

**Postgradualer Universitätslehrgang
„Immobilienmanagement und Bewertung“**

Investitionskriterien für Investitionen in 1A Einkaufszentren in CEE

Masterthese zur Erlangung des akademischen Grades eines
„Master of Science (Real Estate – Investment and Valuation)“

Betreuer: DI Herwig Teufelsdorfer MRICS

Mag. Dennis van de Merwe

Oberrohrbach, 20. Januar 2009

Matrikelnummer: 9905418

Eidesstattliche Erklärung

Ich, **Mag. Dennis van de Merwe**, versichere hiermit dass ich die vorliegende Master These, "Investitionskriterien für Investitionen in 1A Einkaufszentren in CEE", 79 Seiten,

1. gebunden, selbstständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfen bedient habe, und
2. dass ich diese Master These bisher weder im Inland noch im Ausland in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.

Wien, am

Datum

Unterschrift

Inhaltsangabe

Vorwort.....	v
1. Einführung und Problematik.....	1
1.1. Einführung & These.....	1
1.2. Begriffserklärung CEE.....	2
1.3. Begriffserklärung Investition.....	2
1.4. Begriffserklärung Einkaufszentrum.....	3
1.5. Historische Übersicht.....	4
1.6 Die derzeitige Finanzkrise.....	6
2. Investitionen.....	8
2.1. Direktinvestitionen im Ausland – eine historische Begriffserklärung.....	8
2.2. Internationalisierung der Immobilienmärkte.....	10
2.3. Verschiedene Motive für Investitionen.....	10
2.4. Verschiedene Typen Investitionen.....	12
2.5. Eintrittsstrategien & Investitionsstrategien.....	12
2.6. Investortypen am derzeitigen Markt.....	16
2.7. Direktinvestitionen in CEE.....	21
3. Kriterien für internationale Investoren.....	24
3.1. Wirtschaftliche, politische und rechtliche Rahmenbedingungen.....	26
3.2. Demographie und Sozioökonomie.....	27
3.3. Infrastruktur des Makrostandortes.....	31
3.4. Weiche Standortfaktoren.....	32
3.5. Struktur und Entwicklung des Immobilienangebots.....	32
3.6. Struktur und Entwicklung der Immobiliennachfrage.....	33
3.7. Miet- und Preisniveau des räumlichen und sachlichen Teilmarktes.....	34
3. 8. Exkurs: Staatlicher Haushaltssaldo.....	36
4. Analyse der Kriterien anhand der Entwicklung am CEE Markt.....	38
4.1. Der Markt für Einzelhandelsimmobilien vor 10 Jahren.....	38
4.2. Der Markt für Einzelhandelsimmobilien vor 5 Jahren.....	40
4.3. Der Markt für Einzelhandelsimmobilien vor 3 Jahren.....	40
4.4. Der Markt für Einzelhandelsimmobilien Heute.....	41
4.5. Der Markt für Einzelhandelsimmobilien in der Zukunft.....	42
4.6. Teilschlussfolgerung.....	43
5. Das Messen des Potentials: Rating-Modell.....	45
5.1. Allgemeine Einführung.....	45
5.2. Beschreibung des Modells.....	52
5.3. Beschreibung der Teilkriterien.....	54

5.3.1. Soziodemographische Entwicklungen	54
5.3.2. Gesamtwirtschaftliche Entwicklungen	55
5.3.3. Politische-, juristische-, steuer- und währungspolitische Rahmenbedingen.....	55
5.3.4. Immobilienmarkt: Retail (auch „Handelsimmobilien“)	55
5.4. Anwendung des Modells	57
5.4.1. Beispiel: Tschechien 2003 Vs EU („Euro Area“)	57
5.4.2. Beispiel Tschechien 2007 Vs EU 2007	58
5.4.3. Beispiel Tschechien 2007 vs Österreich 2007	58
5.4.4. Beispiel Tschechien 2007 vs Rumänien 2007.....	59
5.4.5. Übersicht der Ergebnisse für das Jahr 2007	59
5.4.6. Entwicklung der Ergebnisse (2003 vs 2007)	60
5.4.7. Rating-Vorhersage: Kluft zwischen EU und CEE	61
5.5. Stärken des Modells	64
5.6. Schwächen des Modells.....	64
6. Schlussfolgerungen.....	66
Kurzfassung	68
Anhänge	70
Anhang A: Ratingergebnisse Tschechien 2007	70
Anhang B: Ratingergebnisse Polen 2007	71
Anhang C: Ratingergebnisse Ungarn 2007	72
Anhang D: Ratingergebnisse Slowakei 2007	73
Anhang E: Ratingergebnisse Österreich 2007	74
Anhang F: Ratingergebnisse Deutschland 2007	75
Literaturverzeichnis	76

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1 - McKinsey Matrix - Investitionsstrategien	15
Abbildung 2 - Die meist aktiven Investortypen in CEE in 2007	18
Abbildung 3 - FDI Ströme	22
Abbildung 4 - Investitionsvolumen nach Land 1999-2007	22
Abbildung 5 - Entwicklung der Arbeitslosenquoten	27
Abbildung 6 - Investitionsvolumen in CEE (Hauptstadt vs Regio)	28
Abbildung 7 - Jährliches BIP Wachstum ausgewählter Länder (mit Prognosen für 2008 und 2009)	30
Abbildung 8 - Einkaufszentrendichte (m ² pro 1.000 Einwohner)	33
Abbildung 9 - Entwicklung Renditen Einkaufszentren in CEE	36
Abbildung 11 - CEE Länder nach Einwohnerzahl	48
Abbildung 12 - CEE Länder nach BIP Wachstum (durchschnittliches Jahreswachstum pro Jahr 2003-2007)	49
Abbildung 13 - Korrelation zwischen Einkaufszentrendichte und BIP pro Kopf (2007)	51
Abbildung 14 - Rating-Modell (Input Blatt)	53
Abbildung 15 - Darstellung Ratingergebnis: Tschechien 2007 Vs Rumänien 2007	59
Abbildung 16 - Ratingergebnisse nach Land 2007	60

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1 - Unterschied zwischen privaten und institutionellen Anlegern	17
Tabelle 2 - Top 10 Börsennotierte Immobilieninvestoren in Europa	20
Tabelle 3 - Kriterien zur Bestimmung der Marktattraktivität	25
Tabelle 4 - Übersicht der Bevölkerung und Bevölkerungsentwicklung ausgewählter Länder	28
Tabelle 5 - Übersicht CEE Länder nach BIP: Unterscheid Land und Hauptstadt	29
Tabelle 6 - Mietpreisniveau nach Stadt	35
Tabelle 7 - Jährliches Investmentvolumen nach Land (€ Mio.)	38
Tabelle 8 - Key Indikatoren CEE (vor 10 Jahren)	39
Tabelle 9 - Key Indikatoren CEE (vor 5 Jahren)	40
Tabelle 10 - Key Indikatoren CEE (vor 3 Jahren)	40
Tabelle 11 - Übersicht der Transaktionen am Retailmarkt von 2003 bis 2005	41
Tabelle 12 - Key Indikatoren CEE (heute)	42
Tabelle 13 - Key Indikatoren CEE (Zukunft)	43
Tabelle 14 - Output bivariate zweiseitige Korrelationsanalyse SPSS	47

Für Isabella

In liebevoller Erinnerung an Gino

Vorwort

Zum Zeitpunkt der Verfassung dieser Masterthese befand sich die Welt in einer Finanzkrise. Es war einerseits äußerst interessant zu beobachten, welchen Einfluss diese Krise auf den Immobilienmarkt hat, andererseits hat es das Schreiben auch nicht gerade einfach gemacht, da die Prognosen und Entwicklungen sich von Woche zu Woche änderten mussten meine Behauptungen in dieser Masterthese immer wieder angepasst werden, um bei der Einreichung am letzten Stand zu sein.

Bevor ich mich nun mit der eigentlichen Thematik auseinandersetze, möchte ich mich gerne bei folgenden Personen und Instanzen bedanken, ohne die eine Fertigstellung der vorliegenden Arbeit unmöglich gewesen wäre.

Zuerst möchte ich mich bei meinem Arbeitgeber – Unibail-Rodamco - bedanken, der mir dieses Studium finanziell ermöglicht hat, besonders bei Herrn Hans Vermeeren, der mich ermutigt hat, dieses Studium anzutreten und mir nach wie vor trotz seiner beruflichen Rückkehr in die Niederlande in bestimmten Fällen zur Seite steht.

Ein großer Dank gilt ebenso meinem Betreuer Herr DI Teufelsdorfer MRICS, der mich während des gesamten Schreibeprozesses dieser Masterthese sehr gut unterstützt hat und mir mit hilfreichen Tipps und konstruktiven Bemerkungen stets zuverlässig und flexibel zur Seite gestanden ist. Auch möchte ich der Lehrgangsleitung, Prof. Martens FRICS und DI Bockstefl, die einen hervorragenden Studienplan entwickelt haben und ständig bemüht sind, die Qualität zu verbessern und zu gewährleisten, meinen Dank aussprechen. Ebenfalls danke ich Frau Fischer, die sich - nach Korrektur meiner Diplomarbeit - bereit erklärt hat, nun auch als Lektorin dieser Masterthese zu fungieren.

Auf persönlicher Ebene kam die moralische Unterstützung von meiner Familie und meiner Frau Isabella, die immer an mich geglaubt und Verständnis gehabt haben, wenn sie an so manchem Wochenende auf meine Gesellschaft verzichten mussten. Schlussendlich möchte ich mich auch bei meinem Vater bedanken, der mir einige sehr gute Tipps als auch Inputs gegeben und trotz seines stressigen Daseins die Zeit gefunden hat, sich mit der vorliegenden Arbeit zu beschäftigen.

Diese Arbeit schreibe ich in liebevoller Erinnerung an unseren leider vor Kurzem verstorbenen Hund Gino, dessen Verlust als vollwertiges Familienmitglied eine gähnende und schmerzvolle Leere in unserem Leben, jedoch auch viele schöne Erinnerungen hinterlassen hat.

1. Einführung und Problematik

Der Markt für Einzelhandelsimmobilien in Zentral- und Osteuropa hat sich in den letzten zehn Jahren sehr rasch entwickelt und mittlerweile eine beachtliche Reife erreicht. Für Investoren wird es immer schwieriger, kostengünstige Investitionsobjekte zu finden und sich außerdem gegen die immer stärker werdende Konkurrenz durch andere Einkaufszentren durchzusetzen. Diese schnelle Entwicklung der steigenden Preise für Immobilien erreichte ihren Höhepunkt, als das „Palladium“ Einkaufszentrum in Prag 1 von Hannover Leasing für den Rekordbetrag von 530 Million Euro gekauft wurde: eine Transaktion, deren Höhe durchaus mit Einzelhandelstransaktionen in westeuropäischen Ländern vergleichbar ist. Es zeigte sich, dass der Markt für Einzelhandelsimmobilien einen bestimmten Reifegrad erreicht hat, und die Investitionsobjekte in Zentral- und Ost-Europa nicht mehr wesentlich günstiger sind als im Westen.

1.1. Einführung & These

Nach Abschluss des vorab erwähnten Geschäfts ergeben sich folgende Fragen: War dies eine einmalige hohe Transaktionssumme für eine Handelsimmobilie in Zentral- und Osteuropa oder der Anfang eines neuen Trends? Ist der Immobilienmarkt in Zentral- und Osteuropa für Investoren bereits dermaßen interessant geworden, sodass diese bereit sind, tief in der Tasche zu greifen, um eine 1A Handelsimmobilie zu erwerben? Aber welche Kriterien betreffend Einkaufszentren in Zentral- und Osteuropa sind relevant für Investoren? Wann gilt ein Markt als potentiell für Investoren, und welche Faktoren spielen dabei eine Rolle?

Das Ziel dieser Masterthese ist nicht das Finden einer Antwort auf die Frage „Was wäre die perfekte Investition?“ - es soll vielmehr versucht werden, ein Modell zu erstellen, das das Potenzial eines Marktes zu einem bestimmten Zeitpunkt messen kann. Dieses Modell soll anhand verschiedener Parameter entwickelt und mit historischen Daten sowie früheren Investitionsstrategien verglichen werden, damit festgestellt werden kann, ob eine Strategie richtig war, ob man besser irgendwo anders hätte investieren können bzw. wo eine Optimierungsmöglichkeit besteht. Bei der Untersuchung dieser Faktoren wird sich diese Arbeit auf Länderebene begeben und hauptsächlich auf makroökonomische als auch demographische Faktoren beschränken, die für Investoren bei der Entscheidung über eine Investition in einem bestimmten Land eine Rolle spielen.

Anhand einer Analyse dieser Faktoren hofft der Autor zu einem aussagekräftigen Schluss darüber zu gelangen, welche Länder zu einem bestimmten Zeitpunkt die rentabelsten Investitionsmöglichkeiten für internationale Investoren bieten, und welche Investitionsfaktoren zu welchen Investitionsstrategien führen.

Daher wird in dieser Arbeit die These aufgestellt, dass CEE als Investmentmarkt im Sinne von stark steigenden Immobilienpreisen nicht überbewertet ist, sondern durchaus Potential für Investoren in puncto 1A Einkaufszentren hat, und dies auch anhand eines Modells messbar ist und sich die Kluft zwischen CEE und Westeuropa auch in Zukunft verringern wird.

1.2. Begriffserklärung CEE

In dieser Masterthese wird im Detail auf den Investmentmarkt in Zentral- und Osteuropa¹ eingegangen und in diesem Zusammenhang oft den englischen Begriff „Central Eastern Europe“, in weiterer Folge CEE, für diese Region verwenden. CEE umfasst ein Gebiet zwischen Ost-, Südost-, West- und Nordeuropa, doch gibt es nur wenig aussagekräftige geographische Kriterien und die Auflistung der Länder, welche dieser Region zugehören, unterscheidet sich von Quelle zu Quelle. In dieser Masterthese werden CEE die Länder Polen, Tschechien, Slowakei und Ungarn – die in dieser Arbeit als „traditioneller Kern“ von CEE angenommen werden - zugeordnet. Die Auswahl dieser vier Länder begründet sich darin, dass ich eine historische Übersicht der Entwicklungen geben möchte. Da die ersten Immobilien-Transaktionen ausländischer Investoren in diesen Ländern stattgefunden – wie aus einer Übersicht von CBRE hervorgeht² - und im Zuge dessen in vielen Maklerberichten Erwähnung gefunden haben, kann eine vollständige und zuverlässige historische Übersicht am ehesten anhand der Analyse dieses „traditionellen Kerns“ garantiert werden.

1.3. Begriffserklärung Investition

Schlägt man das Wort „Investition“ in einem Wörterbuch nach, findet man folgende Bedeutung: *„Anlage von Kapital in Vermögen, um Gewinn zu machen“*³. Aufgrund ihrer strategischen und langfristigen Bedeutung gelten Investitionen als heikle Entscheidungen im operativen Geschäft. Unternehmen legen viel Kapital in Vermögen an, um einen möglichst hohen Gewinn und Nachhaltigkeit zu erzielen. In der Praxis ist dies jedoch nicht so einfach, denn es spielen sehr viele Faktoren, die den Erfolg einer Investition bestimmen, mit.

¹ Im deutschen Sprachraum auch als „Mitteleuropa“ oder „MOEL“ (Mittel- und Osteuropäische Länder) bezeichnet, aber ich werde den Begriff CEE verwenden, da dieser im Investorjargon üblicher ist.

² CBRE: CEE Property Investment Central & Eastern Europe – Year End 2007, S. 1

³ Wiktionary, das freie Wörterbuch – URL: <http://de.wiktionary.org/wiki/Investition> (4.5.2008)

Eine für Handelsimmobilien spezifizierte Definition zum Stichwort Investition gibt CBRE/IPD⁴: „The sum of money spent on purchases of new properties, expenditure on development and other capital expenditure (e.g. development of refurbishment). Sales include whole or part sales and capital receipts.”

1.4. Begriffserklärung Einkaufszentrum

Die Definition und Kriterien für Einkaufszentren (sprich: ab wann gilt ein Handelsimmobilie als Einkaufszentrum?) sind je nach Bauordnung und Land unterschiedlicher Natur. Das „International Council of Shopping Centres“ (kurz „ICSC“) hat bereits 2005 eine Studie veröffentlicht⁵, die sich mit der Beschreibung von Einkaufszentren in Europa auseinandersetzte, um sie in pan-europäische Kategorien zu unterteilen. In dieser Studie findet sich für (europäische) Einkaufszentren folgende Definition:

„A retail property that is planned, built and managed as a single entity, comprising units and “communal areas”, with a minimum gross leasable area (GLA) of 5.000 square metres.”

Diese Definition wurde von den meisten internationalen Maklerunternehmen (in weiterer Folge „Broker“) für deren Analyse der lokalen Märkte übernommen und ist nach dem Wissensstand des Autors die einzige grenzübergreifende Definition, die formuliert wurde, um eine direkte Vergleichsbasis zu schaffen.

Nun stellt sich weiters die Frage: „Was ist ein 1A Einkaufszentrum?“ und „Ab wann darf ein Einkaufszentrum das Prädikat „1A“ tragen?“. Diese „prime shopping centres“ sind in der Investmentwelt in aller Munde und offenbar dermaßen ein Begriff geworden, das sich keiner mehr darüber Gedanken macht, was dieser Begriff genau beinhaltet - für neue und große Einkaufszentren wird er spontan verwendet. Zwar existiert eine detaillierte Ausarbeitung des ICSC über die verschiedenen Typen von Einkaufszentren, es gibt jedoch keine Definition bzw. kein Kriterium, ab wann ein Einkaufszentrum als „1A“ bezeichnet werden darf. Meistens bedienen sich die Investoren, um dies festzustellen, eines internen Ratings, jedoch ist die Auffassung dieses Begriffs unter international tätigen Investoren ident. In dieser Masterthese wird ein „1A Einkaufszentrum“ - wie folgt - definiert:

⁴ CB Richard Ellis / IPD European Shopping Centre Digest 2005, S. 61

⁵ ICSC Research: *Towards a Pan-European Shopping Centre Standard – A Framework for International Comparison*, International Council of Shopping Centres, New York, 2005.

- groß (kritische Masse⁶) – Größe je nach Stadt und Konkurrenz unterschiedlich;
- strategische Lage;
- Internationale Mieter, starke Ankermieter (zur Gewährleistung der hohen Mieteinnahmen und der Anziehung von Kunden);
- Erscheinungsbild – es sollte sich deutlich von anderen Einkaufszentren unterscheiden;
- neu bzw. Erweiterung oder Renovierung (am letzten Stand der Technik und Architektur).

In weiterer Folge werden eine kurze historische Übersicht von CEE gegeben sowie einige der vorab aufgelisteten Faktoren näher beschrieben. .

1.5. Historische Übersicht

Um die Situation und die Entwicklungen am Markt für Einzelhandelsimmobilien in diesen 4 Ländern (also Polen, Tschechien, Slowakei und Ungarn) verstehen und beschreiben zu können, soll deren Vorgeschichte kurz und allgemein behandelt werden. Ich möchte ausdrücklich betonen, dass in diesem Kapitel kein geschichtlicher oder politisch-wissenschaftlicher Beitrag geleistet wird, sondern vielmehr eine allgemeine Übersicht der Vorgeschichte gegeben wird, um den gegenwärtigen Stand der Dinge besser nachvollziehen zu können.

Bis 1989 wurde in Westeuropa zumeist der Begriff „Ostblock“ verwendet, um die heutigen Staaten in CEE zusammenzufassen. Dies ist eine Benennung aus der Zeit des Kalten Krieges für die von der Sowjetunion geführten und unter ihrem Einfluss stehenden Länder. Der Ostblock bestand aus jenen Staaten, die im Warschauer Pakt und dem COMECON⁷ zusammengefasst waren. Die Gründerstaaten waren die Sowjetunion, Albanien⁸, DDR⁹ Polen, Rumänien, Bulgarien und die Tschechoslowakei. Die Entstehungsgeschichte geht auf die Zeit kurz nach dem Zweiten Weltkrieg zurück, als die russischen Truppen bei ihrem Aufmarsch in Richtung Westen jene Staaten, die direkt an die damalige Sowjetunion grenzten, besetzt hatten. Zwischen 1945 und 1949 errichtete die Sowjetunion in all ihren besetzten Staaten Volksdemokratien. Dieser neu gewonnene Staatengürtel war für die Sowjetunion von wesentlicher politischer und wirtschaftlicher Bedeutung. Das Gebiet wurde

⁶ Die Größe soll für ein 1A Einkaufszentrum ausreichend sein, um mit den anderen Einkaufszentren in einer Stadt konkurrieren zu können – so reicht zum Beispiel in Klagenfurt ein EKZ von 20.000 m², um die kritische Masse zu erreichen. In boomenden, großen Märkten wie Moskau wäre das viel zu klein, dort bräuchte man dafür sicher 80.000 m².

⁷ Der „Council for Mutual Economic Assistance“ wurde am 25. Januar 1949 in Moskau als Gegengewicht zum Marshall Plan und OEEC gegründet.

⁸ Austritt 1968 wegen der CSSR Krise

⁹ Austritt 1990 mit der Deutschen Wiedervereinigung

stark mit der Sowjetunion verflochten und von der westlichen Marktwirtschaft abgeschrmt. Die westlichen Staaten wurden als das „kapitalistische Ausland“ angesehen. Im Jahre 1945 sprach der britische Premierminister Winston Churchill erstmals vom „Eisernen Vorhang“.

Jenes Gebiet, das im Westen unter dem Namen „Ostblock“ bekannt war, wurde auf drei Ebenen zusammengehalten: politisch und ideologisch durch den Kommunismus, wirtschaftlich durch den RGW – „Rat für gegenseitige Wirtschaftshilfe“ - und militärisch durch den Warschauer Pakt. Um den Zusammenhalt zu gewährleisten, wurde als Staatsform eine Parteidiktatur gewählt und Pressefreiheit, Reisefreiheit sowie Meinungsfreiheit waren sehr eingeschränkt. Nichtsdestotrotz kam es immer wieder zu Auseinandersetzungen und unterschiedlichen Auffassungen. Albanien trat im Jahr 1961 aus dem Ostblock aus und orientierte sich an der Volksrepublik China. Daraufhin forderte die Sowjetunion auf allen Ebenen das Weisungsrecht, welches gewaltsam angewendet wurde, als andere Länder von diesen Bestimmungen abwichen. Dies passierte 1953 in der DDR, 1956 in Ungarn und 1968 in der Tschechoslowakei, wo die Rote Armee Widerstandsbewegungen blutig niederschlug. Im Jahr 1981 – als die unabhängige Gewerkschaft „Solidarność“ in Polen verboten wurde, um einem Eingreifen der Sowjetunion zuvorzukommen - genügte nur ein Drohung aus Moskau, um wieder der sowjetischen Linie zu folgen.

Der Westen – hauptsächlich unter Anführung der USA – versuchte durch Unterstützung lokaler Oppositionsbewegungen sowie durch Konfrontationen und Entspannungspolitik die Macht der Sowjetunion durch die neu gewonnenen Staaten einzudämmen¹⁰. Der Anfang vom Ende des Ostblocks begann 1985 mit der Amtseinführung Michael Gorbatschows als Generalsekretär der KPdSU. Er führte die Begriffe „Perestroika“ und „Glasnost“ ein, änderte den Kurs der Sowjetunion und gestand den ehemaligen Ostblockstaaten einen eigenen Weg zum Sozialismus zu. Ab 1989 lösten sich immer mehr Staaten aus dem Ostblock. Im Winter 1989 verloren die Kommunistischen Parteien ihr Monopol und der Ostblock fiel auseinander. Der Name MOE oder MOEL (im Englischen CEE) für diese „neuen selbstständigen“ Staaten mit gewissen wirtschaftlichen, sozialen und politischen Ähnlichkeiten stammt ebenfalls aus dieser Zeit.

Ab 1989/90 begann für diese Staaten der Weg in Richtung Marktwirtschaft. Am 1. Mai 2004 - nach positiv ausgefallenen Volksabstimmungen - traten Polen, Tschechien, Ungarn sowie die Slowakei¹¹ der EU bei und wurden somit für Investoren interessant.

¹⁰ Truman-Doktrin: „Containment Policy“

¹¹ Zusammen mit den für diese Masterthese nicht relevanten Länder Estland, Lettland, Litauen, Malta und Zypern.

1.6 Die derzeitige Finanzkrise

Wenn man zum gegenwärtigen Zeitpunkt Markt und Kriterien für 1A Einkaufszentren beschreiben will, kommt man nicht um die derzeitige Finanzkrise herum (Anm.: Während der Erfassung dieser Masterthese im Herbst/Winter 2008 beschäftigt eine weltweite Finanzkrise die Weltbevölkerung). Unter dem Begriff „Finanzkrise“ wird eine plötzliche Reduktion in der Verfügbarkeit von Anleihen verstanden oder auch eine plötzliche Zunahme der Kosten für Darlehen bei Banken und Geldinstituten. Die Finanzkrise von 2007/2008 fand ihren Ursprung im US-Immobilienmarkt und breitete sich schnell über den gesamten Globus aus. Sie umfasst eine weltweite Reihe von Insolvenzen und Verlusten bei Banken, die dadurch ausgelöst wurden, dass in den USA die Immobilienpreise weniger stark stiegen als erwartet und an manchen Orten sogar gefallen waren. Immer mehr Kreditnehmer konnten ihre Kreditraten nicht mehr zurückerstatten. Zuerst kamen jene Kreditnehmer in die wirtschaftliche Bredouille, denen trotz ihrer geringen Bonität („sub prime“) Kredite gewährt worden waren. Diese Kredite wurden dann an Banken weiterverkauft und von diesen zu einem Portfolio „Mortgage Backed Security“ (kurz „MBS“) gebündelt, welches über „Special Purpose Entities“ am internationalen Markt verhandelt sowie durch das „slicing and dicing“ Prinzip nach verschiedene Rating Kategorien (von AAA* nach BB**, wobei die besten zwar das geringste Ausfallrisiko haben und als letzte Verluste tragen, aber auch den niedrigsten Zinsertrag bieten) eingeteilt wurde. Als in Folge des US-Konjunkturabschwungs durch die Rating-Agenturen diese MBS abgewertet wurden, waren die Wertpapiere unverkäuflich und mussten in den Bilanzen der Käufer abgeschrieben werden. Daher gilt hier die Faustregel „know your assets“ – also nicht nur über die Sicherung bei Wertpapiere informiert sein, sondern auch darüber Bescheid wissen, was sich hinter einem Rating versteckt.

Die Finanzkrise wird nicht nur unterschiedliche Auswirkungen auf nahezu alle Länder haben, ebenso ist auch die Auswirkung auf verschiedene Unternehmen ein wesentlicher Beobachtungsfaktor. Die derzeitigen Schlüsselfaktoren, die über die Existenz eines Immobilienunternehmens entscheiden können, sind:

1. Das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdfinanzierung: Je höher der Anteil der Eigenfinanzierung, umso besser gerüstet ist das Unternehmen für die Finanzkrise, da die Fremdfinanzierung vom Kapitalmarktzins abhängt, der aufgrund der Finanzkrise gestiegen ist und dadurch die Fremdfinanzierung deutlich teurer wurde als bisher (vor der Finanzkrise) angenommen.

2. Laufzeit des Darlehens: Beruhen die Fremdfinanzierungen hauptsächlich auf kurzfristigen oder langfristigen Darlehen? Sobald ein Immobilienunternehmen hauptsächlich kurzfristige Finanzierungen vereinbart hat, wird es im Gegensatz zu langfristigen Finanzierungen, deren Rückzahlung aufgrund der steigenden Marktzinsen immer schwieriger wird, leichter sein diese zurückzuzahlen.

2. Investitionen

Der Übergang von der Planwirtschaft zur Marktwirtschaft in CEE eröffnete neue Perspektiven sowohl für ausländische Investoren als auch für die Staaten des ehemaligen Ostblocks. Bevor nun spezifisch auf die Investition in CEE eingegangen wird, werden zunächst Direktinvestitionen im Allgemeinen behandelt.

2.1. Direktinvestitionen im Ausland – eine historische Begriffserklärung

Eine besondere Form von Investition ist die sogenannte Direktinvestition im Ausland. Eurostat definiert diese wie folgt:

“Foreign direct investment (FDI) is a category of international investment that indicates an intention to acquire a lasting interest in an enterprise operating in another economy. It covers all financial transactions between the investing enterprise and its subsidiaries abroad.”¹²

Direktinvestitionen im Ausland gewinnen mehr und mehr an Bedeutung, sie spielen eine wichtige Rolle in der Globalisierung und bei internationalen Beziehungen. Die Direktinvestitionen unterscheiden sich von Portfolio-Investitionen, welche einen relativ geringen Einfluss im Ausland aufweisen. Es fließt also nicht nur Kapital, sondern auch Wissen und Technologie. Außerdem sind Direktinvestitionen für ausländische Investoren ein gutes Barometer für die wirtschaftliche Attraktivität eines bestimmten Landes. „Foreign Direct Investment“ im Kontext mit Unternehmen ist allerdings kein neuer Begriff. Erste Diskussionen über die Effekte von FDI's auf die Gastländer gehen bis in die späten Fünfziger Jahre des 20. Jahrhunderts zurück, als neoklassische Ökonomen begannen, die Auswirkungen der Kapitalbewegungen in Standardmodellen des internationalen Handels zu analysieren.

Durch die einfache Betrachtung von Direktinvestitionen als Kapitalfluss zwischen Ländern wurde klar, dass Direktinvestitionen im Ausland und internationalen Handel sich gegenseitig ergänzen und einen Beitrag zur wirtschaftlichen Entwicklung leisten. Stephen Hymer (1960)¹³ war der erste, der dieses Phänomen eher in der Mikroökonomie anwandte. Ausgangspunkt für seine Dissertation war die Beobachtung, dass sich ausländische Unternehmen bei Investitionen in einem für sie fremden Markt schwerer

¹² European Union foreign direct investment yearbook 2006, S. 1

¹³ In seiner Dissertation “The international Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment” aus dem Jahr 1960, allerdings erst 1976 veröffentlicht.

getan haben als lokale Unternehmen, da letztere einfach über bessere Kenntnisse der Situation des „eigenen“ Marktes verfügten. In Folge dessen sollten ausländische Unternehmen ihre Vorteile ausnützen, um mit den lokalen Unternehmen konkurrieren zu können. Hymer schlussfolgerte daraus, dass der vollkommene Wettbewerb nicht gegeben sein kann, wenn FDI und multinationale Investitionen auf einem Markt vorhanden sind. Kindleberger (1969) arbeitete dieses Phänomen strukturiert auf. Caves (1971) traf eine Unterscheidung zwischen „vertikalen und horizontalen“ Direktinvestitionen und unterstrich die Wichtigkeit der Produktdifferenzierung an erster Stelle. Bei den vertikalen Direktinvestitionen werden die Produktionsprozesse und die Auslagerung von Teilen der ausländischen Tochtergesellschaften gegliedert. Ein Beispiel ist die Auslagerung von arbeitsintensiven Arbeitsprozessen in Ländern, wo die Arbeitskosten deutlich niedriger sind. Bei horizontalen Direktinvestitionen dagegen wird das Endprodukt im potentiellen Absatzmarkt hergestellt, sie dienen daher hauptsächlich der Markterschließung. Die Fähigkeit Produkte zu differenzieren ist laut Caves ein essentieller monopolistischer Vorteil bei horizontalen FDI's. Andere Vorteile sowie technisches Fachwissen werden aus Investitionen in „Forschung und Entwicklung“ („F&E“)¹⁴ abgeleitet.

Der Aspekt der Internationalisierung im Kontext von FDI und multinationalen Unternehmen wurde erstmals von Coase (1937) und später von McManus (1972) weiter ausgearbeitet. McManus betonte die Rolle der Transaktionskosten in der Entwicklung von ausländischen Operationen. Seine Analyse ergab das Vorhandensein von gegenseitiger Abhängigkeit von Aktivitäten in verschiedenen Ländern sowie die Notwendigkeit der Koordination dieser Aktivitäten und der damit verflochtenen Parteien. Laut seiner Theorie gibt es drei Arten der Koordination:

1. Dezentralisierte Mitbestimmung, führend zu Transaktionen und Marktbedingungen unter Anwendung des Preismechanismus;
2. Vertragliche Vereinbarungen;
3. Internationalisierung von Transaktionen innerhalb einer einzigen Institution durch die Gründung eines internationalen Unternehmens.

Der Preismechanismus kann allerdings nicht ohne Kosten angewendet werden. Es gilt anfallende Kosten der Notwendigkeit, die Merkmale des Güteraustausches oder die Problematik des Messens des Flusses an Diensten oder Anlagegütern, die ausgetauscht werden, zu definieren. Wenn zum Beispiel der Gegenstand der Transaktion „Information“ ist (worunter zum Beispiel besonderes Know-How des Investors zu verstehen ist), sind die Transaktionskosten hoch oder sogar unerschwinglich teuer.

¹⁴ Im Englischen als „Research & Development“ („R&D“)

Die Theorie von McManus wurde von Buckley und Casson (1976) weiter ausgearbeitet, die die ersten waren, welche die Theorie der Internationalisierung explizit präsentierten. Ihr Ansatzpunkt dieser Theorie ist es, dass gewisse geschäftliche Aktivitäten eng mit Flüssen von Zwischenprodukten zusammenhängen, die nicht bloß halb verarbeitete Materialien umfassen, sondern auch Kenntnisse von Informationen in Form von technischen Expertisen und Humankapital. Laut ihrer Theorie sind multinationale Unternehmen das Ergebnis eines Prozesses, in welchem Firmen die Miete oder Pacht ihres Kapitals – unter Berücksichtigung der gegebenen Unvollkommenheit des Marktes - versuchen sicherzustellen.

2.2. Internationalisierung der Immobilienmärkte

Im vorigen Kapitel wurden die Direktinvestitionen im Allgemeinen beschrieben. Eine ganz spezifische Form von Direktinvestitionen sind Investitionen in Immobilien, welche auch vom freien Verkehr von Waren, Dienstleistungen und Kapital über die jeweiligen Ländergrenzen hinweg betroffen sind. Wichtige Grundlagen für diese Internationalisierung sind die EU (auch GATT und WTO), steuerliche und rechtliche Reformen, eine zunehmende Markttransparenz sowie eine abnehmende Korruption in den meisten Ländern¹⁵. Dies hat für internationale Investoren die Türen zu diesen Märkten geöffnet, die zwar bereits interessant, jedoch vor Schaffung dieser Grundlagen noch unzugänglich waren. Inwiefern und wie viel – im Sinne von Investitionsvolumen - in die jeweiligen Länder investiert wurde und wie sich dies mit den Jahren entwickelt hat, wird in weiterer Folge in dieser Masterthese behandelt.

2.3. Verschiedene Motive für Investitionen

Mit der Zunahme der Globalisierung und dem Wegfall von Grenzen sowie mit wachsender Markttransparenz und verbesserten rechtlichen und steuerlichen Grundlagen ist unter den Investoren ein wahrer Run auf Immobilien im Ausland entstanden. Auch politische Reformen in den osteuropäischen Ländern haben dafür gesorgt, dass sich die Märkte für ausländische Investoren geöffnet haben. Das Sinken der Transaktionskosten und weiterer anfallender Kosten der Raumüberwindung haben laut Beyerle (2008: 114)¹⁶ für internationale Immobilieninvestoren folgende ökonomische und gesellschaftliche Effekte:

- Ausweitung des Objekt-Absatzes und der Beschaffungsmärkte;
- Ausweitung der Arbeits- und Kapitalmärkte;

¹⁵ Vgl. URL <http://www.transparency.org> (02.10.2008)

¹⁶ BEYERLE, Thomas: "Internationalisierung der Immobilienmärkte". In: Schulte, K.W.: „Immobilienökonomie“, Band IV, 2008.

- Zunahme international und transnational agierender Immobilienunternehmen;
- Verschärfung des internationalen Standortwettbewerbs;
- Zunahme der Auslandsinvestitionen (Direktinvestitionen);
- Zunahme supranationaler Immobilien-Institutionen;
- Verlust nationaler Autonomie zu Gunsten transnationaler Institutionen;
- Zunahme der interkulturellen Beziehungen

Für internationale Investoren gibt es so laut Beyerle grundlegend zwei Motive:

- Internationale Portfoliodiversifizierung, wodurch das Anlagerisiko minimiert wird. Manche international tätige Investoren, wie Unibail-Rodamco, haben ihr Immobilienportfolio über mehrere Länder verteilt und sind im Falle einer Konjunkturschwäche eines Landes nicht anfällig, da es mit guter Performance der Immobilien anderer Märkte kompensiert werden kann.
- Das Streben nach hohen Renditen: Da in etablierten und entwickelten Märkten kaum noch überdurchschnittliche Renditen erzielbar sind, weichen manche Anleger auf Märkte aus, wo noch hohe Renditen zu erwarten sind - allerdings auch mit hohem Risiko. Beispiele solcher Märkte sind derzeit Russland und die Ukraine, wo – zum jetzigen Zeitpunkt/Ende 2008 - Renditen von 10%-13%¹⁷ für Investitionen in 1A Einkaufszentren noch durchaus erreichbar sind (vgl. Renditen bei 1A Einkaufszentren in Westeuropa: 4.5% - 5.5%).

DEGI Research¹⁸ hat folgende Motive für internationale Investments identifiziert:

- Abbau von Markteintrittsbarrieren,
- Diversifikation;
- Positiver Leverage Effekt;¹⁹
- Lokale Marktgröße;
- Größere Auswahl von Anlageprodukten;
- Höhere Renditen;
- Steigende Transparenz;
- Liquide Märkte;
- Mögliche Steuervorteile;
- Unterschiedliche Marktzyklen.

¹⁷ Zum Zeitpunkt der Erfassung dieser Masterthese (Herbst 2008)

¹⁸ Global Values – Immobilien Investments, Frankfurt am Main, 2005

¹⁹ Hebelwirkung der Finanzkosten des Fremdkapitals auf die Eigenkapitalverzinsung.

2.4. Verschiedene Typen Investitionen

In CEE kennt man zwei Typen von Investitionen: „Asset Deals“ und „Share Deals“. Der Unterschied zwischen diesen beiden Methoden beruht auf den Fragen: „Kauft man eine Immobilie im wahrsten Sinne des Wortes?“ (Asset Deal) oder „Kauft man eine Gesellschaft, die eine Immobilie beinhaltet?“ (Share Deal). Letzteres ist der Fall, wenn ein Investor aus steuerrechtlichen, zivilrechtlichen oder finanzierungstechnischen Hintergründen die Liegenschaft einer Gesellschaft strukturiert und mit Hilfe dieser Gesellschaft nichts anderes macht als die Liegenschaftsgeschäfte abzuwickeln. Es macht zivilrechtlich auch durchaus Sinn, da es in manchen Fällen Restriktionen für den Immobilienerwerb durch Ausländer gibt, doch sobald man eine inländische Gesellschaft gründet, kann der Investor als juristischer Inländer betrachtet werden. Nach der Fertigstellung der Entwicklung oder direkt beim Weiterverkauf wird nicht die Immobilie an sich weiterverkauft, sondern die Gesellschaft. Aufgrund dieser erwähnten Vorteile sind zirka 95%²⁰ der Transaktionen in CEE Share Deals. Allerdings gibt es nicht nur Vorteile sondern auch Nachteile, die an diesen Investitionsmethoden kleben. Oft werden die Liegenschaften schon als Gesellschaft angeboten, aber es gibt hier weder geprüfte Jahresabschlüsse, noch kann man exakt feststellen, welche Verbindlichkeiten diese Gesellschaft aufweist.

Bei Asset Deals wird ein Kauf-, Schenkungs- oder Tauschvertrag abgeschlossen und die Immobilie basierend auf diesem Vertrag – somit ein Einzelvertrag diese Liegenschaft betreffend – erworben. Der Vorgang ist einfach: die Liegenschaft wird vom Investor gekauft, die Liegenschaftsübertragung wird in das Grundbuch eingetragen, und damit ist die Transaktion erledigt. Der größte Unterschied zwischen Asset Deal und Share Deal ist demnach, dass bei einem Share Deal kein Grundbucheintrag erfolgt. Die Anteile („Shares“) werden mit Abschluss des Notariatsaktes übertragen und im Handelsregister eingetragen.

2.5. Eintrittsstrategien & Investitionsstrategien

Grob gesagt gibt es bei Multinationals zwei Arten von ausländischen Direktinvestitionen:

- Aufbau einer neuen Organisation („greenfield investment“)
- Übernahme einer bereits existierenden Organisation („acquisition“)

In der Fachliteratur hat man sich bereits mit der Wahl zwischen diesen beiden Varianten auseinandergesetzt, jedoch wurde zu sehr auf die Merkmale der investierenden Partei

²⁰ Laut Angaben von Dr. Eder im Rahmen seiner Lehrveranstaltung „Grund- und Bodenrecht für Investoren in Osteuropa“ (Skriptum, Mai 2008)

eingegangen und viel weniger auf die des Marktes, in dem investiert werden soll (Blomström, Kokko & Zejan 2000: 42). Zur Bestimmung der Faktoren, die für ein multinationales Unternehmen bei der Entscheidung, ob „greenfield investment“ oder „acquisition“ als Eintrittsstrategie gewählt wird, eine Rolle spielen, ist das Werk von Caves (1996) sehr hilfreich – ebenso wie für die Investitionsobjekte dieser Masterthese: Einkaufszentren. Ausgangspunkt für seine Studie ist die Hypothese, dass Acquisitions eine niedrigere, jedoch sicherere Rendite abwerfen als Greenfield Investments. Das Risiko ist bei etablierten Objekten geringer, da diese einen gewissen Marktanteil haben, das Management die Bedingungen am lokalen Markt bereits kennt und über gute Kontakte verfügt. Die Rendite ist niedriger, da die Konkurrenz den Preis für das Zielunternehmen bestimmt und somit die Rendite wettbewerbsorientiert ist (Blomström, Kokko & Zejan 2000: 43). Dies zeigt, dass auch in der Fachliteratur die Renditen als wichtiger Faktor für Investitionen anerkannt werden.

Faktoren, die für Investoren eine Rolle spielen, kann man in zwei Gruppen unterteilen²¹:

1. Faktoren, die die Wahrscheinlichkeit beeinflussen, starke internationale Investoren anzuziehen (Größe der Wirtschaft, etc.);
2. Die möglichen Effekte auf lokalen Output und die Preise für Zukäufe und neue Projekte.

In Ihrer Hypothese gehen Blomström, Kokko & Zejan (2000: 43) davon aus, dass die Wahrscheinlichkeit für „Acquisitions“ als Eintrittsstrategie umso größer ist, je höher die Marktkonzentration und je kleiner das Wachstum und die Elastizität der Nachfrage sind.

Eine andere interessante Unterteilung der Investitionsstrategien für Immobilienportfolios sind die Ansätze von Bone-Winkel (1998: 254ff). Dieser unterteilte die Strategien folgendermaßen:

- Investitions- und Wachstumsstrategien;
- Abschöpfungs-, Desinvestitions- oder Revitalisierungsstrategien;
- Offensivstrategien;
- Übergangsstrategien;
- Defensivstrategien.

²¹ Vgl. Blomström, Kokko & Zejan 2000, S. 43.

Ad. Investitions- und Wachstumsstrategien

Diese Strategien finden Anwendung, wenn Marktattraktivität und relative Wettbewerbsposition mittel bis hoch sind. Das Ziel ist der Ausbau oder die Sicherung der Wettbewerbsvorteile. Ein Beispiel solch einer Strategie ist die Erneuerung und Erweiterung des Donauzentrums. Mit der Erweiterung werden Wettbewerbsvorteile noch weiter ausgeschöpft; trotz guter Position im Vergleich zu den Konkurrenten, da das Einkaufszentrum bereits etabliert ist (und die relative Wettbewerbsposition hoch ist), rüstet man sich aber wegen der zunehmenden Konkurrenz, um die Wettbewerbsposition zu behalten bzw. zu verbessern (durch neue Shops, neues Erscheinungsbild etc.).

Ad. Abschöpfungs-, Desinvestitions- oder Revitalisierungsstrategien

Diese Strategien kommen zur Anwendung, sobald Marktattraktivität und relative Wettbewerbsposition mittel bis gering sind. Ziel ist das Abschöpfen der Gewinne oder der Verkauf des Objekts.

Ad. Offensivstrategien

Offensivstrategien werden angewendet, wenn die Marktattraktivität zwar hoch, jedoch die relative Wettbewerbsposition nur schwach ist. Anhand des Ausbaus der Wettbewerbsvorteile soll die Position gestärkt werden. Ein Beispiel solch einer Strategie soll dies veranschaulichen: ein internationale Betreiber kauft ein schlecht geführtes Einkaufszentrum in einer gute Lage und stärkt es durch aktives Retailmanagement (stärkere Mieter, besseres Marketing etc.) - und verbessert somit die Wettbewerbsposition.

Ad. Übergangsstrategien

Bei mittlerer Marktattraktivität und relativer Wettbewerbsposition kommen Übergangsstrategien zum Einsatz. Hier geht es hauptsächlich um die Maximierung des Cash-Flows. Dies soll anhand des Versuchs einer horizontalen Positionsänderung der strategischen Geschäftsfelder ohne großen Ressourceneinsatz initiiert werden, um dann abzuwarten wie sich die Marktattraktivität verschiebt.²²

Ad. Defensivstrategien

Diese Strategien werden angewendet, wenn die Marktattraktivität gering ist, aber die relative Wettbewerbsposition gut. Auch hier gilt es den Cash-Flow zu maximieren und die Wettbewerbsposition zu behalten. Aktionen, um dies zu realisieren, sind Optimierung der

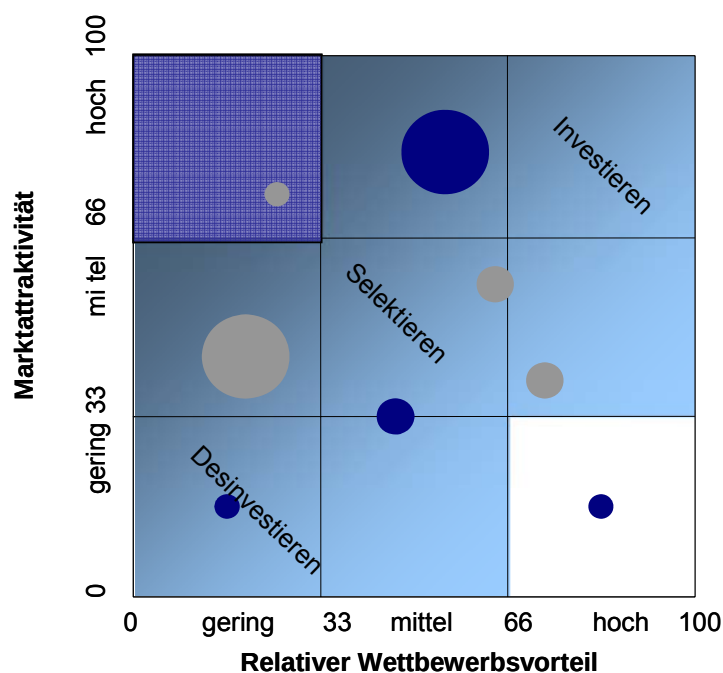
²² Bone-Winkel, Thomas, Allendorf, Walbröhl & Kurzrock: *Immobilien-Portfoliomanagement*. In: *Immobilienökonomie*, Bd 4, S. S. 816.

Mietergruppe und Kostensenkungsprogramme. Der Meinung des Autors nach haben eben diese Strategien für Investoren in 1A Einkaufszentren in Zeiten der Finanzkrise an Bedeutung gewonnen, da die Unternehmen kostensparende Maßnahmen ergreifen und manche sogar die Investitionen minimieren, indem sie ihr Pipeline-Portfolio kürzen und den Fokus auf die bereits bestehenden Objekte richten. Der Ressourceneinsatz ist deshalb nur minimal, die Wertentwicklung dafür gering.

Das international anerkannte Consulting-Unternehmen McKinsey identifiziert drei verschiedene Hauptgruppen von Strategien: Desinvestieren, Selektieren und Investieren. Oder eine mehr spezifische Unterteilung anhand verschiedener Szenarien²³:

- Marktattraktivität gering, Wettbewerbsvorteil gering → Desinvestition;
- Marktattraktivität gering, Wettbewerbsvorteil mittel → Gewinnorientierung;
- Marktattraktivität gering, Wettbewerbsvorteil hoch → verteidigen und Schwerpunkt verlagern;
- Marktattraktivität mittel, Wettbewerbsvorteil gering → expandiere begrenzt oder ernte;
- Marktattraktivität mittel, Wettbewerbsvorteil mittel → Selektion/ Gewinnorientierung;
- Marktattraktivität mittel, Wettbewerbsvorteil hoch → Selektiver Ausbau;
- Marktattraktivität hoch, Wettbewerbsvorteil gering → Selektiver Ausbau;
- Marktattraktivität hoch, Wettbewerbsvorteil mittel → Ausbau mit Investitionen;
- Marktattraktivität hoch, Wettbewerbsvorteil hoch → Position verteidigen.

Abbildung 1 - McKinsey Matrix - Investitionsstrategien



Quelle: McKinsey

²³ Interpretation dieser Matrix, wie veröffentlicht auf der Website „4managers.de“, URL: <http://www.4managers.de/01-Themen/themenübersicht.asp> (18.3.04)

In Kapitel 5 dieser Masterthese wird weiter auf den Begriff „Marktattraktivität“ eingegangen werden, welche Faktoren es gibt und wie sie bestimmt werden.

2.6. Investortypen am derzeitigen Markt

Um einen Überblick zu erhalten, kann man 6 Hauptgruppen verschiedener Investoren definieren (Schulte & Holzmann, 2008: 172ff):

- Private Investoren;
- Institutionelle Investoren;
- Non-Property Companies;
- Wohnungsunternehmen;
- Kirchen und Stiftungen;
- Staat

Private Investoren stellen eine wichtige Gruppe am Immobilienmarkt dar. Investitionen von Institutionen unterscheiden sich klar von Investitionen von Privaten (Markowitz 1991, S. 2f). Sie sind zwar für diese Masterthese von nicht allzu großer Bedeutung, aber vom Umfang her – also im Sinne von Portfoliogröße –, dürfen diese auf gar keinen Fall unerwähnt bleiben. Diese Aussage kann auch in Bezug auf den Immobilienmarkt ihre Anwendung finden. Das verdeutlichte Roulac (1995: 35f) in einer Tabelle²⁴:

²⁴ Tabelle wie auch dargestellt von Schulte & Holzmann, S. 172

Tabelle 1 - Unterschied zwischen privaten und institutionellen Anleger

Kriterium	Private Anleger	Institutionelle Anleger	Implikationen
Größe	Klein	Groß	Institutionelle verfügen über Einfluss- und Finanzvorteile. Privaten sind Strategien möglich, die für Institutionelle unwirtschaftlich oder untersagt wären; zudem weisen Private eine schnelle Anpassung an dem Markt auf.
Steuern	Steuerpflichtig	Oft Steuerbefreit	Vorteile je nach steuerrechtlichen Umständen
Verwaltung	Selbst	Oft Outsourcing	Komplexe Immobilientypen mit aufwendigem Management sind Privaten schlechter zugänglich.
Hauptmotiv	Spekulation	Vorsichtsprinzip	Langfristigkeit der Anlagestrategien oft nicht erfüllt; kurzfristiges Reporting überlagert institutionelle Ziele.
Regulierung	Keine Besondere	Gesetzliche Reglementierung und erweiterte Offenlegungs-Pflichten	Private Investoren sind freier in der Wahl der Immobilientypen.
Eigennutzung	Ggf. Wohnraum	Ggf. Büroraum	Wichtiger bei privaten Investoren
Verantwortung	Eigen- und gegenüber Familie	Gegenüber Dritten	Für viele Institutionelle Investoren überwiegen die Konsequenzen von Misserfolgen bei weitem die von Erfolgen.
Zeithorizont Theorie Praxis	Mittelfristig Mittelfristig	Langfristig Kurzfristig	Langfristig, ermöglicht Strategien, die Privaten (wg. Alter, Gesundheit, etc.) nicht möglich sind. Institutionelles Verhalten nutzt diesen Freiraum häufig nicht aus.
Anlagestil	Unternehmer: Wertschaffung	Unternehmer: Werterhaltung	Institutionelle unterliegen engen Vorschriften.
Strategie und Glück	Tendenz: Erfolg durch Glück	Tendenz: Erfolg durch Strategie	Private sind oftmals eher trotz als aufgrund ihrer Strategie erfolgreich.
Zugang zu Informationen	Eingeschränkt	Breit	Institutionelle können Marktgeschehen oft besser einschätzen.
Image gehaltener Immobilien und Status	Unterschiedlich	Tendenziell hoch	Viele Institutionelle vermeiden Immobilien, die nicht zu ihrem Image passen. Aus diesem Grunde werden Private oft Immobilien halten, die Institutionelle nicht halten würden.

Der Unterschied zwischen Privaten und Institutionellen (im Sinne einer juristischen Person) ist also anhand dieser Tabelle beschrieben. Allerdings ist diese Tabelle bereits 1995 erfasst worden, und seither hat sich der Markt für Immobilien und dadurch auch das Verhalten der Investoren weiter entwickelt. Beispielsweise wurde in der Übersicht von Roulac erwähnt, dass der Anlagestil für institutionelle Investoren die Werterhaltung ist,

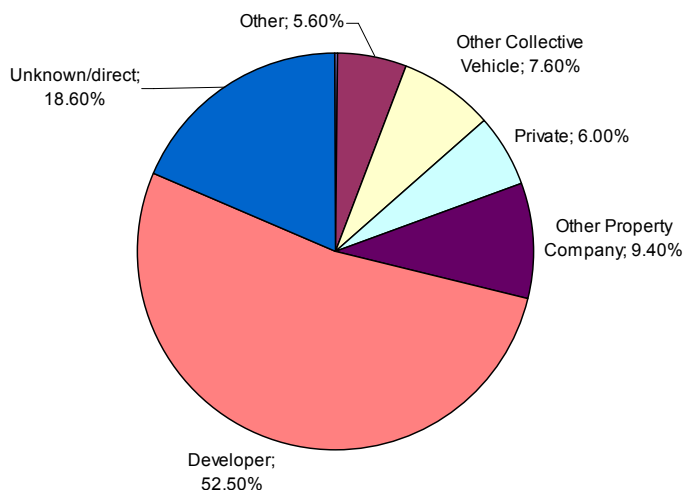
obwohl in den letzten Jahren durch z.B. aktives Retailmanagement die Betonung doch stark auf Wertsteigerung verlagert wurde. Problematisch ist es allerdings, wenn der Markt eine Finanzkrise erlebt und der Wert der Immobilien sogar wieder sinkt; in diesem Fall wäre das Streben nach Werterhaltung angebracht. Darauf wird allerdings im Kapitel 3 detaillierter eingegangen.

Ebenso kann man auch nicht institutionelle Investoren in einen Topf werfen. Schulte & Holzmann (2008: 174-182) unterscheiden in dieser Gruppe sogar 6 verschiedene Untergruppen:

- Kapitalanlagegesellschaften;
- Fondsinitiatoren;
- Immobilienaktiengesellschaften;
- Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen;
- Immobilienleasinggesellschaften;
- Ausländische Investoren und Opportunity Funds.

Die Investorengruppen von größter Bedeutung für diese Masterthese sind die institutionellen Investoren und die Untergruppe Immobilienaktiengesellschaften. Die nachstehende Grafik zeigt die wichtigsten Investorentypen in 2007 in CEE.

Abbildung 2 - Die meist aktiven Investorentypen in CEE in 2007²⁵



²⁵ Quelle: CB Richard Ellis: CEE Property Investment – Year End 2007

Kapitalanlagegesellschaften

Die Kapitalanlagegesellschaften stellen Investmentfonds dar, die sich in die Gruppen der offenen Immobilienfonds, der geschlossenen Immobilienfonds und der Immobilienspezialfonds unterteilen. Sie werden nach den Grundsätzen von Risikostreuung und Gewinnerzielung von einer Kapitalanlagegesellschaft als Sondervermögen getrennt von dem eigenen Vermögen verwaltet (Schulte & Holzmann, S. 174). Es gibt dazu etliche Beispiele großer deutscher Fonds, wie etwa Unilmmo Deutschland, Deka-Immobilien Global, HAUS-INVEST Global, UnilmmoEuropa, CS EUROREAL A EUR, DEGI und DIFA²⁶.

Fondsinitiatoren

Geschlossene Immobilienfonds werden von Fondsinitiatoren aufgelegt und vermögenden Privatanlegern als Anlageobjekt angeboten. In der Regel ist das Investitionsobjekt eine einzelne Immobilie.

Immobilienaktiengesellschaften

Hier weicht der Autor bewusst von der Aufstellung von Schulte & Holzmann ab, denn diese haben ihre Aufstellung hauptsächlich auf den deutschen Markt abgestimmt, während hier eine paneuropäische Aufstellung vorgelegt wird. Aus diesem Grund wurden die Gruppen Immobilienaktiengesellschaften und ausländische Investoren zusammengefügt.

Da sie wegen ihres großen Kapitals und der aktiven Anwendung ihres Wissens in Form von Operations (oft auch als Retailmanagement bezeichnet), Leasing etc. und dadurch auch als Value-Added Investoren betrachtet werden können, ist diese Gruppe besonders interessant. Die folgende Tabelle zeigt die größten Immobilienaktiengesellschaften von Europa im Jahr 2007.

²⁶ Angeführt von CB Richard Ellis als die „Top 5 Funds Inflow – June 2008“ In: CB Richard Ellis: „German Open-Ended Funds: Monthly Cash Flow Analysis. Juni 2008.

Tabelle 2 - Top 10 Börsennotierte Immobilieninvestoren in Europa²⁷

	Name	Verkehrswert (Portfolio) in € Mrd.	Marktkapitalisierung € Mrd.
1.	Unibail-Rodamco	26.1	8.8
2.	British Land	20.0	2.7
3.	ImmoFinanz	17.8	n.a.
4.	Pirelli Real Estate	15.5	n.a.
5.	Foncière de Régions	15.3	1.7
6.	Land Securities	15.2	4.5
7.	Metrovacesa	12.2	k.A.
10.	Immoeast	10.9	k.A.
8.	Immobiliaria Colonial	10.1	k.A.
9.	Liberty International Group	9.9	2.2

Die meisten der hier erwähnten Investoren haben Investitionsobjekte in mehreren Ländern und unterscheiden sich von den Fonds durch den relativ hohen Risikograd, da sie selber auch oft Immobilien entwickeln - zwar mit einem Developer gemeinsam, doch die Kosten und damit auch die Risiken werden gemeinsam getragen. Diese Investoren streben stark nach „Added Value“²⁸. Die damit zusammenhängende Zielrendite (auch IRR: Internal Rate of Return) bewegt sich bei Entwicklungsprojekten oft zwischen 10% und 14%, je nach Land und Art des Projekts.

Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen

Da Immobilien nach wie vor als sichere Kapitalanlage gelten, sind auch Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen aktiv am Immobilienmarkt tätig, um die Bedürfnisse ihres Kerngeschäfts zu decken und die dort angelegten Gelder für zukünftige Auszahlungen der Kunden abzusichern.

²⁷Quelle: diverse Halbjahresberichte (H1 2008) und „Google Finance“ (Marktkapitalisierung). Mit „Vermögen“ meine ich hier den Verkehrswert des gesamten Immobilienportfolios und nicht die Marktkapitalisierung, die zum Beispiel zurzeit gerade für ImmoFinanz um einiges geringer ist – zum Zeitpunkt dieser Masterthese letzte Zahlen (H1 und Q3 Zahlen).

²⁸ Im Reporting auch oft als „Like for Like“ (LfL) growth bezeichnet.

Immobilienleasinggesellschaften

Immobilienleasinggesellschaften vermieten mittel- und langfristig Grundstücke, Gebäude und andere Betriebsanlagen. Der Leasingnehmer (Mieter) verpflichtet sich mittels Leasingvertrag gegenüber dem Leasinggeber (Vermieter), eine periodische Zahlung eines festgelegten Entgelts zu zahlen, als Gegenleistung erhält er das Nutzungsrecht.

Exkurs: Banken

Als separate Gruppe Investorentyp werden hier ebenso auch "Banken" angeführt, die von Schulte & Holzmann in dieser Aufstellung nicht erwähnt werden. Vor allem in CEE haben manche große Banken Tochtergesellschaften gegründet, die sich ganz speziell mit Investitionen in Immobilien beschäftigen. Sie bieten also nicht nur Projekt- und Hypothekendarfinanzierungen an, sie treten auch häufig selbst als Investor oder Entwickler auf. Beispiele sind „ING Real Estate“ von der ING Bank (z.B. das „Złote Tarasy“ Einkaufszentrum in Warschau, zusammen mit Unibail-Rodamco), „Raiffeisen Evolution“ von der Raiffeisen Bank (z.B. das Polus Center in Bratislava). Auch die Bank Austria verfügt über einige Investitionen in Handelsimmobilien (BA-CA Realinvest).

2.7. Direktinvestitionen in CEE

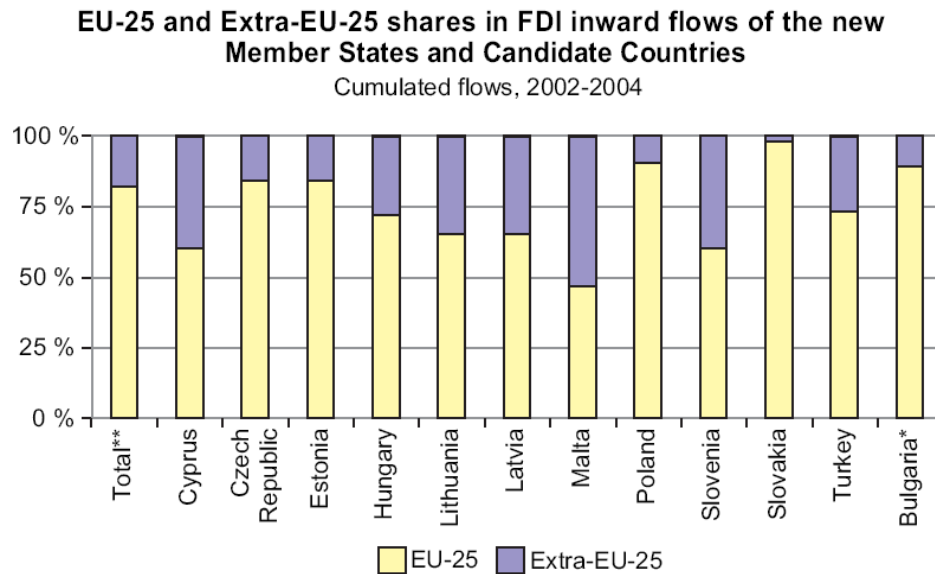
International gesehen spielen die EU und die USA traditionell die wichtigste Rolle bei Direktinvestitionen im Ausland; zwar hat sich der Anteil von Europa an den Direktinvestitionsflüssen im Ausland von 50% im Jahr 2000 auf 25% im Jahr 2004²⁹ verringert und wurde in puncto Quantität von den USA überholt, die internationale Beteiligung von Europa bleibt hoch. Die beliebtesten Investitionsziele für Europa sind Nordamerika (mit 41%) und die Nicht-EU Staaten (mit 23%), die damit seit 2000 deutlich aufgeholt haben³⁰. Als Empfänger von Direktinvestitionen allerdings ist der Anteil von Europa auf 15% der gesamten internationalen Direktinvestitionsflüsse gesunken.

Wenn man Europa ein bisschen detaillierter betrachtet, so erkennt man, dass in den meisten Fällen die Zuströme an Direktinvestitionen aus Europa über 50% betragen. Folgende Tabelle zeigt einige Zuströme an Direktinvestitionen nach Herkunft in Zentraleuropäischen Ländern.

²⁹ European Union foreign direct investment yearbook 2006, S. 7

³⁰ Im Jahr 2000 betrug der Anteil von Nordamerika noch 49% und der von den nicht-EU Staaten 17%

Abbildung 3 - FDI Ströme³¹

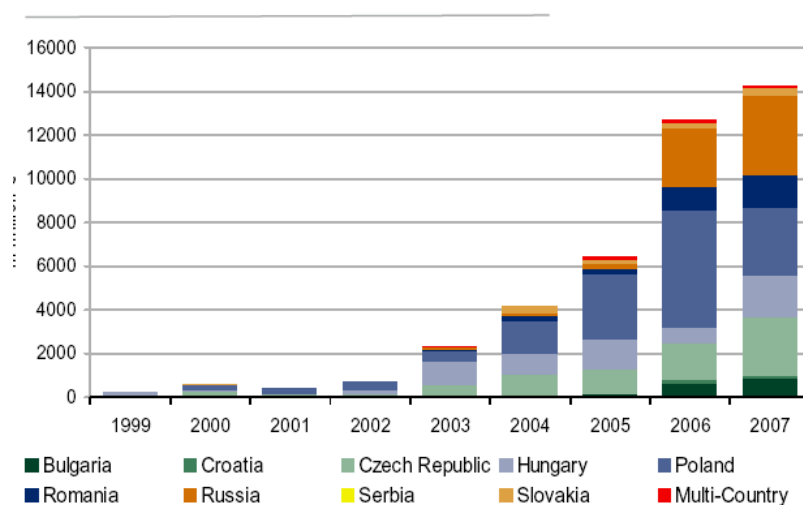


* Bulgaria only 2003-2004 cumulated flows.

** Total comprises the ten new Member states. Turkey and Bulgaria are excluded.

Wie aus dieser Tabelle hervorgeht, sind es hauptsächlich europäische Investoren, die in die neuen Mitgliedsstaaten investieren. Nichtsdestotrotz ist das Investitionsvolumen in CEE relativ gering. Das gesamte Investitionsvolumen in Europa betrug im Jahr 2007 € 240 Mrd. Der Anteil an Investitionen im CEE-Raum war laut CBRE³² nur 6%, in Zahlen €14.2 Mrd. Bis zum Jahr 2002 waren die Investitionen in CEE äußerst gering, aber ab 2003 begann das schnelle Wachstum. Von 2005 auf 2006 verdoppelte sich das Investmentvolumen in CEE sogar. Polen hat hier den größte Anteil: das kumulierte Investmentvolumen zwischen 1999 und 2007 über €14 Mrd.

Abbildung 4 - Investitionsvolumen nach Land 1999-2007³³



³¹ Quelle: Eurostat: European Union foreign direct investment yearbook 2006, S. 49

³² CB Richard Ellis Market View "CEE Property Investment - Central & Eastern Europe" Jahresende 2007.

³³ Quelle: CB Richard Ellis: "CEE Property Investment - Central & Eastern Europe" Jahresende 2007", S. 1

Im Großen und Ganzen gibt es folgende Gruppen an Investitionsobjekten³⁴:

- Büroobjekte
- Einzelhandelsobjekte
- Gemischte Nutzung
- Industrieobjekte
- Hotels
- (Residential)
- Multi-Use Objekte
- Sonstige

Die nach Investmentvolumen gereihten größten Gruppen sind mit Abstand Büroobjekte und Einzelhandelsobjekte, jeweils mit zirka 40% Anteil an den gesamten Transaktionen.

³⁴ Sektoren nach CB Richard Ellis – CEE Property Investment Year End 2007

3. Kriterien für internationale Investoren

Im vorigen Kapitel wurde beschrieben, welche Investorentypen es gibt sowie ihre jeweiligen Merkmale. Es wurde jedoch nicht erwähnt, warum Investoren eine bestimmte Immobilie bzw. einen bestimmten Markt wählen. Die Kriterien, die hierbei eine Rolle spielen, sind Hauptthema dieses Kapitels.

Die Kriterien zur Bestimmung der Marktattraktivität wurden von Wellner (2003: 198ff) ausgearbeitet und sind nachstehend aufgelistet³⁵:

³⁵ Veröffentlicht im Schulte: "Immobilien Ökonomie", Band 1, S. 805 – Bone-Winkel, Bd 1

Tabelle 3 - Kriterien zur Bestimmung der Marktattraktivität

A Kriterien der Marktattraktivität

1	Wirtschaftliche, politische und rechtliche Rahmenbedingungen
1.1	Kapitalmarktzins, steuerliche Belastungen, Finanzquellen
1.2	Gesamtwirtschaftliche Entwicklung Regionale Entwicklung, Raumordnung, Bauleitplanung, Stadtentwicklung, Flächen- / Bodenpolitik
1.3	Branchenstruktur (Trends)
1.4	Struktur und Effizienz kommunaler Verwaltung
1.5	Wirtschaftsförderung
2	Demographie und Sozioökonomie
2.1	Arbeitsmarktsituation
2.2	Bevölkerungsdichte / -entwicklung
2.3	Einkommensniveau / Kaufkraft
2.4	Soziostruktur
2.5	Altersstruktur
2.6	Lebenserhaltungskosten
2.7	Bildungsniveau
3	Infrastruktur des Makrostandortes
3.1	Verkehrerschließung
3.2	Räumliche Anbindung
3.3	Städtebauliche Entwicklung
4	Weiche Standortfaktoren
4.1	Soziale Infrastruktur, Wohnqualität
4.2	Kultur-, Freizeit- und Bildungsangebot
4.3	Image und Bekanntheitsgrad, Stadt- und Regionalmarketing
5	Struktur und Entwicklung des Immobilienangebots
5.1	Marktumfang / Bestand
5.2	Leerstand
5.3	Geplante Projekte, Bauvolumen, Markttransparenz, Markteintrittsbarrieren
5.4	Verhandlungsmacht der Anbieter
5.5	Wettbewerbskräfte in der Branche
6	Struktur und Entwicklung der Immobiliennachfrage
6.1	Anzahl / Struktur aktueller Mieter
6.2	Anzahl / Struktur potenzieller Mieter
6.3	Flächenbedarfsentwicklung
6.4	Nachfragemacht der Mieter
6.5	Mieterpräferenzen (Standortwahl, Ausstattung der Objekte)
7	Miet- und Preisniveau des räumlichen und sachlichen Teilmarktes
7.1	Mietniveau nach Nutzungsart
7.2	Mietniveau nach Standort
7.3	Baulandpreise und Baukosten
7.4	Preispolitischer Spielraum (Margen, "Hurdle Rates")

Mit „Marktattraktivität“ sind jene Kriterien gemeint, die nicht dem Einfluss des Investors unterworfen sind. In weiterer Folge wird jede dieser Kriterien-Gruppen beschrieben und erläutert, inwiefern sie von Bedeutung für Investoren in 1A Einkaufszentren sind.

3.1. Wirtschaftliche, politische und rechtliche Rahmenbedingungen

In dieser Gruppe spielen die Politik und Gesetzgebung eine wesentliche Rolle. Diese Faktoren liegen zwar außerhalb des Einflusses des Investors, aber sie beeinflussen und beeinträchtigen seine Wahl und Strategie sehr wohl. Beispielsweise sind die steuerlichen Richtlinien von Land zu Land sehr unterschiedlich - in Tschechien beträgt die MwSt derzeit 19%, in Polen 22%. Die Körperschaftssteuer („corporate tax“) beträgt 16% in Ungarn, 19% in Polen und der Slowakei, 21% in Tschechien. Noch größere Unterschiede gibt es bei der Einkommensteuer: in Tschechien beträgt diese nur 15%, 19% in der Slowakei (Pauschalsteuer), Polen hat ein progressives Steuersystem mit 19%, 30% und 40% vom Einkommen; ebenso hat auch Ungarn ein progressives System, wobei der höchste Steuersatz 36% beträgt. Für Investoren ist dies insofern relevant, um zu ermitteln wie viel Steuer man als Unternehmen zu bezahlen hat. Außerdem bestimmen die Einkommenssteuersätze das verfügbare Einkommen der Bevölkerung im Einzugsgebiet.

Jedoch nicht nur die Steuer ist ein wichtiger Faktor in dieser ersten Gruppe, sondern auch die regionale Entwicklung, Raumordnung, Bauleitplanung, Stadtentwicklung sowie Flächen- und Bodenpolitik. Dies ist in jedem Land wieder anders geregelt, ebenso der Zugang zu den Grundbüchern und Katastern – und vor allem die Zuverlässigkeit – unterscheiden sich im Vergleich mit den Modalitäten in Westeuropa. Noch immer ist die regionale Entwicklung auf die Hauptstädte und deren Entwicklung der Infrastruktur orientiert, die auf westlichen Standard gebracht werden soll. Ein Vorteil für Investoren in 1A Einkaufszentren ergibt sich aus der Tatsache, dass die Regierungen in unseren östlichen Nachbarländern keine wirkliche Beschränkung in deren Größenordnung vorschreibt.

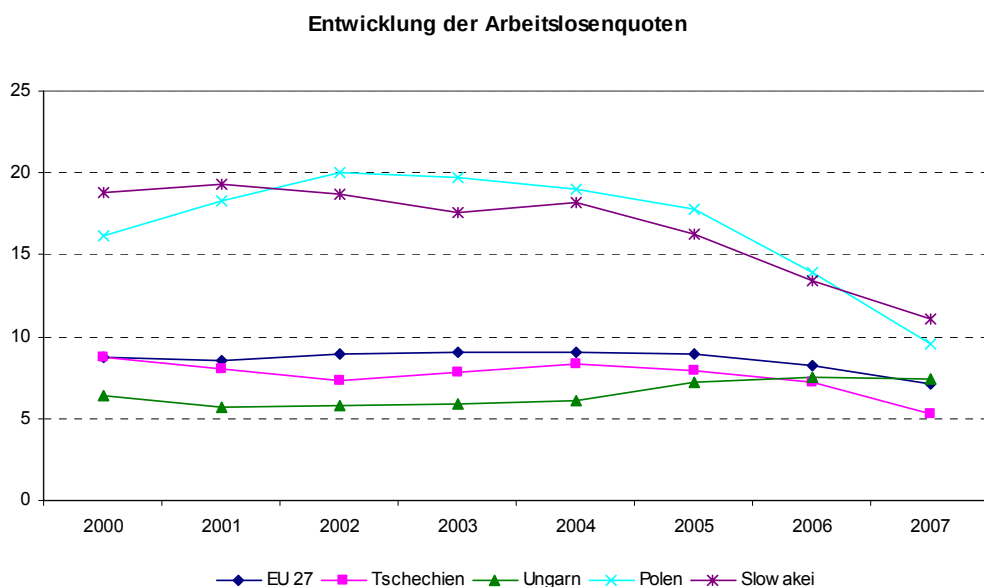
Die derzeitigen relevanten Trends für 1A Einkaufszentren in CEE sind:

- allmähliche „Entdeckung“ der „Secondary Cities“ durch Investoren;
- alte Einzelhandelstypen (Bazars, Märkte) machen Platz für hypermoderne Einkaufszentren, die auch westlichen Standards entsprechen;
- Die internationalen Retailer zweifeln schon längst nicht mehr am Potential des CEE Marktes und expandieren bereits fleißig (IKEA, Media Markt, H&M) - auch Luxusmarken sind zu finden (Versace, Armani, Hugo Boss, etc.);
- Der Konsument in CEE verfügt über eine ständig steigende Kaufkraft.

3.2. Demographie und Sozioökonomie

Die Arbeitslosenquote ist deshalb ein Indikator für Investoren, da das Konsumentenvertrauen und die damit verbundene optimistische Kauffreude mit ihr in Zusammenhang stehen. Außerdem bedeutet eine niedrige Arbeitslosenquote prinzipiell auch eine höhere Kaufkraft. Wenn man beobachtet wie sich die Arbeitslosenquoten der letzten Jahre in CEE entwickelt haben, wird eine im Allgemeinen positive Tendenz zu entdecken sein – mit Ausnahme von Ungarn. Der Umstieg von der kommunistischen Planwirtschaft in die freie Marktwirtschaft ist schon längst erfolgt.

Abbildung 5 - Entwicklung der Arbeitslosenquoten



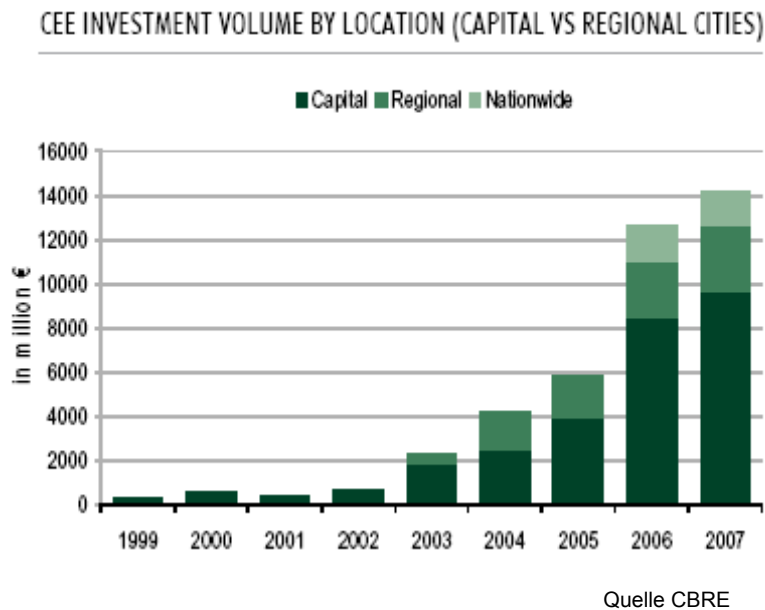
Quelle: Eurostat

Weiters ist auch die Einwohnerzahl für Investoren wichtig, da für den Erfolg eines Handelsobjekts das Einzugsgebiet maßgeblich ist. Ein großes überregionales 1A Einkaufszentrum ist von einem großen Einzugsgebiet³⁶ abhängig, um einen entsprechenden Absatzmarkt zu gewährleisten. Aus diesem Grund wurde vor allem in CEE in die Hauptstädte investiert, obwohl seit zirka 2003 auch die „anderen“ Städte – im Fachjargon auch die „Secondary Cities“ genannt – für Investoren immer mehr an Bedeutung gewinnen, ebenso wie seit 2006 auch die kleineren, regionalen Städte, wie aus der nachfolgenden Abbildung³⁷ hervorgeht.

³⁶ Wobei derzeit durch die steigenden Energie- und Ölpreise nicht nur die Größe des Einzugsgebiets maßgebend ist, sondern auch die Bereitschaft der Menschen in diesem Einzugsgebiet, das Einkaufszentrum zu besuchen. Daher gewinnt auch der Anschluss an den öffentlichen Verkehr stark an Bedeutung.

³⁷ Quelle: CB Richard Ellis: CEE Property Investment – Year End 2007

Abbildung 6 - Investitionsvolumen in CEE (Hauptstadt vs Regio)



In den meisten Fällen sind die Hauptstädte auch die größten Städte mit der höchsten Kaufkraft. Die Wachstumsraten der Bevölkerung in manchen CEE Hauptstädten sind allerdings nicht wirklich überzeugend:

Tabelle 4 - Übersicht der Bevölkerung und Bevölkerungsentwicklung ausgewählter Länder³⁸

	Einwohneranzahl (Mio.)	5-Jahres Wachstum (2001- 2007)	Prognose 2005-2015
Tschechien	10.2	-0.3%	-0.6%
Prag	1.2	+1.6%	+0.0%
Polen	38.2	-0.6%	-1.6%
Warschau	1.7	+2.1%	+1.0%
Ungarn	10.0	-1.3%	-3.0%
Budapest	1.7	-3.5%	-2.0%
Slovakia	10.2	-0.0%	0.1%
Bratislava	0.4	-0.6%	-3.0%

Welche Aussagekraft haben nun diese Zahlen für Investoren? Eine zunehmende Bevölkerung ist sicher ein wichtiger Indikator, aber man sollte auch berücksichtigen, wie sich das Einkommen und die damit verbundene Kaufkraft der Bevölkerung entwickelt. Diese ändert sich oft schneller als die Bevölkerungsabnahme. Man könnte also grob formulieren, dass in manchen Städten die Bevölkerung zwar abnimmt, aber die Kaufkraft umso stärker zunimmt.

³⁸ Quelle: Eurostat, United Nations: World Population Prospects – The 2006 Revision.

Die Größe des Absatzmarktes wird nicht nur von der Einwohneranzahl bestimmt, sondern auch vom Gesamtwert aller Güter, die innerhalb eines Jahrs hergestellt wurden und dem Endverbrauch dienen. Wenn man die Tabelle betrachtet, sieht man, dass manche zentraleuropäischen Hauptstädte (Prag, Budapest und Bratislava) bereits eine Kaufkraft haben, die deutlich über dem europäischen Durchschnitt liegt. Am extremsten ist das Beispiel Bratislava mit einem mehr als doppelt so hohen BIP im Vergleich zum gesamten Land. Ein interessantes Phänomen wird hier von einer aktuellen Studie des GfK GeoMarketing³⁹ beschrieben: in CEE sind es gerade die (Haupt)Städte, welche die besten Wachstumsraten in der Kaufkraft aufweisen; in so manchen westeuropäischen Ländern dagegen sind es oft die Gemeinden, die zwar am Stadtrand, aber doch außerhalb der städtischen Kernzone liegen. Dies unterstreicht die Wahl, auf die Hauptstädte zu konzentrieren.

Tabelle 5 – Übersicht CEE Länder nach BIP: Unterscheid Land und Hauptstadt

	BIP (€ Mio.)	BIP pro Einwohner (in PPS)	BIP Index (EU27=100)
Tschechien	100,320	17,156	76.6
Prag	24,141	35,901	160.3
Polen	244,420	11,482	51.3
Warschau	52,254	18,184	81.2
Ungarn	88,914	14,393	64.3
Budapest	40,974	23,489	104.9
Slovakia	38,480	13,563	60.6
Bratislava	10,509	33,124	147.9

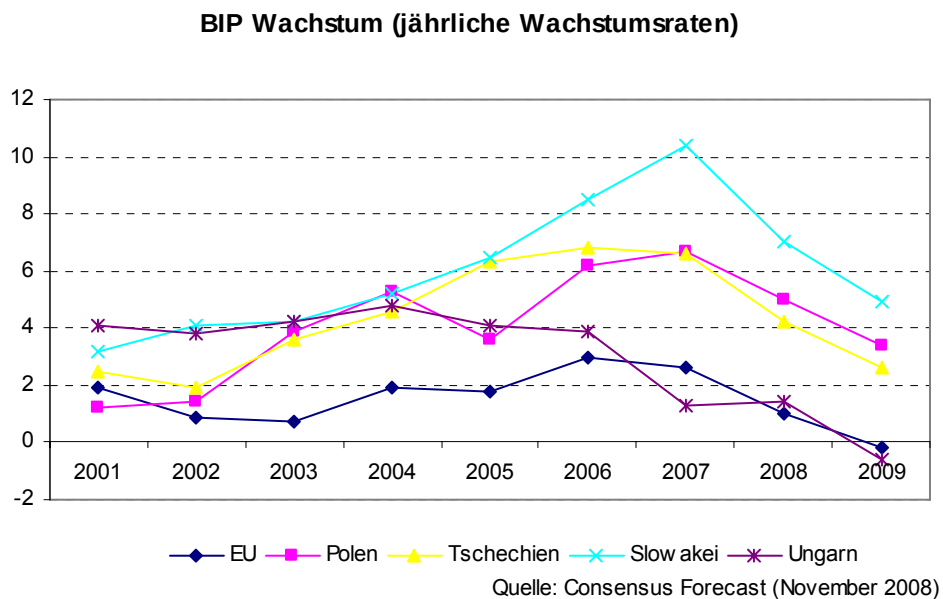
Quelle: Eurostat

Aus Tabelle 5 geht hervor, dass die Hauptstädte in Bezug auf ihre Wirtschaftsleistung deutlich über dem Länderdurchschnitt liegen. Die meisten zentraleuropäischen Städte liegen nicht mehr weit hinter so manchen Städten in Westeuropa. Vor allem das BIP von Prag in PPS⁴⁰ liegt sogar 60% über dem europäischen Durchschnitt, was auf eine hohe Kaufkraft hindeutet. Nichtsdestotrotz liegt das BIP der zentraleuropäischen Länder – also auf Länderebene – noch unter dem europäischen Durchschnitt. Deshalb ist auch das Wirtschaftswachstum für Investoren ein wichtigeres Kriterium als das BIP selbst: hier liegen die zentraleuropäischen Länder deutlich über dem EU Durchschnitt.

³⁹ GfK Kaufkraft Europa 2008/2009

⁴⁰ PPS: Purchasing Power Standard: „The Purchasing Power Standard (PPS) is the name given by Eurostat to the artificial currency unit in which the PPPs and real final expenditures for the EU25 are expressed – namely, euros based on the EU25.“
Quelle: URL: <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=7184> (28.09.2008)

Abbildung 7 - Jährliches BIP Wachstum ausgewählter Länder (mit Prognosen für 2008 und 2009)



Aus dieser Grafik geht hervor, dass die zentraleuropäischen Länder (mit Ausnahme von Ungarn) ein BIP Wachstum aufweisen, welches deutlich über der Eurozone liegt. An absoluter Spitze des EU-weiten Wachstums liegt die Slowakische Republik mit 10.4%(!)⁴¹, Stand 2007. Für die meisten zentraleuropäischen Länder war 2007 ein Wendepunkt, da der Einfluss der Finanzkrise auch in CEE merkbar wurde und das erwartete BIP Wachstum für 2008 und 2009 deutlich niedriger sein wird als es in den Jahren bis 2007 war.

Da die Investition in einem Einkaufszentrum eine langfristige - und aufgrund der vielen Faktoren, die berücksichtigt werden sollten, eine komplizierte - Planung beinhaltet, sollte nicht nur auf die Einwohnerzahl geachtet werden, sondern ebenfalls auf die Bevölkerungsentwicklung, um auch langfristige Nachhaltigkeit zu ermöglichen. Wenn wir die größeren Städte in CEE betrachten, sehen wir, dass es starke Schwankungen in der Entwicklung gibt. Beispielsweise ist in Prag und Warschau - bezogen auf das Bevölkerungswachstum und verglichen mit dem Landesdurchschnitt - eine durchaus bessere Tendenz zu entdecken. Budapest und Bratislava hingegen haben ein weniger starkes Wachstum als der Landesdurchschnitt zu verzeichnen.

Nicht nur die Quantität des Einzugsgebiets ist wichtig, sondern auch das Einkommensniveau, das in diesem Gebiet vorhanden ist. Wichtige Parameter sind hier sowohl das BIP pro Kopf sowie das verfügbare Einkommen. Dies bedeutet allerdings nicht

⁴¹ Dieses Wachstum von 10.4% über das Jahr 2007 war hauptsächlich auf die Einlagerung von Zigaretten zurückzuführen mit dem Hauptaugenmerk auf die Anhebung der Steuer, was für einen Schub von 14.1% im 4. Quartal 2007 sorgte. (Quelle: The Economist, URL: http://www.economist.com/displayStory.cfm?story_id=10714514 (29.07.2008))

automatisch, dass mit dem verfügbaren Einkommen auch die Umsätze steigen, die ein Einkaufszentrum erzielen wird. Nicht alles, was verdient wird, wird für Konsum ausgegeben. Es ist deshalb auch die Sparquote und das Konsumentenvertrauen zu beachten. Das Konsumentenvertrauen wird anhand periodischer Umfragen, die an einem bestimmten Panel durchgeführt werden, von verschiedenen statistischen Instituten gemessen (Fessel GfK, Eurostat, etc.). Das Resultat drückt das allgemeine Gefühl aus, welches die Konsumenten in der aktuellen Wirtschaftslage haben. Wenn die Konsumenten ein positives Gefühl haben und optimistisch sind, wird dies selbstverständlich auch auf ihre Konsumausgaben Einfluss haben: sie werden entsprechend mehr verkonsumieren und weniger sparen. Das niedrigste Konsumentenvertrauen wird derzeit in Ungarn gemessen, das unter anderem von der Regierungskrise hervorgerufen wurde. Dies äußert sich dort durch stagnierende Einzelhandelsumsätze.

Vor allem in den vergangenen Monaten hat die Inflation für viel Gesprächsstoff gesorgt. In den meisten Ländern stiegen die Inflationsraten auf Rekordhöhen, um dann schließlich am Ende des Jahres wieder auf ein „normales“ Level zu sinken. Auch CEE war hiervon stark betroffen. Für ausländische Investoren sind die Inflationsraten der lokalen Länder für die Mietanpassungen und Indexierungen nicht wichtig; die meisten Mietanpassungen und Indexierungen sind an der Inflation der Eurozone, Deutschland oder Österreich orientiert – aber vor allem daran, welchen Effekt die Inflation auf die Nachfrage hat, z. B. was kann der Konsument bei einer hohen Inflationsrate für eine bestimmte Menge Geld weniger kaufen als bei einer niedrigen Inflationsrate? Wenn die Inflation in einem bestimmten Land hoch ist, bekommt der Konsument weniger Ware für die gleiche Menge Geld. Daher ist auch das verfügbare Einkommen relevant.

3.3. Infrastruktur des Makrostandortes

Gerade 1A Einkaufszentren, die also nicht unbedingt die Funktion eines Nahversorgers erfüllen müssen, den Kunden zu Fuß erreichen können, sind stark abhängig von der Infrastruktur des umliegenden Gebiets. Aufgrund der zunehmenden Konkurrenz auf dem Markt von 1A Einkaufszentren, sehen die Investoren die Verkehrsanbindung als einen der wichtigsten Faktoren. Das Einkaufszentrum muss leicht zu erreichen sein, sowohl mit den öffentlichen Verkehrsmitteln als auch mit dem Auto⁴². Ein 1A Einkaufszentrum sollte daher

⁴² Gerade bei Einkaufszentren in der rumänischen Hauptstadt Bukarest ist dies problematisch, da aufgrund des ungenügend Vorhandensein von öffentlichen Verkehrsmitteln und der steigenden Einkommen, der Autoverkehr in den letzten Jahren dermaßen explodiert ist, dass viele Strassen verstopft sind.

optimaler Weise auch direkt an einer U-Bahnlinie liegen (z.B. Donauzentrum in Wien, Metropolis in Moskau).

Nicht nur die Verkehrsanbindung ist ein wichtiger Aspekt der Infrastruktur, sondern auch die städtebauliche Entwicklung. Es macht für Investoren natürlich schon einen Unterschied, ob ein 1A Einkaufszentrum in einem Ghetto liegt (was in der Praxis eher nicht der Fall sein wird), oder in einem Bezirk mit einer hohen Kaufkraft. Oft sind Einkaufszentren auch Teil eines städtebaulichen Entwicklungsprojekts, in dem der ganze Stadtteil rundherum erneuert oder entwickelt wird. Ein gutes Beispiel dafür ist das Arkady Pankrac Einkaufszentrum in Prag (eröffnet am 13. November 2008), welches mit dem Prager Stadtteil Pankrac einen neuen Stadtkern formen und ihm somit wieder frisches Leben einhauchen soll.

3.4. Weiche Standortfaktoren

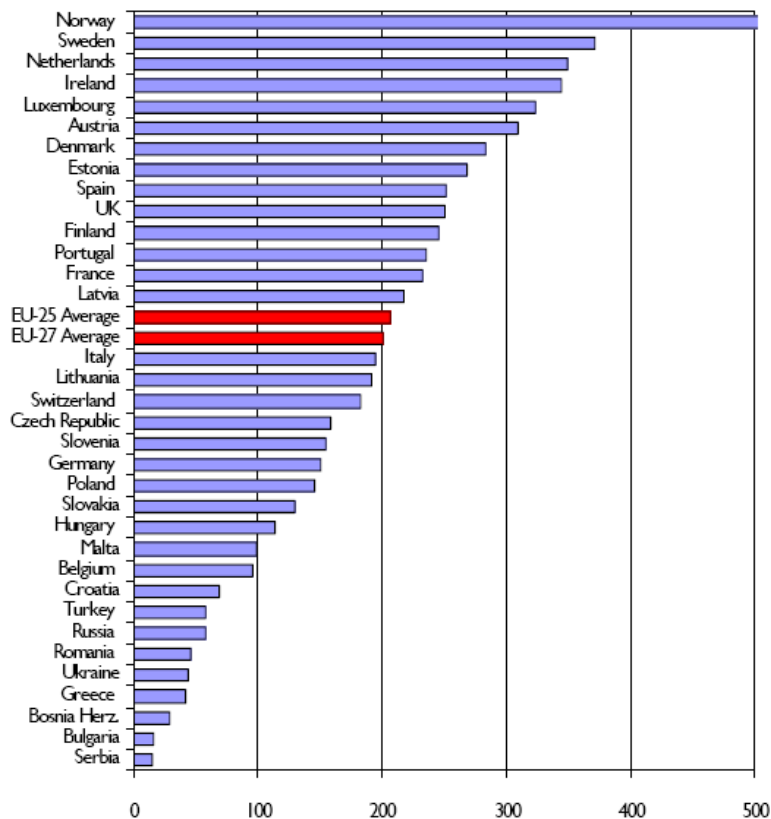
Mit „weichen Standortfaktoren“ sind in diesem Fall die soziale Infrastruktur und Wohnqualität, das Kultur-, Freizeit- und Bildungsangebot, Image und Bekanntheitsgrad, Stadt- und Regionalmarketing gemeint – also jene Faktoren, die sich im Laufe der Lebensdauer einer Immobilie ändern können. Diese Faktoren sind für 1A Einkaufszentren von Bedeutung, da sie einiges über die Zielgruppe, die in diesem Gebiet wohnt, aussagen und Einblick geben, was die Einwohner mit dem Gebiet um das Einkaufszentrum assoziieren. So ist es zum Beispiel von großem Vorteil, wenn ein neues 1A Einkaufszentrum in einer bekannten und anerkannten Gegend liegt. Ein gutes Beispiel ist das Złote Tarasy Einkaufszentrum in Warschau, das mitten in einem Geschäftsviertel liegt, direkt beim Hauptbahnhof von Warschau und vis-à-vis vom berühmten Kulturpalast – eine Gegend, die jeder Einwohner von Warschau und so mancher Tourist kennt. Es ist von Vorteil die Gegend einheitlich zu betrachten und über ein großes Angebot zu verfügen: Liegt ein Einkaufszentrum isoliert, wäre die Hürde viel größer, um dorthin zu gelangen.

3.5. Struktur und Entwicklung des Immobilienangebots

Nicht nur die wirtschaftlichen und demographischen Faktoren spielen eine wichtige Rolle bei der Entscheidung für die Standortwahl einer Liegenschaft, sondern auch das direkte Umfeld eines möglichen Standorts, sprich die Konkurrenz. Je höher die Dichte an Einkaufszentren in einem Markt, umso stärker die Konkurrenz, umso anspruchsvoller das Center Management. Wenn in einer bestimmten Stadt die Dichte an Einkaufszentren relativ hoch ist (sprich die Einkaufsfläche pro Einwohner), so ist es relativ schwierig eine kritische Masse mit einem Einkaufszentrum zu erreichen. Je höher die Dichte an Einkaufsflächen, umso größer sollte das Einkaufszentrum sein. Die Dichte an

Einkaufszentren nach Land und die Entwicklung über die Jahre wurde von Cushman & Wakefield graphisch sehr detailliert dargestellt

Abbildung 8 - Einkaufszentrendichte (m^2 pro 1.000 Einwohner)⁴³



Wie aus dieser Grafik abzuleiten ist, findet man die höchste Dichte in Norwegen, Schweden und den Niederlanden. In dieser Abbildung ist ebenfalls zu erkennen, dass die CEE Länder noch unter dem Europäischen Durchschnitt liegen, was die Dichte anbelangt. Aktuellere Grafiken von Jones Lang Lasalle allerdings zeigen, dass die Dichte von Einkaufszentren in der Tschechischen Republik mittlerweile über dem europäischen Durchschnitt liegt.

3.6. Struktur und Entwicklung der Immobiliennachfrage

Natürlich spielt auch die Struktur und Entwicklung des Immobilienangebots eine Rolle bei der Wahl für einen Standort bzw. bei der Feststellung der Marktattraktivität. Wenn es in der direkten Umgebung viel Leerstand gibt, sagt das schon einiges über das Vertrauen aus, welches Retailer in einen Standort haben bzw. wie erfolgreich die Erträge sind. Außerdem ist es sehr wichtig zu betrachten, welche Projekte in der Nähe des eigenen Objekts geplant sind. Sollte es der Fall sein, dass in der nächsten Umgebung ein neues

⁴³ Cushman & Wakefield: *Shopping Centres Development Report Europe* – Autumn 2008

Einkaufszentrum eröffnen wird, so hat dies negative Auswirkungen auf die Abschöpfung der Kaufkraft. Es muss allerdings nicht immer bedeuten, dass ein neues Einkaufszentrum immer einen Vorteil hat; die Praxis zeigt Beispiele, bei denen neue, groß angekündigte Einkaufszentren enttäuschende Leistungen gebracht haben, und in Folge betrachtet doch nicht so eine große Bedrohung für das eigene Objekt dargestellt haben als anfänglich angenommen wurde. Weiters wird auch die Verhandlungsmacht der Anbieter gerade in Zeiten zunehmender Konkurrenz immer wichtiger (sobald Konkurrenten Retailer mit niedrigeren Mieten abzuwerben versuchen) sowie auch in Zeiten der Finanzkrise (falls die Mieten aufgrund der abnehmenden Nachfrage sinken und die Anbieter dadurch in eine schwächere Verhandlungsposition kommen).

3.7. Miet- und Preisniveau des räumlichen und sachlichen Teilmarktes

Wie in der gesamten Ökonomie werden die Miet- und Preisniveaus am Retailmarkt von Angebot und Nachfrage bestimmt. Wenn das Angebot gering und die Nachfrage groß ist, steigen die Preise bzw. Mieten und umgekehrt. Gibt es beispielsweise in einem CEE Stadt nur ein einziges 1A Einkaufszentrum, dem das Interesse der internationalen Mieter gilt, können die Mietpreise auch für solche Handelsimmobilien steigen. In den letzten Jahren war dies in CEE durchaus der Fall. Jedoch belegt eine aktuelle Studie von CBRE⁴⁴, dass aufgrund der Abnahme der Konsumnachfrage, die Mieten in manchen Städten wieder sinken: Tokyo (-5%), Madrid (-4.6%) und Neu Dehli (-8%)⁴⁵. Dies resultiert daraus, dass die Mieter durch die Abnahme der Konsumnachfrage in eine stärkere Verhandlungsposition gelangen, und die Vermieter gezwungen sind, eine offeneren Haltung bei den Mietpreisverhandlungen einzunehmen. In CEE sinkt das Mietpreisniveau zwar (noch) nicht, aber - mit Ausnahme von Prag (+6.8% über die letzten 6 Monate) – stagniert das Mietpreisniveau in Warschau, Budapest und Bratislava. Dies wird anhand folgender Tabelle gezeigt, ebenso auch wo sich CEE in Bezug auf Mietpreise pro m² für Handelsimmobilien (Retail) im Vergleich zu Westeuropa und dem Rest der Welt befindet:

⁴⁴ CBRE: "Global Market View – Prime Retail Rents Q3 2008" (November 2008)

⁴⁵ Mietpreisentwicklung (Miete pro m² pro Jahr) über die letzten 6 Monate (CBRE)

Tabelle 6 - Mietpreinsniveau nach Stadt

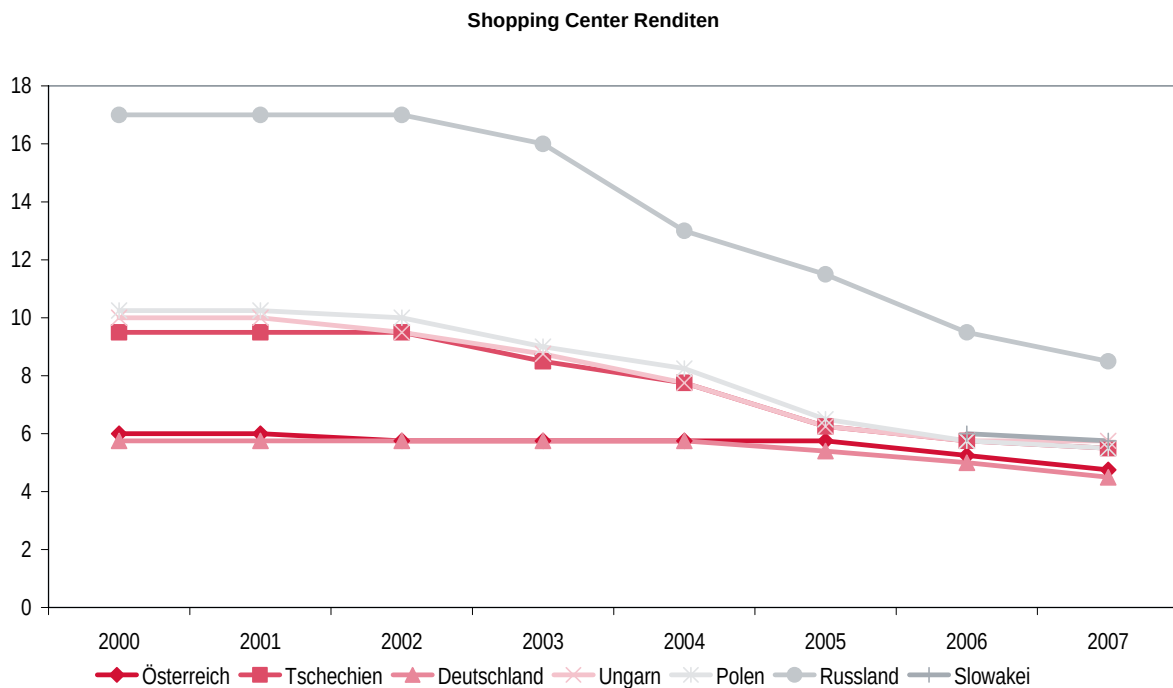
Rang	Stadt	€ / m ² / Jahr	6-Monats- wachstum (%)	Rang Q1 2008
1.	New York	16.817	10.0	1.
2.	Hong Kong	9.448	11.1	3.
3.	Moskau	8.000	0.0	2.
4.	London	6.378	7.1	6.
6.	Paris	6.250	0.0	5.
21.	Madrid	3.000	-4.6	17.
30.	Wien	2.340	2.6	29.
37.	Prag	2.160	5.9	35.
56.	Warschau	1.440	0.0	54.
63.	Budapest	1.200	0.0	63.
75.	Bratislava	720	0.0	74.

Quelle: CBRE

Aus dieser Tabelle geht hervor, dass die Städte in CEE zwar schon einige westeuropäische Städte hinter sich gelassen haben, was das Mietniveau für Handelsimmobilien anbelangt, das Mietniveau scheint allerdings zu stagnieren. Dies ist für Investoren in Einkaufszentren deshalb von Bedeutung, da neue Mieter höchstwahrscheinlich nicht mehr bereit sind, solche hohe Mieten zu zahlen, wie es zum Beispiel noch vor einem Jahr am Markt üblich war. Dies wird auch auf die Mieteinnahmen und in weiterer Folge auf die Renditen Einfluss haben.

In dieser Übersicht von Faktoren für die Marktattraktivität fehlen leider die Renditen. Daher werden diese in dieser Arbeit selber als Faktor eingeführt. Die Renditen sagen aus, inwiefern sich eine Investition für Investoren rentiert. Sie drückt zum Beispiel die (erwarteten) Mieteinnahmen als Prozentsatz der Gesamtinvestition oder des Werts aus bzw. die Mieteinnahmen als Prozentsatz vom Marktwert. Die nachstehende Grafik zeigt in einer Übersicht, wie sich die Renditen von Einkaufszentren in CEE ab 2002 stark in Richtung der erzielten Renditen in den westeuropäischen Ländern entwickelten. In Q2 2008 sind die Renditen in CEE sogar mit jenen Österreichs und Deutschlands vergleichbar. Die sogenannte „Yield Compression“, die bis 2007 zu beobachten war, scheint vorbei. Mit Yield Compression werden sinkende Renditen als Folge von steigenden Preisen für Immobilien bezeichnet. Aufgrund der Finanzkrise, wobei die Finanzierungen teuer werden und dadurch die Nachfrage von Investoren abnimmt, sinken die Preise bzw. der Marktwert für Immobilien, und die Renditen steigen wieder, was auf einen neuen Trend hindeuten könnte. Zum derzeitigen Zeitpunkt hat es den Anschein, dass CEE hiervon noch nicht in den Ausmaßen betroffen ist, wie manche westeuropäischen Länder: es gibt noch eine relativ hohe Anzahl an Immobilientransaktionen im CEE-Raum, wobei ein Spread zwischen guter und schlechter Qualität schon bemerkbar ist: Immobilien mit einer 1A Qualität sind, was die Wertentwicklung der Ereignisse am Markt anbelangt, bei weitem weniger anfällig als Immobilien mit einer schlechten Qualität.

Abbildung 9 - Entwicklung Renditen Einkaufszentren in CEE



Source: Jone Lang LaSalle

Quelle: Jones Lang Lasalle 2008

3. 8. Exkurs: Staatlicher Haushaltssaldo

Ein anderer wichtiger Faktor, der in der Übersicht von Wellner (Vgl. Kapitel 3.) keine Erwähnung fand, jedoch von großer Bedeutung für Investoren ist, da er einiges über die Wirtschaftslage aussagt, ist der staatliche Haushaltssaldo. Er drückt den Saldo des Budgets aus und kann entweder als absolute Zahl oder – was für direkte Vergleiche besser ist; außerdem berücksichtigen diese Quoten die Inflation – als Prozentsatz von BIP dargestellt werden und beschreibt das Verhältnis zwischen Einnahmen und Ausgaben eines bestimmten Staates. Wenn diese Quote negativ ist – also ein Defizit aufweist – spricht man von Staatsverschulden. Einer der Effekte ist der Verdrängungseffekt⁴⁶ am Kapitalmarkt: durch die hohe Nachfrage des Staates nach Geld steigen die Zinsen und damit die Finanzierungskosten der Unternehmen. Dies hat als Resultat, dass die Kredite teurer werden, Investitionen ausbleiben und dadurch die Wettbewerbsfähigkeit und das Wirtschaftswachstum behindert werden. Deshalb muss die Regierung die Zinsniveaus künstlich niedrig halten, wobei diese Maßnahmen wiederum zu einer erhöhten Inflationsrate führen. Zu den langfristigen Effekten einer erhöhten Inflation gehört auch ein geschwächter Wechselkurs. Dies zeigt, dass der staatliche Haushaltssaldo und

⁴⁶ Auch "Crowding-Out Effect" genannt.

Investitionen unmittelbar miteinander zusammenhängen und dieser Faktor von Investoren keinesfalls unbeachtet bleiben darf, wenn wirtschaftlicher Erfolg garantiert sein soll.

4. Analyse der Kriterien anhand der Entwicklung am CEE Markt

Die Idee, die hinter diesem Kapitel steckt, basiert auf der Untersuchung der vorherrschenden Bedingungen am Markt zum Zeitpunkt einer bestimmten Investition. Anders gesagt, es werden die Anzahl der Investitionen mit den im Kapitel 3 genannten Parametern verglichen, und es wird darüber hinaus versucht, eine Faustregel zu entwickeln, die über einen eventuellen Zusammenhang zwischen diesen Faktoren und die Anzahl an Investitionen Auskunft gibt. Nachstehend zeigt CB Richard Ellis⁴⁷ eine Übersicht über die Investitionen in Immobilien in CEE.

Tabelle 7 - Jährliches Investmentvolumen nach Land (€ Mio.)

	Tschechien	Ungarn	Polen	Slowakei
2003	632	427	433	-
2004	1.074	972	1.495	307
2005	1.127	1.012	2.870	240
2006	1.640	735	5.262	225
2007	2.643	1.946	3.092	306

Quelle: CBRE

Da die Investitionen in Immobilien in CEE vor 2003 sehr gering waren, wurden sie in dieser Tabelle nicht berücksichtigt. Daher wird mit der Analyse erst im Jahr 2003 begonnen. Die Auswahl dieser 4 Länder wird durch die Tatsache bestätigt, dass im Jahr 2003 der Anteil von Investitionen in diesen 4 Ländern - verglichen mit Gesamt- CEE - 89%, 2004 gar 92%, 2005 88% betragen hat . Erst ab 2006 wurden auch andere Länder für Investoren offensichtlich attraktiv, denn der Anteil von Tschechien, Ungarn, Polen und der Slowakei sank 2006 auf 61% und 2007 auf 54%.

4.1. Der Markt für Einzelhandelsimmobilien vor 10 Jahren

Vor 10 Jahren war die Investitionsaktivität in CEE gleich Null (Vgl. Abbildung 4). Der Einzelhandelsmarkt existierte damals hauptsächlich in Form von typischen osteuropäischen Einzelhandelsformen wie Bazaren, Märkten und kleinen „highstreet shops“. Moderne westliche Einkaufszentren waren kaum bzw. vereinzelt vorhanden. Somit fanden auch keine dementsprechenden Transaktionen statt. Laut Angaben von DTZ Research⁴⁸ waren im Jahr 1998 nur € 50 Mio. an Transaktionen im Immobilienbereich

⁴⁷ CEE Property Investment – Year End 2007. Spezieller Dank geht an Herr Jos Tromp (CBRE) für das zur Verfügung stellen von diesen Daten in Form einer Tabelle.

⁴⁸ DTZ Research - Research Alert: „Institutional Investment Activity in Central European Real Estate: March 2001“

durch institutionelle Anleger zu verzeichnen. Zu diesem Zeitpunkt setzte sich „CEE“ als Investitionsmarkt, vorsichtig formuliert, nur aus den Städten Prag, Warschau und Budapest zusammen. Doch bereits ein Jahr später – 1999 – fand der erhoffte Durchbruch statt: Transaktionen im Wert von € 390 Mio. wurden durchgeführt, davon alleine € 300 Mio. in Budapest. Nachdem im Jahr 2000 € 400 Mio. an Transaktionen durchgeführt wurden, konnte man im März 2001 kumulativ bereits € 927 Mio. verzeichnen - und das nach nur drei Jahren. Als Ursache für diesen plötzlichen Durchbruch gaben Experten von DTZ Research an, dass erstens der Unterschied in den Preiserwartungen zwischen Käufern und Verkäufern erheblich kleiner wurde und zweitens gesetzliche Änderungen in Deutschland⁴⁹, die es Fonds ermöglichten in Zentral- und Osteuropa zu investieren. Auffällig war, dass in dieser Periode hauptsächlich in Büroobjekte investiert wurde: von den € 390 Mio. 1999 wurde ungefähr € 360 Mio. in Büroobjekte investiert und nur € 30 Mio. in Einzelhandelsobjekte. Im Jahr 2000 wurde die Zahl der Investitionen in Einzelhandelsobjekten plötzlich angekurbelt, als Rodamco Europe das „Centrum Cerny Most“ Einkaufszentrum in Prag gekauft hatte.

Tabelle 8 - Key Indikatoren CEE (vor 10 Jahren)

Indikator (2000)	Polen	Tschechien	Ungarn
BIP Wachstum	4.3%	3.6%	5.2%
Verbraucherpreise	10.1%	3.8%	9.8%
Einwohner (Mio)	38.545	10.222	10.222
Arbeitslosenquote	16.1%	8.7%	6.4%
Renditen	10.25%	9.5%	10.00%

Während dieser Periode fanden nur wenige Transaktionen am Einzelhandelssektor statt – ebenso stehen für diese Zeitspanne auch keine konkreten Angaben zu den Renditen und Mieten von Einkaufszentren zur Verfügung. Es existieren lediglich Informationen über Renditen und Mieten von Büroobjekten am zentraleuropäischen Markt. Während in Warschau im Jahr 1995 Büromieten von DEM 100,-- (€ 51,13) pro m² pro Monat⁵⁰ erzielt wurden - in Budapest wurde nur etwa die Hälfte dieses Werts erzielt –, war im Jahr 2001 diese Leistung aufgrund des starken Wachstums des Bestands an Büroimmobilien⁵¹ bereits auf DEM 50,-- pro m² pro Monat gesunken. Die Renditen waren somit 1995 auch dementsprechend hoch: 14% und nur mehr 10% im Jahr 2001.

⁴⁹ Von 1998 bis 2000 überwog der Anteil von Investitionen durch institutionelle Anleger aus den USA, aber allmählich – ab 1999 – gewannen auch Deutschland und Österreich als Investoren in CEE an Bedeutung.

⁵⁰ Im Jahr sind das € 614/m², Vgl. aktueller Wert in Warschau für Büroobjekte von € 396/m²/Jahr. Quelle: Jones Lang Lasalle – Key Market Indicators Q1 2008.

⁵¹ Quelle: DTZ – Central Europe Commercial Property Markets Overview 2000, S. 3.

4.2. Der Markt für Einzelhandelsimmobilien vor 5 Jahren

Die Periode „vor 10 Jahren“ – im weiteren Sinne bis zum Jahr 2000 - wurde sehr bewusst als erste Phase der Entwicklung des zentraleuropäischen Marktes für Einzelhandelsimmobilien gewählt, da in dieser Periode die Investitionen in dieser Region in Einzelhandelsimmobilien ihren Anfang genommen haben. In der Periode „vor 5 Jahren“ – im weiteren Sinne von 2000 bis 2003 - sah die Welt schon wieder ganz anders aus. Investoren zweifelten schon lange nicht mehr am Potential von CEE, und es fanden bereits mehrere Transaktionen statt. „CEE“ wurde von Prag, Warschau und Budapest ausgehend in Richtung „exotischerer“ Destinationen ausgebreitet. Nichtsdestotrotz waren auch im Jahr 2003 Ungarn, Polen und Tschechien die wichtigsten Investmentmärkte. Obwohl in der Periode vor 2000 hauptsächlich noch in Büroimmobilien investiert wurde, konnte man 2003 erstmals beobachten, dass die Investitionen in Einzelhandelsobjekte, die Investitionen in Büroobjekte überholt hatten. Ein anderer interessanter Trend, der zu beobachten war, zeigte sich 2003, als erstmals auch außerhalb der Hauptstädte investiert wurde⁵².

Tabelle 9 - Key Indikatoren CEE (vor 5 Jahren)

Indikator (2003)	Polen	Tschechien	Ungarn
BIP Wachstum	3.9%	3.6%	4.2%
Verbraucherpreise	4.6%	0.1%	0.8%
Einwohner (Mio.)	38.205	10.179	10.142
Arbeitslosenquote	19.7%	7.8%	5.9%
Renditen	9.0%	8.5%	8.75%

4.3. Der Markt für Einzelhandelsimmobilien vor 3 Jahren

Im Jahr 2005 war der Bestand an modernen Handelsflächen in Polen bereits auf 5.1 Mio. m² angewachsen⁵³, und es war die Rede von einem boomenden CEE Markt für Einzelhandelsimmobilien.

Tabelle 10 - Key Indikatoren CEE (vor 3 Jahren)

Indikator (2005)	Polen	Tschechien	Ungarn
BIP Wachstum	3.6%	6.3%	4.1%
Verbraucherpreise	2.1%	1.8%	3.6%
Einwohner (Mio.)	38.165	10.230	10.098
Arbeitslosenquote	17.8%	7.9%	7.2%

⁵² Vgl. CBRE „Market View: CEE Property Investment – Year End 2007“, S. 2.

⁵³ DTZ Research: Commercial Property Markets Overview 2005 – Poland, S. 6.

Renditen	6.5%	6.25%	6.25%
----------	------	-------	-------

Tabelle 11 - Übersicht der Transaktionen am Retailmarkt von 2003 bis 2005

Objekt	Land	Stadt	Verkäufer	Käufer	Volumen (€ Mn)	Rendite
Plaza Centers	Polen	Diverse	Plaza Centers (dev.)	Klepierre	205	k.a.
Silesia Center	Polen	Katowice		Immoeast	170	8%
Echo Investment Malls	Polen	Diverse	Echo Investment (dev.)	Meinl European Land	60	9,4%
Foras Malls	Polen	Warschau / Bytom	Foras (dev.)	Meinl European Land	40	k.a.

4.4. Der Markt für Einzelhandelsimmobilien Heute

Die Gesamtinvestitionen, die in der ersten Hälfte von 2008 in CEE getätigt wurden, betragen laut CBRE⁵⁴ € 5.9 Mrd., was zwar um 14% weniger war als in der ersten Hälfte des Jahres 2007, aber um 22% mehr als in der ersten Hälfte des Jahres 2006. Trotz der Finanzkrise in Europa ist der Investmentmarkt in CEE nur beschränkt beeinflusst, denn die Aktivität von Investoren in CEE bleibt relativ hoch. Die Investitionen in Einzelhandelsobjekte und Büroobjekte halten sich auch noch die Waage. Obwohl sich CEE – zum Zeitpunkt der Verfassung dieser Masterthese - im Vergleich zu Westeuropa relativ robust zeigt, was die Anzahl der Transaktionen anbelangt, sind die Einflüsse der Finanzkrise doch deutlich erkennbar. Laut einem Report von CBRE⁵⁵ betrug der Umsatz am Investitionsmarkt CEE € 2.7 Mrd. im dritten Quartal 2008, fast € 2 Mrd. weniger als im dritten Quartal des Vorjahres: eine Abnahme von 42% - wobei deutsche offene Immobilien Fonds noch die aktivste „Player“ am Investitionsmarkt waren. Verglichen mit dem UK und den Benelux Ländern, wo die Abnahme 78% bzw. 77% betrug, hielt sich dies noch in Grenzen⁵⁶.

⁵⁴ CBRE Market View – „CEE Property Investment Central & Eastern Europe“ – H1 2008

⁵⁵ CBRE: „European Investment Quarterly – Q3 2008“

⁵⁶ Nur die Skandinavischen Ländern, konnten im dritten Quartal aufgrund einigen großen Transaktionen einen Plus von 41% aufweisen.

Tabelle 12 - Key Indikatoren CEE (heute)

Indikator (2008)	Polen	Tschechien	Ungarn
BIP Wachstum	5.0%	4.2%	1.4%
Verbraucherpreise	4.3%	6.5%	6.3%
Einwohner (Mio.)	38.100	10.324	10.055
Arbeitslosenquote	6.5%	4.3%	7.9%
Renditen	5.5%	5.5%	5.75%

4.5. Der Markt für Einzelhandelsimmobilien in der Zukunft

In Zukunft wird viel von der Dauer der jetzigen Finanzkrise abhängen. Obwohl zum momentanen Zeitpunkt noch nicht abschätzbar ist, bis wann diese Krise andauern und welche Dimensionen sie noch annehmen wird, hat die niederländische Investitionsbank „Kempen & Co“ einen Report⁵⁷ veröffentlicht, in dem sie sich mit CEE als Investmentmarkt auseinandergesetzt und die mögliche Zukunft beschrieben hat. In diesem Report wird davon ausgegangen, dass durch die globale Liquiditätsknappheit die Risikofreudigkeit der Investoren für Investitionen in CEE negativ beeinträchtigt wird und die Mehrheit an laufenden Entwicklungsprojekten entweder hinausgezögert oder gar abgebrochen werden müsste. Manche Investoren, die gerade in den letzten Jahren aktiv in CEE investiert haben – wie vorab erwähnt Immoeast – planen nun, manche ihrer Immobilien in CEE wieder zu verkaufen. Auf jeden Fall wird erwartet, dass die Investitionsströme nach CEE auch weiterhin deutlich abnehmen werden. Die makroökonomische Situation verschlechtert sich in den meisten CEE Ländern, und die Risikoprämien werden dadurch ebenfalls in die Höhe getrieben. Die Renditen, die in der Periode von 2003 bis 2007 gesunken sind, werden laut Kempen & Co wieder ähnliche Werte, wie im Jahr 2004, erreichen: Setzt man die Annahme voraus, dass dies tatsächlich eintreten könnte, wäre im Falle von Einkaufszentren-Transaktionen wieder mit zu erzielenden Renditen mit einem Plus von 200 bis 300 Basispunkten des derzeitigen Werts zu rechnen – 2004 wurden Renditen in dieser Höhe bereits erzielt.

⁵⁷ Kempen & Co: „CEE: rough road ahead“ (6. Oktober 2008)

Tabelle 13 - Key Indikatoren CEE (Zukunft)⁵⁸

Indikator (2010f)	Polen	Tschechien	Ungarn
BIP Wachstum	4.8	4.2	3.0
Verbraucherpreise	3.8	2.0	3.0
Einwohner	38.058	10.330	10.034
Arbeitslosenquote	k.A.	k.A.	k.A.
Renditen	(+150 – 200 Bp)	(~ +150 – 200 Basispunkte)	(~ +150 – 200 Basispunkte)

Source: IMF; JLL

Natürlich gibt es auch hier Unterschiede, da verschiedene Unternehmen auf dem Markt zu finden sind, die wiederum andere Profile aufweisen. So haben manche Unternehmen ein relativ großes „Pipeline Portfolio“ (wie zum Beispiel GTC), welches mit einer sehr teuer gewordenen Fremdfinanzierung verbunden ist – anderen Unternehmen hingegen stehen mehr Barmittel zur Verfügung (z.B. Atrium ERE und Credit Anstalt Immo International). Daraus folgt nun: „das Wachstum hängt mit der Liquidität“ zusammen – wie Kempen & Co schlussfolgern.

Zusammenfassend könnte man sagen, dass es gerade jetzt schwer ist, eine Aussage zu tätigen, was die nahe Zukunft bringen wird. Tatsache ist, dass die Transaktionsvolumina am Investitionsmarkt deutlich niedriger sind als im Vorjahr, und dass es für Investoren immer schwieriger und teurer wird, die Investitionen in Objekten in CEE über Fremdfinanzierungen zu tätigen. Zwar ist die Situation in CEE etwas besser als in Westeuropa, was die Transaktionsvolumen betrifft, aber auch in CEE ist die Finanzkrise deutlich spürbar. Laut optimistischen Studien⁵⁹ ist allerdings schon in der zweiten Hälfte des Jahres 2009 mit einem Aufschwung zu rechnen, und bis 2010 würde die derzeitige Rezession wieder vorbei sein. Für den Immobilienmarkt würde dies bedeuten, dass aufgrund der zunehmenden Nachfrage die Leerstände abnehmen und die Mieten wieder steigen.

4.6. Teilschlussfolgerung

Innerhalb von 8 Jahren hat sich der Investitionsmarkt in CEE rasch entwickelt. Obwohl die Entwicklung von Planwirtschaft nach Marktwirtschaft schon lange eine Tatsache war, haben die Investoren erst ab 2003 das Potential in CEE als Investitionsmarkt entdeckt. Die ersten Jahre wurde hauptsächlich in den Hauptstädten investiert, aber allmählich wurden auch die „secondary cities“ entdeckt. Nichtsdestotrotz fanden die meisten Investitionen in den Hauptstädten statt. Mit der zunehmenden Nachfrage nach Qualitätsimmobilien bzw.

⁵⁸ Laut viele Quellen wird 2010 bereits als Ende der derzeitigen Finanzkrise gesehen und daher sind die Wachstumsraten deutlich höher als die Prognosen für 2009

⁵⁹ Cushman & Wakefield: *Economic Pulse* (November 2008): *When will it end?* “

1A Einkaufszentren stiegen auch die Preise an, die letztendlich erzielt wurden. Diese Entwicklung erreichte den Klimax als das Palladium Einkaufszentrum in Prag in Mai 2007 von Hannover Leasing für eine Rekordsumme von € 530 Mio. gekauft wurde. Es zeigte, dass sich die Lücke zu Westeuropa, was die Transaktionsvolumina anbelangt, bereits zurückgebildet hat. Die derzeitige Finanzkrise hat die Situation am Immobilienmarkt in CEE jedoch stark beeinflusst (weniger Transaktionen, höhere Renditen, stagnierende Mieten, abnehmende Verkehrswerte etc.). Auch wenn es stimmen mag, dass die Rezession bereits bis 2010 ihr Ende gefunden haben soll, steht fest, dass die Konjunktur in CEE nicht mehr die Wachstumsraten erzielen wird wie im Jahr 2007, darüber herrscht unter den meisten Analysten Einigkeit.

Was waren nun die makroökonomischen und demographischen Kriterien, auf welche Investoren zurückgreifen? Überblicksmäßig formuliert kann man für CEE folgende Trends feststellen⁶⁰:

- Sinkende Inflationsraten;
- Hohes BIP Wachstum (im Vergleich zu Westeuropa);
- Sinkende Arbeitslosenquoten;
- Stark zunehmendes verfügbares Einkommen;
- Zunehmende Transaktionsvolumina;
- Fallende Renditen;
- Steigende Mieten;

Da diese Masterthese auf einer langjährigen Beobachtung basiert, sind in der folgenden Analyse die „neuen“ Trends, die sich im zu Ende gehenden Jahr 2008 – auch durch die Finanzkrise – zeigten, hier nicht berücksichtigt. Beispiele von diesen „letzten“ Trends sind die steigenden Inflationsraten in nahezu allen CEE Ländern, abnehmende Transaktionsvolumina, stabilisierende, und in manchen Fällen sogar wieder steigende, Renditen.

⁶⁰ Ich meine hier die Trends, die sich über den langen Zeitraum erstrecken, in dem diese Masterthese entstand. Im letzten Jahr und seit der Finanzkrise haben sich diese Trends kurzfristig geändert.

5. Das Messen des Potentials: Rating-Modell

In Kapitel 2.5 wurde bereits erwähnt, dass die Strategien, die Investoren anwenden, oft normiert sind und sich - basierend auf 2 Koordinaten - feststellen lassen: der Marktattraktivität (das „Umfeld“ - wirtschaftlich, demographisch etc. – also jene Faktoren, die nicht vom Investor beeinflussbar sind) und dem relativen Wettbewerbsvorteil (der eher die Immobilie als Objekt beschreibt - Konkurrenz, Lage, Mietermix etc.). Um festzustellen wie hoch diese 2 Koordinaten sind, braucht man ein sogenanntes „Rating-Modell“.

5.1. Allgemeine Einführung

Die meisten Rating-Modelle wurden entwickelt, um das Potenzial einer bestimmten Investition herauszufinden – als Entscheidungsgrundlage, hauptsächlich für die „Mikrolage“ einer Immobilie. Diese Ratingmodelle bestehen aus zwei Koordinaten, welche aus zwei Tabellen mit gewichteten Kriterien hervorgehen und sich auf zwei Achsen in einer Matrix beziehen. Beide Analysen bringen jeweils eine Koordinate hervor, die in einer Matrix eingetragen und darauf basierend die Strategie festgestellt werden kann. Die zwei meist angewendeten Modelle sind:

1. Die 4-Felder Matrix von der Boston Consulting Group (BCG), die das Wachstum/den Marktanteil eines Portfolios grafisch darstellen kann;
2. Die 9-Felder Matrix von McKinsey in Zusammenarbeit mit General Electrics („GE McKinsey Portfolio Analysis Matrix“); anhand dieser Methode werden Segmente an zwei verschiedene Dimensionen ausgesetzt.

Für die Bestimmung der Marktattraktivität wurde von Bone-Winkel⁶¹ eine Systematik entwickelt, wo folgende Kriterien Rücksichtnahme fanden:

- wirtschaftliche und politische Rahmenbedingungen;
- demographische und sozioökonomische Daten;
- Infrastruktur;
- weiche Faktoren;
- Struktur und Entwicklung des Immobilienmarktes;
- Miet- und Preisniveau des Teilmarktes

⁶¹ Stefan Bone-Winkel: *Das strategische Management von offenen Immobilienfonds unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien*. In: Schulte, K.W. (Hrsg.): *Schriften zur Immobilienökonomie*, Band 1, Köln: Informationsverlag Rudolf Müller, 1994.

Für die Bestimmung von Wettbewerbsvorteilen wurden folgende Kriterien aufgelistet:

- Nutzungskonzept und Funktionalität;
- Mietermix;
- Grundstücks- und Standortfaktoren;
- architektonische oder technische Gestaltung;
- Ausschüttungsrendite;
- Wertentwicklung;
- Objektmanagement. Investitions- und Folgekosten.

Bei der Analyse der Entwicklung in CEE Märkten sollte allerdings ein anderes Modell angewendet werden; ein Modell, welches nur einen Wert (Koordinate) hervorbringt - und zwar ausschließlich die „Marktattraktivität“ eines bestimmten Marktes in einem bestimmten Jahr. Es soll eine Einschätzung für Investoren darstellen, wie das Potenzial eines bestimmten Marktes zu einer bestimmten Zeit ist und somit die Möglichkeit bietet, Einblick zu nehmen, wie sich der Markt in CEE entwickelt hat und welche Kriterien signifikant dazu beigetragen haben. Außerdem wird dieses Modell keine Strategie bestimmen, sondern die Wahl, ob überhaupt in einem bestimmten Land investiert werden soll: einerseits als „Markteintritt“, andererseits, um zu bestimmen, ob das Land, wo man bereits Investitionen getätigt hat noch immer über Potenzial verfügt, oder ob es mittlerweile andere Länder gibt, die mehr Potential haben.

Bevor mit der eigentlichen Analyse (dem „Rating“) angefangen wird, wird zuerst anhand einiger praktischer Beispiele analysiert, wie viel Potential ein bestimmter Markt hat und dann feststellen, inwiefern diese einfache Methode die Frage des Potentials bereits beantworten kann – und letztendlich warum man diese Frage des Potentials nur anhand eines Modells beantworten kann.

Zuerst möchte der Autor davon ausgehen, dass die Transaktionsvolumina, die in CEE am Immobilienmarkt erzielt wurden, das Interesse der Investoren in CEE Ländern in einem bestimmten Jahr ausdrücken. Dabei wird dieses Interesse an einige ausgewählte makroökonomische und demographische Faktoren gekoppelt, die in diesen bestimmten Jahren zu beobachten waren und anhand einer Korrelationsanalyse berechnen, welche dieser Faktoren sich signifikant zu diesen Transaktionsvolumina verhalten.

Als Quelle für diesen Faktoren wurde die „IMF World Economic Outlook Database“⁶² herangezogen, die Daten im Computerprogramm „SPSS“ eingeführt und eine bivariate⁶³ und zweiseitige Korrelationsanalyse durchgeführt. Das Ergebnis sah folgendermaßen aus:

Tabelle 14 - Output bivariate zweiseitige Korrelationsanalyse SPSS

Korrelationen		Inflation	BIPwachstum	Einwohner	BIP proKopf	Transaktionen
Inflation	Korrelation nach Pearson	1,000	-,204	-,375	,070	-,203
	Signifikanz (2-seitig)		,401	,114	,775	,405
	N	19	19	19	19	19
BIPwachstum	Korrelation nach Pearson	-,204	1,000	-,178	,291	-,034
	Signifikanz (2-seitig)	,401		,467	,227	,891
	N	19	19	19	19	19
Einwohner	Korrelation nach Pearson	-,375	-,178	1,000	-,480*	,622**
	Signifikanz (2-seitig)	,114	,467		,038	,004
	N	19	19	19	19	19
BIPproKopf	Korrelation nach Pearson	,070	,291	-,480*	1,000	,149
	Signifikanz (2-seitig)	,775	,227	,038		,542
	N	19	19	19	19	19
Transaktionen	Korrelation nach Pearson	-,203	-,034	,622**	,149	1,000
	Signifikanz (2-seitig)	,405	,891	,004	,542	
	N	19	19	19	19	19

*. Die Korrelation ist auf dem Niveau von 0,05 (2-seitig) signifikant.

**. Die Korrelation ist auf dem Niveau von 0,01 (2-seitig) signifikant.

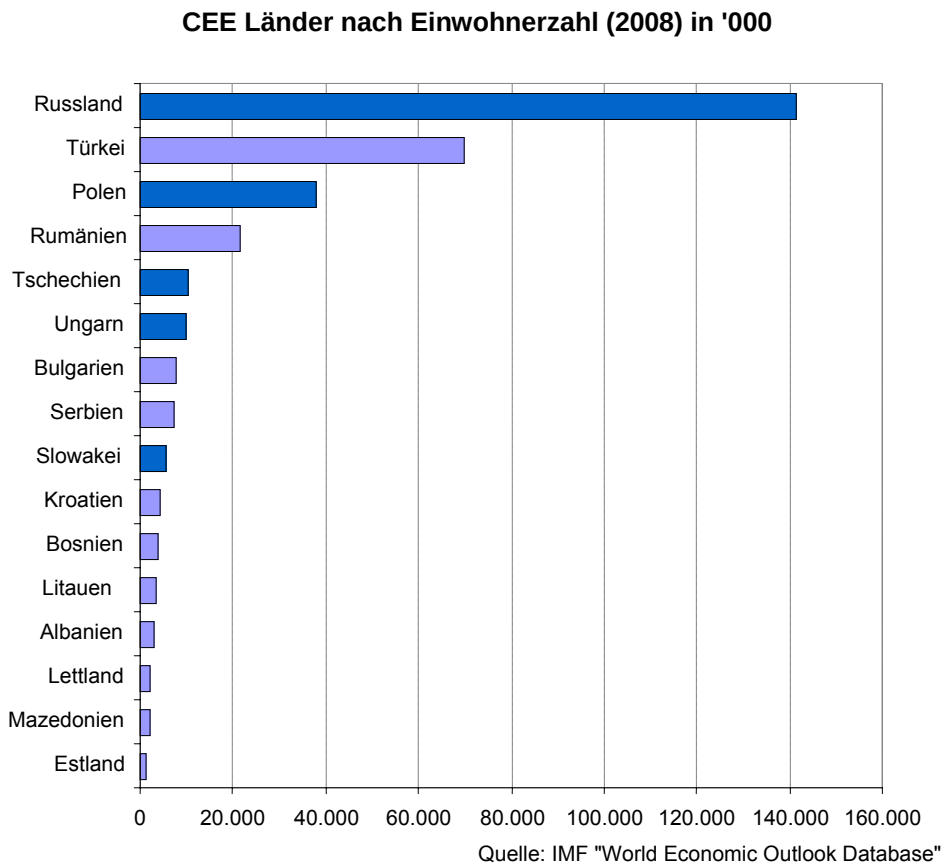
Diese Korrelationsanalyse ergab einen starken positiven Zusammenhang zwischen Einwohnern und Transaktionen. Dies bedeutet nicht unbedingt, dass die Einwohneranzahl aufgrund der Signifikanz das wichtigste Kriterium für die Wahl eines bestimmten Landes ist, obwohl in Gebieten mit vielen Einwohnern sehr wohl auch viele Transaktionen stattfinden. Trotzdem kann man daraus empirisch schlussfolgern, dass die Einwohneranzahl selbstverständlich für Investoren von Bedeutung ist, da ein gewisser Absatzmarkt vorhanden sein soll.

⁶² URL: <http://www.imf.org/external/data.htm> - Diese Online Datenbank wird zwei Mal jährlich aktualisiert (jeweils im April und im Oktober), wobei ich die Daten von April 2008 verwendet habe.

⁶³ Statistischer Begriff: Korrelationsanalyse mit zwei Zufallsvariablen.

Angenommen, dass die Einwohneranzahl ein Kriterium für Investoren darstellt, könnte man eine einfache Probe durchführen, aus der hervorgeht, ob Investoren nach diesem Kriterium in den richtigen Markt investiert haben, oder ob zu einem bestimmten Zeitpunkt ein anderes Land interessanter gewesen wäre. Als Beispiel wird Unibail-Rodamco als CEE Investor herangezogen. Dieses Unternehmen hat derzeit ein Immobilienportfolio im Wert von € 2.4 Mrd. in CEE⁶⁴ und stellt somit ein durchaus interessantes Beispiel dar. In CEE betreibt das Unternehmen Einkaufszentren in Österreich, Deutschland, Polen, Slowakei, Tschechien, Ungarn und Russland. Wenn man das mit den Einwohnerzahlen von diesen CEE Ländern vergleicht – wobei im Vergleich jetzt CEE im breiteren Sinn betrachtet wird – ist die Wichtigkeit dieses Kriteriums anhand der folgenden Abbildung gut erkennbar.

Abbildung 10 - CEE Länder nach Einwohnerzahl



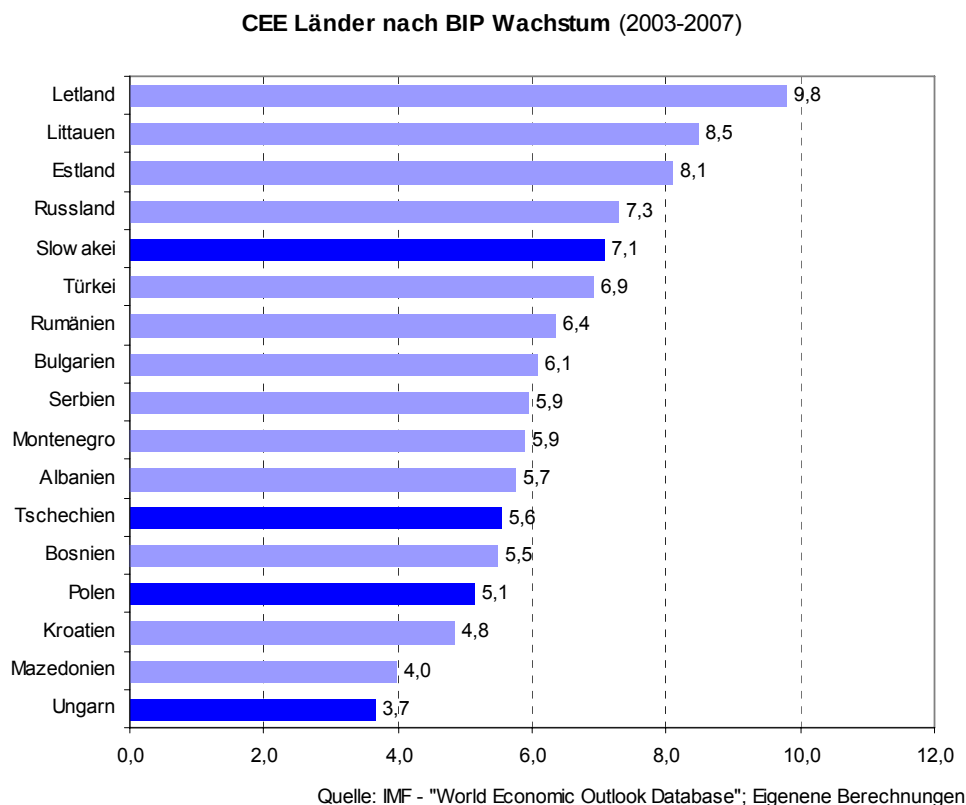
Die dunkel markierten Länder sind solche, in denen Unibail-Rodamco Einkaufszentren betreibt; es ist also deutlich erkennbar, dass das Unternehmen in den meisten der einwohnerreichsten Länder vertreten ist. Jedoch gibt es innerhalb der Gruppe der einwohnerreichsten Länder auch solche, in denen Unibail-Rodamco nicht vertreten ist: die

⁶⁴ Das Portfolio der gesamten Gruppe beträgt derzeit €26.1 Mrd. (H1 2008) und ist somit der größte kommerzielle Investor Europas und zweitgrößter der Welt. €1.1 Mrd. in Österreich; €1.3 Mrd. in Deutschland, Polen, Tschechien, Slowakei, Ungarn und Russland.

Türkei, Rumänien, Bulgarien und Serbien. Dies zeigt wiederum, dass die Einwohneranzahl alleine nicht als makroökonomisches und demographisches Kriterium für einen Investor gilt, denn an diesem Wert gemessen, wären gerade die Türkei und auch Rumänien für das Unternehmen ausgesprochen interessant. In Rumänien gibt es 24 Städte, die mehr als 100.000 Einwohner haben, in der Türkei sogar 70.

Ein anderer relativ positiver Zusammenhang besteht in diesem Beispiel auch zwischen den Transaktionen einerseits und dem BIP Wachstum andererseits. Natürlich ist hier auch die Rede von einer Wechselwirkung: die Direktinvestitionen bzw. Transaktionen am Investitionsmarkt tragen zum BIP Wachstum bei, doch auf der anderen Seite ist das BIP Wachstum auch ein wichtiger Indikator für Investoren, wie im vorigen Kapitel beschrieben wurde. Auch hier gilt: je höher das BIP Wachstum, umso mehr Transaktionen wurden durchgeführt. Wenn man fünf Jahresdurchschnitte des BIP der verschiedenen CEE-Länder miteinander vergleicht, sollte man auf ein durchaus interessantes Investitionskriterium für Investoren stoßen. Hier ist ersichtlich, wie sich die Einkommen, aber auch die gesamte Wirtschaftsleistung eines Landes entwickeln. Da diese Wachstumsrate auch die Direktinvestitionen berücksichtigt, drückt sie außerdem das Interesse anderer Investoren aus. Folgende Abbildung zeigt das durchschnittliche BIP Wachstum pro Land.

Abbildung 11 - CEE Länder nach BIP Wachstum (durchschnittliches Jahreswachstum pro Jahr 2003-2007)



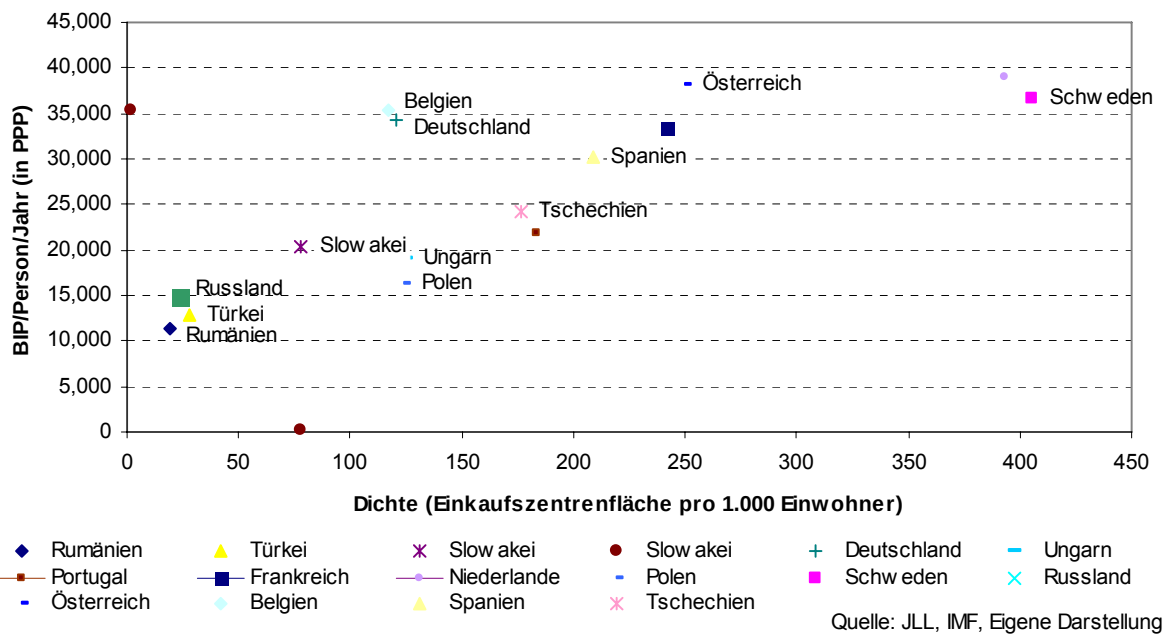
Aus dieser Tabelle geht hervor, dass gerade die Baltischen Staaten ein sehr starkes BIP Wachstum haben und somit auch – was dies anbelangt – durchaus ein interessanter Investmentmarkt gewesen wären, auch als Staaten mit niedrigen Einwohnerzahlen. Ebenso hat die Slowakei in den letzten fünf Jahren ein starkes BIP Wachstum erlebt, doch auch hier findet sich eine niedrige Einwohnerzahl.

Am besten abgeschnitten haben in diesen ersten zwei Beispielen Russland, die Türkei und Rumänien, da sie sowohl eine große Bevölkerung als auch ein starkes BIP Wachstum aufweisen konnten. Die Länder, die als die Kernländer von CEE angeführt wurden, befinden sich lt. Tabelle bloß im Mittelfeld, wobei der Autor hier Polen als den interessantesten Markt einstuft.

Diese einfachen Analysen bringen bereits interessante Informationen, aber auf diese Art kann immer nur ein Parameter gleichzeitig überprüft werden, obwohl bei Investitionen viele Parameter eine große Rolle spielen, die für das Investieren in einem bestimmten Land von enormer Wichtigkeit sind. Folgende Methode kann maximal drei Parameter auf einmal untersuchen.

In dem letzten Beispiel wurde das BIP Wachstum der CEE Länder untersucht, allerdings deuten hohe BIP Wachstumsraten auf ein relativ niedriges BIP pro Kopf hin: in Westeuropa sind die BIP Wachstumsraten deutlich geringer als in den CEE Ländern, das BIP pro Kopf allerdings um etliches höher. Daher wird es auch interessant zu betrachten sein, wie hoch das BIP pro Kopf in den einzelnen CEE Ländern ist. Außerdem besteht eine deutliche Korrelation zwischen BIP pro Kopf in PPP (Y-Achse) und Einkaufszentrendichte (X-Achse): je höher das BIP pro Kopf, desto höher die Einkaufszentrendichte. Dies wird besonders deutlich anhand folgender Grafik (durch 2 Parameter) dargestellt.

Abbildung 12 - Korrelation zwischen Einkaufszentrendichte und BIP pro Kopf (2007)



Es ist also graphisch ein deutlicher Unterschied zwischen den reifen, im Sinne einer hohen Einkaufszentrendichte und hohem BIP pro Kopf, Märkten in Westeuropa und den Märkten mit einer niedrigen Einkaufszentrendichte und einem niedrigen BIP pro Kopf, also solche, die noch Nachholbedarf haben, bemerkbar. Auffällig ist die Platzierung von Deutschland. Das Land hat zwar nach Großbritannien und Frankreich die drittgrößte Einkaufszentrenfläche in Europa, aber aufgrund der hohen Einwohnerzahl von 82 Millionen ist die Dichte der Einkaufszentren relativ gering. Diese Graphik zeigt nicht nur die deutliche Korrelation zwischen BIP pro Kopf und der Einkaufszentrendichte, sie zeigt auch in welcher Phase sich ein Markt gerade befindet. So stehen Russland, die Türkei und Rumänien noch ganz am Anfang dieser Entwicklung, sind die Slowakei, Ungarn und Polen schon weiter fortgeschritten, aber noch nicht weit genug, um die westlichen Werte zu erreichen. Tschechien ist in dieser Übersicht ein wenig weiter in dieser Entwicklung.

Dies zeigt, dass das BIP pro Kopf ein wichtiges makroökonomisches Kriterium für Investoren ist, denn es hängt mit der Einkaufszentrendichte zusammen, die wiederum etwas mit einer niedrigen Einkaufszentrendichte und einem niedrigen BIP pro Kopf zu tun hat, und über die Bereitschaft von Investoren in einem bestimmten Land mit einer niedrigen Einkaufszentrendichte und einem niedrigen BIP pro Kopf zu investieren, etwas aussagt. Es bedeutet allerdings auch, dass die Länder, die ebenfalls eine niedrige Einkaufszentrendichte aufweisen, noch viel Nachholbedarf haben, solange – wie vorher erwähnt – die Bevölkerungsanzahl dementsprechend groß ist. Dies würde bedeuten, dass Russland, die Türkei, Polen und Rumänien für Investoren in Einkaufszentren sehr interessant sein müssten. Das ist auch durchaus der Fall, wie eine neue Studie von

Cushman & Wakefield⁶⁵ belegt: nur für Russland sind schon 10 Mio. m² neue Einkaufszentren geplant.

Natürlich ist auch diese Grafik nicht wie ein Modell zu betrachten, welches zur Bestimmung dient, welcher Markt wie viele, warum und wann Potential für Investoren hat. Es gibt verschiedene Gründe, warum diese einfache Grafik nicht ausreicht, um diese Kriterien zu beschreiben:

- sie kann nur höchstens 3 verschiedene Parameter gleichzeitig berücksichtigen;
- sie sagt nur etwas darüber aus, in welcher Phase ein Markt sich befindet;
- sie sagt nicht aus, was das Potential eines Marktes zu einer bestimmten Zeit ist;
- sie gibt keinen absoluten Wert für das Potential an.

5.2. Beschreibung des Modells

Daher wird in dieser Masterthese folgendes Modell verwendet, um möglichst viele Parameter, die das Potential eines Marktes zu einer bestimmten Zeit zeigen, gleichzeitig zu berücksichtigen. Allerdings sei betont, dass der Autor nie vorhatte, dieses Modell an sich als Investitionskriterium handhaben zu wollen. Immerhin gibt es noch mehr Faktoren, die für Investoren individuell von Bedeutung sind und hier nicht berücksichtigt werden, wie das Entwicklungspotential, den Mikrostandort, die Lage etc. - und natürlich auch das berühmte „Bauchgefühl“, das bei manchen nach wie vor eine Rolle spielt. Das Modell dieser Wahl ist vielmehr dazu gedacht, ein Gefühl für das Potential eines Marktes zu einer bestimmten Zeit zu bekommen (auf Länderebene).

⁶⁵ Cushman & Wakefield: *Shopping Centre Development Report Europe* – Autumn 2008.

Abbildung 13 - Rating-Modell (Input Blatt)

Kriterium	Indikator	Quelle	Land, Jahr	Wert	EU avg	Rating	Gewichtung
						1 = exzellent; 10 = katastrophal	
Soziodemographische Entwicklung							
Einwohnerzahl	IST Angaben über das Jahr	IMF					10%
Einwohnerentwicklung	5-Jahres Wachstum	IMF					30%
BIP je Einwohner	IST Angaben	IMF					30%
Arbeitslosigkeit	IST Angaben für das Jahr	IMF / CSO					30%
Teilbewertung						0.0	40%
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung							
Wirtschaftswachstum	5-Jahres Wachstum	IMF					20%
Inflation	5-Jahres Durchschnitt	IMF					20%
Haushaltssaldo	IST-Angaben	IMF					10%
Konsumentenvertrauen	5-Jahresdurchschnitt	Eurostat					10%
Einzelhandelsumsatz	5J Wachstumsrate	Eurostat					20%
Retail Sales as a proportion of consumer expenditure	%	Euromonitor					20%
Teilbewertung						0.0	30%
Politische, juristische, steuer- und währungspolitische Rahmenbedingungen							
Politische Stabilität, Korruption	Index von 0 (ausgeprägte) bis 10 (keine Korruption)	Transparency International					33%
Eigentumsrecht, Vertrags- und Rechtssicherheit	Registering Property	Doing Business					33%
Restriktionen auf den Immobilienerwerb durch Ausländer	Starting a Business	Doing Business					33%
Teilbewertung						0	10%
Immobilienmarkt: Retail							
Miete für Geschäftsflächen	Nettokaltmiete	Broker	SK, 2003				20%
Global Real Estate	Global Real Estate	JLL	SK, 2003				30%
Transparency Index	Transparency Index						
Rendite	pro Jahr	Broker	SK, 2003				30%
Marktphase	JLL Evo Graph	JLL	SK, 2003				10%
Teilbewertung						0	20%
GESAMTBEWERTUNG							
			Land	Jahr			0.0
							Gewichtetes Mittel

Quelle: R. Trotz, „Immobilien-, Markt- und Objektrating.“ Immobilien Informationsverlag → TEGoVA, eigene Darstellung und Berechnung

Es handelt sich hier um ein Immobilienmarktrating-Modell. Das Markt- und Objektrating (auch „PaM Rating“) ist ein standardisiertes Verfahren und wurde von TEGoVA in einem Leitfaden⁶⁶ 2003 erstmals veröffentlicht. Details zu diesen Richtlinien werden in den sogenannten VAP's (Valuation Advisory Papers) beschrieben, so wird zum Beispiel in VAP 01:

„Zentraler Bestandteil bei Immobilienbewertungen und Wirtschaftlichkeitsanalysen sind eindeutige Chancen- und Risikoprofile der Objekte und des relevanten Marktes in der sie sich befinden.“

Der Gutachter kann anhand differenzierter Projekt- und Marktratings ein Profil erstellen. Allgemeine Aussagen über den Markt reichen nicht aus, um den vielfältigen Anforderungen nach Transparenz in der Finanz- und Immobilienwirtschaft gerecht zu werden. Ursprünglich ist dieses Instrument für die Qualität von Immobilien entwickelt

⁶⁶ TEGoVA: *European Property and Market Rating: A Valuer's Guide*, Oktober 2003, siehe auch "Guidance Note 14 der EVS 2003.

worden, aber es kann auch zur zielgenauen Analyse von Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen eingesetzt werden. Aus diesem Modell könnten im Prinzip Strategien für Investition und Desinvestition durch die Untersuchung einzelner Kriterien abgeleitet werden. Das Modell kann auf den Bereich Projektentwicklungen in Bezug auf geplante Baumaßnahmen, deren Chancen, Risiken und Überwachung ausgeweitet werden.

Das hier zum Einsatz gebrachte Modell ist auf Basis dieser Richtlinien erstellt und in Anlehnung an Trotz in seinem „Immobilien- Markt- und Objektrating“. Die Parameter sind, da hier nur auf nationale Ebene gearbeitet wird, nur leicht verändert und die Quellen dieser Parameter sind dementsprechend angepasst.

Jene Parameter, die das Potential eines Marktes beschreiben, sind in vier Kriteriengruppen („criteria classes“) unterteilt:

- Soziodemographische Entwicklungen (40% Gewichtung);
- Gesamtwirtschaftliche Entwicklungen (30% Gewichtung);
- Politische-, juristische-, steuer- und währungspolitische Rahmenbedingen (10% Gewichtung);
- Immobilienmarkt: Retail (20% Gewichtung).

5.3. Beschreibung der Teilkriterien

Die Teilkriterien sind hauptsächlich dem normierten Modell von TEGoVA entnommen, jedoch mit ein paar kleinen individuellen Anpassungen adaptiert. Die Teilkriterien sind, nach Rücksprache mit dem Investment Management, auch gewichtet - je nach Relevanz als Entscheidungsfaktor für Investoren.

5.3.1. Soziodemographische Entwicklungen

Hier werden die Einwohnerentwicklung, BIP pro Einwohner und die Arbeitslosigkeit berücksichtigt. Die Relevanz dieser Faktoren wurde in dieser Masterthese bereits beschrieben. Es wurde stets danach gestrebt, Quellen, die möglichst alle Länder abdecken, zu verwenden, Quellen, die regelmäßig aktualisiert werden und auch zuverlässig sind. Daher wurde hier oft auf IMF⁶⁷ als Quelle zurückgegriffen. Die genauen Meta Daten sind dem Anlagenteil dieser Masterthese zu entnehmen.

⁶⁷ IMF: World Economic Outlook Database – Oktober 2008. URL: www.imf.org

5.3.2. Gesamtwirtschaftliche Entwicklungen

Hier sind die „klassischen“ Parameter, wie BIP Wachstum und Inflation erwähnt (ease of doing business). Die „Retail Sales“ sind für Investoren in Einkaufszentren einerseits wichtig, um festzustellen, wie sich die Umsätze der Einzelhandelsunternehmen von Jahr zu Jahr entwickelt haben, andererseits gelten sie als Benchmark, um die eigene Umsatzentwicklung mit dem Länderdurchschnitt zu vergleichen. Es gibt hier allerdings Probleme, denn die Retail Sales verzeichnen sehr starke Schwankungen und lassen sich dadurch nicht prognostizieren. In diesem Modell wurde durch Verwendung eines 5-Jahres Durchschnitts versucht, die Schwankungen zu minimieren.

5.3.3. Politische-, juristische-, steuer- und währungspolitische Rahmenbedingungen

Natürlich spielt auch das politische, juristische-, steuer- und währungspolitische Umfeld eine Rolle, um einen Standort zu bewerten. Die Initiative „Transparency International“⁶⁸ und „Doing Business.org“⁶⁹ veröffentlichen jährlich Publikationen, worin diese Faktoren aus der Sicht von Unternehmen bzw. Investoren aller Länder bewertet werden. Das Teilkriterium „Restriktionen für Immobilienerwerb durch Ausländer“ ist hier vielleicht von weniger großer Bedeutung, da die meisten Investoren Immobilien über gegründete inländische Gesellschaften erwerben und damit inländische juristische Personen sind. Daher wurde hier „Starting a Business“ als Teilkriterium gewählt. Diese Angaben stammen von der DoingBusiness.org Projektinitiative und umfassen alle Prozeduren, die für Unternehmer erforderlich sind, um ein Unternehmen zu gründen, wie zum Beispiel das Einholen von Genehmigungen und alle erforderlichen behördlichen Wege.

5.3.4. Immobilienmarkt: Retail (auch „Handelsimmobilien“)

Die letzte Kriteriengruppe bezieht sich ganz speziell auf den Markt für Einzelhandelsimmobilien. Neben Handelsimmobilien hat TEGoVA auch eigene Kriteriengruppen für Büro-, Wohn-, Lager-, Logistik- und Produktionsimmobilien entwickelt. Im „Retail“ beziehen sich die Teilgruppen ganz speziell auf den Markt für Einzelhandelsimmobilien; es werden Renditen berücksichtigt, die für Transaktionen am Einzelhandelsmarkt erzielt wurden, die in einem bestimmten Jahr gängigen Mieten für

⁶⁸ Transparency International ist eine Organisation, die weltweit den Kampf gegen die Korruption angesagt hat. Sie gibt jährlich einen Bericht heraus: „Annual Report Transparency International“, worin verschiedene Aspekte von Korruption behandelt werden. Die Resultate pro Land werden anhand eines Rankings präsentiert.

⁶⁹ „Doing Business“ ist eine Projektinitiative, die seit 2003 jährlich Publikationen veröffentlicht, welche quantitative Studien von verschiedenen Bestimmungen, die in verschiedenen Ländern in Bezug auf Abwicklung von Baugenehmigungen, das Anstellen von Mitarbeitern, das Eintragen von Liegenschaften in das Grundbuch, das Aufnehmen von Krediten, das Beschützen von Investoren, Steuerzahlungen, internationalem Handel, Vertragsabschluss und Durchführung einer Transaktion sind. Diese Daten gibt es derzeit für 181 Länder, und sie sind kostenfrei abzurufen auf der Webseite www.doingbusiness.org.

Einzelhandelsobjekte, die Marktphase – wie sie anhand der Grafik beschrieben wurde. Obwohl die Leerstände auch für Retail zwar ein wichtiger Indikator sind, vertreten Broker offensichtlich eine andere Meinung: Informationen zu Leerständen von Büroimmobilien gibt es wie Sand am Meer, für Retail werden hier keine Angaben gemacht. Daher war es dem Autor leider nicht möglich, diese Angaben im Rating zu berücksichtigen.

Um dies einigermaßen zu kompensieren, habe ich einen anderen Index eingefügt, der „Real Estate Transparency Index“ von Jones Lang Lasalle⁷⁰. Dieser Index besteht aus fünf Teilkategorien:

- „Performance Measurement (Angebot, Nachfrage, Mieten, Leerstand)“;
- „Market Fundamentals“;
- „Listed Vehicles“;
- „Legal and Regulatory Environment“;
- „Transaction Process“

Als Indikator für Marktphasen wurde hier die Einkaufszentrendichte genommen. Sie sagt einerseits etwas darüber aus, wie viele Investoren bereits die nötigen Schritte unternommen haben, um in diesem Markt zu investieren, andererseits drückt sie auch das Potential aus, über welches ein Markt noch verfügt. So ist ein Markt mit einer geringen Dichte an Einkaufszentren im Vorteil, da sich die Konkurrenz in Grenzen hält und dadurch das Einzugsgebiet groß und das Angebot noch nicht ausreichend vorhanden ist, andererseits wird es auch leichter sein, solche Mieter anzulocken, die in diesem Markt Einzug halten möchten und keine große Auswahl an Einkaufszentren haben, in welchen sie sich einmieten können. Daher wurde eine niedrige Dichte hier als positiv eingestuft.

Das Potential wird in Form eines sogenannten „Ratings“ ausgedrückt, welches ein arithmetisches Mittel der vorab erwähnten gewichteten Faktoren darstellt. Die Ratingskala verfügt über eine 10-stufige Skalierung, abgeleitet vom Ratingsystem der Ratingagenturen und Banken, wobei 1 für ein „exzellentes“ und 10 für ein katastrophales Rating steht und 5 für den Durchschnitt gegeben wird. Als Messstandard wird - da es sich hier um einen Ländervergleich handelt – die EU als Durchschnitt herangezogen, da CEE mit dem Mittelwert der EU verglichen wurde, um festzustellen, wie weit sich CEE anhand dieser Faktoren entwickelt hat sowie um den genauen Verlauf dieser Entwicklung in den letzten Jahren analysieren zu können. Da die EU als Mittelwert zum Einsatz kommt, ist auch festgelegt, welcher Grad der Kriterien erfüllt sein muss, um ein bestimmtes Rating zu

⁷⁰ Jones Lang Lasalle: „Real Estate Transparency Index – Global Foresight Series 2008“. Laut Angaben von Jones Lang Lasalle, ist dies bereits die fünfte Auflage und deckt 82 Länder ab.

erreichen. Das Rating wird in diesem Fall nicht anhand einer Expertenbefragung durchgeführt, sondern durch objektive und empirische Beobachtung der Daten erstellt.

Nachdem nun die Theorie und Methodik dieses Modells besprochen worden sind, wird in weiterer Folge zur Praxis übergegangen. Dafür werden die Daten verschiedener Länder zu einem bestimmten Zeitpunkt in diesem Modell zum Einsatz gebracht, um herauszufinden, ob Investitionen auf Basis der in diesem Modell erwähnten Kriterien sinnvoll oder eher riskant gewesen sind.

5.4. Anwendung des Modells

Zur Demonstration der Anwendung dieses Modells werden zwecks Verdeutlichung einige Beispiele ausgearbeitet und die Resultate im Anschluss daran analysiert.

5.4.1. Beispiel: Tschechien 2003 Vs EU („Euro Area“)

Mit „Tschechien 2003“ wird deshalb begonnen, da dort im Jahr 2003 am meisten von allen Ländern in CEE investiert wurde, und versuchen festzustellen, ob diese „Menge“ an Investitionen zu rechtfertigen ist, oder aber ob zu diesem Zeitpunkt ein anderes CEE Land ein höheres Rating erreicht hat. Wenn keine Informationen auf Länderebene verfügbar sind (da zu starke Schwankungen zwischen den einzelnen Regionen herrschen oder einfach keine Daten auf regionaler Ebene vorhanden sind), werden die Daten von den Hauptstädten erhoben. Nach Meinung des Autors ist dies durchaus zu verantworten, da nach wie vor noch die meisten Investitionen in den Hauptstädten stattfinden, wie bereits vorab in dieser Arbeit beschrieben wurde. Dies gilt vor allem für die Daten zum „Immobilienmarkt: Retail“: als Quelle für die Renditen wurde Jones Lang Lassalle verwendet, die diese Renditen auf Basis von tatsächlich stattgefundenen Transaktionen („market evidence“) berechnet haben - und die meisten Transaktionen finden nun einmal erwiesenermaßen in den Hauptstädten statt. Dasselbe gilt auch für „Nettokaltmieten“.

Auf den ersten Blick wird deutlich, dass Tschechien in der Teilkriteriengruppe „Soziodemographische Entwicklung“ 2003 relativ schwach abschneidet. Dies ist bedingt durch die niedrige Einwohnerzahl, den Bevölkerungsrückgang in den Jahren davor und das niedrige BIP pro Kopf. Dagegen schneidet das Land in der nächsten Gruppe wiederum besser als der Durchschnitt ab, hauptsächlich wegen des hohen Anteils, den der Einzelhandelssektor im gesamten BIP ausmacht und auch, jedoch in geringere Maße, wegen der überdurchschnittlichen Umsatzentwicklung am Einzelhandelssektor.

5.4.2. Beispiel Tschechien 2007 Vs EU 2007

Nach dieser Bewertung des tschechischen Marktes im Jahr 2003 kann man erst zu einer Aussage gelangen, wenn man Vergleichswerte hat. Deshalb ist es interessant und relevant festzustellen, wie sie sich der tschechische Markt in den Jahren 2003 bis 2007 entwickelt hat. Wenn man die Daten von 2007 für Tschechien in dasselbe Modell einfügt, erkennt man in diesem Fall eine Verbesserung des Potenzials um 50 Basispunkte. Diese Erhöhung von Tschechiens Potenzial als Investitionsmarkt für Investoren in 1A Einkaufszentren ist vor allem auf Verbesserungen in den mittleren zwei Teilkategorien – in der „gesamtwirtschaftlichen Entwicklung“ und den „politischen, juristischen, steuer- und währungspolitischen Rahmenbedingungen“ - zurückzuführen. Gründe dafür waren ein höheres BIP Wachstum, niedrigere Inflationsraten, ein besseres Konsumentenvertrauen und sich schneller entwickelnde Umsätze am Einzelhandelssektor. Die Verbesserung auf dem Gebiet der „politischen, juristischen, steuer- und währungspolitischen Rahmenbedingungen“ war hauptsächlich auf eine starke Verbesserung des CPI⁷¹ Index für Tschechien im Jahr 2007 zurückzuführen. Das Potenzial hat sich also – auf Basis dieses Ratingmodells für Tschechien – von 2003 bis 2007 durchaus verbessert.

In Folge gilt es zu betrachten, wie sich das Potenzial von Tschechien verglichen mit dem anderer Länder verhält. Im nächsten Beispiel wird hier ein Vergleich mit einem westeuropäischen Land vorgelegt – Österreich im Jahr 2007.

5.4.3. Beispiel Tschechien 2007 vs Österreich 2007

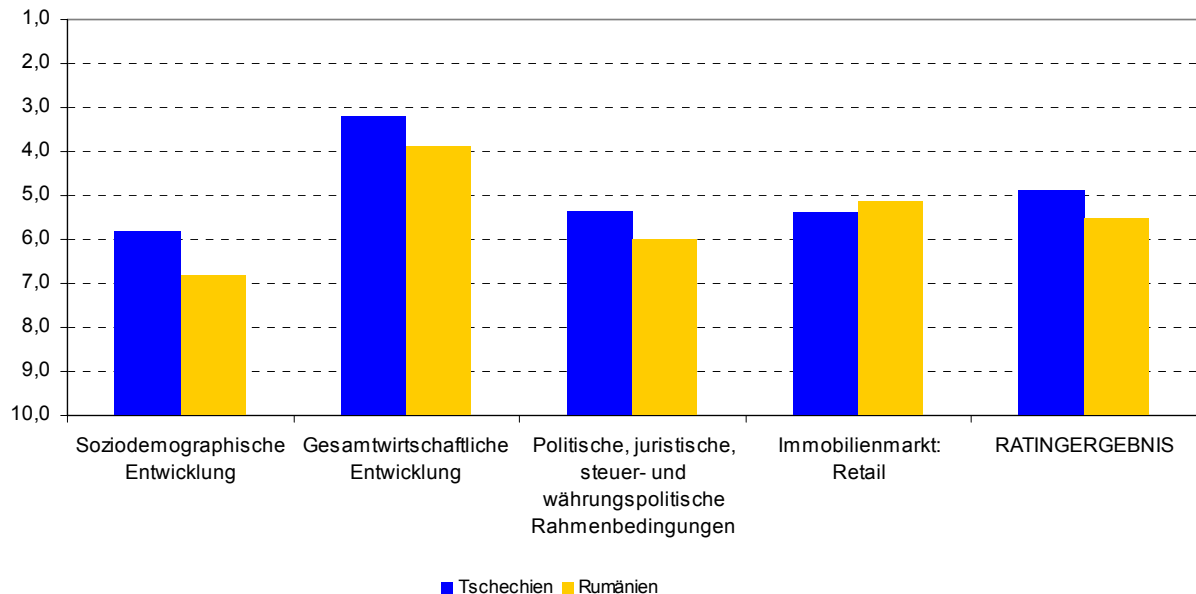
In der Terminologie und Bedeutung dieses Modells hat Österreich – noch – ein höheres Potenzial als Tschechien, wobei es durchaus möglich wäre, dass Investoren aus der Praxis anderer Meinung sind. Der Unterschied zwischen den Ergebnissen beider Länder beträgt zwar noch 90 Basispunkte, aber das Potenzial Tschechiens hat sich in den letzten 5 Jahren zweifelsohne verbessert. Nach Meinung des Autors ist in diesem Modell der am stärksten ausschlaggebende Unterschied zwischen einem westeuropäischen Land und einem zentraleuropäischen in der ersten Kriteriengruppe „soziodemographische Entwicklung“ und der dritten Kriteriengruppe „politische, juristische, steuer- und währungspolitische Rahmenbedingungen“ zu finden. Nach wie vor weisen westeuropäische Länder noch ein weitaus höheres BIP pro Kopf, eine wesentlich bessere politische Stabilität und Korruption im geringeren Maße auf.

⁷¹ Corruption Perception Index – Transparency International

5.4.4. Beispiel Tschechien 2007 vs Rumänien 2007

In diesem Beispiel wird eingehend beleuchtet, wie sich ein – auf dem Gebiet von Einkaufszentren – weniger entwickeltes Land verglichen mit einem traditionellen CEE Land verhält. Auch hier gelten die ersten drei Gruppen als jene, die deutliche Unterschiede aufweisen, wie aus dieser Grafik hervorgeht:

Abbildung 14 - Darstellung Ratingergebnis: Tschechien 2007 Vs Rumänien 2007



Quelle: Eigene Darstellung

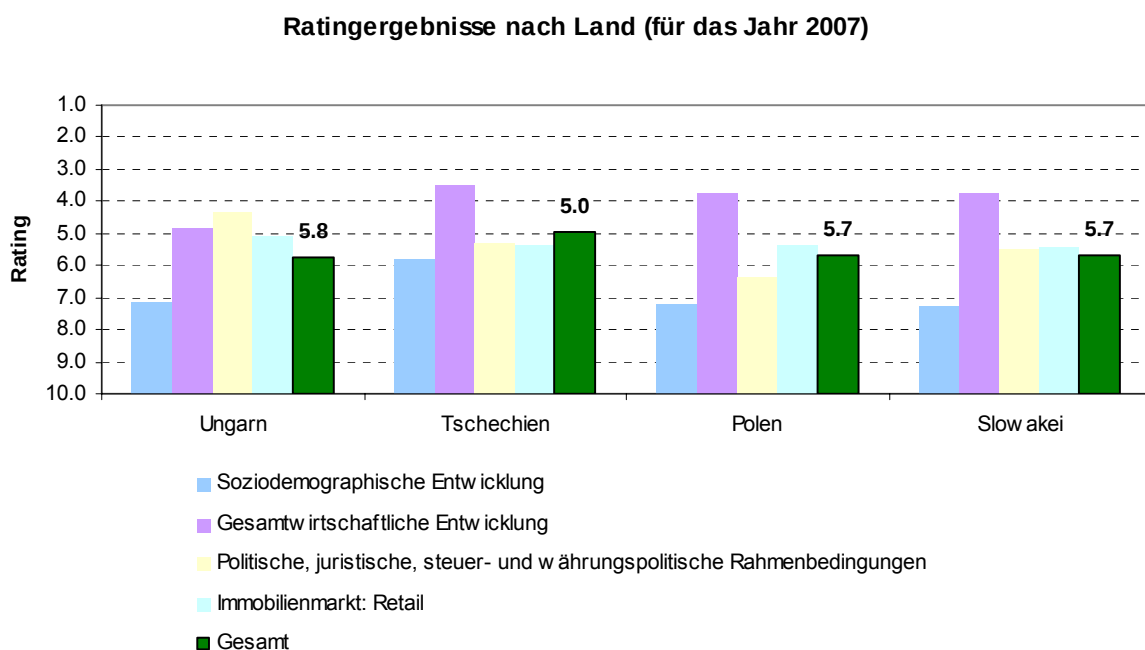
Auch in diesem Beispiel ist der Unterschied zwischen dem tschechischen und rumänischen Markt in der ersten Kriteriengruppe „soziodemographische Entwicklung“ am größten. Tschechien schneidet hier in diesem Modell gleich um 100 Basispunkte besser ab als Rumänien. Dies lässt sich hauptsächlich anhand des Bevölkerungsrückgangs in Rumänien sowie durch das niedrige BIP pro Kopf erklären. Das Rating der „gesamtwirtschaftlichen Entwicklung“ wird von einer hohen Inflationsrate, schlechtem Konsumentenvertrauen und dem geringen Anteil der Einzelhandelsumsätze geprägt. Weiters ist auch die Korruption in Rumänien ein Faktor, der das Ergebnis negativ beeinflusst. Laut diesem Modell war Rumänien im Jahr 2007 also weniger interessant für Investoren als Tschechien.

5.4.5. Übersicht der Ergebnisse für das Jahr 2007

In den vorigen Paragraphen wurde einen kontrastreichen Vergleich zwischen zwei Ländern durchgeführt. Nun ist es natürlich auch interessant zu beobachten, wie sich das Rating der vier „Kern CEE-Länder“ zueinander verhält. Die nachstehende Abbildung ist so

zu verstehen, dass kürzere Balken ein besseres Rating anzeigen. Dies führt überdies zu der Feststellung, dass Tschechien in diesem Rating ein deutlich besseres Ergebnis erzielt als Ungarn, Polen und die Slowakei. Das Rating dieser drei Länder im Jahr 2007 ist mit dem Rating, das Tschechien bereits 2003 erzielt hat, vergleichbar. Vor allem im Bereich der soziodemographischen Entwicklung schneidet Tschechien deutlich besser ab; dies ist hauptsächlich durch das Einwohnerwachstum der letzten 5 Jahre bedingt sowie durch das deutlich höhere BIP pro Kopf und die moderate Arbeitslosenquote. Auffällig ist auch das gute Abschneiden Ungarns in der Kriteriengruppe „politische-, juristische-, steuer- und währungspolitische Rahmenbedingungen“, welches wiederum auf das gute Abschneiden bei „Restriktionen beim Immobilienerwerb“ durch Ausländer zurückzuführen ist: in Ungarn behindern weniger Prozeduren ein Unternehmen dabei, zu starten. Dafür schneidet Ungarn in der „gesamtwirtschaftlichen Entwicklung“ aufgrund des katastrophalen Konsumentenvertrauens deutlich schlechter ab.

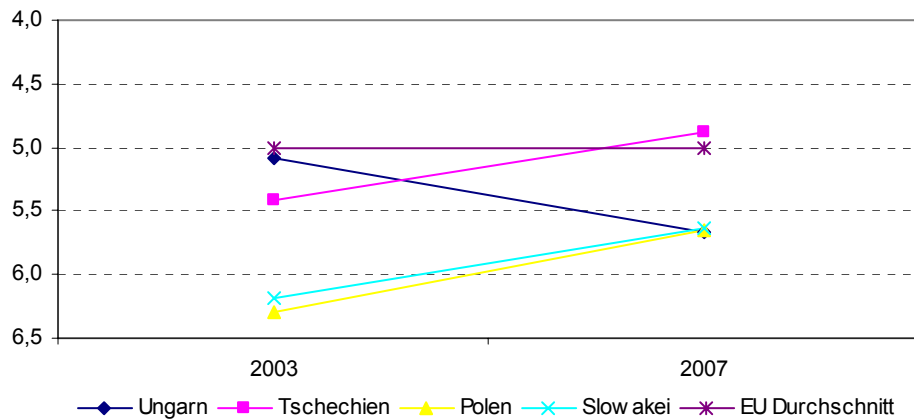
Abbildung 15 - Ratingergebnisse nach Land 2007



5.4.6. Entwicklung der Ergebnisse (2003 vs 2007)

Nachdem nun ermittelt wurde, inwiefern sich die Ratingergebnisse der einzelnen Märkte voneinander unterscheiden, wird im Anschluss beschrieben, wie sich die Ratingergebnisse dieser Länder von 2003 bis 2007 entwickelt haben. Das Gesamtergebnis dieser Länder sieht folgendermaßen aus

Abbildung 16 - Entwicklung der Ratingergebnisse CEE 2003-2007



Quelle: Eigene Darstellung; eigene Berechnung

In dieser Abbildung ist deutlich zu erkennen, wie sich die CEE-Länder von 2003 bis 2007 in Richtung des EU-Durchschnitts entwickelt haben. Tschechien hat derzeit sogar ein besseres Ergebnis erzielt als der EU Durchschnitt. Eine Tatsache, die sofort ins Auge sticht, ist die Verschlechterung des Ratingergebnisses von Ungarn. Dies ist deshalb so auffallend, da sich die anderen CEE-Länder im Sinne der Ratingergebnisse verbessert haben. Einer der Gründe ist die Verschlechterung der Arbeitsmarktsituation während der Jahre 2003 bis 2007; während die Arbeitslosenquote Ungarns 2003 noch unter dem europäischen Durchschnitt weilte, so lag sie 2007 bereits darüber. Ein anderer wichtiger Faktor ist die drastische Abnahme des Konsumentenvertrauens, was auch einen negativen Einfluss auf die Entwicklung der Einzelhandelsumsätze hat. Die Abnahme des Konsumentenvertrauens ist hauptsächlich auf die Regierungskrise zurückzuführen, die ausgeartet ist, nachdem Ministerpräsident Ferenc Gyurcsány im September 2006 eingestanden hat, bei den Wahlen im April 2006 in Bezug auf die tatsächliche Wirtschaftslage Ungarns gelogen zu haben.

Polen und die Slowakei haben sich fast parallel, jedoch mit einem Abstand zu Tschechien entwickelt. Die positive Entwicklung Polens war hauptsächlich auf die sinkende Arbeitslosenquote, niedrige Inflation und verbessertes Konsumentenvertrauen zurückzuführen. Dieselbe Verbesserung der Faktoren gilt für die Slowakei.

5.4.7. Rating-Vorhersage: Kluft zwischen EU und CEE

Gerade in dieser Zeit ist es sehr schwierig darüber eine Aussage zu tätigen, wie sich die Rating-Ergebnisse in der Zukunft weiter entwickeln werden: nicht nur die Ungewissheit am Markt macht dies schwierig, sondern auch die Tatsache, dass für manche Faktoren einfach keine offizielle Prognosen (wie es zum Beispiel für Inflation und BIP Wachstum

schon der Fall ist) existieren. Der Autor wird jedoch ein Versuch wagen, anhand dieses Modells eine entsprechende Aussage zu formulieren und die Annahmen dafür zu begründen. Genau wie im Modell werden diese Aussagen und Annahmen nach Teilgruppen gegliedert.

Die zentrale Frage ist hier, ob sich die Kluft zwischen CEE und Westeuropa auch in Zukunft verringern wird.

Ad. Soziodemographische Entwicklungen

Was die Bevölkerungsentwicklung anbelangt, weichen die Prognosen für die CEE-Länder nicht allzu weit vom Durchschnitt am Panel ab, und der Autor erwartet auch nicht, dass die Bevölkerungsentwicklung und Bevölkerungsanzahl hier Faktoren sind, die das Ratingergebnis beeinflussen werden. Anders wird es sich beim BIP pro Einwohner erweisen: derzeit beträgt der Unterschied zwischen dem Durchschnitt von Polen, Tschechien, Ungarn, der Slowakei und der EU €12.500,- und bis 2013 wird dieser Unterschied laut den Prognosen von IMF bis € 10.300 zurückgegangen sein. Ergo: das BIP pro Einwohner wird das Ratingergebnis in der Zukunft positiv beeinflussen. Schwieriger wird es bei der Arbeitslosenquote; Polen und die Slowakei haben in den letzten fünf Jahren stark aufgeholt, es wird allerdings allgemein erwartet, dass die Arbeitslosenquote ab dem nächsten Jahr (2009) wieder steigen wird – und zwar als Folge der Finanzkrise, da einige große ausländische Unternehmen weniger Investitionen in CEE tätigen und sich zuerst einmal auf die „Herkunftsmärkte“ konzentrieren werden, bevor sie sich weitere Investitionen in anderen Länder überlegen⁷². Daher rechnet der Autor damit, dass hier Westeuropa einen Vorteil und das Ratingergebnis einen negativen Einfluss haben wird. Weil die Arbeitslosenquote als Faktor bereits einen negativen Einfluss gezeigt hat, *erwartet* der Autor im Rating eine leichte Verbesserung, da das BIP pro Einwohner auch stark gewichtet ist und sich von negativ in Richtung positiv entwickelt.

Ad. Gesamtwirtschaftliche Entwicklungen

Aufgrund des starken Wirtschaftswachstums CEEs in den vergangenen Jahren (mit Ausnahme von Ungarn) wird das Wirtschaftswachstum in CEE – in Gegensatz zu manchen Westeuropäischen Ländern – nicht in der Rezession verfallen, und es werden die CEE-Länder gerade in den kommenden zwei Jahren einen klaren Vorteil haben, wodurch sich das Ratingergebnis hier positiv beeinflussen lässt. Bei den Prognosen für die Inflation gibt es sowohl für CEE als auch für Westeuropa sinkende Inflationsraten. Gerade Tschechien hat im letzten Halbjahr eine starke Inflation erlebt, aber während des Jahres 2009 sollten

⁷² JLL: "The Big Five: Shopping Centre Markets in Core Western Europe" – Dezember 2008

sich die Inflationsraten im Allgemeinen wieder „normalisieren“, wobei hier nur schwer zu sagen ist, ob CEE im Vorteil sein wird, deshalb wird an dieser Stelle das Rating EU-gleich eingeschätzt. Das Konsumentenvertrauen hängt stark von der politischen und wirtschaftlichen Situation ab. Derzeit nimmt das Konsumentenvertrauen in jedem Land ab, und man kann nicht erwarten, so lange die Finanzkrise noch anhält, dass sich das Konsumentenvertrauen sowohl in CEE als auch Westeuropa verbessern wird, daher wird auch hier das Rating gleich gelassen. Dasselbe gilt ebenso für die Einzelhandelsumsätze, auch diese hängen mit dem Vertrauen in die Wirtschaft und dem allgemeinen Wohlstand zusammen. Aufgrund des Nachholbedarfs denkt der Autor jedoch, dass die Entwicklung der Einzelhandelsumsätze in CEE im Vergleich zu Westeuropa leicht im Vorteil sein wird sowie auch der Prozentsatz, der an Handelsgütern konsumiert wird, jedoch wird sich dieser Prozentsatz aufgrund der Krise leicht zurückbilden, da jetzt eher Sparen angesagt ist. Zusammenfassend kann man sagen, dass CEE auch hier in der zweiten Kriteriengruppe Gruppe leicht im Vorteil sein könnte.

Ad. Politische-, juristische-, steuer- und währungspolitische Rahmenbedingungen

Aufgrund des Strebens nach weiterer Integration in der EU und Gemeinschaftsaufgaben wird hier pauschal angenommen, dass sich CEE auf diesem Gebiet leicht verbessern wird.

Ad. Immobilienmarkt: Retail

Wie bereits im vorigen Kapitel erwähnt worden ist, stagnieren die Marktmieten aufgrund der Finanzkrise in fast allen Ländern, und in manchen gehen sie aufgrund der abnehmenden Nachfrage sogar wieder zurück. Beim Real Estate Transparency Index ist aufgrund einiger EU-Maßnahmen auch eine Verbesserung für die CEE-Länder zu erwarten. Was die Renditen anbelangt könnte angenommen werden, dass auch die Renditen in CEE wieder steigen. Da sie schon jetzt höher sind als in Westeuropa, wäre dies auch in Zukunft ein Vorteil für CEE. Was die Marktphase anbelangt, hat CEE noch viel Nachholungsbedarf und ist deshalb klar im Vorteil im Vergleich zu westeuropäischen Ländern.

Zusammengefasst könnte man hier sagen, dass die Diskrepanz zwischen CEE und Westeuropa auch mit diesem Modell kleiner wird. Zwar wird die Geschwindigkeit, mit der dies passiert, aufgrund der Finanzkrise abnehmen, die Tendenz in dieser Richtung ist allerdings deutlich.

Nachdem jetzt mit diesem Modell gearbeitet wurde, kann zum Ende noch angemerkt werden, was im Nachhinein betrachtet die Vor- und Nachteile sind.

5.5. Stärken des Modells

Es werden in diesem Modell viele verschiedene Faktoren berücksichtigt. Außerdem können die Teilergebnisse von den Teilkriterien getrennt verglichen werden, um festzustellen auf welchem Gebiet ein Land aufgeholt hat; dies sagt oft mehr aus als das gesamte Ratingergebnis. Weiters sind in diesem Modell Indices eingeflossen, die sich ebenso aus mehreren Faktoren zusammensetzen und mit Hilfe von Experten aus verschiedenen Branchen aufgestellt wurden. Beispiele davon sind der „Global Real Estate Transparency Index“ von Jones Lang Lasalle, den „Transparency International Index“ und die Informationen von Doing Business, die auch auf Basis von Fakten aus der Praxis aufgestellt wurden.

5.6. Schwächen des Modells

Da die Informationen aus so vielen verschiedenen Quellen stammen, besteht die Möglichkeit, dass unter dem Strich ein anderer Rating-Wert herauskommt, als bei der Verwendung anderer Quellen. Zwar wurden womöglich für alle Länder dieselben Quellen verwendet, aber es gibt beinahe so viele verschiedene statistische Daten wie es statistische Anbieter gibt, da jeder Anbieter natürlich eine eigene Interpretation und Definition eines bestimmten Faktors zeigt. Die Bewertung hat zwar auf Basis der subjektiven Beobachtungen des Mittelwerts, des Maximalwerts und des Minimalwerts – und somit persönliche, wirtschaftliche, politische und juristische Interessen auszuschließen sind - stattgefunden, doch die Bewertung wurde hier hauptsächlich „gefühlsmäßig“ auf Basis der Zahlen, die hier vorgelegen haben, durchgeführt. Außerdem ist es praktisch unmöglich, ein „exzellentes“ Rating zu erzielen, da in diesem Modell einfach zu viele Faktoren eine Rolle spielen (aber am Markt ist das auch nicht anders) und die Teilkriterien unmöglich alle gleichzeitig „exzellent“ sein können. Dadurch sind die Unterschiede im Ratingergebnis zwischen den Ländern in diesem Modell relativ gering. Weiters konnte für den Benchmark nicht immer dieselbe Ländergruppe verwendet werden, da die Angaben auf dieser multinationalen Ebene (EU13) manchmal nicht verfügbar

waren. In so einem Fall, wurde die Problematik durch zurückgreifen auf einen festgelegten Länderpool⁷³ minimiert.

Außerdem bedeutet – wie bereits beschrieben wurde – ein schwaches Ratingergebnis nicht zwangsläufig, dass der jeweilige Markt für Investoren uninteressant ist, denn manche Investoren, vor allem diejenigen, welche über aktive Management Ressourcen verfügen, können sich relativ leicht über diese „Hürden“ hinwegsetzen - durch aktives Retail Management, ein gutes Marketing Team und strategische Kontakte. Dieses Modell beurteilt den Markt nur in seiner pursten Form.

⁷³ Österreich, Belgien, Kroatien, Tschechien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Deutschland, Griechenland, Ungarn, Italien, Litauen, Niederlande, Norwegen, Polen, Portugal, Rumänien, Russland, Slowakei, Slowenien, Spanien, Schweden, Türkei, Ukraine.

6. Schlussfolgerungen

CEE hat sich als Investitionsmarkt gut entwickelt, und das Interesse vieler Investoren ist auch durchaus gerechtfertigt. Ein kurzer Rückblick auf diese These aus der Einleitung: *„CEE als Investmentmarkt ist nicht überbewertet im Sinne von stark steigenden Immobilienpreisen, sondern hat durchaus Potenzial für Investoren in 1A Einkaufszentren, und dies ist auch anhand eines Modells messbar“.*

Der Markt für 1A Einkaufszentren in CEE hat ein sehr schnelles Wachstum durchlebt und jetzt genauso wie Westeuropa – jedoch derzeit weniger intensiv – mit den Folgen der globalen Finanzkrise zu kämpfen. Es wird sich herausstellen, welche Investoren diese Krise überleben, aber es wird hauptsächlich darauf ankommen, wie man sein Portfolio und alle Transaktionen finanziert hat: auf den Prozentsatz der Fremdfinanzierung (je kleiner umso besser die Aussichten, da Finanzierungen mittlerweile sehr teuer geworden sind) und ob kurz- oder langfristige Anleihen zur Anwendung kamen. Diese könnten entscheidende Faktoren für das Überleben eines Unternehmens sein. Außerdem sind auch die Aktionäre zufrieden zu halten, denn derzeit wird der Verkehrswert der Immobilienportfolios im Rahmen von „Revaluations“ mit 20%-30% nach unten korrigiert.

Es stellen sich daher umso mehr die Fragen: War meine Investitionsstrategie die richtige? Habe ich im richtigen Markt zum richtigen Zeitpunkt investiert?

Die Diskrepanz zu Westeuropa ist zwar noch vorhanden, sie ist aber in den letzten 4 Jahren deutlich kleiner geworden. Freilich ist Tschechien für Investoren das interessanteste der CEE-Länder, jedoch, wie auch aus diesem Modell hervorgeht, werden die anderen Länder wie Polen und die Slowakei nachziehen; die Situation in Ungarn bleibt derzeit aufgrund der Regierungskrise schwer einschätzbar.

Die Kriterien, die für das Rating – sprich das Messen des Potenzials – zu verwenden sind, sind in vier Gruppen zu unterteilen, wobei sich hauptsächlich die ersten zwei Gruppen - die soziodemographische Entwicklung und Gesamtwirtschaftliche Entwicklung - aus der Sicht der Investoren am Meisten von Bedeutung sind. Deshalb wurden diese zwei Kriteriengruppen am Schwersten gewichtet und in diesen Gruppen hat sich das definitive Rating, das ein Markt zu einer bestimmten Zeit erreicht hat, entschieden.

Dieses angewendete Modell eignet sich gut, um ein Gefühl dafür zu bekommen, ob ein Markt zu einer bestimmten Zeit Potenzial für Investoren darstellt und auch um nachzuvollziehen, ob eine Investition in der Vergangenheit zur richtigen Zeit am richtigen Platz gewesen ist. Der Markt lässt sich aber von Investoren nicht direkt beeinflussen und er ist von Schwankungen abhängig. Hiermit wird auf die derzeitige Finanzkrise hingewiesen und gerade jetzt spielen auch andere Faktoren eine Rolle, die nicht so sehr das Identifizieren von neuen Investitionsmöglichkeiten betreffen, sondern vielmehr das Ausschöpfen des Potenzials der existierenden Objekte.

Kurzfassung

Obwohl sich der Markt für Investitionen in CEE mittlerweile bereits gut etabliert hat, begann das eigentliche Investieren in diesen Markt erst vor 5 Jahren und hat sich im Sinne von Transaktionssummen rasch aufgebaut. CEE hat den Übergang von der Planwirtschaft zur Marktwirtschaft schon hinter sich gebracht und bietet gute Möglichkeiten für ausländische Investoren, obwohl auch CEE derzeit nicht von der Finanzkrise verschont bleibt. Nichtsdestotrotz sind die Märkte in CEE komplett internationalisiert und ziehen internationale Großunternehmen sowie Retailer an. Die Immobilientypen, in die am meisten investiert wird, sind nach wie vor Büroobjekte und Einzelhandelsobjekte, wobei deren Anteil am gesamten Investitionsmarkt leicht eingeschränkt wird und Platz für andere Immobilientypen (Logistikimmobilien, Wohnhäuser etc.) geschaffen werden muss. Die Anforderungen an 1A Einkaufszentren sind hier groß, weil sie komplexe Mietstrukturen sowie operationelle Prozesse aufweisen und dadurch sehr empfindlich auf das Geschehen am Markt reagieren.

Das Investieren in CEE geschieht hauptsächlich anhand von „Share Deals“, die zirka 95% der gesamten Investitionen ausmachen. Es gibt mehrere Arten von Strategien, die Investoren anwenden, um ihr Portfolio zu verwalten. Doch gerade in Zeiten der Finanzkrise sind es die Defensivstrategien, die der Meinung des Autors nach an Bedeutung gewinnen. Gerade aufgrund des schnellen Wachstums des Immobilienmarktes in CEE – und im Zuge dessen der steigenden Preise für 1A Objekte – und der derzeitigen Finanzkrise, ist es für Investoren umso wichtiger geworden zu beurteilen, ob die gewählte Investitionsstrategie richtig war – sprich ob das Potenzial eines bestimmten Marktes zu einer bestimmten Zeit vorhanden war – oder ob ein anderes Land zu einem bestimmten Zeitpunkt ein größeres Potenzial gehabt hätte. Das Potenzial eines bestimmten Marktes erachte in Anbetracht der derzeitigen Finanzkrise als Investitionskriterium in spezifischen Einkaufszentren für genauso wichtig, denn die Finanzkrise hat schließlich eine grenzüberschreitende Wirkung.

Welche sind nun die potenziellen Märkte laut diesem Modell? Sind die CEE Märkte tatsächlich interessant für Investoren, sprich haben sie die makroökonomische Kluft gedichtet? Die Antwort ist, „Ja, die Kluft zwischen CEE und EU ist zwischen 2003 und 2007“ kleiner geworden, wobei Tschechien hier im Vergleich zu den anderen CEE

Ländern als Markt für Investitionen in 1A Einkaufszentren einen eindeutigeren Vorsprung hat.

Obwohl sich dieses Modell sehr gut eignet, um ein Gefühl für das Potenzial eines bestimmten Marktes zu einer bestimmten Zeit zu entwickeln, kann es nicht an sich als Investitionskriterium gehandhabt werden. Bei der Wahl eines Investitionsobjektes gibt es mehrere Faktoren, die eine Rolle spielen - auch Faktoren, die nicht messbar und abschätzbar sind, wie uns die derzeitige Finanzkrise eines Besseren belehrt.

Anhänge

Im Anhang sind die Rating-Ausarbeitungen eingefügt.

Anhang A: Ratingergebnisse Tschechien 2007

Kriterium	Indikator	Quelle	Land	Wert	EU-avg	Rating	Gewichtung
						1 = exzellent; 10 = katastrophal	
Soziodemographische Entwicklung							CZ, 2007
Einwohneranzahl	IST Angaben	IMF	CZ, 2007	10.321	26,595	7	10%
Einwohnerentwicklung	5-Jahres Wachstum	IMF	CZ, 2007	1.4	1.0	4	30%
BIP je Einwohner	IST Angaben	IMF	CZ, 2007	24,229	32,903	7	30%
Arbeitslosigkeit	IST Angaben für das Jahr	IMF	CZ, 2007	7.0	6.1	6	30%
Ratingergebnis Teilgruppe						5.8	40%
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung							
Wirtschaftswachstum	5-Jahres Wachstum	IMF	CZ, 2007	5.6	2.0	3	20%
Inflation	5-Jahres Durchschnitt	IMF	CZ, 2007	2.0	2.1	5	20%
Haushaltssaldo	IST-Angaben	IMF	CZ, 2007	-1.8	0.2	6	10%
Konsumentenvertrauen	5-Jahresdurchschnitt	Eurostat	CZ, 2007	-6.6	-11.2	6	10%
Einzelhandelsumsatz	5J Wachstumsrate	Eurostat	CZ, 2007	5.1	1.4	3	20%
Retail Sales as a proportion of consumer expenditure	%	Euromonitor	CZ, 2007	56		2	20%
Ratingergebnis Teilgruppe						3.5	30%
Politische, juristische, steuer- und währungspolitische Rahmenbedingungen							
Politische Stabilität, Korruption	Index von 0 (ausgeprägte) bis 10 (keine Korruption)	Transparency International	CZ, 2007	5.2	6	6	33%
Eigentumsrecht, Vertrags- und Rechtssicherheit	Registering Property	Doing Business	CZ, 2007	4	6	3	33%
Restriktionen auf den Immobilienerwerb durch Ausländer	Starting a Business (Zahl der Prozeduren)	Doing Business	CZ, 2007	10	7	7	33%
Ratingergebnis Teilgruppe						5.3	10%
Immobilienmarkt: Retail							
Miete für Geschäftsflächen	Nettokaltmiete	Broker	CZ, 2007	1440	2162	7	20%
Global Real Estate Transparency Index	pro Jahr	JLL	CZ, 2007	2.32	1.75	6	30%
Rendite	pro Jahr	Broker	CZ, 2007	5.5	4.5	4	30%
Marktphase	Einkaufszentrendichte	JLL	CZ, 2007	176	176	5	20%
Ratingergebnis Teilgruppe						5.4	20%
RATINGERGEBNIS				Land	Jahr		5.0
							Gewichtetes Mittel

Anhang B: Ratingergebnisse Polen 2007

Kriterium	Indikator	Quelle	Land	Wert	EU-avg	Rating	Gewichtung
						1 = exzellent; 10 = katastrophal	
Soziodemographische Entwicklung							PL, 2007
Einwohneranzahl	IST Angaben	IMF	PL, 2007	38.121	26,595	3	10%
Einwohnerentwicklung	5-Jahres Wachstum	IMF	PL, 2007	-0.2	1.0	7	30%
BIP je Einwohner	IST Angaben	IMF	PL, 2007	16,316	32,903	8	30%
Arbeitslosigkeit	IST Angaben für das Jahr	IMF	PL, 2007	8.5	6.1	8	30%
Ratingergebnis Teilgruppe						7.2	40%
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung							
Wirtschaftswachstum	5-Jahres Wachstum	IMF	PL, 2007	5.1	2.0	3	20%
Inflation	5-Jahres Durchschnitt	IMF	PL, 2007	2.0	2.1	5	20%
Haushaltssaldo	IST-Angaben	IMF	PL, 2007	-3.8	0.2	7	10%
Konsumentenvertrauen	5-Jahresdurchschnitt	Eurostat	PL, 2007	-19.5	-11.2	7	10%
Einzelhandelsumsatz	5-Jahres Wachstumsrate	Eurostat	PL, 2007	7.4	1.4	3	20%
Retail Sales as a proportion of consumer expenditure	%	Euromonitor	PL, 2007	49	33%	3	20%
Ratingergebnis Teilgruppe						3.7	30%
Politische, juristische, steuer- und währungspolitische Rahmenbedingungen							
Politische Stabilität, Korruption	Index von 0 (ausgeprägte) bis 10 (keine Korruption)	Transparency International	PL, 2007	4.2	6	7	33%
Eigentumsrecht, Vertrags- und Rechtssicherheit	Registering Property	Doing Business	PL, 2007	6	6	5	33%
Restriktionen auf den Immobilienerwerb durch Ausländer	Starting a Business (Zahl der Prozeduren)	Doing Business	PL, 2007	10	7	7	33%
Ratingergebnis Teilgruppe						6.3	10%
Immobilienmarkt: Retail							
Miete für Geschäftsflächen	Nettokaltmiete	Broker	PL, 2007	900	2162	9	20%
Global Real Estate Transparency Index	pro Jahr	JLL	PL, 2007	2.37	1.75	6	30%
Rendite	pro Jahr	Broker	PL, 2007	5.5	4.5	4	30%
Marktphase	Einkaufszentrendichte	JLL	PL, 2007	125	176	3	20%
Ratingergebnis Teilgruppe						5.4	20%
RATINGERGEBNIS				Land	Jahr		5.7
							Gewichtetes Mittel

Anhang C: Ratingergebnisse Ungarn 2007

Kriterium	Indikator	Quelle	Land	Wert	EU-avg	Rating	Gewichtung
						1 = exzellent; 10 = katastrophal	
Soziodemographische Entwicklung						HU, 2007	
Einwohneranzahl	IST Angaben	IMF	HU, 2007	10.066	26,595	7	10%
Einwohnerentwicklung	5Jahres Wachstum	IMF	HU, 2007	-0.7	1.0	7	30%
BIP je Einwohner	IST Angaben	IMF	HU, 2007	19,020	32,903	7.5	30%
Arbeitslosigkeit	IST Angaben für das Jahr	IMF	HU, 2007	7.4	6.1	7	30%
Ratingergebnis Teilgruppe						7.2	40%
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung							
Wirtschaftswachstum	5-Jahres Wachstum	IMF	HU, 2007	3.7	2.0	4	20%
Inflation	5-Jahres Durchschnitt	IMF	HU, 2007	5.4	2.1	7	20%
Haushaltssaldo	IST-Angaben	IMF	HU, 2007	-5	0.2	8	10%
Konsumentenvertrauen	5-Jahresdurchschnitt	Eurostat	HU, 2007	-31.2	-11.2	9	10%
Einzelhandelsumsatz	5J Wachstumsrate	Eurostat	HU, 2007	3.2	1.4	4	20%
Retail Sales as a proportion of consumer expenditure	%	Euromonitor	HU, 2007		33%	3	20%
Ratingergebnis Teilgruppe						4.8	30%
Politische, juristische, steuer- und währungspolitische Rahmenbedingungen							
Politische Stabilität, Korruption	Index von 0 (ausgeprägte) bis 10 (keine Korruption)	Transparency International	HU, 2007	5.3	6	6	33%
Eigentumsrecht, Vertrags- und Rechtssicherheit	Registering Property	Doing Business	HU, 2007	4	6	3	33%
Restriktionen auf den Immobilienerwerb durch Ausländer	Starting a Business (Zahl der Prozeduren)	Doing Business	HU, 2007	6	7	4	33%
Ratingergebnis Teilgruppe						4.3	10%
Immobilienmarkt: Retail							
Miete für Geschäftsflächen	Nettokaltmiete	Broker	HU, 2007	1800	2162	6	20%
Global Real Estate Transparency Index	pro Jahr	JLL	HU, 2007	2.5	1.75	7	30%
Rendite	pro Jahr	Broker	HU, 2007	5.75	4.5	4	30%
Marktphase	Einkaufszentrendichte	JLL	HU, 2007	125	176	3	20%
Ratingergebnis Teilgruppe						5.1	20%
RATINGERGEBNIS				Land	Jahr		5.8
Gewichtetes Mittel							

Anhang D: Ratingergebnisse Slowakei 2007

Kriterium	Indikator	Quelle	Land	Wert	EU-avg	Rating	Gewichtung
						1 = exzellent; 10 = katastrophal	
Soziodemographische Entwicklung							SK, 2007
Einwohneranzahl	IST Angaben	IMF	SK, 2007	5.461	26,595	8	10%
Einwohnerentwicklung	5-Jahres Wachstum	IMF	SK, 2007	0.2	1.0	6	30%
BIP je Einwohner	IST Angaben	IMF	SK, 2007	20,268	32,903	7.5	30%
Arbeitslosigkeit	IST Angaben für das Jahr	IMF	SK, 2007	8.4	6.1	8	30%
Ratingergebnis Teilgruppe						7.3	40%
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung							
Wirtschaftswachstum	5-Jahres Wachstum	IMF	SK, 2007	7.1	2.0	2	20%
Inflation	5-Jahres Durchschnitt	IMF	SK, 2007	5.0	2.1	7	20%
Haushaltssaldo	IST-Angaben	IMF	SK, 2007	-5.4	0.2	8	10%
Konsumentenvertrauen	5-Jahresdurchschnitt	Eurostat	SK, 2007	-16.8	-11.2	6	10%
Einzelhandelsumsatz	5J Wachstumsrate	Eurostat	SK, 2007	7.7	1.4	2	20%
Retail Sales as a proportion of consumer expenditure	%	Euromonitor	SK, 2007	38	33%	4	20%
Ratingergebnis Teilgruppe						3.8	30%
Politische, juristische, steuer- und währungspolitische Rahmenbedingungen							
Politische Stabilität, Korruption	Index von 0 (ausgeprägte) bis 10 (keine Korruption)	Transparency International	SK, 2007	4.9	6	6.5	33%
Eigentumsrecht, Vertrags- und Rechtssicherheit	Registering Property	Doing Business	SK, 2007	3	6	3	33%
Restriktionen auf den Immobilienerwerb durch Ausländer	Starting a Business (Zahl der Prozeduren)	Doing Business	SK, 2007	9	7	7	33%
Ratingergebnis Teilgruppe						5.5	10%
Immobilienmarkt: Retail							
Miete für Geschäftsflächen	Nettokaltmiete	Broker	SK, 2007		2162	8	20%
Global Real Estate Transparency Index	pro Jahr	JLL	SK, 2007	2.7	1.75	7.5	30%
Rendite	pro Jahr	Broker	SK, 2007	5.75	4.5	4	30%
Marktphase	Einkaufszentrendichte	JLL	SK, 2007	70	176	2	20%
Ratingergebnis Teilgruppe						5.5	20%
RATINGERGEBNIS				Land	Jahr		5.7
							Gewichtetes Mittel

Anhang E: Ratingergebnisse Österreich 2007

Kriterium	Indikator	Quelle	Land	Wert	EU-avg	Rating	Gewichtung
						1 = exzellent; 10 = katastrophal	
Soziodemographische Entwicklung							
Einwohneranzahl	IST Angaben	IMF	AT, 2007	8,277	26,595	7	10%
Einwohnerentwicklung	5Jahres Wachstum	IMF	AT, 2007	2	1.0	3	30%
BIP je Einwohner	IST Angaben	IMF	AT, 2007	38,181	32,903	3	30%
Arbeitslosigkeit	IST Angaben für das Jahr	IMF	AT, 2007	4.4	6.1	3	30%
Ratingergebnis Teilgruppe						3.4	40%
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung							
Wirtschaftswachstum	5-Jahres Wachstum	IMF	AT, 2007	2.5	2.0	5	20%
Inflation	5-Jahres Durchschnitt	IMF	AT, 2007	1.8	2.1	5	20%
Haushaltssaldo	IST-Angaben	IMF	AT, 2007	3.2	0.2	3	10%
Konsumentenvertrauen	5-Jahresdurchschnitt	Eurostat	AT, 2007	2	-11.2	3	10%
Einzelhandelsumsatz	5J Wachstumsrate	Eurostat	AT, 2007	1.5	1.4	5	20%
Retail Sales as a proportion of consumer expenditure	%	Euromonitor	AT, 2007	35		5	20%
Ratingergebnis Teilgruppe						3.8	30%
Politische, juristische, steuer- und währungspolitische Rahmenbedingungen							
Politische Stabilität, Korruption	Index von 0 (ausgeprägte) bis 10 (keine Korruption)	Transparency International	AT, 2007	8.1	6	2	33%
Eigentumsrecht, Vertrags- und Rechtssicherheit	Registering Property	Doing Business	AT, 2007	3	6	3	33%
Restriktionen auf den Immobilienerwerb durch Ausländer	Starting a Business (Zahl der Prozeduren)	Doing Business	AT, 2007	8	7	5	33%
Ratingergebnis Teilgruppe						3.3	10%
Immobilienmarkt: Retail							
Miete für Geschäftsflächen	Nettokaltmiete	Broker	AT, 2007		2162	5	20%
Global Real Estate Transparency Index 2008	pro Jahr	JLL	AT, 2007	1.72	1.75	5	30%
Rendite	pro Jahr	Broker	AT, 2007	4.75	4.5	5	30%
Marktphase	Einkaufszentrendichte	JLL	AT, 2007	250	176	7	20%
Ratingergebnis Teilgruppe						5.4	20%
RATINGERGEBNIS				Land	Jahr		3.9
							Gewichtetes Mittel

Anhang F: Ratingergebnisse Deutschland 2007

Kriterium	Indikator	Quelle	Land	Wert	EU-avg	Rating	Gewichtung
						1 = exzellent; 10 = katastrophal	
Soziodemographische Entwicklung						DE, 2007	
Einwohneranzahl	IST Angaben	IMF	PL, 2007	82.2	26,595	2	10%
Einwohnerentwicklung	5Jahres Wachstum	IMF	PL, 2007	-0.4	1.0	7	30%
BIP je Einwohner	IST Angaben	IMF	PL, 2007	34,212	32,903	4	30%
Arbeitslosigkeit	IST Angaben für das Jahr	IMF	PL, 2007	8.3	6.1	9	30%
Ratingergebnis Teilgruppe						6.2	40%
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung							
Wirtschaftswachstum	5-Jahres Wachstum	IMF	PL, 2007	1.4	2.0	6	20%
Inflation	5-Jahres Durchschnitt	IMF	PL, 2007	1.8	2.1	5	20%
Haushaltssaldo	IST-Angaben	IMF	PL, 2007	7.6	0.2	2	10%
Konsumentenvertrauen	5-Jahresdurchschnitt	Eurostat	PL, 2007	-9.9	-11.2	4	10%
Einzelhandelsumsatz	5J Wachstumsrate	Eurostat	PL, 2007	0.4	1.4	7	20%
Retail Sales as a proportion of consumer expenditure	%	Euromonitor	PL, 2007		33%	5	20%
Ratingergebnis Teilgruppe						4.4	30%
Politische, juristische, steuer- und währungspolitische Rahmenbedingungen							
Politische Stabilität, Korruption	Index von 0 (ausgeprägte) bis 10 (keine Korruption)	Transparency International	PL, 2007	7.8	6	2	33%
Eigentumsrecht, Vertrags- und Rechtssicherheit	Registering Property	Doing Business	PL, 2007	4	6	3	33%
Restriktionen auf den Immobilienerwerb durch Ausländer	Starting a Business (Zahl der Prozeduren)	Doing Business	PL, 2007	9	7	6	33%
Ratingergebnis Teilgruppe						3.7	10%
Immobilienmarkt: Retail							
Miete für Geschäftsflächen	Nettokaltmiete	Broker	PL, 2007	2460	2162	4	20%
Global Real Estate Transparency Index	pro Jahr	JLL	PL, 2007	1.58	1.75	3	30%
Rendite	pro Jahr	Broker	PL, 2007	4.75	4.5	5	30%
Marktphase	Einkaufszentrendichte	JLL	PL, 2007	120	176	5	20%
Ratingergebnis Teilgruppe						4.2	20%
RATINGERGEBNIS				Land	Jahr		5.0
						Gewichtetes Mittel	

Literaturverzeichnis

- AKBAR, Y. H., H. ELMS & T.S. DHAKAR: *Foreign Direct Investment, Stock Exchange Development and Economic Growth in Central and Eastern Europe*. In: *Emerging European Financial Markets*, 1. ed. 2006, S. 461 ff, Amsterdam, 2006.
- BERMAN, B. & J.R. EVANS: *Retail Management: a strategic approach*. Upper Saddle River (NJ): Pearson Prentice Hall, 2007.
- BLOMSTRÖM, M., A. KOKKO & M. ZEJAN: *Foreign Direct Investment: firm and host country strategies*. London: MacMillan Press Ltd, 2000.
- BÖHM, H. & M. FUNKE: *Optimal Investment Strategies under demand and tax policy uncertainty*. Munich: CES, 2000.
- BOOKER, R.: *Wachstumsmärkte in Osteuropa: Strategien für langfristigen Erfolg in den neuen EU-Ländern*. Heidelberg: Redline Wirtschaft, 2007.
- BUCKLEY, P & M. CASSON: *The Future of the Multinational Enterprise*. London: Macmillan, 1976.
- CAVES, R. E.: *International Corporations: The Industrial Economics of Foreign Investments*. In: *Economica*, vol. 38, S. 1-27, 1971.
- CAVES, R.E.: *Multinational Enterprise and Economic Analysis*. New York: Cambridge University Press, 1996.
- COASE, R. H. (1937): *The Nature of the Firm*. In: *Economica*, vol. 4, S. 386-405.
- DAMODARAN, A.: *Investment philosophies*. Hoboken (NJ): Wiley, 2003.
- DOKOUPIL, J. & J. MAIER (Hrsg.): *Einzelhandels-Großprojekte und Wirtschafts-Geografie*. Bayreuth: Universität Bayreuth Lehrstuhl Wirtschaftsgeographie und Regionalplanung, 2001.
- GARB, Y. & T. DYBICZ: *The retail revolution in post-socialistic Central Europe and its lessons: The urban mosaic of post-socialist Europe*. In: *The urban mosaic of post-socialist Europe*, S. 231 ff. Heidelberg, 2006.
- HAMETER, J.: *Einkaufszentren am Ortsrand: Ein Beitrag zur Kostenwahrheit*. Wien: Dipl. Arb., 2004.
- HYMER, S.: *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*. PhD dissertation, 1960. Cambridge, Mass: MIT Press, 1976.
- KINDLEBERGER, C.P.: *American Business Abroad: Six Lectures on Direct Investment*. New Haven, Conn.: Yale University Press, 1969.
- KOPF, H.: *Rechtsfragen bei der Ansiedlung von Einzelhandelsgroßprojekten*. Berlin: Duncker und Humblot, 2002.
- LAMBERT, J.: *One Step Closer to a Pan-European Shopping Centre Standard – Illustrating the new framework with examples*. In: *Research Review*, vol. 13, no. 2, 2006.

- LANDESMANN, M. & R. RÖMISCH: *Economic Growth, regional disparities and employment in the EU-27*. Wien: Verein "Wiener Inst. Für Int. Wirtschaftsvergleiche", 2006.
- MAITLAND-SMITH, J.: *Value Indices of commercial real estate: a Markow switching process?* Reading: University of Reading, 1996.
- MARKOWITZ, H.M.: *Individual vs Institutional Investing*. In: *Financial Services Review*, 1 (1): 1-8, 1991.
- McMANUS, J.C.: *The Theory of the International Firm*. In: PAUGUET, G. (Hrsg.): *The Multinational Firm and the Nation State*. Don Mills, Ontario: Collier-Macmillan, S. 66-93.
- NACHREINER, A.: *Verbrauchermärkte in der Städtebaulichen Ordnung*. München: Univ. Diss., 1986.
- PIKE, R. & B. NEALE: *Corporate finance and investment: decisions and strategies*. Harlow: Financial Times Prentice Hall, 2003.
- ROULAC, S.E.: *Implications of Individual vs Institutional Real Estate Investing Strategies*. In: Schwartz, Jr. A.L./ Kapplin, S.D.: *Real Estate Research Issues*, Vol. 2, S. 35-58, 1995.
- SCHADLER, S.: *Growth in the Central and Eastern European countries of the European Union*. Washington: IMF, 2006.
- SCHULTE, K. (Hrsg.): *Immobilienökonomie*, Band 1-4. München, Oldenbourg Verlag, 2008.
- WELLNER, K.: *Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems*. In: PELZL, W. (Hrsg.): *Reihe Immobilienmanagement*, Band 3, Norderstedt, 2003.