutschen Sprachraum durchgesetzt hat.

²¹ Vgl. Behringer/Lühn 2016, S. 54–56

2.3 Perspektiven der Ertragssicherung

Die relevanten Cashflows der Ertragssicherung werden aus Sicht der Kapitalgeber und aus Sicht der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften als Unternehmen unterschiedlich bestimmt. Für Kapitalgeber sind gewisse Ein- und Auszahlungen unwesentlich, während sie aus Sicht des Unternehmens massgeblich sind.

2.3.1 Ertragssicherung aus Sicht der Kapitalgeber

Die Erwartungshaltung des Kapitalmarktes an Immobilienanlagen als ertragssichere Investition stellt für börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften eine wichtige Eigenschaft im Rendite-/Risikoprofil des Unternehmens dar.²² Es ist die Aufgabe der Unternehmensführung, diese Erwartungshaltung möglichst zu erfüllen, damit dem Unternehmen Kapital zugeführt wird.²³

Als Kapitalgeber sind sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalgeber für börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften von hoher Bedeutung. Die Eigenschaft der Ertragssicherung aus Sicht der Eigenkapitalgeber beinhaltet stabile Erträge in Form von Dividenden aus der Investition in Aktien der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften.²⁴ Für die Fremdkapitalgeber bedeutet Ertragssicherung stabile Einkünfte aus ihren festverzinslichen Anlagen in Form von fristengerechten Zinszahlungen unter Einhaltung sämtlicher Kreditvertragsvereinbarungen.²⁵

Zur Bestimmung der aus Sicht der Kapitalgeber relevanten Cashflows als massgebliche Kenngrösse für die Ertragssicherung kann auf die Theorie zur Unternehmensbewertung zurückgegriffen werden. Für die Betrachtung der Zahlungen an Eigen- und Fremdkapitalgeber eignet sich hierfür die Entity-Methode, welche in Zusammenhang mit Unternehmensbewertungen angewendet wird.²⁶ Bei dieser Variante der DCF-Bewertung werden von den Einzahlungen alle Auszahlungen ausser die gezahlten Dividenden an die Aktionäre und Zinsen an die Fremdkapitalgeber abgezogen.²⁷ Zahlungswirksame Transaktionen aus der Finanzierungstätigkeit, namentlich die Rückzahlung beziehungsweise die Aufnahme von Fremdkapital sowie Eigenkapitalerhöhungen respektive

²² Die Geschäftsmodelle der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz beinhalten zu einem wesentlichen Teil die Bestandeshaltung von Immobilien.

²³ Vgl. Faupel 2012, S. 9; Göötz 2010, S. 764–765; Behringer/Lühn 2016, S. 149

²⁴ Vgl. Spremann (2004), S. 199

Beliebt sind bei Aktionären insbesondere steuerbefreite Dividenden in Form von Kapitalrückzahlungen.

²⁵ Vgl. Goddard/Marcum 2012, S. 28

²⁶ Vgl. Spremann 2004, S. 199; Krolle Sigrid 2003, S. 47

²⁷ Vgl. Krolle Sigrid 2003, S. 35

-herabsetzungen, werden ebenfalls nicht berücksichtigt.²⁸ Die Berechnung ergibt im Resultat dargestellt den freien Cashflow zugunsten aller Kapitalgeber, welcher in der Literatur auch mit Cashflow-to-Entity bezeichnet wird.²⁹ Die rechnerische Herleitung ist in der Tabelle 1 dargestellt.

Rechnerische Herleitung freier Cashflow zugunsten der Kapitalgeber (Cashflow-to-Entity)
+ Einzahlungen (zahlungswirksame Erträge)
- Auszahlungen (zahlungswirksame Aufwendungen)
Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit
- Investitionen
+ Devestitionen
Freier Cashflow zugunsten der Kapitalgeber

Tabelle 1: Rechnerische Herleitung freier Cashflow zugunsten der Kapitalgeber (Cashflow-to-Entity), in Anlehnung an Spremann (2004), S. 199

Es gilt anzumerken, dass die Ertragskraft langfristig aus den Cashflows aus operativer Geschäftstätigkeit erwirtschaftet werden muss. Die Kapitalgeber würden ansonsten ihre zusätzlichen Kapitalzuführungen, welche für Investitionen notwendig sind, irgendwann einstellen.³⁰

2.3.2 Ertragssicherung aus Sicht des Unternehmens

Für börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften kommt der Ertragssicherung aus interner Unternehmenssicht eine weitere Bedeutung zu, denn sie gewährt neben dem Unternehmenserfolg auch die Erhaltung des finanziellen Gleichgewichts.³¹ Letzteres wird mit der Liquiditäts- und Finanzlage der Immobilienaktiengesellschaft beurteilt.

Die Liquidität muss für die laufende Sicherung des Fortbestandes eines Unternehmens zwingend aufrechterhalten werden, damit die finanzielle Zahlungsfähigkeit jederzeit erfüllt werden kann.³² Die relevante Vermögensgröße der Liquidität sind die liquiden Mittel, welche durch Ein- und Auszahlungen laufend beeinflusst werden. Vergangenheitsbezogene Geldflussrechnungen und in die Zukunft gerichtete Liquiditätsplanungen zeigen die Veränderung der liquiden Mittel des Unternehmens innerhalb einer bestimm-

²⁸ Vgl. Spremann 2004, S. 197–198

²⁹ Vgl. Spremann 2004, S. 197–198

³⁰ Vgl. Behringer/Lühn 2016, S. 149

³¹ Vgl. Volkart/Wagner/Lautenschlager 2014, S. 150–163

³² Vgl. Volkart/Wagner/Lautenschlager 2014, S. 143; Behringer/Lühn 2016, S. 145–146

ten Periode des Unternehmens auf und geben Aufschluss über deren Verwendung und Herkunft.³³

Zudem ist für börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften die Ertragssicherung – neben der Aufnahme von zusätzlichen Eigen- oder Fremdkapitalmitteln – bei Rückhaltung der erwirtschafteten Cashflows eine weitere Finanzierungsquelle für geplante Investitionen. Eine solche Innenfinanzierung ist für das organische Wachstum und den Zugang zu Kapitalgebern von Bedeutung und zeigt den verantwortungsvollen Umgang des Managements mit dem Unternehmen, indem die erwirtschafteten Erträge in den zukünftigen Fortbestand und die Weiterentwicklung des Unternehmens investiert werden.³⁴

Zur Bestimmung der relevanten Cashflows aus Sicht des Unternehmens werden sämtliche liquiditätswirksamen Zahlungen in einer Periode gemäss Tabelle 2 betrachtet. Der aus dieser Berechnung resultierende freie Cashflow ist eine geeignete Messgrösse für das Innenfinanzierungsvolumen und für die Liquiditätsveränderung der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft.³⁵

Rechnerische Herleitung freier Cashflow des Unternehmens
+ Einzahlungen (zahlungswirksame Erträge)
- Auszahlungen (zahlungswirksame Aufwendungen)
Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit
- Investitionen
+ Devestitionen
- Zahlungen an Kapitalgeber (Dividenden, Zinsen)
+ Kapitaleinzahlungen Eigen- und Fremdkapital
Freier Cashflow zugunsten des Unternehmens

Tabelle 2: Rechnerische Herleitung freier Cashflow des Unternehmens, in Anlehnung an Spremann (2004), S. 199

2.4 Ertragshebel als beeinflussbare Stellgrössen zur Ertragssicherung

2.4.1 Wertorientierte Unternehmensführung

Wird mit der Ertragssicherung die Erzielung von stabilen und planbaren Cashflows angestrebt, sind Kenntnisse über die Beeinflussbarkeit der Cashflows für ein Unternehmen

³³ Vgl. Behringer/Lühn 2016, S. 54–56; Traber/Siegfried 2014, S. 861

³⁴ Vgl. Nagel-Jungo/Danko 2014, S. 520–522

³⁵ Vgl. Behringer/Lühn 2016, S. 170–173

unabdingbar.³⁶ Es stellt sich die Frage, mit welchen Ertragshebeln im Unternehmen wirkungsvoll Einfluss auf die Erträge genommen werden kann. In der Literatur bestehen relativ wenig Werke zu solchen Ertragshebeln. Als geeignete Ausgangslage dienen die wissenschaftlichen Erkenntnisse aus dem Value Based Management. Unter dem englischen Begriff Value Based Management werden die theoretischen Grundlagen zur wertorientierten Unternehmensführung zusammengefasst, welche sich mit der Ausrichtung aller Unternehmensaktivitäten auf die langfristige und nachhaltige Steigerung des ökonomischen Unternehmenswertes beschäftigen.³⁷ Oberstes Ziel der wertorientierten Unternehmensführung ist die Maximierung des eingesetzten Kapitals der Eigenkapitalgeber und betrifft sowohl das strategische als auch das operative Management eines Unternehmens.³⁸ Empirische Studien zeigen, dass die Unternehmenswertsteigerung bei vielen kapitalmarktorientierten Unternehmen in der heutigen Zeit als eine zentrale Zielsetzung aufgefasst wird.³⁹ „Eine europäische Studie im Jahr 2000 ergab, dass 61% der umsatzstärksten Unternehmen in Frankreich, 89% in Deutschland sowie 94% in Grossbritannien und Italien die Steigerung des Eigentümerwertes als ein wichtiges strategisches Unternehmensziel haben.“⁴⁰

Im Kern liegen die Ursprünge des Value Based Management in den 1990er-Jahren. Insbesondere die Erkenntnis, dass die Eigenkapitalkosten in keiner Gewinn- und Verlustrechnung berücksichtigt und in den Entscheidungsmodellen der Unternehmen zumeist vernachlässigt wurden, führte zur Entwicklung von Konzepten zur Stärkung des wertschaffenden Handelns in Unternehmen.⁴¹ Einen wesentlichen Beitrag lieferte Alfred Rappaport mit dem im Jahr 1986 publizierten Werk „*Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*“.⁴² Der Shareholder Value-Ansatz zielt auf eine Erhöhung der Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals.⁴³ Geschäftsstrategien und -aktivitäten sollen demnach nach Massgabe der ökonomischen Renditen beurteilt werden, welche sie für die Eigenkapitalgeber schaffen und die mittels Dividendenzahlungen und Kurswertsteigerungen gemessen werden.⁴⁴ Das Modell von Rappaport orientiert sich zur Beurteilung des Shareholder Value-Ansatzes an der Methodik der Un-

³⁶ Siehe Kapitel 2.2 betreffend Definition und Ziel der Ertragssicherung

³⁷ Vgl. Faupel 2012, S. 11; Piontkowski 2009, S. 358

³⁸ Vgl. Faupel 2012, S. 1–12

³⁹ Vgl. Ruhwedel/Meuer 2011, S. 504; Coenenberg/Salfeld/Schultze 2015, S. 8–10; Piontkowski 2009, S. 357

⁴⁰ Vgl. Horváth/Minning 2001, S. 275

⁴¹ Vgl. Suhiater 2012, S. 21

⁴² Vgl. Rappaport 1986

⁴³ Vgl. Suhiater 2012, S. 21

⁴⁴ Vgl. Rappaport 1986, S. 11–12

ternehmensbewertung mit der Wertsteigerung des Unternehmens als oberste Spitzenkennzahl.⁴⁵ Abbildung 1 zeigt das Werttreibermodell von Rappaport.

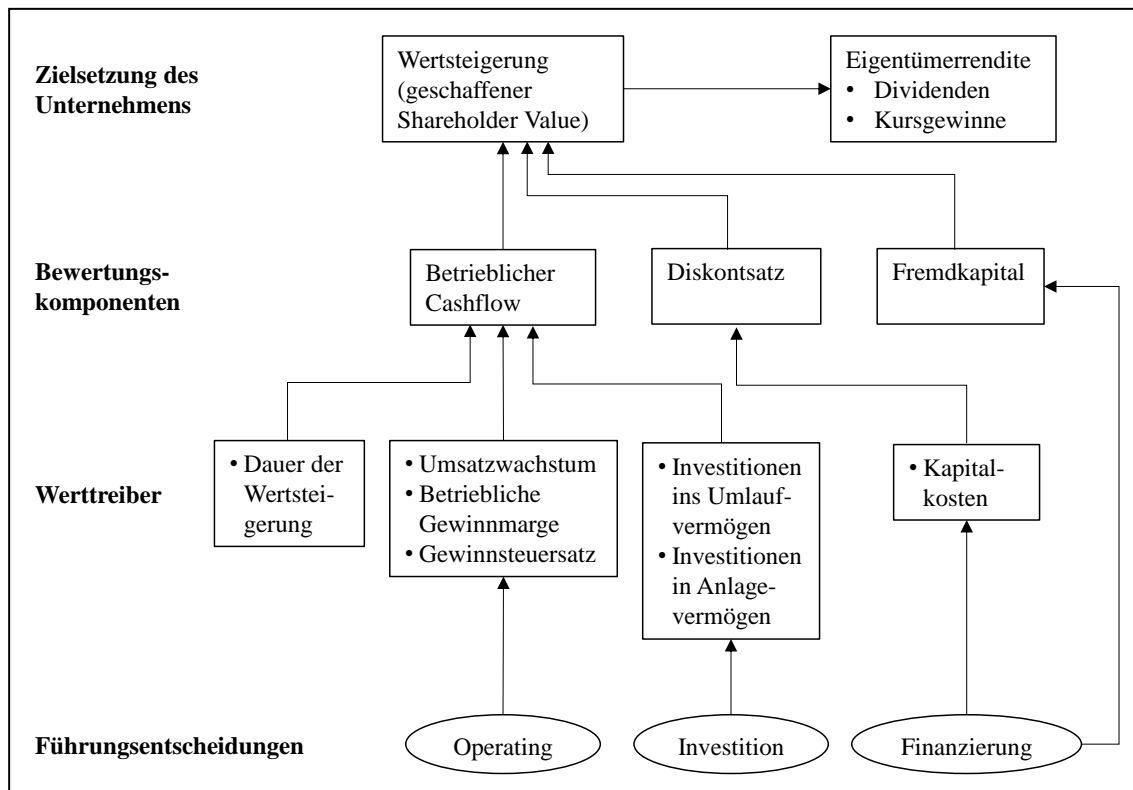


Abbildung 1: Shareholder Value-Netzwerk nach Rappaport, in Anlehnung an Rappaport (1999), S. 79

Im Werttreibermodell von Rappaport entspricht der Eigenkapitalwert eines Unternehmens, d.h. der Shareholder Value, dem Unternehmenswert abzüglich des Marktwertes des aufgenommenen Fremdkapitals, wobei der ökonomische Unternehmenswert durch die Diskontierung der zukünftigen freien betrieblichen Cashflows ermittelt wird.⁴⁶ Diese drei aufgeführten Bewertungskomponenten werden dabei maßgeblich von Werttreibern beeinflusst. „Das Netzwerk zeigt die wichtige Verbindung zwischen der Zielsetzung des Unternehmens, Werte zu schaffen, und den grundlegenden Bewertungsfaktoren bzw. Werttreibern – Wachstumsrate des Umsatzes, betriebliche Gewinnmarge, Gewinnsteuersatz, Investitionen ins Umlaufvermögen, Investitionen ins Anlagevermögen, Kapitalkosten und die Dauer der Wertsteigerung.“⁴⁷ Die unternehmerische Diskussion über den Einsatz und die Wirkung dieser Werttreiber geschieht somit stets mit dem Ziel, die Eigentümerrendite respektive den Unternehmenswert zu verbessern.

⁴⁵ Vgl. Rappaport 1986, S. 76

⁴⁶ Vgl. Rappaport 1999, S. 39–44; Lehner 2010, S. 112–115

⁴⁷ Vgl. Rappaport 1999, S. 67–68

Das wertorientierte Steuerungsmodell von Rappaport zeigt, dass die freien Cashflows massgeblich sind für die Dividendenrendite und für die Unternehmenswertsteigerung.⁴⁸ Alle Werttreiber aus den Führungsentscheidungen „Operating“ und „Investment“ zielen auf die Verbesserung des freien Cashflows. Wird vom Diskontsatz zur Bewertung der freien Cashflows abgesehen, handelt es sich bei den Werthebeln mit Bezug auf die Cashflows folglich um eigentliche Ertragshebel. Die Theorie des Value Based Management setzt sich somit in einer untergeordneten Rolle stets auch mit den cashflow-orientierten Ertragshebeln auseinander.

2.4.2 Ertragshebel von Immobilienunternehmen

Die wertorientierte Unternehmensführung wird auch in professionellen und kapitalmarktorientierten Immobilienaktiengesellschaften mehr und mehr angewendet.⁴⁹ Zu Beginn wurde insbesondere der Shareholder Value-Ansatz von der Wissenschaft in Zusammenhang mit Corporate Real Estate aufgegriffen. Schreier und Schneider konstatierten 1999, dass auch die Unterstützungsfunktionen von betrieblichen Liegenschaften in die finanziellen Kennzahlen des Shareholder Value-Ansatzes integriert werden sollten.⁵⁰ Im selben Jahr befasste sich Hens' Studie mit der Relevanz der immobilien-spezifischen Ertragspotenziale und Kosten auf den Erfolg respektive den Wert eines Unternehmens und entwickelte darauf aufbauend ein marktorientiertes Managementkonzept von Unternehmensimmobilien.⁵¹

Zur spezifischen Thematik der Ertragshebel bei Immobilienunternehmen existiert eine überschaubare Fachliteratur. Die Auseinandersetzung mit der wertorientierten Unternehmensführung und demzufolge mit Ertragshebeln einer Immobiliengesellschaft sind in der Immobilienwirtschaft dem Real Estate Management als branchenspezifische Führungslehre zuzuordnen.⁵² Das Real Estate Management soll als zentrale und übergeordnete Steuerungseinheit die Eigentümerfunktion und somit das Shareholder Value-Denken im Unternehmen stärken.⁵³ Es ist anzunehmen, dass zur Erreichung der finanzwirtschaftlichen Ziele einer börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft die Unternehmensführung die Ertragshebel in den Managementaktivitäten der Planung, Steuerung und Kontrolle in irgendeiner Form aufnimmt und berücksichtigt. In diesem Kon-

⁴⁸ Vgl. Rappaport 1986, S. 12

⁴⁹ Vgl. Krumm/Vries 2003, S. 67

⁵⁰ Vgl. Schreier/Schneider 1999, S. 9

⁵¹ Vgl. Hens 1999

⁵² Vgl. Kämpf-Dern, S. 2

⁵³ Vgl. Pfnür 2011, S. 38

text finden sich auch wissenschaftliche Beiträge, welche sich mit immobilienbezogenen Strategien zur Steigerung des Eigenkapitalwertes auseinandersetzen.⁵⁴

Im deutschsprachigen Raum behandelt das 2010 veröffentlichte Werk „Erfolgreiches Portfolio- und Asset Management für Immobilienunternehmen: Die 8 Werthebel“ von Claus Lehner eingehend die Thematik der Werthebel bei Immobilienunternehmen. Das entwickelte Modell von Lehner basiert auf der Leitidee von Rappaports Shareholder Value mit der Unternehmenswertsteigerung als Spitzenkennzahl. Die drei Bewertungskomponenten sowie die Werttreiber aus dem Wertsteigerungsmodell von Rappaport wurden von Lehner übernommen.⁵⁵ Der Autor stellte jedoch fest, dass durch die alleinige Betrachtung verdichteter Steuerungskennzahlen die Wertschaffung auf Prozessebene in einem Immobilienunternehmen nicht gesteuert werden kann. „Das Shareholder Value-Konzept reicht daher in der dargestellten Form für die wertorientierte Steuerung von Immobiliengesellschaften nicht aus. Um dieses Steuerungsdefizit auszugleichen, müssen die Wertgeneratoren in immobilienpezifische Entscheidungsbereiche überführt, mit den Wertsteigerungshebeln des Immobilienmanagements verbunden und weiter konkretisiert werden.“⁵⁶ Abbildung 2 veranschaulicht das Wertsteigerungsmodell von Lehner.

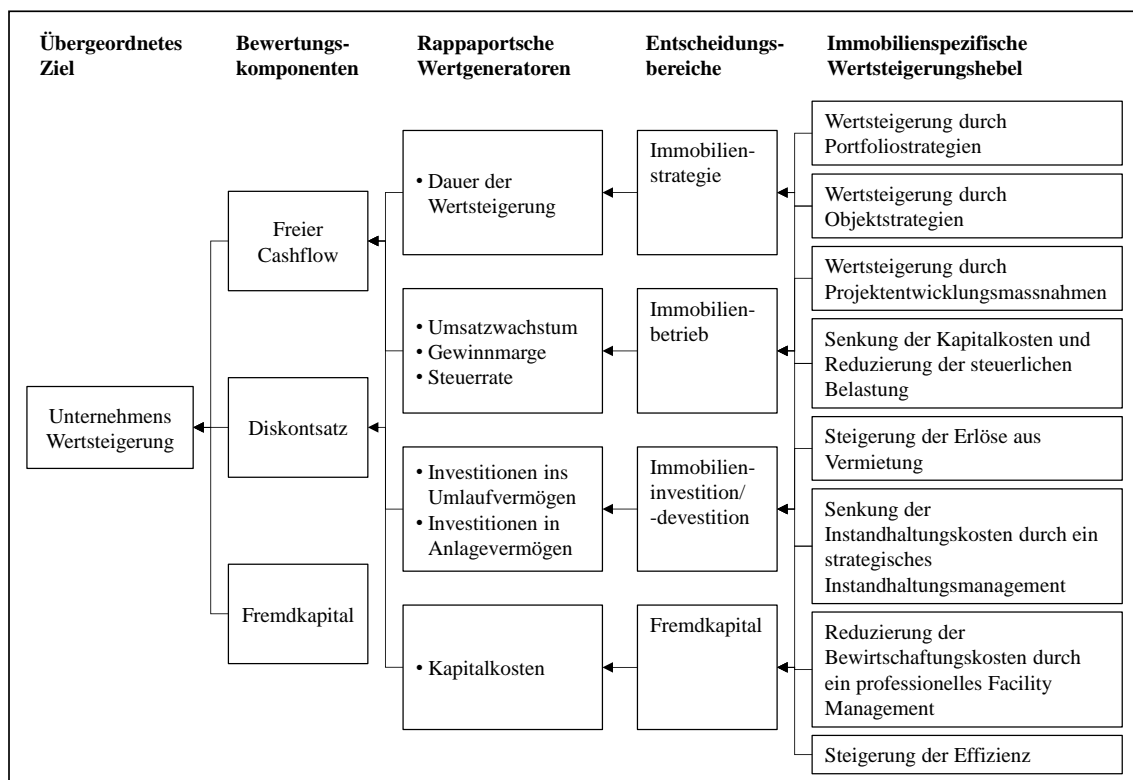


Abbildung 2: Immobilienspezifisches Wertsteigerungsmodell von Lehner, in Anlehnung an Lehner (2010), S. 118

⁵⁴ Vgl. z.B. Lindholm/Gibler/Levainen 2006, S. 465–470

⁵⁵ Vgl. Lehner 2010, S. 118

⁵⁶ Vgl. Lehner 2010, S. 117

Lehner identifizierte und untersuchte mit dem Ziel einer höheren Operationalisierung acht immobilienpezifische Wertsteigerungshebel sowie deren Wirkung auf den Unternehmenswert von Immobiliengesellschaften. Die im Modell aufgelisteten acht Werthebel fungieren dabei als Bindeglied zwischen den Werthebeln von Rappaport und konkreten immobilienbezogenen, wertsteigernden Initiativen.⁵⁷ Die Werthebel lassen sich weiter je nach zuständiger Entscheidungsebene in strategische und operative Wertkomponenten einteilen.⁵⁸

3 Ertragshebelmodell für börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz

3.1 Zweck des Modells

Zur qualitativen Beurteilung der Ertragssicherung einer börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft wurde für die vorliegende Arbeit ein Ertragshebelmodell entwickelt. Das Ertragshebelmodell verfolgt den Zweck, die Komplexität aus der Vielzahl von möglichen ertragsorientierten und -sichernden Stellgrößen und deren Interdependenzen untereinander in einer strukturierten und vereinfachenden Form darzustellen. Denn praktisch alle Aktivitäten aus sämtlichen Geschäftsfeldern und -prozessen eines Unternehmens beeinflussen in irgendeiner Form die Erträge der Gesellschaft: Unternehmerische Entscheidungen und Massnahmen des Managements können in unterschiedlichen Zeitdimensionen durch bewusste oder auch unbewusste Wechselwirkungen zu bestehenden Aktivitäten unterschiedliche Auswirkungen auf den Ertrag des Unternehmens haben.

3.2 Integration theoretischer Ansätze und Struktur des Ertragshebelmodells

Das entwickelte Ertragshebelmodell lehnt sich im Ansatz an die Modelle aus der relevanten Literatur von Rappaport und Lehner an. Im Grundsatz wird Rappaports Konzept eines Netzwerkmodells mit einer Spitzenkennzahl als übergeordnetes Ziel übernommen. Auf Basis der theoretischen Grundlagen zum Value Based Management erscheint es richtig, die Abhängigkeiten der Modellkomponenten hin zu einer Spitzenkennzahl darzustellen. Da die Ertragssicherung aus Sicht der Kapitalgeber und aus Sicht des Unter-

⁵⁷ Vgl. Lehner 2010, S. 118

⁵⁸ Vgl. Lehner 2010, S. 117–119

nehmens mit zwei unterschiedlichen Cashflow-Kennzahlen beurteilt wird, sind im entwickelten Ertragshebelmodell konsequenterweise zwei Kennzahlen berücksichtigt:⁵⁹

- Freier Cashflow zugunsten der Kapitalgeber (Cashflow-to-Entity)
- Freier Cashflow zugunsten des Unternehmens (Finanzplanung: Innenfinanzierung und Liquidität)

Im Gegensatz zum Shareholder Value-Modell von Rappaport wird auf den Diskontsatz als Bewertungskomponente vollständig verzichtet, da sich das entwickelte Ertragshebelmodell ausschliesslich auf die Cashflows als Massstab der Ertragssicherung fokussiert.

Das immobilienpezifische Ertragshebelmodell berücksichtigt in einem weiteren Schritt auch die Erkenntnisse von Lehner. Insbesondere bei der Frage nach den relevanten Ertragshebeln von Immobilienaktiengesellschaften ist Lehnerts Kritik nachvollziehbar, dass das Shareholder Value-Modell von Rappaport in seiner generellen Form für die wertorientierte und folglich auch für die ertragsorientierte Steuerung eines Immobilienunternehmens nicht ausreicht. Ein geeignetes Modell zur Beurteilung der Ertragssicherung einer börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft hat aus diesem Grund zwingend konkrete immobilienpezifische Ertragshebel aufzuweisen, welche wiederum mit praxisbezogenen Massnahmen beeinflusst werden können.

Die oben beschriebenen Argumente und Kriterien zur Modellentwicklung sind schliesslich in eine geeignete Grundstruktur zu überführen. Die Struktur muss einerseits den Abhängigkeiten der Modellkomponenten, der gegebenen Situation von zwei Cashflow-Kennzahlen und dem Immobilienbezug der Ertragshebel gebührend Rechnung tragen. Andererseits soll das Modell in seiner Orientierung einen hohen Praxisbezug aufweisen, damit es als strukturierter Ansatz zur Analyse der Ertragssicherung für börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften geeignet ist.

Die Kombination aus Cashflow-Kennzahlen und Praxisnähe legt die Geldflussrechnung als geeignete Struktur nahe. Die Geldflussrechnung spiegelt die Geschäftsaktivitäten aus einer reinen Cashflow-Betrachtung in Form der Veränderung der flüssigen Mittel und wird in der Praxis in den Geschäftsberichten der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften ausgewiesen.⁶⁰ Dabei ist die gesonderte Darstellung der Veränderung der flüssigen Mittel aus der operativen Geschäftstätigkeit, der Investitionstätigkeit und der Finanzierungstätigkeit in der Schweiz und im internationalen Vergleich üblich.⁶¹ In Be-

⁵⁹ Siehe Kapitel 2.3.1 und 2.3.2 betreffend unterschiedliche Definition der Ertragssicherung

⁶⁰ Vgl. Behringer/Lühn 2016, S. 66–69

⁶¹ Vgl. Traber/Siegfried 2014, S. 861

zug auf die Form hat die direkte Methode gegenüber der indirekten Methode der Geldflussrechnung zum Zweck der Beurteilung der Ertragssicherung wesentliche Vorteile: Die indirekte Methode geht von dem in der Erfolgsrechnung ausgewiesenen Jahresabschluss aus, der um nicht zahlungswirksame Aufwendungen und Erträge angepasst wird.⁶² Die indirekte Ermittlung stellt somit keinen direkten Bezug zu sämtlichen zahlungswirksamen Ein- und Auszahlungen her. Als Folge können auch nicht alle relevanten Ertragshebel ohne Weiteres eruiert werden. Die direkte Methode hingegen rechnet unmittelbar mit sämtlichen Zahlungsströmen und eignet sich deshalb besser zur Strukturierung des Ertragshebelmodells. Im Weiteren lässt die direkte Methode die Integration der beiden Cashflow-Kennzahlen gut zu.

Die Tabelle 3 fasst die im Ertragshebelmodell berücksichtigten Ansätze aus der Theorie und die Struktur zusammen.

Ansätze	Einfluss auf Ertragshebelmodell
Shareholder Value-Ansatz (Rappaport)	<ul style="list-style-type: none"> • Berücksichtigung Netzwerk/Abhängigkeiten der Modellkomponenten und übergeordnete Spitzenkennzahl • Verzicht auf Diskontsatz/Wertsicht im Modell
Werthebelmodell für Immobilienunternehmen (Lehner)	<ul style="list-style-type: none"> • Immobilienspezifische Ertragshebel und Massnahmen zur Beurteilung der Ertragssicherung
Struktur	Einfluss auf Ertragshebelmodell
Geldflussrechnung	<ul style="list-style-type: none"> • Direkte Methode mit gesonderter Darstellung der operativen Geschäfts-, Investitions- und Finanzierungstätigkeit
Cashflow-Kennzahlen	<ul style="list-style-type: none"> • Integration und Ermittlung der zwei Cashflow-Kennzahlen

Tabelle 3: Theoretische Ansätze und Struktur des Ertragshebelmodells

3.3 Die Ertragshebel des Modells

Die Ertragshebel umfassen die wesentlichen Stellgrößen einer börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft, welche eine oder beide Cashflow-Kennzahlen beeinflussen.⁶³ Die Ertragshebel üben somit einen direkten Einfluss auf die zahlungswirksamen Erträge und Aufwendungen und folglich auf den Cashflow aus. Als Konsequenz können die Ertragshebel mit den wichtigsten zahlungswirksamen Positionen der Geldflussrechnung

⁶² Vgl. Behringer/Lühn 2016, S. 66–69; Traber/Siegfried 2014, S. 864

⁶³ Siehe Kapitel 2.3.1 und 2.3.2 betreffend Cashflow-Kennzahlen

einer börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft gleichgesetzt werden. Aus der Analyse der Geldflussrechnungen in den Geschäftsberichten der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften lassen sich die wesentlichen Ertragshebel eruieren. Die Gliederung der Ertragshebel ist für das Modell insofern wichtig, weil nicht alle Ertragshebel beide Cashflow-Kennzahlen tangieren. Mit der Zuordnung der Ertragshebel in die ausgewählte Struktur der Geschäfts-, Investitions- und Finanzierungsebene kann die korrekte Herleitung der zwei Cashflow-Kennzahlen hingegen gewährleistet werden. Die Tabelle 4 verdeutlicht den Zusammenhang zwischen der Zuordnung der Ertragshebel und den zwei Cashflow-Kennzahlen.

Zuordnung der Ertragshebel in Zusammenhang mit den Cashflow-Kennzahlen
Ertragshebel mit Einfluss auf den Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit
Ertragshebel mit Einfluss auf den Cashflow aus Investitionstätigkeit
Freier Cashflow zugunsten der Kapitalgeber (Cashflow-to-Entity)
Ertragshebel mit Einfluss auf den Cashflow aus Finanzierungstätigkeit
Freier Cashflow zugunsten des Unternehmens (Finanzplanung: Innenfinanzierung und Liquidität)

Tabelle 4: Zuordnung der Ertragshebel in Zusammenhang mit den Cashflow-Kennzahlen

3.3.1 Ertragshebel mit Einfluss auf Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit

Die Ertragshebel, welche den Cashflow aus der operativen Geschäftstätigkeit beeinflussen, liegen aufgrund des Haltens eines Immobilienportfolios als wichtiger Bestandteil der Geschäftsmodelle von börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz in erster Linie in den Immobilien selbst. Die Literatur zur Unternehmensbewertung einer Immobiliengesellschaft stützt diese Erkenntnis, indem sie die operativen Cashflows mehrheitlich aus den kumulierten Cashflows aus den Einzelliegenschaften berechnet.⁶⁴ Die Ertragshebel sind somit primär auf Ebene der Einzelobjekte zu eruieren. Tabelle 5 auf der folgenden Seite zeigt die zahlungswirksamen Positionen auf Einzelobjektstufe, welche sich als relevante Ertragshebel aus dem Immobilienportfolio einer börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft klassifizieren lassen.

⁶⁴ Vgl. Thomaschowski/Rehkugler/Nack 2003, S. 59

Ertragshebel aus Immobilienportfolio
Realisierte Mieteinnahmen
Bewirtschaftungskosten
Steuern und Abgaben
Betriebskosten
Instandhaltungskosten

Tabelle 5: Ertragshebel aus Immobilienportfolio

Bei den Mieteinnahmen gelten aus einer Cashflow-Betrachtung die tatsächlich realisierten Mieteinnahmen als Ertragshebel. Noch nicht realisierte Mietzinssteigerungspotenziale sind zwar wert- jedoch nicht cashflow-relevant und werden im reinen Ertragshebelmodell deshalb nicht berücksichtigt. Auf Kostenseite fasst das Modell die auf den Liegenschaften anfallenden Kosten in sinnvolle und in der Immobilienwirtschaft allgemein bekannte aggregierte Positionen zusammen. Zum Verständnis der Instandhaltungskosten ist anzumerken, dass diese die laufenden, nicht aktivierbaren Unterhaltskosten berücksichtigen. Die Betriebskosten schliesslich sind als Residualgrösse zu verstehen, welche alle nicht zu den anderen Ertragshebeln aus dem Immobilienportfolio zuteilbaren Eigentümerkosten des Immobilienportfolios beinhaltet.

Der Cashflow aus der operativen Geschäftstätigkeit einer börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft wird im Weiteren von zusätzlichen zahlungswirksamen Erträgen und Aufwendungen beeinflusst, welche in keinem direkten Zusammenhang mit den Immobilien stehen. Es handelt sich hierbei vornehmlich um übergeordnete Kosten aus Unterstützungsaktivitäten. Die Analyse der Geschäftsberichte zeigt, dass es bei börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften im Wesentlichen drei cashflow-bezogene Ertragshebel auf Unternehmensebene gibt. Die Tabelle 6 fasst die drei Ertragshebel zusammen.

Betriebliche Ertragshebel auf Unternehmensebene
Personalkosten
Betriebs-/Verwaltungskosten
Unternehmenssteuern (Gewinn/Kapital)

Tabelle 6: Betriebliche Ertragshebel auf Unternehmensebene

3.3.2 Ertragshebel mit Einfluss auf Cashflow aus Investitionstätigkeit

Bei der Feststellung von Ertragshebeln auf der Investitionsebene werden die gängigsten Investitionstätigkeiten in der Praxis der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz betrachtet. Die Ertragshebel des Modells beziehen sich deshalb auf die in der Vergangenheit häufig beobachteten In-/Devestitionsarten von börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften. Damit wird in Kauf genommen, dass das Modell den vergleichsweise hohen Handlungsspielraum der Unternehmensführung von börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften im Bereich von Investitionen und Devestitionen nicht vollständig abdeckt⁶⁵.

Der naheliegendste Ertragshebel aus dem Geschäftsmodell einer Immobilienaktiengesellschaft ergibt sich auf Investitionsebene bei den Instandsetzungskosten für das Immobilienportfolio. Diese zahlungswirksame Position umfasst alle wertsteigernden Investitionen in die Einzelliegenschaften im Bestand. Bei vielen börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften wird zudem das organische Wachstum über die Realisierung von eigenen Entwicklungsprojekten angestrebt. Diese Tätigkeit löst in der Regel hohe cashflow-relevante Investitionsvolumina aus. Schliesslich beeinflussen regelmässig auch In-/Devestitionstransaktionen den Cashflow aus Investitionstätigkeit. Diese Transaktionen werden im Modell in zwei zu unterscheidende zahlungswirksame Ertragshebel eingeteilt. Zum einen kann die Immobilienaktiengesellschaft cashflow-relevante Transaktionen vollziehen, indem sie einzelne Liegenschaften oder Liegenschaftenportfolios am Markt kauft respektive aus dem eigenen Immobilienportfolio veräussert. Zum anderen können auch Transaktionen in Form einer Unternehmensakquisition respektive in Form eines Verkaufs einer autonomen Geschäftseinheit vollzogen werden. Die im Modell berücksichtigten relevanten Ertragshebel auf Investitionsebene einer börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft lassen sich somit gemäss Tabelle 7 zusammenfassen.

Ertragshebel auf Investitionsebene
Instandsetzungskosten Immobilienportfolio
Investitionskosten Entwicklungsprojekte
Kauf/Verkauf Einzelliegenschaften/Liegenschaftenportfolios
Akquisition/Devestition von Unternehmen/Geschäftseinheiten

Tabelle 7: Ertragshebel auf Investitionsebene

⁶⁵ Vgl. Rehkugler/Sotelo 2009, S. 21

3.3.3 Ertragshebel mit Einfluss auf Cashflow aus Finanzierungstätigkeit

Die Ertragshebel auf der Finanzierungsebene können einen wesentlichen Einfluss auf den freien Cashflow zugunsten des Unternehmens und somit auf die interne Finanzplanung, d. h. auf die Innenfinanzierung und die Liquidität der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft ausüben. Für die erste Cashflow-Kennzahl des Modells, dem freien Cashflow zugunsten aller Kapitalgeber, sind die Ertragshebel der zahlungswirksamen Finanzpositionen hingegen irrelevant.⁶⁶

Zur Eruiierung der relevanten Ertragshebel scheint zunächst eine Gliederung nach Finanzierungsquellen respektive Kapitalgebern sinnvoll. In Anlehnung an die Kapitalstruktur der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften lassen sich diese in fremdfinanzierte Finanzverbindlichkeiten und in Eigenkapital unterteilen. Bei den Finanzverbindlichkeiten bestehen mit der Rückzahlung respektive Aufnahme von Fremdkapital sowie mit den Zinszahlungen für bestehende Finanzverbindlichkeiten zwei wesentliche zahlungswirksame Ertragshebel. Dasselbe gilt für das Eigenkapital: Auch hier sind die relevanten finanzbezogenen Ertragshebel Aktienkapitalerhöhungen/-herabsetzungen sowie die Ausschüttung von Dividenden. Die Tabelle 8 fasst die Ertragshebel mit Einfluss auf den Cashflow aus Finanzierungstätigkeit zusammen.

Ertragshebel auf Finanzierungsebene
Aufnahme/Rückzahlung Finanzverbindlichkeiten
Zinsen Finanzverbindlichkeiten
Aktienkapitalerhöhung/-herabsetzung
Ausschüttung Dividenden

Tabelle 8: Ertragshebel auf Finanzierungsebene

3.4 Handlungsebenen und Massnahmen

Als letzter Teilschritt für die Modellentwicklung werden die immobilienpezifischen Ertragshebel einer Auswahl von Handlungsebenen des Unternehmens zugeteilt und praxisorientierte Massnahmen zur Beeinflussung der Ertragshebel abgeleitet. Die eruierten Ertragshebel des Modells richten sich nach Kapitel 3.3 nicht nur auf die Cashflows aus dem Immobilienportfolio, sondern auf alle Zahlungsströme des Unternehmens. Je nachdem, welche zahlungswirksamen Positionen von der Unternehmensführung beeinflusst werden sollen, sind unterschiedliche Kompetenzen, Erfolgsfaktoren und Entscheidungs-

⁶⁶ Siehe Kapitel 2.3.1 betreffend Ertragssicherung für Kapitalgeber

abläufe gefragt. Im Sinne der Effektivität gilt es die Ertragshebel überall dort sinnvoll miteinander zu verknüpfen, wo ähnliche Aktivitäten oder Kompetenzen benötigt werden. Die Bündelung der Ertragshebel gemäss Tabelle 9 zu unternehmerischen Handlungsebenen zielt demnach auf eine bessere praxisorientierte Steuerung und ertragssichernde Ausrichtung einer börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft.

Handlungsebenen	Zuteilung Ertragshebel
Portfolio-/ Objektmanagement	Realisierte Mieteinnahmen, Bewirtschaftungskosten, Steuern und Abgaben, Betriebskosten, Instandhaltungskosten
Kostenstruktur Gesellschaft	Personalkosten, Betriebs-/Verwaltungskosten
Steuerliche Strukturierung	Unternehmenssteuern (Gewinn/Kapital)
Projektentwicklung	Instandsetzungskosten Immobilienportfolio, Investitionskosten Entwicklungsprojekte
Transaktionen (Objekte)	Kauf/Verkauf Einzelliegenschaften
M&A	Akquisition/Devestition von Unternehmen/Geschäftseinheiten
Fremdkapital	Aufnahme/Rückzahlung Finanzverbindlichkeiten, Zinsen Finanzverbindlichkeiten
Eigenkapital	Aktienkapitalerhöhung/-herabsetzung, Ausschüttung Dividenden

Tabelle 9: Handlungsebenen mit Zuteilung der Ertragshebel

Zum Abschluss werden konkrete, praxisorientierte Massnahmen in das Ertragshebelmodell integriert, mit welchen der jeweilige Ertragshebel beeinflusst werden kann. Dabei wird nicht zwischen strategischen und operativen Massnahmen unterschieden. Als illustratives Beispiel wird an dieser Stelle der für börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften wesentliche Ertragshebel „Realisierte Mieteinnahmen“ erläutert. Dieser Ertragshebel kann durch praxisbezogene Massnahmen – wie bspw. die Neuverhandlung oder Anpassung bestehender Mietverträge oder die Senkung der Angebotsmieten zur Reduktion der aktuellen Leerstände – mit dem Ziel der Ertragssicherung von der Unternehmensführung bewusst beeinflusst werden.

3.5 Synthese

In der Synthese werden die Teilschritte der Kapitel 3.1 bis 3.4 in ein Ertragshebelmodell zusammengeführt. Abbildung 3 veranschaulicht das entwickelte Ertragshebelmodell.⁶⁷

⁶⁷ Es gilt anzumerken, dass das Modell nicht den Anspruch auf Vollständigkeit hat.

Ertragshebelmodell zur Ertragssteigerung für börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz		
Handlungsebenen	Ertragshebel	Massnahmen
Portfolio-/Objektstrategie	Realisierte Mieteinnahmen	<ul style="list-style-type: none"> • Neuverhandlung, Anpassung bestehender Mietverträge inkl. Ausübung vermietersseitiger Rechte mit Ertragssteigerung • Senkung der Angebotsmieten zur Reduktion der aktuellen Leerstände
	Bewirtschaftungskosten Immobilienportfolio	<ul style="list-style-type: none"> • Effizienzsteigerungsprogramm zur Kostensenkung (Input) oder Erhöhung des Grenzertrages (Output) • Effizienzsteigerung durch Make or Buy-Entscheidung (In-/Outsourcing) bei Bewirtschaftungsleistungen
	Steuern und Abgaben Immobilienportfolio	<ul style="list-style-type: none"> • Verbesserung Vertragsmanagement zur Reduktion der nicht überwälzten Objektbetriebskosten
	Betriebskosten Immobilienportfolio	<ul style="list-style-type: none"> • Stopp/Sisierung Instandhaltungsprojekt(e) • Neuverhandlung Offerten für Instandhaltungsaufträge
	Instandhaltungskosten Immobilienportfolio	<ul style="list-style-type: none"> • Restrukturierungen, Reduktion fixe oder variable Vergütungen • Stopp/Sisierung interner Projekte (IT etc.) • Restriktion Budget, Stopp Kosten für Marketing, Anlässe, Verbrauchsmaterial etc. • Optimierung gesellschaftlicher Strukturen
Kostenstruktur Gesellschaft	Betriebs-/Verwaltungskosten Unternehmen	
Steuerliche Strukturierung	Unternehmenssteuern (Gewinn/Kapital)	
Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit		
Projektentwicklung	Instandsetzungskosten Immobilienportfolio	<ul style="list-style-type: none"> • Steigerung zukünftiger Mietertrag pro Mietfläche durch Ummutzung/Modernisierung der Anlageobjekte • Steigerung der vermietbaren Flächen • Stopp/Sisierung Instandsetzungsprojekt(e)
	Investitionskosten Entwicklungsprojekte	<ul style="list-style-type: none"> • Überarbeitung Projekte zur Steigerung der zukünftigen Mieterträge resp. Reduktion der Entwicklungs- und Baukosten • Stopp/Sisierung Entwicklungsprojekt(e)
Transaktionen (Objekte)	Kauf/Verkauf Einzelliegenschaften	<ul style="list-style-type: none"> • Realisierung Verkaufsgewinn • Verkauf „ertragsriskanter“ Liegenschaften (allenfalls in Kombination mit Umschichtung/ Produktlanierung)
	M&A	<ul style="list-style-type: none"> • Kauf von Unternehmen mit positiven Synergieeffekten (Erweiterung bestehender Geschäftsfelder) • Kauf von Unternehmen mit positiven Diversifikationseffekten (neue Geschäftsfelder/Märkte)
Cashflow aus Investitionsstätigkeit		
Freier Cashflow zugunsten aller Kapitalgeber (Cashflow-to-Entity)		
Fremdkapital	Aufnahme/Rückzahlung Finanzverbindlichkeiten	<ul style="list-style-type: none"> • Optimierung der Verschuldungsquote/Reduktion Bilanzgrösse • Erstreckung von Fälligkeiten/Covenants
	Zinsen Finanzverbindlichkeiten	<ul style="list-style-type: none"> • Neuverhandlung bestehender Zinskonditionen und Laufzeiten (Erhöhung Spread)
Eigenkapital	Aktienkapitalerhöhung/-herabsetzung	<ul style="list-style-type: none"> • Optimierung der Verschuldungsquote / Bilanzgrösse (Kapitalerhöhung)
	Ausschüttung Dividenden	<ul style="list-style-type: none"> • Senkung/Stopp Dividendenausschüttungen
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit		
Freier Cashflow zugunsten des Unternehmens (Finanzplanung, Innenfinanzierung und Liquidität)		

Abbildung 3: Ertragshebelmodell zur Ertragssteigerung für börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz

4 Untersuchung

4.1 Vorgehen

Für die Erhebung der Primärdaten zur qualitativen Untersuchung der Forschungsfrage und der fünf weiteren Kernfragen wurden Experteninterviews durchgeführt. Die Interviews basieren auf einem teilstandardisierten Leitfadengespräch, welches sich unter den Instrumenten der qualitativen Sozialforschung für die vorliegende Arbeit als am geeignetsten erwies.

Das teilstandardisierte Leitfadengespräch umfasst insgesamt 14 Fragestellungen. Bei sieben Fragen sind die Antwortmöglichkeiten mit einer Ratingskala zunächst eingeschränkt, bevor mittels offenem Gespräch vertieft auf die Thematik der Fragen eingegangen wird.⁶⁸ Die 14 Fragen sind im Weiteren in vier thematisch abgrenzbare Teile eingeteilt. Im ersten Teil werden Fragen zur Beurteilung der Wichtigkeit der Ertragssicherung für börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz gestellt. Zudem werden die Einschätzungen über die Wahrscheinlichkeiten von Stressszenarien – basierend auf zwei erarbeitete Fallstudien – für die kurzfristige und für die langfristige Ertragssicherung abgefragt. Die Fragen im zweiten Teil gehen vertieft auf die Fallstudie des Stressszenarios für die kurzfristige Ertragssicherung ein, welche mit dem entwickelten Ertragshebelmodell als konzeptionelles Raster und beziehend auf eine fiktive börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaft zu beantworten sind. Der dritte Teil des Leitfadengesprächs enthält dieselben Fragen wie der Teil 2. Die Fragen beziehen sich jedoch auf die Fallstudie des Stressszenarios für die langfristige Ertragssicherung. Der letzte und vierte Teil des Leitfadengesprächs bezieht sich auf die spezifische börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaft des Experten und behandelt Fragestellungen nach geeigneten Kennzahlen zur Beurteilung der Ertragssicherung in der Praxis sowie die Organisation von ertragssichernden Kompetenzen. Zum Abschluss wurden die interviewten Experten gefragt, ob die besprochenen Teilgebiete das Untersuchungsthema genügend abdecken und ob das entwickelte Ertragshebelmodell noch mit weiteren Komponenten ergänzt werden könnte. Die Fragen des Leitfadengesprächs sind im Anhang 1 ersichtlich.

Die durchgeführten, teilstandardisierten Interviews orientierten sich zwar am Leitfaden, ermöglichten aber dank der bewusst gewählten offenen Gesprächsführung, einzelne Themen abweichend von den Fragestellungen in Breite und Tiefe zu behandeln. Mit der

⁶⁸ Dieses Vorgehen lässt die zusätzliche Auswertung des Medians als Lageparameter der Antworten zu.

Ausarbeitung einer fiktiven börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft als Basis für die Fragen zu den zwei Fallstudien wurde eine höhere Vergleichbarkeit der Antworten bezweckt. Zudem war diese Herangehensweise nach Rücksprache mit einzelnen Experten auch notwendig, um Antworten auf teils als sensitiv und strategisch eingestufte Fragen zu erhalten.

Den Experten wurden vor dem Interview neben den Fragen des Leitfadengesprächs auch die Beschreibung der Ausgangslage der fiktiven börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft sowie der zwei Fallstudien elektronisch zugestellt. Das Ertragshebelmodell wurde erst während des Interviews vorgestellt und danach direkt in die Befragung miteinbezogen. Im Anschluss an die Gespräche wurden die Inhalte transkribiert. Weil die Beantwortung einzelner Fragen strategische Informationen zu den börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften offenlegen könnte, wurden die transkribierten Interviews in Absprache mit den Experten nicht veröffentlicht und die Auswertung anonymisiert vorgenommen.

Für die Experteninterviews wurden insgesamt neun CEOs von börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften sowie der CEO einer grossen ausserbörslich gehandelten Immobilienaktiengesellschaft angefragt. Es resultierten neun Zusagen und eine Absage. Die Interviews fanden im Juni und Juli 2016 statt.⁶⁹ Die Expertenliste ist im Anhang 2 ersichtlich.

Die Auswahl der interviewten Experten deckt aufgrund der überschaubaren Anzahl von börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz einen aussagekräftigen Anteil der Grundgesamtheit ab.⁷⁰ Die befragten CEOs leiten börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften mit einer Marktkapitalisierung von insgesamt rund CHF 16.8 Mrd. Von den im SXI Real Estate Shares Index inkludierten Immobilienaktiengesellschaften deckt die durchgeführte Teilerhebung über 85% der gesamten Marktkapitalisierung ab.⁷¹

4.2 Fallstudien

Für eine möglichst realistische und vergleichbare Ausgangslage zur Beantwortung der Fragen zu den Fallstudien wurde ein fiktives Geschäftsmodell und eine Unternehmens-

⁶⁹ In Absprache mit dem CEO von Swiss Prime Site AG fand das Interview mit dem COO statt.

⁷⁰ Als Grundgesamtheit gelten auf Grundlage der vorgenommenen Abgrenzungen gemäss Kapitel 1.3 alle börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften mit Sitz in der Schweiz.

⁷¹ Stand per 02.08.2016. Ohne Berücksichtigung von Espace Real Estate Holding AG, welche nicht im betreffenden Index aufgenommen ist.

Die Datenerhebung zu den Fragen des zweiten und dritten Teils basieren auf Fallstudien, welche aus wissenschaftlicher Sicht keine repräsentativen Aussagen zu den Kernfragen zulassen.

strategie einer börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft in der Schweiz erarbeitet und in einem 5-Jahres-Finanzplan abgestimmt.

Um aussagekräftige Informationen zur Thematik der Ertragssicherung von den befragten Experten zu erhalten, wurden zusätzlich zwei Fallstudien erarbeitet, welche Stressszenarien für die Ertragssicherung abbilden. Der Realitätsbezug spielte bei der Erarbeitung der Szenarien eine untergeordnete Rolle. Bei den bewusst ausgewählten extremen Fallstudien sollten die interviewten Experten vielmehr vor Situationen gestellt werden, in denen von der Unternehmensleitung zwingend Massnahmen zur Ertragssicherung eingeleitet werden müssen. Die beiden Stressszenarien unterscheiden sich im Zeithorizont: So ist das erste Szenario auf die kurzfristige Ertragssicherung und das zweite Szenario auf die langfristige Ertragssicherung gerichtet. In den folgenden Kapiteln 4.2.1 bis 4.2.3 werden die Ausgangslage sowie die zwei Fallstudien beschrieben.

4.2.1 Ausgangslage zu den Fallstudien

Die Fallstudien beziehen sich auf die fiktive Immobilien-Schweiz AG, eine börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaft in der Schweiz. Das Unternehmen besitzt ein schweizweit breit diversifiziertes Anlageportfolio im Gesamtwert von CHF 2 Mrd., wovon 50% in Büro-, 35% in Gewerbe- und 15% in Wohnnutzung investiert sind. Die jährlichen Soll-Mieterträge betragen rund CHF 111 Mio., was einer Brutto-Anlagerendite von 5.5% entspricht. Das Anlageportfolio befindet sich in einem guten Zustand. Die direkten Liegenschaftskosten sowie die zukünftigen Instandhaltungs- und Instandsetzungskosten belaufen sich im branchenüblichen Rahmen.

Im Weiteren ist die Immobilien-Schweiz AG Eigentümerin eines Entwicklungsportfolios mit zwei Arealen. Das Entwicklungsareal „Wohnen“ befindet sich bereits im Bau und ist zu 50% erstellt. Der aktuelle Bilanzwert des Areals liegt bei CHF 100 Mio. In den nächsten zwei Jahren soll das Entwicklungsareal „Wohnen“ mit einer Gesamtinvestitionssumme von CHF 200 Mio. zu einer Bruttorendite von 5% abgeschlossen werden. Das Entwicklungsareal „Büro“ befindet sich noch in der Entwicklungsphase. Im aktuellen Geschäftsabschluss ist der Landwert des Areals in der Höhe von CHF 50 Mio. bilanziert. Die Projektplanung sieht den Baubeginn in drei Jahren und die Fertigerstellung in fünf Jahren vor. Das Gesamtinvestitionsvolumen beträgt voraussichtlich CHF 250 Mio. zu einer Bruttorendite von 6%.

Die börsenkotierte Gesellschaft hat gegenwärtig ein Aktienkapital von CHF 1 Mrd., was einer Eigenkapitalquote von 43% entspricht. Die Finanzverbindlichkeiten betragen CHF 1'150 Mio., die latenten Gewinnsteuern CHF 150 Mio. Die Gesellschaft hat in verschie-

denen Kreditverträgen den kreditgebenden Finanzinstituten Covenants in Form von minimalen Eigenkapitalquoten und Zinsdeckungsfaktoren zugesichert.

Die Immobilien-Schweiz AG verfolgt eine Wachstumsstrategie. Die Entwicklungsareale sollen in den nächsten fünf Jahren nachhaltig für das eigene Portfolio entwickelt werden und die zukünftigen Erträge des Unternehmens langfristig und strategiekonform steigern. Aus der effizienten Bewirtschaftung und dem Unterhalt des bestehenden Anlageportfolios sollen stabile Erträge zur Tragbarkeit und Teil-Innenfinanzierung des angestrebten Wachstums erwirtschaftet werden. Akquisitionen oder Verkäufe von Anlage- oder Entwicklungsobjekten sowie von Immobiliengesellschaften sind nicht vorgesehen. Zur Erreichung der strategischen Wachstumsziele ist das Geschäftsmodell in zwei Geschäftseinheiten organisiert. Die Einheit „Immobilien“ beschäftigt sich mit dem Immobilienmanagement des eigenen Anlageportfolios, die Einheit „Entwicklung“ mit der Entwicklung der Areale „Wohnen“ und „Büro“.

Die Geschäftsleitung hat einen 5-Jahres-Businessplan erarbeitet. Sie hat den Aktionären während der Wachstumsphase (4 Jahre) eine durchschnittliche jährliche Eigenkapitalrendite von 5% kommuniziert. Nach der Überführung aller Entwicklungsareale ins Anlageportfolio im Jahr 5 soll die Eigenkapitalrendite 5.9% betragen. Den Aktionären sollen jährlich CHF 30 Mio. an Dividenden ausbezahlt werden.

Der fiktive 5-Jahres-Finanzplan mit Bilanz, Erfolgsrechnung und Geldflussrechnung zur Immobilien-Schweiz AG ist in Anhang 3 ersichtlich.

4.2.2 Fallstudie 1: Stressszenario für die kurzfristige Ertragssicherung

In der Fallstudie 1 wird die Immobilien-Schweiz AG schockartig d.h. sehr kurzfristig von einer extremen Erhöhung der Ertragsrisiken überrascht. Die kurzfristige Ertragssicherung (1 Jahr) ist dadurch stark tangiert. Die Höhe der Ertragsrisiken in den Folgejahren (Jahr 2 bis Jahr 5) sind für die Geschäftsleitung ab diesem Zeitpunkt ebenfalls schwieriger abschätzbar als bis anhin. Eine Normalisierung der Ertragslage scheint jedoch wahrscheinlich.

Als unmittelbare Folge sind die wesentlichen, an die Aktionäre kommunizierten kurzfristigen Jahresziele und entsprechend auch die Dividendenausschüttungen im relevanten kurzfristigen Betrachtungszeitraum von einem Jahr äusserst unsicher respektive im Moment nicht mehr erfüllt.⁷² Zugesicherte Kreditbedingungen an wichtige Kreditgeber

⁷² Kommunizierte Jahresziele in Form von Jahresgewinn oder EK-Rendite.

könnten ebenfalls verletzt werden. Der Börsenkurs kommt aufgrund von revidierten Annahmen der Aktionäre bzgl. der kurzfristig erzielbaren Erträge unter Druck.

Im Weiteren haben die höheren kurzfristigen Ertragsrisiken unmittelbare Auswirkungen auf den 5-Jahres-Finanzplan. Der freie Cashflow zugunsten des Unternehmens ist im kurzfristigen Betrachtungszeitraum (1 Jahr) derart extrem betroffen, dass die geplante Innenfinanzierung sowie die Liquiditätsplanung nicht mehr vollständig gewährleistet sind.⁷³

Die Geschäftsleitung muss zur kurzfristigen Ertragssicherung geeignete Massnahmen einleiten.⁷⁴

4.2.3 Fallstudie 2: Stressszenario für die langfristige Ertragssicherung

In der Fallstudie 2 zeichnen sich für die Immobilien-Schweiz AG im Verlauf des aktuellen Geschäftsjahres langfristig (Jahre 3–5) erhöhte Ertragsrisiken ab, welche in diesem extremen Mass unerwartet sind. Die Auswirkungen auf das Unternehmen sind in der kurzfristigen Sicht (Jahr 1) noch nicht wesentlich spürbar. Die Jahresziele für das laufende Geschäftsjahr können aufgrund der noch stabilen kurzfristigen Ertragssicherung erreicht werden.

Die wesentlichen, an die Aktionäre kommunizierten Ziele der Wachstumsstrategie sind aufgrund der höheren langfristigen Ertragsrisiken im Betrachtungszeitraum von drei bis fünf Jahren äusserst unsicher respektive im Moment nicht mehr erfüllt. Auch die zugesicherten Kreditbedingungen an wichtige Kreditgeber könnten längerfristig verletzt werden. Der Börsenkurs kommt bereits jetzt aufgrund von revidierten Annahmen der Investoren bzgl. der nachhaltig erzielbaren Erträge unter Druck.

Im Weiteren ist der 5-Jahres-Businessplan aufgrund der langfristig höheren Ertragsrisiken wesentlich betroffen. Der geplante freie Cashflow zugunsten des Unternehmens für die Innenfinanzierung sowie für die betriebsnotwendige Liquidität ist im langfristigen Betrachtungszeitraum äusserst unsicher.

Die Geschäftsleitung muss zukünftig von höheren Unsicherheiten und steigenden Volatilitäten in den Erträgen ausgehen. Aus diesem Grund muss sie zur langfristigen Ertragssicherung geeignete Massnahmen einleiten.⁷⁵

⁷³ Siehe Kapitel 2.3.2 betreffend Ertragssicherung aus Sicht des Unternehmens

⁷⁴ Für mögliche Beispiele, welche in der Praxis ein Stressszenario für die kurzfristige Ertragssicherung auslösen könnten, wird auf Anhang 4 verwiesen.

⁷⁵ Für mögliche Beispiele, welche in der Praxis ein Stressszenario für die langfristige Ertragssicherung auslösen könnten, wird auf Anhang 5 verwiesen.

4.3 Ergebnisse

4.3.1 Forschungsfrage: Bedeutung der Ertragssicherung für börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz

Die Ertragssicherung hat bei den börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz eine hohe Relevanz. Acht der interviewten Experten schätzen die Bedeutung der Ertragssicherung als sehr hoch, einer als hoch ein.

Die fundamentale Bedeutung der Ertragssicherung für die börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften kommt aus der dominanten externen Erwartungshaltung der Kapitalgeber, insbesondere der Aktionäre. Die Aktionäre – zu einem sehr hohen Anteil institutionelle Investoren wie Pensionskassen und Versicherungen – gehen von einer hohen Sicherheit bei Immobilieninvestitionen aus und erwarten eine gewisse Beständigkeit in der Anlage.⁷⁶ Im Vordergrund stehen dabei kontinuierlich stabile und berechenbare Dividenden.⁷⁷ Aktienkursfantasien, welche Anleger bspw. bei Unternehmen aus der Life Sciences Branche hegen, bestehen bei börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften dagegen nicht.⁷⁸

Aufgrund der hohen Bedeutung der Ertragssicherung zugunsten der Kapitalgeber hat sich auch das Geschäftsmodell, hohe und stabile Dividenden an Aktionäre auszuschütten, bei den börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz durchgesetzt.⁷⁹ Die Gesellschaften versprechen ihren Kapitalgebern nachhaltige und sichere Ausschüttungserträge.⁸⁰ Dieses Versprechen der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften gegenüber den Kapitalgebern führt unweigerlich dazu, dass die Gesellschaften intern ihre Aktivitäten auf die Ertragssicherung ausrichtet und im jährlichen Strategiereview dahingehend überprüft.⁸¹ Der hohe interne Stellenwert der Ertragssicherung für börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften ist hingegen weniger auf die Funktion der Innenfinanzierungs- und Liquiditätsquelle zurückzuführen: Die interne Finanzplanung der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften kann in Normalfall mit genügendem finanziellem Handlungsspielraum über zugesicherte Kreditlimiten einfacher und effizienter gesteuert werden.⁸²

⁷⁶ Vgl. Experteninterview ID1, ID3, ID4, ID7

⁷⁷ Vgl. Experteninterview ID1, ID2, ID3, ID4, ID9

⁷⁸ Vgl. Experteninterview ID2

⁷⁹ Vgl. Experteninterview ID1

⁸⁰ Vgl. Experteninterview ID2

⁸¹ Vgl. Experteninterview ID4, ID5

⁸² Vgl. Experteninterview ID2, ID6, ID7

Siehe Kapitel 4.3.5 betreffend Eignung Cashflow-Kennzahlen zur Beurteilung der Ertragssicherung

Eine hohe Volatilität in den Erträgen wäre von einer börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft nicht gewollt und würde die Erwartungen des Kapitalmarkts verletzen. Zwei Experten weisen in diesem Zusammenhang darauf hin, dass die jährlichen Wiederbewertungen der Liegenschaften in Form von Aufwertungen eine Volatilität in den ausgewiesenen Erfolg der Gesellschaften bringen, welche aus der operativen Geschäftstätigkeit nicht gegeben ist.⁸³ Trotz der hohen Relevanz können die Erträge nach Ansicht eines Experten in der Praxis jedoch nur bedingt gesichert werden: Je nach Situation können die börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz die Erträge über die Ausgestaltung von Verträgen höchstens mittelfristig bis zu einem gewissen Grad sichern. In der langen Frist bestimmt hingegen der Mietmarkt die Erträge.⁸⁴

Zwei Experten messen der Ertragssicherung für börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften aufgrund der Kapitalmarkterwartungen heute zwar ebenfalls eine sehr hohe Bedeutung zu. Sie geben jedoch zu verstehen, dass sich einerseits die Ansprüche der Investoren über die Zeit verändert haben. Insbesondere vor der Finanzkrise 2007–2008 bestand eine grosse Euphorie am Kapitalmarkt und die Erwartungen der Investoren, insbesondere der ausländischen Kapitalgeber, an börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften waren weniger auf Sicherheit bedacht als in der gegenwärtigen Situation. Erst nach der Finanzkrise kam es zu einem Umdenken hin zu bodenständigen Geschäftsmodellen mit solider Dividendenkontinuität.⁸⁵ Andererseits kann sich die Wichtigkeit der Ertragssicherung zugunsten der Kapitalgeber situationsbedingt innert kurzer Zeit wesentlich ändern. In einer Krisensituation wie bspw. in den 90er Jahren, in welcher eine börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaft in ihrer Existenz bedroht sein konnte, fokussiert die Immobilienaktiengesellschaft mit der Ertragssicherung praktisch ausschliesslich auf die Stabilisierung der Liquidität und des Fremdkapitals und nur noch untergeordnet auf die Realisierung von Gewinnen respektive auf die Sicherung der Dividenden zugunsten der Kapitalgeber.⁸⁶

4.3.2 Kernfrage 1: Wahrscheinlichkeit von Stressszenarien für die kurz- und langfristige Ertragssicherung

Die Wahrscheinlichkeit eines Stressszenarios für die kurzfristige Ertragssicherung – innerhalb eines Jahres wie es die Fallstudie 1 beschreibt – wird von sieben Experten als sehr niedrig und von zwei Experten als niedrig eingestuft.

⁸³ Vgl. Experteninterview ID2, ID4

⁸⁴ Vgl. Experteninterview ID4

⁸⁵ Vgl. Experteninterview ID7

⁸⁶ Vgl. Experteninterview ID6

Einen zentralen Aspekt zur Minimierung kurzfristiger Ertragsrisiken sehen alle Experten in einer angemessenen Diversifikation im Anlageportfolio. Wenn das Immobilienportfolio hinsichtlich Regionen, Nutzungen und Mietermix gut diversifiziert ist, können kurzfristig praktisch keine signifikanten Ertragsrisiken für eine börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaft in der Schweiz eintreten. Die börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz weisen die nötige Diversifikation zur kurzfristigen Ertragssicherung in ihren Immobilienportfolios auf, da ansonsten die Geschäftsleitung ihren Aufgaben auch nicht genügend nachgekommen wäre.⁸⁷ Auf der Einnahmenseite können deshalb theoretisch nur signifikante kurzfristige Ertragsausfälle eintreten, wenn gleichzeitig mehrere Hauptmieter ausfallen würden. Ein solches Szenario eines sektorübergreifenden, stark erhöhten Bonitätsrisikos der Mieter ist jedoch für die Experten kaum vorstellbar.⁸⁸ Bei dominanten Mietern handelt es sich zudem meist um Unternehmen von hoher Bonität.⁸⁹

Kurzfristige Ertragsrisiken bei den Kosten werden von den Experten ebenfalls als wenig realistisch eingeschätzt. Bei einer kurzfristig auftretenden geldwirksamen Erhöhung der Kosten wären diese für die börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften sehr gut verkraftbar, da die Kostenbasis im Vergleich zu den Einnahmen sehr solide ist.⁹⁰ Nicht geplante Zusatzkosten gehören zudem zum Immobiliengeschäft und sind insofern im Risikomanagement bereits genügend berücksichtigt.⁹¹

Das Szenario eines abrupten Zinsanstiegs ist gemäss den Experten im Moment ebenfalls nicht wahrscheinlich.⁹² Die Beeinflussung der kurzfristigen Ertragssicherung würde in einem solchen Fall von den getätigten Zinsabsicherungen abhängen.⁹³

Bei der Einschätzung der Eintrittswahrscheinlichkeit eines Stressszenarios für die langfristige Ertragssicherung – innerhalb der nächsten drei bis fünf Jahre wie in der Fallstudie 2 dargestellt – zeigt sich unter den befragten Experten Uneinigkeit. Vier Experten beurteilen das Risiko von langfristig eintretenden Ertragsunsicherheiten als niedrig ein, während fünf Interviewpartner die Wahrscheinlichkeit dieses Szenarios als hoch einstufen.

⁸⁷ Vgl. Experteninterview ID1, ID2, ID3, ID5, ID6

⁸⁸ Vgl. Experteninterview ID1, ID3

⁸⁹ Vgl. Experteninterview ID2, ID6

⁹⁰ Vgl. Experteninterview ID3

⁹¹ Vgl. Experteninterview ID1

⁹² Vgl. Experteninterview ID1, ID8, ID9

⁹³ Vgl. Experteninterview ID9

Für die börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften hätte dies jedoch direkte Auswirkungen auf den Aktienkurs und die Bewertung des Immobilienportfolios.

Die Experten, welche die langfristigen Ertragsrisiken bei den börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften als gering einstufen, rechnen in den kommenden drei bis fünf Jahren zwar in der Tendenz mit einer schwierigeren Ertragssicherung: So können durchaus höhere Leerstände bei Büro- und Retailflächen resultieren.⁹⁴ Im betrachteten Zeitraum können auch erhöhte Investitionen in das Portfolio notwendig sein. Dies aufgrund des Alters der Liegenschaften oder wegen ungenügender nachhaltig und flexibel nutzbaren Mietflächen.⁹⁵ Schliesslich zeigen sich auch bei der Beurteilung des wirtschaftlichen Umfeldes vermehrt steigende Risiken für die börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz.⁹⁶ Die langfristige Ertragssicherung, welche im Allgemeinen anhand derselben Aspekte wie bei der kurzfristigen Betrachtung beurteilt werden kann, ist gemäss dieser Expertengruppe dennoch gegeben. Es sei deshalb kaum mit einer Stresssituation für die langfristige Ertragssicherung der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften zu rechnen.⁹⁷ Im Weiteren sei bei der langfristigen Beurteilung zu berücksichtigen, dass Veränderungen praktisch nie isoliert auf die Ertragssicherung der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften wirken, sondern gleichzeitig positive wie auch negative Auswirkungen auf einzelne Ertragskomponenten auslösen.⁹⁸ Ein Experte verweist bei der Beurteilung der Wahrscheinlichkeit von langfristigen Ertragsrisiken bei börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften zudem auf das übergeordnete Anlageuniversum der Kapitalgeber. „Solange die Zinsen auf tiefem Niveau verharren, gibt es auch unter Berücksichtigung höherer Ertragsrisiken für die Kapitalgeber im Anlageuniversum keine Alternative zu den Geldanlagen in Immobilien.“⁹⁹ Ein Anstieg der Zinsen in den nächsten drei bis fünf Jahren erscheint indes für die Mehrheit der Experten als unwahrscheinlich.¹⁰⁰

Im Unterschied dazu schätzen fünf Experten die Möglichkeit eines Stressszenarios für die langfristige Ertragssicherung als hoch ein. Die genannten Gründe für diese pessimistischere Einschätzung sind dabei dieselben. Der Effekt auf die langfristige Ertragssicherung der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften wird hingegen als weitaus stärker eingestuft. Insbesondere im Büroflächenmarkt, welcher im Nutzungsmix der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften meist einen bedeutenden Anteil einnimmt, sei in den nächsten drei bis fünf Jahren mit einer spürbar negativen Entwicklung

⁹⁴ Vgl. Experteninterview ID3

⁹⁵ Vgl. Experteninterview ID9

⁹⁶ Vgl. Experteninterview ID7

⁹⁷ Vgl. Experteninterview ID2, ID3, ID7, ID9

⁹⁸ Vgl. Experteninterview ID2

⁹⁹ Experteninterview ID8

¹⁰⁰ Vgl. Experteninterview ID1, ID3, ID5, ID6, ID8

zu rechnen. Gemäss dieser Expertengruppe gibt es gegenwärtig klare Anzeichen, dass sich der Angebotsüberhang nochmals akzentuiert, wodurch die Mieteinnahmen wesentlich unter Druck kommen werden.¹⁰¹ Auch die Konjunktorentwicklung macht in Bezug auf die Mieteinnahmen verstärkt Sorgen: Aufgrund der angespannten Wirtschaftslage in einigen Branchen fragen Mieter vermehrt nach Neuverhandlungen bestehender Geschäftsmietverträge mit dem Ziel der Kostenoptimierung.¹⁰² Aus den oben genannten Gründen werden zur Reduktion der langfristigen Ertragsrisiken deshalb bereits gegenwärtig langfristig ertragssichernde Massnahmen umgesetzt.¹⁰³

4.3.3 Kernfrage 2: Qualitative Beurteilung der Beeinflussbarkeit und der Wirkungsstärke der Ertragshebel für die kurzfristige und langfristige Ertragssicherung

Vorgängig zur qualitativen Beurteilung der Ertragshebel wurde die zeitliche Definition der Experten von kurzfristiger und langfristiger Ertragssicherung ausgewertet. Bei der Definition der kurzfristigen Ertragssicherung einer börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft geht die Mehrheit der Experten von einem Zeitrahmen von einem Jahr bis zwei Jahren aus. Dies hängt einerseits mit den finanziellen Planungsinstrumenten zusammen. In der kurzen Frist ist dies oft das Jahresbudget.¹⁰⁴ Im Weiteren ist die Immobilienbranche vergleichsweise wenig dynamisch. Gut greifbare Stellgrössen, mit welchen innerhalb weniger Monate wirksam Erträge gesichert werden können, gibt es für die Unternehmensführung einer börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft praktisch nicht.¹⁰⁵ Als illustratives Beispiel hierzu kann die Einmietung eines neuen Kunden herangezogen werden. Von der Vertragsverhandlung über die Kündigungszeiten der jetzigen Mietflächen des Neukunden bis hin zum mietergerechten Ausbau und dem Bezug der neu vermieteten Flächen vergehen gut sechs bis zwölf Monate. Im baulichen Bereich sind Massnahmen zudem oft an Planungsprozesse gekoppelt und von längeren Bewilligungsverfahren abhängig.

Zielt die kurzfristige Ertragssicherung hingegen primär auf eine Verbesserung der Cashflows zugunsten des Unternehmens in Hinblick auf eine ausreichende Liquidität und Innenfinanzierung, hängt die Zeit massgeblich von der aktuellen Verschuldungssituation und von den Bedingungen der bestehenden Finanzverbindlichkeiten ab. Falls der finanzielle Handlungsspielraum nicht gegeben ist und die Stresssituation eine existen-

¹⁰¹ Vgl. Experteninterview ID1, ID2, ID4, ID6

¹⁰² Vgl. Experteninterview ID1, ID2, ID6

¹⁰³ Vgl. Experteninterview ID1, ID6

¹⁰⁴ Vgl. Experteninterview ID1

¹⁰⁵ Vgl. Experteninterview ID2, ID4, ID5

zielle Bedrohung darstellt, kann der kurzfristige Betrachtungszeitraum für die Ertragssicherung auch nur eine Woche betragen.¹⁰⁶

Bei der Definition des Zeithorizonts für die langfristige Ertragssicherung zeigt sich unter den Experten ein weitaus heterogeneres Meinungsbild. Der Betrachtungszeitraum erstreckt sich für die langfristige Ertragssicherung bei den Interviewpartnern über drei bis zehn Jahre und fällt bei den finanziellen Planungsinstrumenten in die mittel- und langfristige 10-Jahres-Finanzplanung der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften.¹⁰⁷

Die vertiefte Analyse der einzelnen Ertragshebeln zeigt zusammenfassend, dass zur kurzfristigen Ertragssicherung nicht alle Ertragshebel von der Unternehmensführung spürbar beeinflusst werden können. Viele ertragssichernde Massnahmen greifen erst mit einer Zeitverzögerung von mindestens einem Jahr. In der langfristigen Sicht sind die Ertragshebel grundsätzlich alle beeinflussbar, da sie ansonsten auch keine geeigneten Stellgrössen für die Geschäftsleitung zur Ertragssicherung darstellen würden.¹⁰⁸ Trotzdem resultiert insbesondere bei den meisten Ertragshebeln mit Bezug auf Kostenpositionen eine relativ tiefe Beeinflussbarkeit: Die Liegenschafts- und Unternehmenskosten sind bereits stark optimiert und lassen nur noch wenig Spielraum für Verbesserungen zu. Die Instandhaltungs- und Instandsetzungskosten sind in der langen Frist auf einem kaum beeinflussbaren nachhaltigen Sockelniveau zu halten, damit die Portfolioqualität und daraus folgend die Mieteinnahmen als wesentlicher langfristiger Ertragshebel mindestens stabil gehalten werden können.¹⁰⁹

Die folgenden Tabellen 10 bis 21 zeigen die Ergebnisse aus den Interviews zur Beeinflussbarkeit und die Wirkungsstärke der einzelnen Ertragshebel für die kurzfristige und langfristige Ertragssicherung auf. Zur besseren Veranschaulichung für den Leser werden die Resultate in tabellarischer Darstellung gezeigt. Bei den Ergebnissen zur Beeinflussbarkeit sowie zur Wirkungsstärke handelt es sich um den Median. Die qualitative Beurteilung fasst die wesentlichen Aussagen der Experten zu den jeweiligen Ertragshebeln zusammen.

¹⁰⁶ Vgl. Experteninterview ID3, ID6, ID7

¹⁰⁷ Vgl. Experteninterview ID2, ID3, ID5, ID7, ID8, ID9

¹⁰⁸ Vgl. Experteninterview ID9

¹⁰⁹ Vgl. Experteninterview ID3

Ertragshebel „Realisierte Mieteinnahmen“		
Massnahmen (Modell): <ul style="list-style-type: none"> • Neuverhandlung, Anpassung bestehender Mietverträge inkl. Ausübung vermietetseitiger Rechte mit Ertragssteigerung • Senkung der Angebotsmieten zur Reduktion der aktuellen Leerstände 		
Ergebnisse	Kurzfristig	Langfristig
Beeinflussbarkeit	NIEDRIG	HOCH
Wirkungsstärke	NIEDRIG	HOCH
Qualitative Beurteilung des Ertragshebels und der Massnahmen: <ul style="list-style-type: none"> • Bestehende Geschäftsvertragsmieten können kurzfristig durchaus beeinflussbar sein. Durch proaktives Zugehen auf bestehende Mieter können Vertragslaufzeiten und Mietpreise neu verhandelt werden. Die Mieten sind jedoch oft nur mit Preiskonzessionen anpassbar, was einen negativen Effekt auf die kurzfristige Ertragssicherung auslöst. Preiskonzessionen sollten zudem nur mit Mietern von hoher Qualität vereinbart werden. • Die Massnahme von Neuverhandlungen von bestehenden Mietverträgen hängt massgeblich vom Nutzungsmix des Portfolios ab. So sind bspw. Mietverträge von Wohnungen nicht verhandelbar. • Über eine aggressivere aktive Vermarktung können die Erträge aus Mieteinnahmen gesteigert werden. In der kurzfristigen Sicht kann die Wirkung auf den Cashflow jedoch negativ sein, weil die Vermarktungsaktivitäten höhere Kosten verursachen und Neuabschlüsse zu Beginn oft Investitionen in den Ausbau benötigen. Es kommt dadurch kurzfristig zu einem negativen Verzögerungseffekt zwischen Kosten und Mieteinnahmen. • Die Senkung der Angebotsmieten zur Reduktion der Leerstände ist kurzfristig gut beeinflussbar und hat bei einer Neuvermietung einen positiven Effekt auf die Ertragssicherung. Die Massnahme hat jedoch eine Signalwirkung am Markt und kann langfristig zu nachhaltig tieferen Mieteinnahmen führen. • Langfristig sind Mieterbindung und aktives Mietermanagement bei der Neuverhandlung von auslaufenden Verträgen aufgrund der hohen Wirkungsstärke wichtig, auch wenn die dadurch benötigten Zusatzkosten die Cashflows belasten. Die erzielbaren Resultate sind jedoch auch vom jeweiligen Marktumfeld abhängig. • Langfristig kann durch eine Anpassung der Portfoliostruktur (Umschichtung) die Ertragssicherung aus Mieteinnahmen wesentlich beeinflusst und verbessert werden. 		

Tabelle 10: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „realisierte Mieteinnahmen“

Ertragshebel „Bewirtschaftungskosten Immobilienportfolio“		
Massnahmen (Modell):		
<ul style="list-style-type: none"> • Effizienzsteigerungsprogramm zur Kostensenkung (Input) oder Erhöhung des Grenzertrages (Output, z.B. aus Erfolg aus Vermarktung) • Effizienzsteigerung durch Make or Buy–Entscheidung (In-/Outsourcing) bei Bewirtschaftungsleistungen 		
Ergebnisse	Kurzfristig	Langfristig
Beeinflussbarkeit	SEHR NIEDRIG	NIEDRIG
Wirkungsstärke	SEHR NIEDRIG	SEHR NIEDRIG
Qualitative Beurteilung des Ertragshebels und der Massnahmen:		
<ul style="list-style-type: none"> • Effizienzsteigerungsprogramme in der Bewirtschaftung benötigen eine längere Zeit, weshalb sie kurzfristig die Ertragssicherung kaum beeinflussen können. • Kurzfristig können die Kosten der externen Bewirtschaftung im Vergleich zur internen Bewirtschaftung schneller gesenkt werden. • Langfristig können die Bewirtschaftungskosten nur bedingt gesenkt werden, da ansonsten die Grenzkosten der Qualitätseinbussen höher sind als die Einsparungen. • Langfristig können Zusatzkosten für ein eigenes aktives Bewirtschaftungsmanagement dank Qualitätsverbesserung durch höhere Mieteinnahmen überkompensiert werden. • In-/Outsourcing ist ein langfristiger, strategischer Entscheid, welcher nicht aus kurzfristigen Überlegungen getroffen wird. • Die Wirkung des Ertragshebels auf die Ertragssicherung ist gering, da die Kosten bereits laufend optimiert wurden. 		

Tabelle 11: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Bewirtschaftungskosten Immobilienportfolio“

Ertragshebel „Steuern und Abgaben Immobilienportfolio“		
Massnahmen (Modell):		
<ul style="list-style-type: none"> • k. A. 		
Ergebnisse	Kurzfristig	Langfristig
Beeinflussbarkeit	KEINE	SEHR NIEDRIG
Wirkungsstärke	KEINE	SEHR NIEDRIG
Qualitative Beurteilung des Ertragshebels und der Massnahmen:		
<ul style="list-style-type: none"> • Langfristig ist eine Optimierung der Liegenschaftssteuern möglich, jedoch ohne signifikanten Effekt auf die Ertragssicherung. • Ortsgebundene Abgaben können kaum beeinflusst werden. • Der Ertragshebel ist sowohl für die kurz- als auch für die langfristige Ertragssicherung nicht relevant. 		

Tabelle 12: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Steuern und Abgaben Immobilienportfolio“

Ertragshebel „Betriebskosten Immobilienportfolio“		
Massnahmen (Modell):		
<ul style="list-style-type: none"> • Verbesserung Vertragsmanagement zur Reduktion der nicht überwältigten Objektbetriebskosten 		
Ergebnisse	Kurzfristig	Langfristig
Beeinflussbarkeit	SEHR NIEDRIG	NIEDRIG
Wirkungsstärke	SEHR NIEDRIG	SEHR NIEDRIG
Qualitative Beurteilung des Ertragshebels und der Massnahmen:		
<ul style="list-style-type: none"> • Die immobilienbezogenen Betriebskosten können kurzfristig nur beeinflusst werden, wenn auf Qualität verzichtet wird (bspw. durch Reduktion Property Management) • Eine stärkere Überwälzung der Betriebskosten belastet die Mieter zusätzlich. Die Bruttobetrachtung des Mieters kann bei Neuverhandlungen zu einer Senkung der Nettomieteinnahmen führen und den Überwälzungseffekt wieder ausgleichen. • Langfristig können die Betriebskosten über konsequente Vergaben von Rahmenverträgen an Lieferanten noch optimiert werden. • Zielt die Ertragssicherung auf die Liquidität, kann die Bezahlung gewisser Betriebskosten hinausgezögert werden. • Die eigentümerseitigen Betriebskosten werden laufend optimiert und sind bereits auf einem tiefen Niveau. Die Wirkungsstärke des Ertragshebels für die langfristige Ertragssicherung ist deshalb klein. 		

Tabelle 13: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Betriebskosten Immobilienportfolio“

Ertragshebel „Instandhaltungskosten Immobilienportfolio“		
Massnahmen (Modell):		
<ul style="list-style-type: none"> • Stopp/Sistierung Instandhaltungsprojekt(e) • Neuverhandlung Offerten für Instandhaltungsaufträge 		
Ergebnisse	Kurzfristig	Langfristig
Beeinflussbarkeit	SEHR HOCH	NIEDRIG
Wirkungsstärke	HOCH	NIEDRIG
Qualitative Beurteilung des Ertragshebels und der Massnahmen:		
<ul style="list-style-type: none"> • Mit Ausnahme von dringenden Massnahmen, welche für die Substanz und Ertragskraft der Liegenschaften zwingend notwendig sind, können Instandhaltungskosten kurzfristig durch Kürzungen und Sistierungen gut beeinflusst werden. Die Wirkungsstärke auf die kurzfristige Ertragssicherung ist zudem hoch. • Langfristig ist der Spielraum bei Instandhaltungskosten kleiner. Eine zu kostensensitive Instandhaltung führt langfristig zu einem negativen Gegeneffekt bei den Mieteinnahmen und zu höheren Folgeschäden. • Verzögerungen der Instandhaltungen bleiben den Kapitalgebern nur bis zu einer gewissen Zeit unerkannt. Ein hoher Sanierungsstau im Portfolio wird irgendwann offensichtlich. Langfristig hat dieser Ertragshebel deshalb nur bedingte Wirkungsstärke. • Durch Veräusserungen von Liegenschaften mit einem hohen Unterhaltsstau kann in zweifacher Weise die Ertragssicherung positiv beeinflusst werden. 		

Tabelle 14: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Instandhaltungskosten Immobilienportfolio“

Ertragshebel „Personalkosten“		
Massnahmen (Modell):		
<ul style="list-style-type: none"> • Restrukturierungen, Reduktion fixe oder variable Vergütungen 		
Ergebnisse	Kurzfristig	Langfristig
Beeinflussbarkeit	NIEDRIG	HOCH
Wirkungsstärke	SEHR NIEDRIG	NIEDRIG
Qualitative Beurteilung des Ertragshebels und der Massnahmen: <ul style="list-style-type: none"> • Kurzfristig ist die Beeinflussbarkeit der Personalkosten durch Restrukturierungen und Kündigungen aufgrund der Zeitverzögerungen gering. • Die Erhöhung der erfolgsbezogenen Lohnkomponente führt zu einer automatischen und periodengerechten Ertragssicherung. • Die börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften sind bereits heute sehr schlank organisiert. Ein Abbau von Personal wäre nur über eine kurze Zeit möglich, da es ansonsten zu Überlastungen bei den Mitarbeitern kommt. • Langfristig können die Personalkosten zwar gut beeinflusst werden, die Wirkungsstärke ist jedoch gering, da diese Kostenposition bei den Gesellschaften nicht wesentlich ist. Durch den Personalabbau gibt man zudem Zukunftspotenzial ab, was auf die gesamte Ertragssicherung einen negativen Effekt auslösen kann. 		

Tabelle 15: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Personalkosten“

Ertragshebel „Betriebs-/Verwaltungskosten Unternehmen“		
Massnahmen (Modell):		
<ul style="list-style-type: none"> • Stopp/Sistierung interne Projekte (IT etc.) • Restriktion Budget, Stopp Kosten für Marketing, Anlässe, Verbrauchsmaterial etc. 		
Ergebnisse	Kurzfristig	Langfristig
Beeinflussbarkeit	HOCH	HOCH
Wirkungsstärke	SEHR NIEDRIG	SEHR NIEDRIG
Qualitative Beurteilung des Ertragshebels und der Massnahmen: <ul style="list-style-type: none"> • Interne Projekte verfolgen im Kern die Ertragssicherung und -steigerung, weshalb ein Stopp oder eine Sistierung in diesem Kontext oft keine sinnvolle Option ist. • Hat die Liquidität bei der Ertragssicherung Priorität, können externe Beratungskosten sowie alle nicht vertraglich gebundenen Ausgaben kurzfristig zurückgefahren werden. • Die Kosten auf Unternehmensebene von börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften bewegen sich bereits auf sehr effizientem und schlankem Niveau. Obwohl die Beeinflussbarkeit kurz- und langfristig hoch ist, ist die Wirkungsstärke dieses Ertragshebels niedrig. 		

Tabelle 16: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Betriebs-/Verwaltungskosten Unternehmen“

Ertragshebel „Unternehmenssteuern (Gewinn/Kapital)“		
Massnahmen (Modell):		
<ul style="list-style-type: none"> • Optimierung gesellschaftlicher Steuerstrukturen 		
Ergebnisse	Kurzfristig	Langfristig
Beeinflussbarkeit	KEINE	NIEDRIG
Wirkungsstärke	KEINE	SEHR NIEDRIG
Qualitative Beurteilung des Ertragshebels und der Massnahmen: <ul style="list-style-type: none"> • Optimierungen von steuerlichen Strukturen sind kurzfristig nicht realisierbar. • Die zahlungswirksamen Kosten für Steuern gleichen sich automatisch und periodengerecht an die realisierten Erträge an und tragen durch diesen Effekt zur Ertragssicherung bei. • Sofern nicht schon geschehen, können langfristig die Gesellschaftsstrukturen über Standortverlegungen steuerlich optimiert werden. Die Wirkungsstärke ist jedoch von geringer Bedeutung. • Wenn der Cashflow zur Liquiditätssicherung im Fokus steht, können zuviel bezahlte Steuern zurückgefordert und die Steuereinschätzungen bewusst tief eingegeben werden. 		

Tabelle 17: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Unternehmenssteuern (Gewinn/Kapital)“

Ertragshebel „Instandsetzungskosten Immobilienportfolio“		
Massnahmen (Modell):		
<ul style="list-style-type: none"> • Steigerung zukünftiger Mietertrag pro Mietfläche durch Umnutzung/Modernisierung der Anlageobjekte • Steigerung der vermietbaren Flächen • Stopp/Sistierung Instandsetzungsprojekt(e) 		
Ergebnisse	Kurzfristig	Langfristig
Beeinflussbarkeit	SEHR HOCH	NIEDRIG
Wirkungsstärke	HOCH	NIEDRIG
Qualitative Beurteilung des Ertragshebels und der Massnahmen: <ul style="list-style-type: none"> • Der Ertragshebel der Instandsetzungskosten ist im Grundsatz bzgl. Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke gleich wie die Instandhaltungskosten zu qualifizieren. • Kurzfristig ist ein Aufschieben von Instandsetzungskosten zur Ertragssicherung gut beeinflussbar und hat eine hohe Wirkung. Eine solche Massnahme macht jedoch nur Sinn, wenn sich die Ertragssicherung mittelfristig wieder zu normalisieren scheint. • Wenn Instandsetzungen für die Kapitalgeber Werte schaffen, sind sie im Sinne der langfristigen Ertragssicherung durchzuführen. 		

Tabelle 18: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Instandsetzungskosten Immobilienportfolio“

Ertragshebel „Investitionskosten Entwicklungsprojekte“		
Massnahmen (Modell): <ul style="list-style-type: none"> • Überarbeitung Projekte zur Steigerung der zukünftigen Mieterträge resp. Reduktion der Entwicklungs- und Baukosten • Stopp/Sistierung Entwicklungsprojekt(e) 		
Ergebnisse	Kurzfristig	Langfristig
Beeinflussbarkeit	NIEDRIG	HOCH
Wirkungsstärke	HOCH	HOCH
Qualitative Beurteilung des Ertragshebels und der Massnahmen: <ul style="list-style-type: none"> • Ausser bei Liquiditätsproblemen und bei marktbedingten Projektverschlechterungen sollten Entwicklungsprojekte nicht wesentlich überarbeitet werden. Änderungen in den Entwicklungsprojekten senden negative Signale an die Kapitalgeber. • Durch einen kurzfristigen Stopp oder eine Sistierung eines Entwicklungsprojektes können nur bedingt zahlungswirksame Kosten aufgeschoben werden. Bei TU-/GU-Verträgen kann eine Sistierung respektive ein Stopp zu einer vertragsbrüchigen Situation führen und rechtliche Kosten zur Folge haben. • Bei einem Stressszenario für die kurzfristige Ertragssicherung können Verkäufe eines ertragslosen Entwicklungsprojektes oder eines Baufeldes wesentlich zur Ertragssicherung beitragen. Aufgrund langfristig höherer Ertragsrisiken sollten hingegen keine Entwicklungsprojekte zur Ertragssicherung verkauft werden, sofern die Weiterentwicklung der Projekte aus Kapitalgebersicht rentabel ist. • Langfristig können einerseits mit der Reduktion des Entwicklungsgeschäfts die Ertragsrisiken gesenkt werden. Andererseits kann auch eine Intensivierung der Projektentwicklung zur schnelleren langfristigen Ertragssicherung aus zukünftigen Mieterträgen eine Option sein. 		

Tabelle 19: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Investitionskosten Entwicklungsprojekte“

Ertragshebel „Kauf/Verkauf Einzelliegenschaften“		
Massnahmen (Modell): <ul style="list-style-type: none"> • Realisierung Verkaufsgewinn • Verkauf „ertragsriskanter“ Liegenschaften (allenfalls in Kombination mit Umschichtung/Produktlancierung) 		
Ergebnisse	Kurzfristig	Langfristig
Beeinflussbarkeit	SEHR HOCH	SEHR HOCH
Wirkungsstärke	HOCH	HOCH
Qualitative Beurteilung des Ertragshebels und der Massnahmen: <ul style="list-style-type: none"> • Der Ertragshebel des Verkaufs von Liegenschaften ist sowohl kurz- als auch langfristig gut beeinflussbar und die Wirkungsstärke sehr hoch. • Kurzfristige Verkäufe von ertragsrisikobehafteten oder schlecht unterhaltenen Anlageliegenschaften sowie von ertragslosen Entwicklungliegenschaften sind vor allem in einer vorteilhaften Marktsituation zu prüfen. Die Käufer können jedoch auch von der Stresssituation der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft Kenntnisse haben und den Verkaufspreis drücken. Ein Verkauf macht deshalb nur Sinn, wenn der Netto-Cashflow, d.h. nach Abzug der zurückzubehaltenden Schulden, positiv ist. • Langfristig sind Devestitionen aus einem strategischen Portfolioentscheid und weniger aus einer ertragssichernden Perspektive zu tätigen. Die richtige Güterabwägung zwischen einmaliger Ertragsrealisation und wegfallender Mieteinnahmen beeinflusst massgeblich die langfristige Ertragssicherung. • Wenn sich ein Stressszenario für die langfristige Ertragssicherung abzeichnet, können Umschichtungen zur Verbesserung der Portfoliostruktur die Ertragssicherung wesentlich beeinflussen. In diesem Kontext kann auch ein teurer Kauf eines sehr ertragssicheren Objektes Sinn machen. 		

Tabelle 20: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Kauf/Verkauf Einzelliegenschaften“

Ertragshebel „Akquisition/Devestition von Unternehmen/Geschäftseinheiten“		
Massnahmen (Modell):		
<ul style="list-style-type: none"> • Kauf von Unternehmen mit positiven Synergieeffekten (Erweiterung bestehender Geschäftsfelder) • Kauf von Unternehmen mit positiven Diversifikationseffekten (neue Geschäftsfelder/Märkte) 		
Ergebnisse	Kurzfristig	Langfristig
Beeinflussbarkeit	SEHR NIEDRIG	NIEDRIG
Wirkungsstärke	SEHR NIEDRIG	NIEDRIG
Qualitative Beurteilung des Ertragshebels und der Massnahmen:		
<ul style="list-style-type: none"> • M&A sind in einem Stressszenario für die kurzfristige Ertragssicherung kein wirkungsvoller Ertragshebel, da ein hoher Mittelabfluss benötigt wird und die Erträge durch einmalige Transaktionskosten zusätzlich belastet werden. Der Transaktionsprozess ist zudem kaum innerhalb einer kurzen Frist durchführbar. • In einer Stresssituation wird eine börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaft wahrscheinlich zu einem Discount gehandelt und eher selbst zum Übernahmekandidat werden. Erfolgreiche M&A-Transaktionen kommen in der Regel aus einer Position der Stärke. • Langfristig können durch Akquisitionen von Unternehmen Kosten über Synergieeffekte optimiert werden. Die Wirkungsstärke ist hingegen meistens niedrig. • In der langfristigen Sicht können Devestitionen von einzelnen Gruppengesellschaften einen Beitrag zur langfristigen Ertragssicherung leisten. 		

Tabelle 21: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Akquisition/Devestition von Unternehmen/Geschäftseinheiten“

Die vier Ertragshebel in den folgenden Tabellen 22 bis 25 sind bei der Beurteilung der Ertragssicherung ausschliesslich für den freien Cashflow zugunsten des Unternehmens zu betrachten.¹¹⁰ Während die Ertragshebel einen Einfluss auf die Liquidität und die Innenfinanzierung des Unternehmens ausüben können, sind sie für die Cashflows zugunsten der Kapitalgeber nicht relevant.¹¹¹

¹¹⁰ Siehe Kapitel 2.3.2 betreffend freier Cashflow zugunsten des Unternehmens

¹¹¹ Massnahmen bei den Ertragshebeln des Fremdkapitals respektive des Eigenkapitals können jedoch durchaus zu einer Verschiebung von relevanten Cashflows zwischen Aktionären und Fremdkapitalgebern führen.

Ertragshebel „Aufnahme/Rückzahlung Finanzverbindlichkeiten“		
Massnahmen (Modell):		
<ul style="list-style-type: none"> • Optimierung der Verschuldungsquote/Bilanzgrösse (Rückzahlung) • Erstreckung von Fälligkeiten/Covenants 		
Ergebnisse	Kurzfristig	Langfristig
Beeinflussbarkeit	NIEDRIG	HOCH
Wirkungsstärke	HOCH	HOCH
Qualitative Beurteilung des Ertragshebels und der Massnahmen:		
<ul style="list-style-type: none"> • Die kurzfristige Beeinflussbarkeit dieses Ertragshebels hängt wesentlich davon ab, ob in einer Stresssituation noch ein finanzieller Handlungsspielraum unter Einhaltung der bestehenden Covenants für die börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaft besteht. Falls ja, hat eine kurzfristige Aufnahme von Fremdkapital, bspw. über eine Belehnungserhöhung, eine hohe kurzfristige Wirkungsstärke. • Bei einer Kürzung der Fristigkeiten spielt es für die kurzfristige Ertragssicherung eine Rolle, ob die Absicherungskosten über die Laufzeit verteilt werden können und nicht im Voraus bezahlt werden müssen. • Unter der Prämisse eines genügenden finanziellen Handlungsspielraums können langfristig die auslaufenden Finanzverbindlichkeiten neu verhandelt und abgeschlossen sowie die Verschuldungssituation mit der Aufnahme oder Rückzahlung von Fremdkapital optimiert werden. Die Einflussnahme und die Wirkungsstärke auf die Ertragssicherung ist dabei hoch. • Bei Neuverhandlungen von Finanzverbindlichkeiten kann die Fälligkeitsstruktur gekürzt werden, um mit einem höheren Zins-Spread zur Ertragssicherung beizutragen. Im Sinne der Ertragssicherung ist die Fälligkeitsstruktur der Finanzverbindlichkeiten aber idealerweise mit der durchschnittlichen Mietdauer abzustimmen. 		

Tabelle 22: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Aufnahme/Rückzahlung Finanzverbindlichkeiten“

Ertragshebel „Zinsen Finanzverbindlichkeiten“		
Massnahmen (Modell):		
<ul style="list-style-type: none"> • Neuverhandlung bestehender Zinskonditionen und Laufzeiten (Erhöhung Spread) 		
Ergebnisse	Kurzfristig	Langfristig
Beeinflussbarkeit	NIEDRIG	NIEDRIG
Wirkungsstärke	HOCH	HOCH
Qualitative Beurteilung des Ertragshebels und der Massnahmen:		
<ul style="list-style-type: none"> • Ein kurzfristiger Effekt für die Ertragssicherung durch Verhandlungen mit Banken über Margensenkungen ist kaum möglich. Das Freikaufen von Zinsvereinbarungen muss durch eine Penalty-Zahlung beglichen werden und hat einen negativen Effekt auf die kurzfristige Ertragssicherung. • Die Zinskosten sind marktbedingt nur zu einem gewissen Grad beeinflussbar. • Langfristig können Erträge gesichert werden, wenn auslaufende Finanzverbindlichkeiten aufgrund des tieferen Zinsniveaus zu besseren Konditionen abgeschlossen werden. Weil die Zinsen ein wesentlicher Kostenblock sind, ist die Wirkungsstärke entsprechend hoch. 		

Tabelle 23: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Zinsen Finanzverbindlichkeiten“

Ertragshebel „Aktienkapitalerhöhung/-herabsetzung“		
Massnahmen (Modell):		
<ul style="list-style-type: none"> • Optimierung der Verschuldungsquote/Bilanzgrösse (Kapitalerhöhung) 		
Ergebnisse	Kurzfristig	Langfristig
Beeinflussbarkeit	NIEDRIG	NIEDRIG
Wirkungsstärke	HOCH	HOCH
Qualitative Beurteilung des Ertragshebels und der Massnahmen: <ul style="list-style-type: none"> • Die kurzfristige Beeinflussbarkeit des Ertragshebels hängt massgeblich davon ab, ob vor der Stresssituation vorsorglich ein genügender finanzieller Handlungsspielraum aufrechterhalten wurde. • In einem Ertragsengpass ist die Eigenkapitalerhöhung keine geeignete Massnahme, weil danach noch mehr Aktionäre bedient werden müssen. • Eine Aktienkapitalerhöhung ist generell dann möglich, wenn mit dem Kapital der Kauf einer Liegenschaft, eines Entwicklungsobjektes oder einer Gesellschaft ohne wesentlichen Verwässerungseffekt finanziert wird und die Investitionen zeitnah einen genügenden Beitrag zur Ertragssicherung leisten. 		

Tabelle 24: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Aktienkapitalerhöhung/-herabsetzung“

Ertragshebel „Ausschüttung Dividenden“		
Massnahmen (Modell):		
<ul style="list-style-type: none"> • Senkung/Stopp Dividendenausschüttungen 		
Ergebnisse	Kurzfristig	Langfristig
Beeinflussbarkeit	SEHR HOCH	NIEDRIG
Wirkungsstärke	HOCH	HOCH
Qualitative Beurteilung des Ertragshebels und der Massnahmen: <ul style="list-style-type: none"> • Die Beantragung zur kurzfristigen Senkung der Dividenden ist von der Geschäftsleitung eigenständig aufsetzbar und hätte bei Genehmigung auf die kurzfristige Ertragssicherung eine hohe Wirkungsstärke. • Die Massnahme der Dividendenkürzung ist als Ultima Ratio zur kurzfristigen Ertragssicherung in Erwägung zu ziehen. Bei Liquiditätsproblemen ist die Massnahme gerechtfertigt und im Sinne der Kapitalgeber, da ansonsten die Substanz der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft ausgehöhlt wird. • Ein kurzfristiger und zeitlich begrenzter Verzicht auf Dividende kann, insbesondere in wirtschaftlich schwierigen Situationen, mit einer transparenten Kommunikation bei den Kapitalgebern auf Verständnis stossen. • Die langfristige und nachhaltige Senkung der Dividenden zur Ertragssicherung ist problematisch und signalisiert dem Kapitalmarkt Probleme mit dem Geschäftsmodell. Die börsenkotierte Immobiliengesellschaft hätte dadurch ein Glaubwürdigkeitsproblem bei den Kapitalgebern. 		

Tabelle 25: Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke Ertragshebel „Ausschüttung Dividenden“

4.3.4 Kernfrage 3: Vergleich der wichtigsten Ertragshebel und Handlungsebenen für die kurz- und langfristige Ertragssicherung

In Zusammenhang mit der Beeinflussbarkeit und der Wirkungsstärke der analysierten Ertragshebel sind in der Tabelle 26 die wichtigsten Ertragshebel für die Unternehmensführung zur kurz- und langfristigen Ertragssicherung aufgelistet.¹¹²

Wichtigste Ertragshebel zur kurzfristigen Ertragssicherung	Wichtigste Ertragshebel zur langfristigen Ertragssicherung
Instandhaltungskosten Immobilienportfolio	Realisierte Mieteinnahmen
Instandsetzungskosten Immobilienportfolio	Investitionskosten Entwicklungsprojekte
Kauf/Verkauf Einzelliegenschaften	Kauf/Verkauf Einzelliegenschaften
Freier Cashflow zugunsten der Kapitalgeber (Cashflow-to-Entity)	
Ausschüttungen Dividenden	Aufnahme/Rückzahlung Finanzverbindlichkeiten
Freier Cashflow zugunsten des Unternehmens	

Tabelle 26: Wichtigste Ertragshebel zur kurz- und langfristigen Ertragssicherung

Einzig der Kauf und Verkauf von Einzelliegenschaften gehört sowohl für die kurz- als auch für die langfristige Ertragssicherung zu den wichtigsten Ertragshebeln. Die verfolgten Ziele aus der Akquisition respektive Devestition von Einzelobjekten sind jedoch in der kurz- und langfristigen Sicht unterschiedlich: Kurzfristig sollen in erster Linie Devestitionen von Einzelobjekten Erträge mit einem hohen Wirkungseffekt sichern. Langfristig hingegen zielt derselbe Ertragshebel auf eine Umschichtung im Portfolio, indem ertragslose und risikoreiche Liegenschaften abgestossen und im Gegenzug ertragssichere Objekte erworben werden. Neben dem Handel mit Einzelliegenschaften gehören die Instandhaltungskosten und die Instandsetzungskosten für das Immobilienportfolio zu den wichtigsten Ertragshebeln für die kurzfristige Ertragssicherung. Diese Kosten können kurzfristig von der Geschäftsleitung gut gestoppt und aufgeschoben werden und haben aufgrund der relativ hohen Kapitalintensität entsprechend auch eine signifikante Wirkungsstärke auf die kurzfristige Ertragssicherung. Für die langfristige Ertragssicherung zählen die realisierten Mieteinnahmen sowie die Investitionskosten für Entwicklungsprojekte ebenfalls zu den wichtigsten Ertragshebeln. Die Mieteinnahmen

¹¹² Die Reihenfolge der aufgelisteten Ertragshebel sagt nichts über die Rangfolge aus.

als weitaus grösste Einnahmequelle für börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz sind entscheidend für die langfristige Ertragskraft und üben bei relativ stabilen Kosten einen massgeblichen Einfluss auf die Höhe der Cashflows aus. In Bezug auf die Investitionskosten der Entwicklungsprojekte kann die langfristige Ertragssicherung schliesslich im langen Betrachtungszeitraum durch eine strategische Neuausrichtung – wie bspw. einem stufenweisen Abbau oder eine Intensivierung der Entwicklungstätigkeit der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft – wirkungsvoll beeinflusst werden.

Unabhängig vom freien Cashflow zugunsten der Kapitalgeber können zur zusätzlichen, wirkungsvollen Beeinflussung des freien Cashflows zugunsten des Unternehmens kurzfristig die Dividenden gekürzt werden. Mit Ausnahme von Liquiditäts-Stresssituationen bewerten die interviewten Experten die tatsächliche Nutzung dieses Ertragshebels in der Praxis unter allen Ertragshebeln jedoch am unterschiedlichsten: Fünf Experten würden eine einmalige oder befristete Reduktion der Dividenden erst dann in Betracht ziehen, wenn alle anderen Optionen ausgeschöpft sind.¹¹³ Vier Experten hingegen würden im Sinne der langfristigen Ertragssicherung eher Dividendenkürzungen beantragen als dass einzelne Ertragshebel möglicherweise nicht nachhaltig beeinflusst werden.¹¹⁴ Im Unterschied zur kurzfristigen Ertragssicherung ist für die langfristige Ertragssicherung die Optimierung der Verschuldungssituation mittels Aufnahme respektive Rückzahlung von Fremdkapital sehr effektiv. Die Beeinflussbarkeit ist jedoch abhängig vom finanziellen Handlungsspielraum der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft.

Die Analyse auf Basis der Handlungsebenen zeigt, dass sowohl für die kurz- als auch für die langfristige Ertragssicherung die Projektentwicklung sowie Transaktionen für börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften sehr wichtig sind. Die Handlungsebene der Portfolio- und Objektstrategie ist ebenfalls sehr bedeutend. Zur Ertragssicherung liegt bei dieser Handlungsebene der kurzfristige Fokus jedoch auf Kostenreduktionen, während in der langen Frist die realisierten Mieteinnahmen in den Vordergrund rücken.

¹¹³ Vgl. Experteninterview ID1, ID2, ID4, ID8, ID9

¹¹⁴ Vgl. Experteninterview ID3, ID5, ID5, ID6

4.3.5 Kernfrage 4: Eignung der Cashflow-Kennzahlen zur Beurteilung der Ertragssicherung

Der freie Cashflow zugunsten aller Kapitalgeber wird von der Mehrheit der Experten als Kennzahl mit hoher Bedeutung beurteilt.¹¹⁵ Sie wird von den Kapitalgebern und Analysten der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften beachtet und ist auch für das Unternehmen selbst eine wichtige Finanzplanungs- und Steuerungsgrösse.¹¹⁶ Die Relevanz des freien Cashflows zugunsten aller Kapitalgeber ist jedoch abhängig von der Zyklusphase, in welcher sich die börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaft befindet. In einer Wachstumsphase mit hohen Investitionen hat die Kennzahl eine beschränkte Aussagekraft. In einer Konsolidierungsphase gewinnt sie hingegen stark an Bedeutung.¹¹⁷ Eine Gefahr im Immobiliengeschäft besteht zudem darin, dass die börsenkotierte Immobiliengesellschaft sehr viel Cashflow abschöpft, indem sie die Werthaltigkeit des Immobilienportfolios durch zu tiefe Investitionen vernachlässigt. Die Aussagekraft der Kennzahl ist deshalb in Kombination mit der Werterhaltung des Portfolios zu beurteilen.¹¹⁸

Der freie Cashflow zugunsten des Unternehmens für die Innenfinanzierung und die Liquidität hat hingegen eine niedrige Bedeutung.¹¹⁹ Solange ein finanzieller Spielraum für die börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaft besteht, ist diese Kennzahl sehr einfach steuerbar und eine logische Folge des freien Cashflows zugunsten der Kapitalgeber.¹²⁰ Die Höhe der sofort abfragbaren, zugesicherten Kreditlimiten und Belehnungsreserven ist für die Beurteilung der Liquidität weitaus wichtiger.¹²¹ Der freie Cashflow zugunsten des Unternehmens wird im aktuellen Negativzinsumfeld zum Teil auch bewusst auf ein tiefes Niveau hingesteuert, damit die Kapitalkosten tief gehalten werden können.¹²²

Die Kennzahlen in der Tabelle 27 auf der folgenden Seite wurden von den Experten am häufigsten als weitere wichtige Indikatoren zur Beurteilung der Ertragssicherung bei börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften genannt.

¹¹⁵ Vgl. Experteninterview ID1, ID2, ID3, ID4, ID6, ID8

¹¹⁶ Vgl. Experteninterview ID2, ID6, ID8

¹¹⁷ Vgl. Experteninterview ID1, ID4

¹¹⁸ Vgl. Experteninterview ID3

¹¹⁹ Vgl. Experteninterview ID1, ID2, ID3, ID5, ID6, ID7, ID8

¹²⁰ Vgl. Experteninterview ID2, ID6

¹²¹ Vgl. Experteninterview ID2, ID5, ID6, ID7, ID8, ID9

¹²² Vgl. Experteninterview ID9

Zusätzliche Kennzahlen zur Beurteilung der Ertragssicherung
Brutto-/Nettorenditen des Immobilienportfolios
Finanzierungsreserven/Loan-to-Value
EBIT ohne Bewertungseffekt
Leerstandquote
Eigenkapitalquote

Tabelle 27: Zusätzliche Kennzahlen zur Beurteilung der Ertragssicherung

4.3.6 Kernfrage 5: Unterschiede bei der Ertragssicherung aufgrund interner und externer Organisation von ertragssichernden Kompetenzen

Die erhobenen Primärdaten aus den Expertenbefragungen hinsichtlich der Organisation von ertragssichernden Kompetenzen bei börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz weisen eine hohe Heterogenität auf. Aus der Analyse konnten deshalb keine Aussagen gewonnen werden, ob unter dem Gesichtspunkt der Ertragssicherung die dafür benötigten Kompetenzen intern oder extern zu organisieren sind. In der Tendenz ist jedoch feststellbar, dass die liegenschaftsbezogenen Kernkompetenzen von Vorteil im eigenen Unternehmen aufgebaut werden.¹²³ Mit der internen Organisation gewinnt die börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaft an Autonomie und stärkt ihre Beurteilungskompetenzen hinsichtlich der ertragssichernden Massnahmen. Insbesondere bei den Instandhaltungs- und Instandsetzungskosten können dank internen Kompetenzen eine höhere Agilität und Qualität bei den Ausgabeentscheidungen im Sinne der Ertragssicherung erzielt werden.¹²⁴ Leicht austauschbare, nachgelagerte oder unterstützende Aktivitäten können jedoch kosteneffizient an Externe vergeben werden.¹²⁵ Ein Vorteil der externen Organisation in Zusammenhang mit der kurzfristigen Ertragssicherung ist die wesentlich schnellere und stärkere Beeinflussbarkeit der Kosten.¹²⁶

¹²³ Vgl. Experteninterview ID1, ID2, ID6, ID7, ID9

¹²⁴ Vgl. Experteninterview ID1, ID2, ID6, ID9

¹²⁵ Vgl. Experteninterview ID3, ID4, ID5, ID8, ID9

¹²⁶ Vgl. Experteninterview ID3, ID8

5 Schlussbetrachtung

5.1 Fazit

Die Ergebnisse der Untersuchung zur Forschungsfrage zeigen, dass die Ertragssicherung bei den börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz von hoher Bedeutung ist. Der hohe Stellenwert der Ertragssicherung ist vor allem auf die dominante Erwartungshaltung der Aktionäre nach nachhaltiger Dividendenkontinuität zurückzuführen. Die Geschäftsmodelle der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz orientieren sich an dieser externen Erwartungshaltung am Kapitalmarkt und haben ihre internen Aktivitäten entsprechend auf die Ertragssicherung ausgerichtet. Die Bedeutung der Ertragssicherung aus interner Unternehmenssicht in Zusammenhang mit der Innenfinanzierungs- und Liquiditätsfunktion ist hingegen geringer, da die interne Finanzplanung im Normalfall mit genügendem finanziellem Handlungsspielraum über zugesicherte Kreditlimiten einfacher und effizienter gesteuert werden kann.

Die Auswertungen zur Forschungsfrage ergeben zudem, dass hohe Volatilitäten in den Erträgen der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz die Glaubwürdigkeit der Geschäftsmodelle und der Unternehmensführung am Kapitalmarkt in Frage stellen würden. Trotzdem können Erträge nur bedingt mittelfristig gesichert werden. Im Weiteren haben sich die Erwartungen der Kapitalgeber gegenüber börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz im Verlauf der Zeit verändert: Seit der Finanzkrise 2007–2008 werden verstärkt sichere Ausschüttungserträge erwartet, weshalb auch die Ertragssicherung seither an zusätzlicher Bedeutung gewonnen hat. In Krisensituationen kann die Ertragssicherung zugunsten der Kapitalgeber hingegen schnell wieder in den Hintergrund rücken und der Fokus auf die Stabilisierung der Liquidität und des Fremdkapitals zu liegen kommen.

Die Resultate zur Kernfrage 1 ergeben eine breite Meinungsverschiedenheit unter den interviewten CEOs, was die Wahrscheinlichkeit eines Stressszenarios für die langfristige Ertragssicherung und die Wirkungsstärke von potenziell höheren Ertragsrisiken in drei bis fünf Jahren betrifft: Vier Experten schätzen die Eintrittswahrscheinlichkeit als gering, fünf Experten als hoch ein. Obwohl die Experten bei der Beurteilung von wichtigen Faktoren wie der Konjunktur- und Mietpreisentwicklung sowie bei den zukünftigen Investitionen im langfristigen Betrachtungszeitraum von zukünftig grösseren Herausforderungen ausgehen, schätzen sie den Wirkungseffekt auf die langfristige Ertragssicherung unterschiedlich stark ein. Ein Stressszenario für die kurzfristige Ertragssiche-

rung ist hingegen sehr unwahrscheinlich. Bei kurzfristig auftretenden Ertragsrisiken weisen die börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz die nötige Diversifikation im Immobilienportfolio auf, um diese genügend abfedern zu können.

Aus der Untersuchung zur Kernfrage 2 geht hervor, dass sich die kurzfristige Ertragssicherung von börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften auf einen Zeitrahmen von einem bis zwei Jahren bezieht. Der Zeithorizont für die langfristige Ertragssicherung wird heterogener definiert und umfasst einen Betrachtungszeitraum von drei bis zehn Jahren.

Die vertiefte qualitative Analyse der einzelnen Ertragshebel zeigt auf, dass sich die Ertragssicherung von börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz durch die jeweiligen Ertragshebel kurz- und langfristig unterschiedlich gut und wirkungsvoll beeinflussen lässt. Vor allem kurzfristig kann mit einigen Ertragshebeln des Ertragshebelmodells kein oder nur geringer Einfluss auf die Ertragssicherung ausgeübt werden. Langfristig sind zwar alle Ertragshebel beeinflussbar, jedoch nicht immer wirkungsvoll. Insbesondere sind die meisten Ertragshebel mit Bezug auf die zahlungswirksamen Kostenpositionen nur bedingt beeinflussbar, weil die Kosten bereits stark optimiert sind. Über einen längeren Zeitraum können bestimmte Kosten zudem nicht unter ein nachhaltiges Sockelniveau gesenkt werden, ohne Abstriche bei der Qualität zu machen.

Aus der Vergleichsanalyse lässt sich die Kernfrage 3 nach den wichtigsten Ertragshebeln und Handlungsebenen für die Unternehmensführung zur Einflussnahme auf die Ertragssicherung wie folgt beantworten:

- Zur kurzfristigen Ertragssicherung weisen die Ertragshebel Instandhaltungskosten des Immobilienportfolios, Instandsetzungskosten des Immobilienportfolios sowie der Verkauf von Einzelobjekten eine hohe Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke auf. Als Ultima Ratio wäre zur zusätzlichen Verbesserung des freien Cashflows zugunsten des Unternehmens eine Dividendenkürzung gut beeinflussbar und wirkungsvoll. Die Nutzung von befristeten Dividendenkürzungen zur Ertragssicherung wurde von den Experten unter allen Ertragshebeln jedoch am unterschiedlichsten bewertet.
- Zur langfristigen Ertragssicherung sind die realisierten Mieteinnahmen, die Investitionskosten für Entwicklungsprojekte sowie die Portfolioumschichtung über den Kauf und Verkauf von Einzelobjekten die geeignetsten Ertragshebel. Ab-

hängig vom finanziellen Handlungsspielraum kann der freie Cashflow zugunsten des Unternehmens langfristig über die Optimierung des Fremdkapitals zusätzlich positiv und wirkungsvoll beeinflusst werden.

- Sowohl für die kurz- als auch für die langfristige Ertragssicherung sind die Handlungsebenen Transaktionen, Portfolio-/Objektstrategie und Projektentwicklung am wichtigsten.

Die Untersuchungsergebnisse hinsichtlich der Kernfrage 4 zeigen, dass der Kennzahl des freien Cashflows zugunsten der Kapitalgeber zur Beurteilung der Ertragssicherung einer börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft eine hohe Bedeutung beigemessen wird. Die korrekte Interpretation der Kennzahl hängt jedoch massgeblich von der aktuellen Entwicklungsphase der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaft ab und ist zudem in Kombination mit der Werterhaltung des Immobilienportfolios zu beurteilen. Der freie Cashflow zugunsten des Unternehmens ist hingegen keine bedeutende Kennzahl für die börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften. Vor allem für die Beurteilung der Liquidität hat die Höhe der zugesicherten Kreditlimiten eine weitaus höhere Relevanz.

Die durchgeführten Analysen konnten schliesslich keine aussagekräftigen Erkenntnisse zur Kernfrage 5 liefern, ob für die Ertragssicherung die dafür benötigten Kompetenzen intern oder extern zu organisieren sind. Aus den heterogenen Primärdaten ist in der Tendenz lediglich feststellbar, dass die liegenschaftsbezogenen Kernkompetenzen von Vorteil im eigenen Unternehmen sein sollten.

5.2 Diskussion

Die vorliegende Arbeit greift zur Beantwortung der Forschungsfrage und der fünf Kernfragen auf Methoden der qualitativen Sozialforschung zurück. Der aktuelle Wissensstand und die beschränkte Datengrundlage, die Komplexität aus der Vielzahl von Einflussfaktoren und deren Zusammenhänge untereinander sowie die teils als sensitiv eingestuften Informationen zum Untersuchungsthema liessen keine quantitative Datenerhebung zu. Die Erhebung der Primärdaten mittels teilstandardisiertem Leitfadengespräch ermöglichte die Gewinnung vertiefter Informationen zu spezifischen Themen. Die potenzielle Gefahr, dass durch die zugelassenen Freiheiten im Expertengespräch die wissenschaftlich notwendige Standardisierung der Datenerhebung beeinträchtigt wird, wurde mit vorgegebenen Antwortmöglichkeiten zu Beginn der Fragestellung soweit wie möglich minimiert. Im Weiteren ist die Aussagekraft der Datenerhebung und folglich

der Auswertung kritisch zu würdigen. Die sehr hohe Expertise der Interviewpartner und die mit der Teilerhebung erreichte Marktabdeckung von über 85% der gesamten Marktkapitalisierung der börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz sprechen für eine hohe Aussagekraft. Die Erhebung eines wesentlichen Anteils der Daten auf der Grundlage von zwei Fallstudien lassen jedoch aus wissenschaftlicher Sicht keine repräsentativen Aussagen zu.

Die Vergleichsanalyse der Ertragshebel war auf Basis der erhobenen Daten nur beschränkt möglich. Aus den Daten konnten zwar die wichtigsten Ertragshebel für die kurz- und für die langfristige Ertragssicherung eruiert werden. Eine Rangierung aller Ertragshebel nach Höhe der Beeinflussbarkeit und Wirkungsstärke konnte jedoch nicht ausgewertet werden.

Schliesslich ist das entwickelte Ertragshebelmodell ein unvollständiges, vereinfachtes Realitätsabbild. Es hat den Anspruch, einen strukturierten Ansatz für die qualitative Analyse der Ertragssicherung von börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz darzustellen. Als Raster für die Befragung haben die Experten die recherchierten Ertragshebel und Massnahmen bestätigt und weiteren Input zur Verbesserung des Modells gegeben.

5.3 Ausblick

Die Ertragssicherung ist bei börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz ein aktuelles und relevantes Thema, was die Ergebnisse zur Forschungsfrage verdeutlichen. Ergänzende Untersuchungen könnten die Forschungsfrage, die Kernfragen und das entwickelte Ertragshebelmodell auf weitere Untersuchungsobjekte anwenden. Insbesondere der Vergleich mit ausländischen börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften und mit Schweizer Immobilienfonds könnten weitergehende Einsichten zur Ertragssicherung und zur Beurteilung der Ertragshebel schaffen und gleichzeitig die Qualität des Ertragshebelmodells nochmals erhöhen.

Eine quantitative Studie zur Ertragssicherung scheint auch zukünftig nur sehr schwierig umsetzbar. Ein möglicher Ansatzpunkt wäre, dass rückwirkend die Einflüsse von Ertragshebeln auf die Cashflow-Kennzahlen quantitativ analysiert werden. Dies setzt jedoch voraus, dass die durchgeführten Massnahmen zur Beeinflussung der Ertragshebel von den börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften bekannt gegeben werden und Kausalzusammenhänge statistisch auch tatsächlich ermittelt werden können. Die Weiterentwicklung des Ertragshebelmodells zu einem quantitativen Analysetool scheint auf

Grundlage des aktuellen Wissensstands ebenfalls unrealistisch und wäre wenn überhaupt zur kurz- und langfristigen Ertragssicherung von börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz wohl nur beschränkt und mit Vorsicht anwendbar.

Literaturverzeichnis

- Behringer, S./Lühn, M. (2016): Cashflow und Unternehmensbeurteilung – Berechnungen und Anwendungsfelder für die Finanzanalyse, 11. Aufl., Berlin 2016
- Coenenberg, A. G./Salfeld, R./Schultze, W. (2015): Wertorientierte Unternehmensführung, 3. Aufl., Stuttgart 2015
- Credit Suisse Group AG (Hrsg.) (2014): Schweizer Pensionskassen 2014 – Perspektiven in der Demografie und im Anlagemanagement, Baar 2014
- Faupel, C. (2012): Wertorientierte Unternehmensführung – Problemstellungen und ihre Lösungsmöglichkeiten, (zugl. Diss. Univ. Paderborn 2011), Hamburg 2012
- Finkbeiner, P. (2015): Gewerbeimmobilien an der Börse – Was der Kapitalmarkt erwartet, in: Immobilien & Finanzierung – MIPIM Special (2015)05/06, S. 193–194
- Geltner, D. M./Miller, N. G./Clayton, J./Eichholtz, P. (2014): Commercial Real Estate Analysis & Investments, 3., internationale Aufl., Mason 2014
- Goddard, G. J./Marcum, B. (2012): Real estate investment – A value based approach, Heidelberg 2012
- Göötz, R. (2010): Neue Anforderungen an Asset Manager durch den Kapitalmarkt, in: Immobilien & Finanzierung (2010)21, S. 764–767
- Hens, M. (1999): Marktwertorientiertes Management von Unternehmensimmobilien, Köln 1999
- Horváth, P./Minning, F. (2001): Wertorientiertes Management in Deutschland, Grossbritannien, Italien und Frankreich – Eine empirische Analyse, in: Controlling 13(2001)6, S. 273–282

- Kämpf-Dern, A. (2009): Immobilienwirtschaftliche Managementebenen und -aufgaben – Definitions- und Leistungskatalog des Immobilienmanagements, in: Pfnür, A. (Hrsg.): Arbeitspapiere zur immobilienwirtschaftlichen Forschung 15(2009), Darmstadt 2009
- Krolle, S. (2003): Bewertung der Immobilien-AG über das Unternehmensergebnis, in: Rehkugler, H. (Hrsg.), Die Immobilien-AG – Bewertung und Marktattraktivität, München 2003, S. 35–54
- Krumm, P. J.M.M./Vries, J. de (2003): Value creation through the management of corporate real estate, in: Journal of Property Investment & Finance 21(2001)1, S. 61–72
- Kurzrock, B.-M. (2013): Geschäfts- und Rollenmodelle, in: Zeitner, R./Peyinghaus, M. (Hrsg.): Prozessmanagement Real Estate – Methodisches Vorgehen und Best Practice Beispiele aus dem Markt, Berlin 2013, S. 41–56
- Lange, B. (2013): Immobilienbestandesmanagement, in: Brauer, K.-U. (Hrsg.): Grundlagen der Immobilienwirtschaft – Recht - Steuern - Marketing - Finanzierung - Bestandsmanagement - Projektentwicklung, 8. Aufl., Wiesbaden 2013, S. 539–606
- Lehner, C. (2010): Erfolgreiches Portfolio- und Asset Management für Immobilienunternehmen – Die 8 Werthebel, (zugl. Diss. Univ. Freiburg 2010), Wiesbaden 2010
- Lindholm, A.-L./Gibler, K. M./Leväinen, K. I. (2006): Modeling the Value-Adding Attributes of Real Estate to the Wealth Maximization of the Firm, in: Journal of Real Estate Research 28(2006)4, S. 445–475
- Meyer zu Drewer, T. (2010), Risikodiversifikation mit Immobilien-ETF's, in: Immobilien & Finanzierung, (2010)11, S. 360
- Nagel-Jungo, G./Danko, F. (2014): Finanz- und Investitionsmanagement, in: Meyer, C./Nagel-Jungo, G./Brockhaus-Soldenhoff, N. (Hrsg.): Basiswissen BWL – Ein praxisorientierter Leitfaden, 7. Stark überarbeitet und erweiterte Aufl., Zürich 2014, S. 459–568
- Paszkowski, M./Brüllmann, D. (2012): Ausschüttung à gogo, in: Handelszeitung Nr. 42, 18. Oktober 2012, S. 56

- Pfnür, A. (2011): *Modernes Immobilienmanagement – Immobilieninvestment, Immobilienutzung, Immobilienentwicklung und -betrieb*, 3. Aufl., Berlin 2011
- Piontkowski, J. O. (2009): Wertorientierte Unternehmensführung in mittelständischen Unternehmen – Empirische Hinweise auf Anwendung, in *Controlling* 21(2009)7, S. 357–363
- Rappaport, A. (1986): *Creating Shareholder Value – The New Standard for Business Performance*, 12. Aufl., New York und London 1986
- Rappaport, A. (1999): *Shareholder Value – Ein Handbuch für Manager und Investoren*, 2. vollst. überarbeitete und aktualisierte Aufl., Stuttgart 1999
- Rehkugler, H. (2003): Die Immobilien-AG – Chancen für Unternehmen und Investoren, in: Rehkugler, H. (Hrsg.): *Die Immobilien-AG – Bewertung und Marktattraktivität*, München 2003, S. 1–32
- Rehkugler, H./Sotelo, R. (2009): Verbriefte Immobilienanlagen als Kapitalmarktprodukte – Eine Einführung, in: Rehkugler, H. (Hrsg.): *Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt*, München 2009, S. 3–36
- Ruhwedel, F./Meuer, S. (2011): Value Reporting bei Immobilienaktiengesellschaften – Eine empirische Analyse, in: *Immobilien & Finanzierung* (2011)15, S. 504–508
- Ryser, H. (2011): Immobilien – Schöne Aussichten, in: *Bilanz* Nr. 18, 7. Oktober 2011, S. 94
- Schäfer, M (2015): Riskante Renditeigenschaften – Beim Kauf von Immobilien als Kapitalanlage gibt es viele Fallstricke, in: *Neue Züricher Zeitung – Portfolio* Nr. 141, 22. Juni 2015, S. 25
- Schreier, M./Schneider, N. (1999): Schablonenhafte Strategien dürfen nicht zur Anwendung kommen – Die Unternehmensressource Immobilie braucht Managementstrategien, in: *Immobilien Zeitung* (1999)9, S. 9
- Spechtenhauser, H. (2011): Immobilieninvestments und Unternehmensanleihen – Ein Vergleich, in: *Immobilien & Finanzierung – Expo Real Messeausgabe* (2011)19, S. 670–671

- Spremann, K. (2004): Valuation – Grundlagen moderner Unternehmensbewertung, München 2004
- Spremann, K. (2010): Finance, 4. Grundlegend überarbeitete Aufl., München 2010
- Suhiater, T. (2012): Wertorientierte Planung – Die Umsetzung wertsteigernder Unternehmensstrategien, in: Altenburger, R. (Hrsg.): Wertorientiertes Management – Aktuelle Herausforderungen und erfolgreiche Implementierung, Wien 2012, S. 21–40
- Thomaschowski, D./Rehkugler, H./Nack, U. (2003): Der Net Asset Value als Bewertungskonzept, in: Rehkugler, H. (Hrsg.): Die Immobilien-AG – Bewertung und Marktattraktivität, München 2003, S. 55–72
- Traber, S./Siegfried, C. (2014): Elemente der Geldflussrechnung – Empfehlung zur freiwilligen Erstellung einer Geldflussrechnung auch für KMU, in: Der Schweizer Treuhänder (2014)10, S. 861–867
- Volkart, R./Wagner, A. F./Lautenschlager, P. (2014): Corporate Finance – Grundlagen von Finanzierung und Investition, 6. überarbeitete und aktualisierte Aufl., Zürich 2014
- Wüest & Partner AG (Hrsg.) (2012): Immo-Monitoring 2012|2 – Frühlingsausgabe, Zürich 2012
- Wüest & Partner AG (Hrsg.) (2016): Immo-Monitoring 2016|2 – Frühlingsausgabe, Zürich 2016

Internetquellen

Bischofberger, A./Buomberger, P. (2014): Umverteilungseffekte in der Tiefzinsphase, in: AvenirSuisse.ch, 01.04.2014. Online verfügbar unter:
<http://www.avenir-suisse.ch/36533/umverteilungseffekte-in-der-tiefzinsphase/>
[abgerufen am 03.08.2016]

Credit Suisse Group AG (Hrsg.) (2016): Immobilienmonitor Schweiz – 2. Quartal 2016, in: www.Credit-Suisse.com/ch, 24.05.2016. Online verfügbar unter:
<https://www.credit-suisse.com/media/production/pb/docs/privatkunden/hypothecken/immobilienmonitor-de.pdf> [abgerufen am 05.07.2016]

SIX Swiss Exchange AG (Hrsg.) (2016): Special Industry Index (SXI®)-Familie - SXI Real Estate, in: www.SIX-Swiss-Exchange.com, März 2016. Online verfügbar unter:
https://www.six-swiss-exchange.com/downloads/indexinfo/online/share_indices/sxi/factsheet_realestate_de.pdf [abgerufen am 09.07.2016]

Anhang 1: Interviewfragen zum Leitfadengespräch

Leitfadengespräch: Interviewfragen zu „Ertragssicherung“

Teil 1: Relevanz des Untersuchungsthemas

Frage 1: Bedeutung der Ertragssicherung

Wie schätzen Sie die Bedeutung der Ertragssicherung bei börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz ein?

Antwortmöglichkeiten: sehr hoch (4) / hoch (3) / niedrig (2) / sehr niedrig (1)

Frage 2: Wahrscheinlichkeit Stressszenario Fallstudie 1

Wie hoch schätzen Sie das Stressszenario für die kurzfristige Ertragssicherung gemäss Fallstudie 1 bei börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz ein?

Antwortmöglichkeiten: sehr hoch (4) / hoch (3) / niedrig (2) / sehr niedrig (1)

Frage 3: Wahrscheinlichkeit Stressszenario Fallstudie 2

Wie hoch schätzen Sie das Stressszenario für die langfristige Ertragssicherung gemäss Fallstudie 2 bei börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz ein?

Antwortmöglichkeiten: sehr hoch (4) / hoch (3) / niedrig (2) / sehr niedrig (1)

Teil 2: Fallstudie „Stressszenario kurzfristige Ertragssicherung“

Frage 4: Zeitliche Definition „kurzfristige Ertragssicherung“

Definieren Sie den kurzfristigen Zeithorizont für die Ertragssicherung ebenfalls wie in der Fallstudie mit einem Jahr?

Antwort: falls nein -> Wie lautet Ihre Definition und wonach richtet sie sich?

Frage 5: Beurteilung der Beeinflussbarkeit von Ertragshebeln und Massnahmen

Wie schätzen Sie die aufgelisteten Massnahmen in Bezug auf die Beeinflussbarkeit der kurzfristigen Ertragssicherung durch die Geschäftsleitung ein?

Antwortmöglichkeit: sehr hoch (4) / hoch (3) / niedrig (2) / sehr niedrig (1) / keine Beeinflussbarkeit (0)

Frage 6: Beurteilung der Wirkungsstärke von Ertragshebeln und Massnahmen

Welche Massnahmen mit der höchsten Beeinflussbarkeit gemäss Frage 5 haben auch die stärkste Wirkung auf die kurzfristige Ertragssicherung?

Antwortmöglichkeit: Auswahl der drei Massnahmen mit der höchsten Wirkungsstärke

Teil 3: Fallstudie „Stressszenario langfristige Ertragssicherung“

Frage 7: Zeitliche Definition „langfristige Ertragssicherung“

Definieren Sie den langfristigen Zeithorizont für die Ertragssicherung ebenfalls wie in der Fallstudie mit drei bis fünf Jahren?

Antwort: falls nein -> Wie lautet Ihre Definition und wonach richtet sie sich?

Frage 8: Beurteilung der Beeinflussbarkeit von Ertragshebeln und Massnahmen

Wie schätzen Sie die aufgelisteten Massnahmen in Bezug auf die Beeinflussbarkeit der langfristigen Ertragssicherung durch die Geschäftsleitung ein?

Antwortmöglichkeit: sehr hoch (4) / hoch (3) / niedrig (2) / sehr niedrig (1) / keine Beeinflussbarkeit (0)

Frage 9: Beurteilung der Wirkungsstärke von Ertragshebeln und Massnahmen

Welche Massnahmen mit der höchsten Beeinflussbarkeit gemäss Frage 8 haben auch die stärkste Wirkung auf die langfristige Ertragssicherung?

Antwortmöglichkeit: Auswahl der drei Massnahmen mit der höchsten Wirkungsstärke

Teil 4: Abschliessende Fragen

Frage 10: Kennzahl Free Cashflow zugunsten Kapitalgeber

Wie bedeutend ist der Free Cashflow als Kennzahl zur Beurteilung der Ertragssicherung für die Kapitalgeber (Aktionäre und Fremdkapitalgeber) Ihres Immobilienaktienunternehmens?

Antwortmöglichkeiten: sehr hoch (4) / hoch (3) / niedrig (2) / sehr niedrig (1)

Frage 11: Kennzahl Free Cashflow nach Finanzplanung

Wie bedeutend ist der Free Cashflow als Kennzahl zur Beurteilung der Ertragssicherung für die Finanzplanung (Innenfinanzierung, Liquidität) Ihres Immobilienaktienunternehmens?

Antwortmöglichkeiten: sehr hoch (4) / hoch (3) / niedrig (2) / sehr niedrig (1)

Frage 12: Weitere Kennzahlen

Welche Kennzahlen, abgesehen vom Free Cashflow, berücksichtigen Sie bei der Beurteilung/Analyse der Ertragssicherung bei Immobilienaktiengesellschaften?

Antwortmöglichkeit: Max. 2 Auswahl

Frage 13: Outsourcing von Kompetenzen

Gibt es unter dem Gesichtspunkt der Ertragssicherung einen Unterschied, wenn die ertragssichernden Kompetenzen zur Umsetzung der in den Fallstudien besprochenen Massnahmen an Externe vergeben sind/werden?

Frage 14: Modell

Fehlen im Modell wesentliche Massnahmen in Bezug auf die Ertragssicherung von Immobilienaktiengesellschaften?

Anhang 2: Liste der befragten Experten

Datum	Name Experte	Immobilienaktiengesellschaft	Funktion	Dauer Interview
8. Juni 2016	C. Caviezel	Mobimo Holding AG	CEO	45 Min.
14. Juni 2016	D. Petitjean	Warteck Invest AG	CEO	60 Min.
15. Juni 2016	R. Herzog	Allreal Holding AG	CEO	45 Min.
16. Juni 2016	L. Gabriel	PSP Swiss Property AG	CEO	50 Min.
22. Juni 2016	B. Frischknecht	BFW Liegenschaften AG	CEO	40 Min.
22. Juni 2016	T. Achermann	Zug Estates Holding AG	CEO	55 Min.
28. Juni 2016	T. F. Kocher	Espace Real Estate Holding AG	CEO	55 Min.
29. Juni 2016	C. Schneuwly	Intershop Holding AG	CEO	50 Min.
5. Juli 2016	M. Denner	Swiss Prime Site AG	COO	55 Min.

Anhang 3: Fiktiver 5-Jahres-Finanzplan (Bilanz, Erfolgsrechnung und Geldflussrechnung) der Immobilien-Schweiz AG

Bilanz (CHF Mio.)	Jahr 0	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5
Flüssige Mittel/ Umlaufvermögen	150	150	150	150	150	173
Anlageportfolio	2'000	2'010	2'020	2'230	2'240	2'500
Teilportfolio Gewerbe	700	710	710	720	720	730
Teilportfolio Büro	1'000	1'000	1'010	1'010	1'020	1'020
Teilportfolio Wohnen	300	300	300	300	300	300
Entwicklungsportfolio Wohnen (Umklassierung Jahr 3)				200	200	200
Entwicklungsportfolio Büro (Umklassierung Jahr 5)						250
Anlageobjekte im Bau (at cost)	100	150	200	150	250	0
Entwicklungsareal Wohnen	100	150	200			
Entwicklungsareal Büro (Umklassierung Jahr 3)				150	250	
Entwicklungsobjekte (at cost)	50	50	50	0	0	0
Entwicklungsareal Büro	50	50	50			
Total Aktiven	2'300	2'360	2'420	2'530	2'640	2'673
Finanzverbindlichkeiten	1'150	1'191	1'232	1'318	1'405	1'405
Latente Gewinnsteuern	150	150	150	150	150	150
Eigenkapital	1'000	1'019	1'038	1'062	1'085	1'118
Total Passiven	2'300	2'360	2'420	2'530	2'640	2'673
EK-Ratio	43%	43%	43%	42%	41%	42%

Erfolgsrechnung (CHF Mio.)	Jahr	Jahr	Jahr	Jahr	Jahr	
	1	2	3	4	5	
Umsatz	111	112	122	123	138	
Kosten	-26	-26	-28	-28	-31	
EBIT/EBITDA	85	85	94	95	108	
Zinsen	-24	-25	-26	-28	-28	
Steuern	-12	-12	-14	-13	-16	
Reingewinn	49	49	54	53	64	
EK-Rendite	Ø 5.0%	4.89%	4.78%	5.22%	5.00%	5.86%

Geldflussrechnung (CHF Mio.)	Jahr	Jahr	Jahr	Jahr	Jahr
	1	2	3	4	5
Realisierte Mieteinnahmen	111	112	122	123	138
Direkte Kosten Immobilienportfolio	-11	-11	-12	-12	-14
Instandhaltungskosten Immobilienportfolio	-5	-5	-6	-6	-7
Personalkosten	-5	-5	-5	-5	-5
Betriebs-/Verwaltungskosten Unternehmen	-5	-5	-5	-5	-5
Unternehmenssteuern	-12	-12	-14	-13	-16
Cashflow aus operativer Geschäftstätigk.	73	73	80	81	92
Instandsetzungskosten Immobilienportfolio	-10	-10	-10	-10	-10
Investitionskosten Entwicklungsprojekte	-50	-50	-100	-100	0
Kauf/Verkauf Einzelliegenschaften	0	0	0	0	0
Akquisition/Devestition von Unternehmen/ Geschäftseinheiten	0	0	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-60	-60	-110	-110	-10
Zinsen Finanzverbindlichkeiten	-24	-25	-26	-28	-28
Aufnahme/Rückzahlung Finanzverbindlichkeiten	0	0	0	0	0
Ausschüttung Dividenden	-30	-30	-30	-30	-30
Aktienkapitalerhöhung/-herabsetzung	0	0	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-13	-14	30	29	-58
Zu-/Abnahme flüssige Mittel	0	0	0	0	24

Annahmen: betriebsnotwendige flüssige Mittel von CHF 150 Mio.; keine Abschreibungen; keine Veränderung des Net Working Capital

Anhang 4: Mögliche Beispiele eines Stressszenarios für die kurzfristige Ertrags-sicherung

Art	Beispiele
Einnahmen	Zahlungsunfähigkeit eines Hauptmieters (mit schwieriger Wiedervermietbarkeit)
Kosten	Unvorhergesehene Kosten für Instandhaltung/Instandsetzung, Rechtsfallkosten
Investitionen	Abrupte Veränderungen, welche die Wirtschaftlichkeit der Entwicklungsareale negativ beeinträchtigen (unvorhergesehene dringende Kosten, Konkurse etc.)
Finanzierung	Zinsschock (nicht abgesichert)

Anhang 5: Mögliche Beispiele eines Stressszenarios für die langfristige Ertrags-sicherung

Art	Beispiele
Einnahmen	Konjunkturunbruch, abschwächender Immobilienmarktzyklus, Erhöhung der (strukturellen) Leerstände aufgrund Überangebot
Kosten	Steigende Mieterfluktuation, höhere Instandhaltungs- und Instandsetzungskosten (Trends, Technologiewandel senken Nutzungsdauer), regulatorische/steuerliche Änderungen
Investitionen	Veränderung in der Umwelt, welche die Wirtschaftlichkeit der Entwicklungsareale negativ beeinträchtigen (Mobilität, Mieterpräferenzen etc.)
Finanzierung	Ansteigende Zinskurve/Fremdkapitalkosten

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema

„Die Bedeutung der Ertragssicherung bei börsenkotierten Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz – Qualitative Beurteilung der Beeinflussbarkeit und der Wirkungsstärke von Ertragshebeln“

selbstständig verfasst und keine anderen Hilfsmittel als die angegebenen benutzt habe. Alle Stellen die wörtlich oder sinngemäss aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Schriften entnommen sind, habe ich in jedem einzelnen Falle durch Angabe der Quelle (auch der verwendeten Sekundärliteratur) als Entlehnung kenntlich gemacht.

Die Arbeit hat in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegen und wurde auch noch nicht veröffentlicht.

Zürich, den 29.08.2016

Daniel Cavelti