

# WIRTSCHAFTSUNIVERSITÄT WIEN

## DIPLOMARBEIT

**Titel der Diplomarbeit:**

Österreichische Immobilien-Aktiengesellschaften als Direktinvestoren in Mittel- und Osteuropa

**Verfasserin/Verfasser:** Rola BARBAR

**Matrikel-Nr.:** 0000179

**Studienrichtung:** IBW

**Beurteilerin/Beurteiler:** o. Univ. Prof. MMag. Dr. Reinhard Moser

Ich versichere:

dass ich die Diplomarbeit selbstständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfe bedient habe.

dass ich dieses Diplomarbeitsthema bisher weder im In- noch im Ausland (einer Beurteilerin/ einem Beurteiler zur Begutachtung) in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.

dass diese Arbeit mit der vom Begutachter beurteilten Arbeit übereinstimmt.

\_\_\_\_\_  
Datum

\_\_\_\_\_  
Unterschrift

**ÖSTERREICHISCHE IMMOBILIEN-  
AKTIENGESELLSCHAFTEN ALS  
DIREKTINVESTOREN IN MITTEL-  
UND OSTEUROPA**

# INHALTSVERZEICHNIS

<b>ABBILDUNGSVERZEICHNIS.....</b>	<b>IV</b>
<b>TABELLENVERZEICHNIS .....</b>	<b>VI</b>
<b>1 EINLEITUNG.....</b>	<b>1</b>
1.1 <i>Problemstellung.....</i>	<i>1</i>
1.2 <i>Ziel der Arbeit.....</i>	<i>2</i>
1.3 <i>Aufbau der Arbeit .....</i>	<i>2</i>
<b>2 GRUNDLAGEN DER IMMOBILIENWIRTSCHAFT .....</b>	<b>4</b>
2.1 <i>Definition „Immobilie“.....</i>	<i>4</i>
2.2 <i>Charakteristika der Immobilie als Wirtschaftsgut.....</i>	<i>5</i>
2.3 <i>Immobilienarten.....</i>	<i>6</i>
2.4 <i>Immobilienbewertung .....</i>	<i>8</i>
2.4.1 <i>Zweck der Bewertung .....</i>	<i>8</i>
2.4.2 <i>Bewertungskriterien .....</i>	<i>9</i>
2.4.2.1 <i>Lage.....</i>	<i>9</i>
2.4.2.2 <i>Substanz.....</i>	<i>10</i>
2.4.2.3 <i>Ertrag .....</i>	<i>10</i>
2.4.2.4 <i>Rendite.....</i>	<i>11</i>
<b>3 DIE IMMOBILIE ALS KAPITALANLAGE.....</b>	<b>12</b>
3.1 <i>Gründe für Immobilieninvestments.....</i>	<i>12</i>
3.2 <i>Direkte und indirekte Anlageformen .....</i>	<i>12</i>
3.3 <i>Immobilienfonds .....</i>	<i>14</i>
3.3.1 <i>Begriffsabgrenzung .....</i>	<i>14</i>
3.3.2 <i>Rechtlicher Rahmen.....</i>	<i>14</i>
3.3.3 <i>Offene Immobilienfonds .....</i>	<i>18</i>
3.3.4 <i>Geschlossene Immobilienfonds .....</i>	<i>21</i>
3.4 <i>Immobilienengesellschaften.....</i>	<i>25</i>
3.4.1 <i>Begriffsabgrenzung und rechtlicher Rahmen .....</i>	<i>25</i>
3.4.2 <i>Geschäftsfelder von Immobilien-Aktiengesellschaften .....</i>	<i>26</i>

3.4.3	Immobilienaktien im Vergleich mit Immobilienfonds.....	28
3.4.4	Anbieterstruktur – Immobilien-Aktiengesellschaften in Österreich .....	34
3.4.5	Indizes für Immobiliengesellschaften .....	37
3.5	<i>Exkurs: Real Estate Investment Trusts (REITs)</i> .....	44
3.6	<i>Steuerliche Behandlung der indirekten Immobilienveranlagung</i> .....	45
3.6.1	Offene Immobilienfonds .....	45
3.6.2	Geschlossene Immobilienfonds .....	47
3.6.3	Immobilienaktie .....	47
3.7	<i>Zusammenfassung</i> .....	48
<b>4</b>	<b>DER MITTEL- UND OSTEuropÄISCHE IMMOBILIENMARKT .....</b>	<b>50</b>
4.1	<i>Einleitung</i> .....	50
4.1.1	Geographische Abgrenzung.....	50
4.1.2	Wachstumsmarkt „Mittel- und Osteuropa“ .....	52
4.2	<i>Marktanalyse</i> .....	54
4.2.1	Fokussierung auf Büroimmobilien .....	54
4.2.2	Büroflächenbestand .....	56
4.2.3	Neuvermietung und Leerstand .....	56
4.2.4	Spitzenmiete .....	58
4.2.5	Risiko-Rendite-Profil .....	60
4.3	<i>Ranking der MOE-Büroimmobilienmärkte</i> .....	61
4.4	<i>Zwischenresümee und Ausblick</i> .....	62
<b>5</b>	<b>ÖSTERREICHISCHE DIREKTINVESTITIONEN IN MOE UNTER BESON- DERER BERÜCKSICHTIGUNG DER IMMOBILIENVERANLAGUNG .....</b>	<b>65</b>
5.1	<i>Grundlagen ausländischer Direktinvestitionen</i> .....	65
5.1.1	Definition .....	65
5.1.2	Gestaltungsformen von ausländischen Direktinvestitionen .....	68
5.1.2.1	Joint Venture.....	69
5.1.2.2	100 % Tochter.....	70
5.1.2.3	Gegenüberstellung.....	71
5.2	<i>Ausländische Direktinvestitionen in MOE</i> .....	74
5.2.1	Österreichische DI in MOE.....	75

---

5.2.1.1	DI-Flüsse.....	76
5.2.1.2	DI-Bestände.....	77
5.2.1.3	Branchenstruktur.....	79
5.2.1.4	Beschäftigungsentwicklung.....	79
5.2.2	Österreichische DI in den MOE-Immobilien Sektor.....	81
5.2.2.1	Methodik.....	81
5.2.2.2	DI-Flüsse.....	82
5.2.2.3	Aggregation der DI-Flüsse für den Zeitraum 1998 bis 1. HJ 2005.....	84
5.2.2.4	Aggregation der österreichischen DI-Flüsse von 1998 bis 1. HJ 2005 nach Ländern und Immobilienarten.....	85
5.2.3	Die Immobilienveranlagung als Anteil österreichischer DI in MOE.....	88
5.3	<i>Zusammenfassung</i> .....	90
<b>6</b>	<b>INVESTITIONSVERHALTEN ÖSTERREICHISCHER IMMOBILIEN- AKTIENGESELLSCHAFTEN IM VERGLEICH.....</b>	<b>92</b>
6.1	<i>Meinl European Land Limited</i> .....	93
6.1.1	Unternehmensportrait.....	93
6.1.2	Immobilienportfolio.....	94
6.2	<i>CA Immobilien Anlagen AG</i> .....	97
6.2.1	Unternehmensportrait.....	97
6.2.2	Immobilienportfolio.....	98
6.3	<i>conwert Immobilien Invest AG</i> .....	100
6.3.1	Unternehmensportrait.....	100
6.3.2	Immobilienportfolio.....	102
6.4	<i>Kennzahlenanalyse</i> .....	103
6.4.1	Unternehmens- und Börsenkennzahlen.....	103
6.4.2	Portfoliokennzahlen.....	106
6.4.3	Rentabilitätskennzahlen.....	107
6.5	<i>Zusammenfassung</i> .....	110
<b>7</b>	<b>CONCLUSIO.....</b>	<b>113</b>
	<b>LITERATURVERZEICHNIS.....</b>	<b>117</b>
	<b>ANHANG.....</b>	<b>128</b>

## ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1: Aufbau der Arbeit.....	3
Abbildung 2: Differenzierung nach Immobilienart.....	7
Abbildung 3: Möglichkeiten der Bewertung von Immobilien .....	8
Abbildung 4: Formen der Immobilienveranlagung .....	13
Abbildung 5: Struktur des Immobilienfondsgeschäfts.....	16
Abbildung 6: Entwicklung des Gesamtvolumens heimischer offener Immobilienfonds (in Mio. €) .....	21
Abbildung 7: Immobiliengesellschaften als indirekte Immobilienveranlagung .....	25
Abbildung 8: Immobilienaktien im Anlagespektrum (1998-2003).....	33
Abbildung 9: Börsenkapitalisierung österreichischer Immobilien- Aktiengesellschaften (Nov. 2005) .....	35
Abbildung 10: Zusammensetzung der Immobilienportfolios nach Region (Mai 2005) .....	36
Abbildung 11: Relative Performance IATX vs. ATX (1999-2003) .....	39
Abbildung 12: IATX-Zusammensetzung (Nov. 2005) .....	40
Abbildung 13: Zusammensetzung GPR 250 Europe (November 2005) .....	42
Abbildung 14: Mittel- und osteuropäische Länder .....	51
Abbildung 15: Wirtschaftswachstum europäischer Staaten (Q1/2005).....	52
Abbildung 16: Büroflächenbestand 2000-2004, Prognose 2005/06 .....	56
Abbildung 17: Entwicklung der Neuvermietungsleistung 2000-2004.....	57
Abbildung 18: Indexierte Mietentwicklung Europa - Westeuropa - Osteuropa .....	59
Abbildung 19: Risiko-Rendite-Profil weltweiter Büromärkte (1998-2005) .....	60
Abbildung 20: Klassifikation der Markteintrittsstrategien .....	67
Abbildung 21: Gestaltungsalternativen bei ausländischen Direktinvestitionen .....	69
Abbildung 22: Österreichs aktive DI-Flüsse nach Zielregionen (1992-2004).....	76
Abbildung 23: Österreichischer Marktanteil an den DI-Beständen in MOE (1991-2004) .....	78
Abbildung 24: Entwicklung der DI-Flüsse von 1998 bis 2004 .....	82
Abbildung 25: DI-Flüsse nach Investornationalität (2004) .....	83
Abbildung 26: aggregierte DI-Flüsse von 1998 bis H1 2005 nach Investornationalität.....	84

---

Abbildung 27: aggregierte österreichische DI-Flüsse nach Empfängerland (1998 bis 3Q/2005).....	86
Abbildung 28: aggregierte österreichische DI-Flüsse nach Zielobjekt (1998 bis 3Q/2005).....	87
Abbildung 29: Kursentwicklung MEL-Aktie in € (Dez. 02 bis Dez. 05).....	94
Abbildung 30: Regionalgliederung des Immobilienportfolios von MEL (HJ 2005) ...	95
Abbildung 31: Kursentwicklung CA Immo AG in € (2001 bis 2005).....	98
Abbildung 32: Gesamtnutzfläche nach Nutzungsart (November 2005).....	99
Abbildung 33: Kursentwicklung der conwert Immobilien Invest AG in € (2003-2005).....	101
Abbildung 34: Regionalgliederung des Immobilienportfolios der conwert AG (Q3/2005) .....	102

## TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1: Immobilienfonds in Österreich (Nov. 2005).....	20
Tabelle 2: Die Immobilienaktie im Vergleich zum Immobilienfonds .....	29
Tabelle 3: Österr. Immobilien-Aktiengesellschaften im GPR 250 bzw. GPR 250 Europe Index (11/05) .....	43
Tabelle 4: Definitionen des Terminus „ausländische Direktinvestition“ .....	66
Tabelle 5: Merkmale ausländischer Direkt- und Portfolioinvestitionen.....	68
Tabelle 6: Vor- und Nachteile der Tochtergesellschaft .....	71
Tabelle 7: Wahl zwischen Aufkauf und Neugründung .....	72
Tabelle 8: Österreichs Direktinvestitionen 2003/2004 .....	80
Tabelle 9: Österreichs Direktinvestitionen in MOE 2004/05 .....	89
Tabelle 10: Unternehmens- und Börsekennzahlen im Vergleich (2004/05).....	104
Tabelle 11: Portfoliokennzahlen im Vergleich (2004/05) .....	106
Tabelle 12: Rentabilitätskennzahlen im Vergleich (2004).....	108
Tabelle 13: Synopse (MEL – CA Immo AG – conwert AG) .....	111



# 1 EINLEITUNG

## 1.1 Problemstellung

Seit Mitte der 90er Jahre haben sich die Direktinvestitionsströme in mittel- und osteuropäische Länder (MOEL) sehr dynamisch entwickelt, wobei dies vor allem auf das im EU-Vergleich hohe Wachstumspotential zurückzuführen ist. Neben Deutschland, den Niederlanden, den USA und Frankreich haben auch Unternehmen aus Österreich die Expansionschancen erkannt und zählen mittlerweile zu den Hauptinvestoren.<sup>1</sup>

Neben dem gesamten Dienstleistungssektor blieb auch der MOE-Immobilienmarkt vom Boom der Direktinvestitionen nicht unberührt. Veraltete Flächen aus zentralwirtschaftlicher Zeit locken vermehrt österreichische Immobilien-Aktiengesellschaften an, die von dem im Vergleich zu Westeuropa hohen Renditeniveau profitieren wollen. Rege Nachfrage besteht vor allem nach modernen Bürogebäuden, die internationalen Gesellschaften als Geschäftsräume dienen sollen. Aber auch internationale Einzelhandelsketten suchen nach geeigneten Niederlassungen in den CEE<sup>2</sup>-Metropolen und geben Anlass für die Errichtung von Shopping Centers im zeitgemäßen Stil. Von diesem hohen Wachstumspotential angeregt, sind in Österreich in jüngster Zeit Immobilien-Aktiengesellschaften gegründet worden, die zu 100 % in MOE-Immobilien investieren. Diese Entwicklung wirft die Frage auf, wie rentabel sich ihre Investitionstätigkeiten erweisen, vor allem im Vergleich zu Unternehmen, die ihr Kapital gänzlich in Österreich bzw. sowohl in Österreich als auch in MOE anlegen.

Der rasante Anstieg an Direktinvestitionen in die MOE-Immobilienlandschaft lässt nicht nur überdurchschnittliche Ertragschancen für die Immobilien-Aktiengesellschaften erwarten – die dort höheren Renditen sind auch Auslöser für die äußerst positive Performance österreichischer Immobilienwertpapiere. Demnach kann zwischen der Entwicklung der Direktinvestitionen und jener des Immobilien-ATX eine Parallele gelegt werden.

---

<sup>1</sup> Vgl. Manager Magazin, 2003, S. 7, URL: [http://www.whu.edu/mikro/html/news/mmstudie\\_teil1.pdf](http://www.whu.edu/mikro/html/news/mmstudie_teil1.pdf), Zugriff am 18. Nov. 2005

<sup>2</sup> Central East European (übersetzt: mittel- und osteuropäisch)

## **1.2 Ziel der Arbeit**

Im Rahmen dieser Arbeit wird untersucht, ob Direktinvestitionen in den mittel- und osteuropäischen Immobilienmarkt höhere Renditen erwarten lassen als Investitionen in den heimischen Markt. Die Möglichkeit der Diversifikation – Immobilienveranlagung sowohl in MOEL als auch in Österreich – wird ebenso durchleuchtet. Die Hypothese, die es letztendlich zu überprüfen gilt, ist, dass österreichische Immobilien-Aktiengesellschaften, die ihren Schwerpunkt ausschließlich auf den CEE-Immobilienmarkt setzen, gegenwärtig höhere Renditen erzielen. Um diese Aufgabenstellung mit empirischen Daten lösen zu können, werden drei österreichische Immobilien-Aktiengesellschaften mit unterschiedlicher regionaler Ausrichtung der Investitionstätigkeit herangezogen und verglichen.

Mit Hilfe einschlägiger Berichte und Studien soll in weiterer Linie hinterfragt werden, wie lange der „Osteuropa-Boom“ hinsichtlich Immobilieninvestments anhalten bzw. in welche Richtung er sich zukünftig regional betrachtet verlagern wird.

## **1.3 Aufbau der Arbeit**

Die vorliegende Arbeit liefert zu Beginn eine literaturgestützte Einführung in die Thematik der Immobilien, indem zunächst die Grundlagen der Immobilienwirtschaft im zweiten Kapitel behandelt werden. Nach einer Begriffsabgrenzung und Auflistung einiger Besonderheiten werden Immobilienarten sowie Ansätze der Immobilienbewertung vorgestellt. Die Arbeit setzt sodann im Rahmen des dritten Kapitels mit dem Gegenstand der Immobilie als Kapitalanlage fort, wo vor allem verschiedene Anlageformen behandelt werden.

Der vierte Abschnitt ist dem mittel- und osteuropäischen Immobilienmarkt gewidmet, da dieser den geographischen Schwerpunkt der Arbeit darstellt. Im Rahmen einer Marktanalyse werden einige relevante Indikatoren (Spitzenmiete, Risiko-Rendite-Profil, Leerstandsquote, etc.) herangezogen, um die derzeitige Marktsituation zu beschreiben. Diese Schilderung ermöglicht anschließend, eine Aussage über die Attraktivität dieses Marktes sowie über seine zukünftige Entwicklung zu treffen.

Das fünfte Kapitel erweitert die Arbeit um eine dritte, wesentliche Komponente, nämlich jene der ausländischen Direktinvestitionen bzw. „Foreign Direct Investments“ (FDIs). Der Fokus liegt hierbei auf das Ausmaß österreichischer Direktinvestitionen in die MOE-Immobilienlandschaft, das jenem der Gesamt-FDIs Österreichs in den gesamten MOE-Raum gegenübergestellt wird. Ziel hierbei ist, eine Relation zwischen den beiden Zeitreihen zu erstellen und damit aufzuzeigen, welche Rolle Immobilien in der Branchenstruktur österreichischer DI-Tätigkeiten spielen. Bei diesem Abschnitt stehen demnach volkswirtschaftliche Aspekte im Vordergrund.

Den Abschluss der Arbeit stellt das sechste und letzte Kapitel dar, welches auf empirischen Daten beruht. Drei österreichische Immobilien-Aktiengesellschaften (Meinl European Land, CA Immobilien Anlagen AG, conwert Immobilien Invest AG) stehen im Mittelpunkt, die allesamt im Rahmen einer Unternehmensbeschreibung vorgestellt werden. Besonderes Augenmerk liegt hierbei auf die Profitabilität, die mit Hilfe der jeweils erzielten Rendite gemessen und verglichen wird.

Abbildung 1 dient abschließend dazu, den Ablauf der Arbeit auch visuell darzustellen. Dabei wird ersichtlich, dass die drei Komponenten Immobilienwirtschaft, mittel- und osteuropäischer Immobilienmarkt sowie ausländische Direktinvestitionen im sechsten Kapitel mit Hilfe empirischer Daten verknüpft werden:

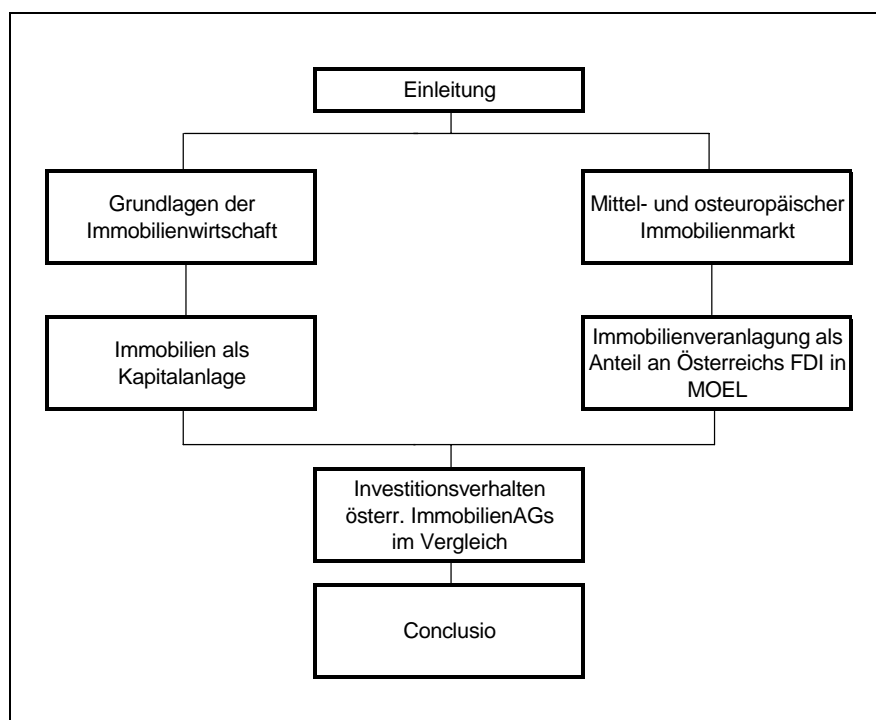


Abbildung 1: Aufbau der Arbeit

## 2 GRUNDLAGEN DER IMMOBILIENWIRTSCHAFT

Da Immobilien im Mittelpunkt dieser Arbeit stehen, werden an dieser Stelle die Grundlagen der Immobilienwirtschaft durchleuchtet, um ein Grundverständnis für diese Thematik zu schaffen. Dabei erfolgt anfangs eine Abgrenzung des Begriffs „Immobilie“ sowie eine Charakterisierung der Immobilie als Wirtschaftsgut. Im Anschluss daran wird ein kurzer Überblick über die verschiedenen Immobilienarten gegeben. Schließlich wird die Immobilienbewertung in ihren Grundzügen behandelt.

### 2.1 Definition „Immobilie“

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wird dem Betrachtungsgegenstand der Immobilie eine zentrale Stellung eingeräumt, weshalb auf ihre Bedeutung bzw. begriffliche Definition näher eingegangen wird.

Das Wort „Immobilie“ leitet sich aus dem lateinischen Ausdruck „in-mobilis“ ab, welches zu Deutsch „unbeweglich“ bedeutet.<sup>3</sup> Dieses Merkmal der Unbeweglichkeit ist auch für Termini wie beispielsweise „Grundstücke“, „Gebäude“ oder „Liegenschaften“ charakteristisch, welche im täglichen Sprachgebrauch synonymartig für den Begriff der Immobilie eingesetzt werden.

Was nun die Begriffsabgrenzung anbelangt, so führen unterschiedliche Betrachtungsebenen zu folgenden Auslegungen<sup>4</sup>:

⇒ *Juristischer Immobilienbegriff:*

In gesetzlichen Bestimmungen lässt sich der Ausdruck „Immobilie“ nicht finden, es ist vielmehr das „Grundstück“, das synonymartig verwendet wird. Dieses bezeichnet „... *einen räumlich abgegrenzten Teil der Erdoberfläche bzw. den Grund und Boden, welcher eine wirtschaftliche Einheit bildet, gegebenenfalls inklusive der Gebäude oder den sonstigen Bestandteilen*“<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> Vgl. <http://de.wikipedia.org/wiki/Immobilie>, Zugriff am 30. Juni 2005

<sup>4</sup> Vgl. Schulte et. al., 2000, S. 15ff, ähnlich: Pfnür, 2002, S. 7

<sup>5</sup> Schulte et. al., 2000, S. 15

⇒ *Wirtschaftswissenschaftlicher Immobilienbegriff:*

Die wirtschaftswissenschaftliche Sichtweise definiert den Immobilienbegriff ebenfalls als räumlich abgegrenzten Raum, erweitert ihn jedoch um zwei Komponenten – jene der „Nutzenstiftung des Raumes“ sowie der „zeitlichen Dimension der Nutzung“. Die Immobilie wird als Vermögensgegenstand angesehen, dessen Nutzenstiftung für eine gewisse Zeit einem Dritten überlassen werden kann. Dies geschieht gegen Entgelt, das dem Eigentümer der Immobilie zugute kommt. Aus ökonomischer Sicht betrachtet, ist eine Immobilie demnach ein Konstrukt aus Raum, Kapital und Zeit („Real Estate as Space and Money over Time“).

Im Rahmen dieser Arbeit ist die wirtschaftliche Begriffsbestimmung der Immobilie von Bedeutung, da sie investitionstheoretische Inhalte aufweist.

## **2.2 Charakteristika der Immobilie als Wirtschaftsgut**

Die Immobilie als Wirtschaftsgut zeichnet sich durch folgende Eigenschaften aus, die man in dieser Konstellation bei anderen Produkten selten vorfinden mag:<sup>6</sup>

⇒ *Immobilität:*

Zentrales Merkmal einer Immobilie ist ihre Unbeweglichkeit bzw. Standortgebundenheit, wodurch die Lage einen hohen Stellenwert erlangt. Sie trägt wesentlich zu den Nutzungsmöglichkeiten einer Immobilie bei und stellt ein wichtiges Kriterium bei der Bewertung dar<sup>7</sup>.

⇒ *Heterogenität:*

Immobilien unterscheiden sich sehr stark voneinander. Diese Ungleichheit wird durch die Verschiedenartigkeiten der Immobilien hinsichtlich Wohnungsgröße, Qualität der Ausstattung, vorhandene Infrastruktur u. ä. ausgelöst.

---

<sup>6</sup> Vgl. Georgi, 2002, S. 21ff

<sup>7</sup> Vgl. Seite 8ff

⇒ *Langlebigkeit:*

Die lange Lebensdauer von Immobilien trägt dazu bei, dass der jährliche Neubau den Bestand prozentuell gesehen nicht wesentlich erhöht.

⇒ *mangelnde Substitutionsmöglichkeiten:*

Kaum ein anderes Wirtschaftsgut als die Immobilie kann das Bedürfnis nach Raum erfüllen. Dies bezieht sich nicht nur auf Wohnräume im Sinne eines Haushalts, sondern auch auf Gewerbeflächen. In diesem Zusammenhang spricht man von nicht-monetärer Nutzenstiftung (wohnen bzw. arbeiten) – eine weitere Besonderheit der Immobilie.

⇒ *lange Produktionsdauer:*

Die Fertigstellung einer Immobilie stellt einen langwierigen Prozess dar, der sich über Jahre hinweg erstrecken kann. Dies führt dazu, dass das Immobilienangebot nur sehr träge auf Nachfrageschwankungen reagiert.

Schließlich stechen Immobilien durch hohe Investitions- und Transaktionskosten sowie staatliche Eingriffe in den Bereichen Mietrecht, Steuerrecht, Wohnbauförderung, etc. hervor.

### **2.3 Immobilienarten**

Immobilien können in drei Typen unterteilt werden, wie Abbildung 2 zu entnehmen ist:

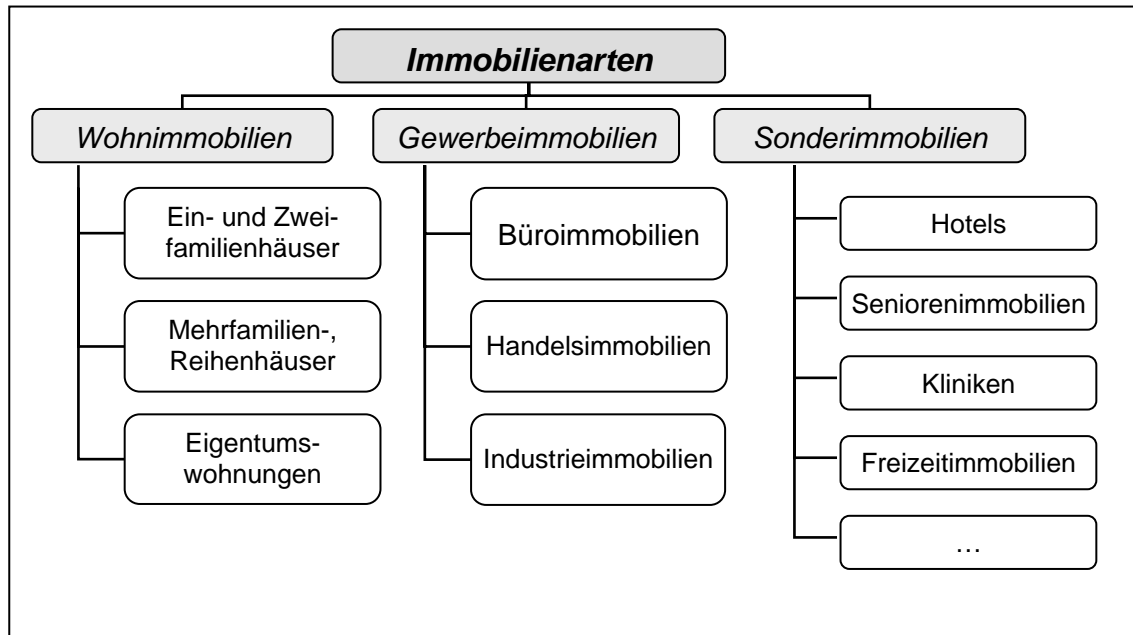


Abbildung 2: Differenzierung nach Immobilienart  
(Quelle: Gondring, 2004, S. 35)

Wie aus Abbildung 2 ersichtlich, kann zwischen Wohn-, Gewerbe- und Sonderimmobilien unterschieden werden, die zwar allesamt das Bedürfnis nach Raum befriedigen, jedoch für unterschiedliche Zwecke.<sup>8</sup>

1. *Wohnimmobilien* zeichnen sich durch ihre Wohnfunktion aus, die der Eigentümer selbst oder sein Mieter in Anspruch nehmen kann. Die Untergliederung in Ein-, Zwei- und Mehrfamilienhäuser basiert auf der Anzahl der Wohneinheiten, wohingegen Eigentumswohnungen aufgrund ihres individuellen wirtschaftlichen und juristischen Charakters einen eigenen Status genießen.
2. *Gewerbeimmobilien* umfassen jene Flächen, die zur Produktion von Gütern und Dienstleistungen genutzt werden. In diese Gruppe fallen auch Gebäude, die dem Vertrieb von Waren dienen. Während der Begriff der Büroimmobilie selbsterklärend ist, ist jener der Handelsimmobilie etwas umfangreicher. Hierzu zählen nämlich u. a. Kaufhäuser, Ladenflächen mit direktem Straßenzugang, Ladenpassagen, Einkaufsgalerien sowie Supermärkte und Shopping Centers<sup>9</sup>. Zur Industrieimmobilie zählen meist relativ große Räume oder Hal-

<sup>8</sup> Vgl. Schulte et. al., 2000, S. 22ff

<sup>9</sup> Der Begriff Shopping Center bzw. Einkaufszentrum definiert sich als eine „*einheitlich geplante und geführte Zentren, die Verkaufs- und Ausstellungsflächen mit den dazugehörigen Verkehrs-, Lager-, Ver- und Entsorgungsflächen für die Bereiche Einzelhandel, Dienstleistungen, Gastronomie und Freizeiteinrichtungen in baulicher Einheit bieten*“ (Funk (Hrsg.), 2003, S. 50).

len – typische Beispiele hierfür sind Fertigungsgebäude, Werkstätten und Lagerhallen.

3. *Sonderimmobilien* erfüllen – wie die Bezeichnung erwarten lässt – einen sehr spezifischen Zweck, der einer bestimmten Nutzergruppe zugute kommt. Die Immobilie stellt für diesen Personenkreis sozusagen eine maßgeschneiderte Lösung dar, weshalb die Möglichkeit einer anderweitigen Verwendung sehr gering ist. Beispiele für Sonderimmobilien sind Hotels, Kinos, Kläranlagen, Seniorenresidenzen sowie Golfplätze.

## 2.4 Immobilienbewertung

Die Immobilienbewertung ist eine sehr umfangreiche Thematik – sie bis ins Detail zu behandeln würde den Rahmen dieser Arbeit sprengen. Aus diesem Grund beschränken sich die folgenden Ausführungen auf den Zweck der Immobilienbewertung sowie auf verschiedene Bewertungskriterien, wodurch ein allgemeiner Überblick über diese Materie verschaffen wird.

### 2.4.1 Zweck der Bewertung

Die Bewertung einer Immobilie kann verschiedene Ziele verfolgen, die je nach dem Grund der Wertermittlung variieren können. Abbildung 3 gibt einen Überblick darüber, welchen Zwecken die Wertermittlung möglicherweise dienen kann und welcher Wert dabei von Bedeutung ist:

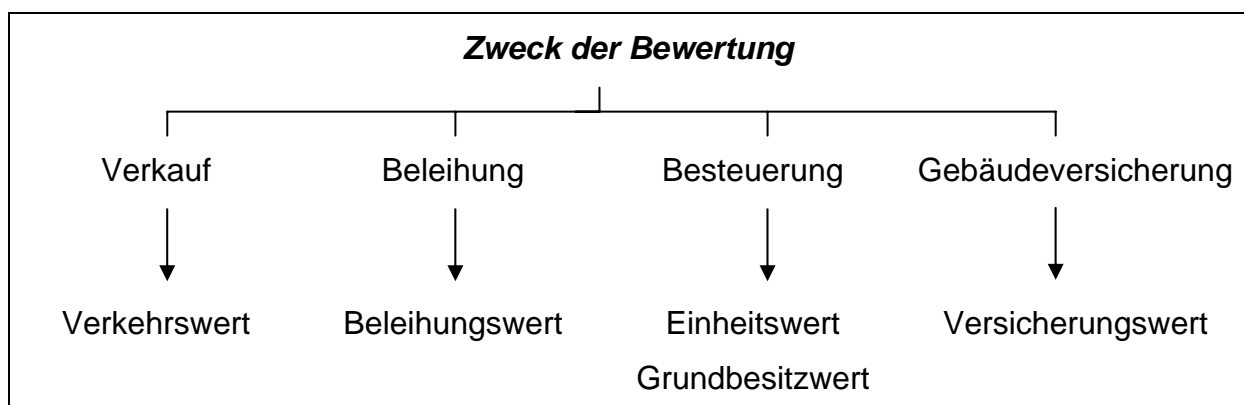


Abbildung 3: Möglichkeiten der Bewertung von Immobilien  
(Quelle: Brauer, 2001c, S. 394)



Steht eine Immobilie frei zum Verkauf, so ist der so genannte Verkehrswert von Interesse. Dieser stellt einen aktuellen stichtagsbezogenen Wert dar und ist jener Preis, „*der im allgemeinen Grundstücksverkehr am wahrscheinlichsten zu erzielen ist*“<sup>10</sup>.

Die Beleihung einer Immobilie findet wiederum im Rahmen der Kreditvergabe statt, bei der die Immobilie dem Kreditgeber als Sicherheit dient. Dabei ist die Nachhaltigkeit des Immobilienwertes für die Bank maßgeblich bei der Entscheidung für oder gegen die Kreditgewährung. Man spricht in diesem Zusammenhang vom Beleihungswert der Immobilie.

Dient die Immobilienbewertung Besteuerungszwecken, so ist der Einheitswert oder der Grundbesitzwert der Immobilie von Bedeutung. Ersterer wird für die Ermittlung der Grundsteuer herangezogen, während der Einheitswert für die Berechnung der Erbschafts- und Schenkungssteuer maßgeblich ist.

Schließlich kann die Immobilienbewertung zum Zwecke der Ermittlung des Versicherungswertes durchgeführt werden. In diesem Fall ist jener Wert zu errechnen, der im Falle der Zerstörung den Wiederherstellungskosten entspricht. Dabei spielen die Baukosten des Gebäudes eine zentrale Rolle.<sup>11</sup>

## **2.4.2 Bewertungskriterien**

Nachdem nun dargelegt wurde, welchen Zwecken die Immobilienbewertung u. a. dienen kann, gilt es, die Frage zu klären, nach welchen Kriterien der Immobilienwert eruiert wird. Als mögliche Faktoren dienen hierbei Lage, Substanz, Ertrag und Rentabilität.

### **2.4.2.1 Lage**

Die Anforderungen an den Standort einer Immobilie hängen wesentlich von deren Art ab. Handelt es sich beispielsweise um eine Wohnimmobilie, so ist es nahe liegend, dass die Nutzer hohen Wert auf eine ruhige Umgebung legen. Im Falle einer Gewer-

---

<sup>10</sup> Thomas/Leopoldsberger/Walbröhl, 2000, S. 386

<sup>11</sup> Vgl. Brauer, 2001c, S. 393ff

beimmobilie sind hingegen Verkehrsanbindung und Parkmöglichkeiten von Bedeutung.<sup>12</sup>

Im Rahmen der Standortanalyse ist zwischen dem Makro- und Mikrostandort zu unterscheiden. Letzterer wird durch das nähere Umfeld der Immobilie bestimmt, hierzu zählen beispielsweise die Anbindung des Grundstücks an öffentliche Verkehrsmittel sowie die Nahversorgungsmöglichkeiten. Auch das Prestige bzw. Image der Lage sind wesentliche Einflussfaktoren bei der Bewertung einer Immobilie. Der Mikrostandort ist Bestandteil des Makrostandorts, der wiederum übergeordnete Strukturen darstellt. Von Bedeutung sind dabei Merkmale wie beispielsweise Migrationstrends, Kaufkraft sowie dominierende Branchen und Beschäftigungszweige.<sup>13</sup>

#### 2.4.2.2 Substanz

Im Mittelpunkt dieses Bewertungskriteriums stehen Bautechnik, Ausstattung und Substanzwert. Hierbei werden eine Reihe an spezifischen Unterlagen herangezogen wie z. B. Baubeschreibung, Wertgutachten über Boden und Gebäude sowie Grundbuch- und Katasterauszüge. Auf Basis dieser Unterlagen wird vom Fachmann eine Substanzanalyse durchgeführt, um die Immobilie hinsichtlich ihrer Substanzerhaltung zu beurteilen.<sup>14</sup>

#### 2.4.2.3 Ertrag

Bezüglich des Ertrages, den eine Immobilie erwirtschaftet, ist zwischen dem Roh- und Reinertrag zu unterscheiden. Der Rohertrag entspricht dem Gesamtentgelt, das der Mieter oder Pächter für die Benützung einer Immobilie entrichtet – etwaige Vergütungen neben der „eigentlichen“ Miete inbegriffen. Inwiefern die Betriebskosten ihre Berücksichtigung finden, hängt von der Vertragsgestaltung ab. Sind sie Bestandteil der Miete, so gelten sie als Anteil des Rohertrages. Erfolgt die Zahlung jedoch zusätzlich zur Miete (in Form einer Umlage), werden die Betriebskosten dem Rohertrag nicht hinzugerechnet.<sup>15</sup>

---

<sup>12</sup> Vgl. Platz, 1993, S. 49

<sup>13</sup> Vgl. Väh/Hoberg, 1998, S. 87ff

<sup>14</sup> Vgl. Platz, 1993, S. 51f

<sup>15</sup> Vgl. Engelbrecht, 1998, S. 43f

Der Reinertrag ist für die Berechnung der Nettorendite einer Immobilie von Bedeutung und lässt sich als Differenz aus Rohertrag und Mietnebenkosten bzw. Umlagen errechnen.<sup>16</sup>

#### 2.4.2.4 Rendite

Die Höhe der Rendite ist ein wichtiges Kriterium für die Entscheidung für oder gegen eine Geldanlage. Zu beachten ist hierbei, dass die Renditehöhe mit steigender Sicherheit der Investition fällt. Im Gegensatz dazu erweist sich die laufende Rendite umso höher, je niedriger das Wertsteigerungspotential ist.<sup>17</sup>

Um nun eine bestimmte Immobilieninvestition mit anderen Kapitalanlagen abwägen zu können, wird die Rendite als Vergleichswert herangezogen. Dabei wird der Reinertrag einer Immobilie ihrer ursprünglichen Investitionssumme – zuzüglich nachträglich aktivierter Herstellungskosten abzüglich Abschreibung – regelmäßig gegenübergestellt.<sup>18</sup> Es wird somit die Nettoverzinsung des eingesetzten Kapitals berechnet.<sup>19</sup>

In der Literatur wird der Begriff der Rendite mit jenem der Rentabilität gleich gesetzt, womit die relative Wirtschaftlichkeit einer Investition ausgedrückt wird.<sup>20</sup> Im Falle einer Immobilienanlage ergibt sich die Rentabilität aus folgenden Faktoren:<sup>21</sup>

- ⇒ Ausschüttung,
- ⇒ steuerlichem Ergebnis und
- ⇒ Immobilienwertentwicklung

---

<sup>16</sup> Vgl. Platz, 1993, S. 71

<sup>17</sup> Vgl. Tiemann, 1998, S. 609

<sup>18</sup>  $r = (\text{jährlicher Reinertrag} \times 100) / \text{Investitionssumme}$  (Platz, 1993, S. 82)

<sup>19</sup> Vgl. Platz, 1993, S. 82

<sup>20</sup> Vgl. Brauer, 2001b, S. 348

<sup>21</sup> Vgl. Tiemann, 1998, S. 610

### **3 DIE IMMOBILIE ALS KAPITALANLAGE**

Nach einer kurzen Einführung, die Gründe für Immobilieninvestments liefert, beschäftigt sich dieses Kapitel ausschließlich mit der indirekten Immobilienveranlagung. Folglich werden Immobilienfonds und Immobilienaktien detailliert behandelt, wobei Immobilienaktien für den weiteren Verlauf der Arbeit von besonderer Bedeutung sind. Auch die steuerliche Behandlung beider Ausprägungsformen wird nicht außer Acht gelassen.

#### **3.1 Gründe für Immobilieninvestments**

Die Veranlagung in Immobilien bietet für Investoren einige Anreize, die in dieser Kombination bei anderen Kapitalanlagen nicht vorkommen. Ein wesentlicher Vorteil stellt zunächst die geringe Korrelation zu Aktien- und Rentenmärkten dar, die eine unabhängige Entwicklung von Immobilieninvestments gewährleistet. Weiters ist in den Mietverträgen in der Regel eine Wertsicherungsklausel enthalten, die im Falle einer Inflation die Anpassung der Mieten vorsieht und folglich wertgesicherte Erträge garantiert. Ein weiterer Grund, der für die Immobilieninvestments spricht, hängt mit dem gegenwärtig niedrigen Zinsniveau von Bondinvestments zusammen, wodurch die Attraktivität der Immobilienveranlagung verhältnismäßig steigt. Schließlich sei auch der Vorteil der Risikostreuung zu erwähnen, der im Falle der Immobilie als Kapitalanlage besonders vorteilhaft ausgeprägt ist. Die Diversifikation des Portfolios kann hierbei beispielsweise nach Lage, Mieter oder Nutzungsart erfolgen.<sup>22</sup>

#### **3.2 Direkte und indirekte Anlageformen**

Die Geldanlage in Immobilien kann verschiedene Ausprägungen annehmen, die sich von der Investition in das selbst bewohnte Eigenheim bis hin zur Spekulation erstrecken können.<sup>23</sup> Grundsätzlich kann die Veranlagung jedoch in direkter bzw. indirekter Form erfolgen, wobei der Erwerb von Immobilien zu Eigen- oder Fremdzwecken (z. B. Seniorenheim, Vermietung der Eigentumswohnung) als Direktanlage bezeichnet wird. Der Beteiligungsbesitz an einer Immobilie ist wiederum als indirekte, in

---

<sup>22</sup> Vgl. Erste Private Banking, 2005, S. 3, URL:

<http://www.sparkasse.at/ssite/files/DYN/erstebank/26157.pdf>, Zugriff am 2. Okt. 2005

<sup>23</sup> Vgl. Knapp, 1989, S. 9

Wertpapieren verbriefte Geldanlage zu verstehen.<sup>24</sup> Abbildung 4 dient zum besseren Verständnis dieser Klassifizierung:

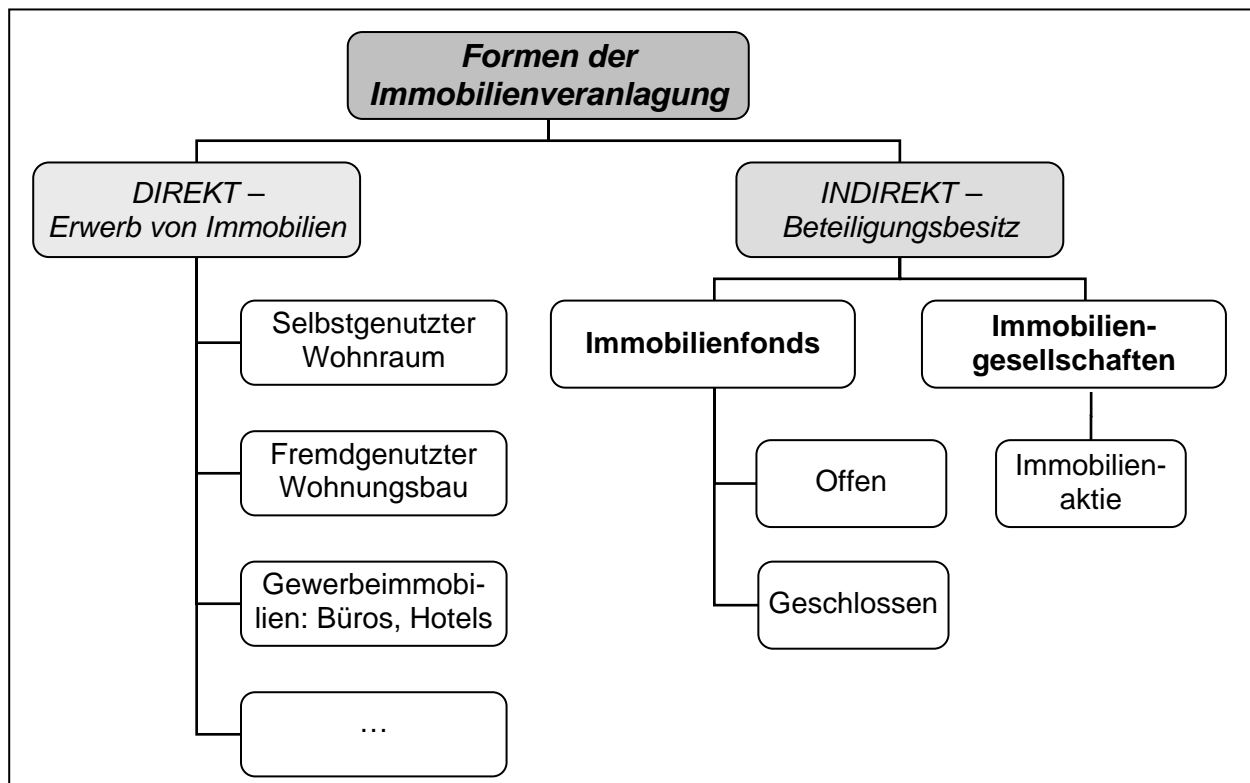


Abbildung 4: Formen der Immobilienveranlagung  
(Quelle: In Anlehnung an Brunner, 1994, S. 14)

Anleger, die sich für die Direktanlage in Immobilien entscheiden, sehen sich in der Regel mit hohen erforderlichen Investitionsbeträgen, geringer Liquidisierbarkeit sowie relativ hohen Erwerbsnebenkosten konfrontiert. Im Gegensatz dazu stellen Immobilienfonds bzw. Immobilienaktien eine Veranlagungsform dar, die die Anpassung an individuelle Anlagebedürfnisse hinsichtlich Investitionssumme und Haltedauer ermöglicht. Hinzu kommt, dass durch den indirekten Erwerb einer Vielzahl an Liegenschaften das Risiko der Investition wesentlich reduziert wird.<sup>25</sup>

Gegenstand der vorliegenden Arbeit ist ausschließlich die indirekte Immobilienveranlagung, die im Folgenden ausführlich behandelt wird.

<sup>24</sup> Vgl. Brunner, 1994, S. 14

<sup>25</sup> Vgl. Hickl, 2003, S. 167

### 3.3 Immobilienfonds

#### 3.3.1 Begriffsabgrenzung

Ein Fonds entspricht einem Kapitalvermögen, das von einer Kapitalanlagegesellschaft<sup>26</sup> (KAG) verwaltet und beispielsweise in Aktien investiert wird. Im Falle eines Immobilienfonds wird das Geld der Fondsanleger in Immobilien veranlagt, d. h. es handelt sich hier um eine Beteiligung an Sachwerten.<sup>27</sup>

Wie aus Abbildung 4 ersichtlich, kann zwischen offenen und geschlossenen Immobilienfonds unterschieden werden. Bevor diese jedoch in ihren Einzelheiten besprochen werden, müssen die wichtigsten rechtlichen Rahmenbedingungen dargelegt werden.

#### 3.3.2 Rechtlicher Rahmen

Im Gegensatz zu Deutschland, wo Immobilienfonds seit 1959 ein beliebtes Investmentvehikel repräsentieren, wurde diese Anlageform erst per 1. Juni 2002 in Österreich zugelassen. Zuvor wurden hierzulande nur Immobilienaktien und Immobilien-genussscheine angeboten, die eine Immobilienveranlagung bereits mit kleineren Geldbeträgen ermöglichen. Den gesetzlichen Rahmen zu Immobilienfonds bildet das Immobilien-Investmentfondsgesetz (ImmoInvFG), das per 1. September 2003 erlassen wurde. Es ist dem Bundesgesetz über Kapitalanlagefonds (Investmentfondsgesetz, 1993) nachgebildet und verfolgt vor allem das Ziel des Anlegerschutzes und der breiten Streuung.<sup>28</sup> Im Bankwesengesetz ist die Verwaltung von Immobilienfonds weiters als Bankgeschäft definiert.<sup>29</sup>

Laut Gesetz ist ein Immobilienfonds *„ein überwiegend aus Vermögenswerten iSd § 21 Immobilien-Investmentfondsgesetz bestehendes Sondervermögen, das in gleiche, in Wertpapieren verkörperte Anteile zerfällt und nach den Bestimmungen des ImmoInvFG gebildet wird“*<sup>30</sup>. Es heißt weiters, *„das Fondsvermögen eines Immobilienfonds steht im Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien, die dieses*

---

<sup>26</sup> Synonym für Investmentgesellschaft (vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber, 2000, S. 37)

<sup>27</sup> Vgl. Klumpe/Nastold, 1997, S. 1

<sup>28</sup> Vgl. Haidinger et. al., 2004, S. 6ff, URL: [www.ba-ca.com](http://www.ba-ca.com), Zugriff am 28. Aug. 2005

<sup>29</sup> Vgl. BWG, 1993, i. d. Fassung BGBl I Nr. 80/2003, § 1 Abs. 1 Ziffer 13a

<sup>30</sup> ImmoInvFG, 2003, § 1 Abs. 1

*treuhändig für die Anteilhaber hält und verwaltet*<sup>31</sup>. Um nun der Komplexität dieser zentralen Bestimmungen ein wenig entgegenzuwirken, werden sie im Folgenden näher erläutert:

### **Sondervermögen der Kapitalanlagegesellschaft**

Ein Immobilienfonds setzt sich aus dem Sondervermögen seiner Anteilsinhaber zusammen. Dieses darf nur von einer Kapitalanlagegesellschaft (KAG) für Immobilien verwaltet werden, die dabei in eigenem Namen für Rechnung der Anleger handelt.<sup>32</sup> Dabei darf eine KAG für Immobilien nur in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft oder Gesellschaft mit beschränkter Haftung betrieben werden.<sup>33</sup>

Die Bezeichnung **Sondervermögen** ist auf die Verpflichtung der Kapitalanlagegesellschaft zurückzuführen, das Fondsvermögen getrennt vom eigenen Vermögen zu verwalten.<sup>34</sup> Das Sondervermögen wird demnach als rechtlich unselbständige Vermögensmasse behandelt, da es dem Sparkapital der Anleger entspricht und deshalb besonderen Schutz verlangt.<sup>35</sup> Dabei darf die KAG das Sondervermögen nur aus Geschäften erwirtschaften, die mit dem Immobilienfondsgeschäft in Zusammenhang stehen.<sup>36</sup>

Das Gesetz schreibt den KAG weiters vor, eine Depotbank zu bestellen. Diese übt eine wesentliche Kontrollfunktion aus und stellt für die Anleger ein wichtiges Schutzinstrument dar.<sup>37</sup> Sie übt dabei u. a. folgende Aufgaben aus:<sup>38</sup>

- ⇒ Ausgabe und Rücknahme der Anteilscheine,
- ⇒ Verwahrung der zu einem Immobilienfonds gehörenden Wertpapiere,
- ⇒ Führung der zu einem Immobilienfonds gehörenden Konten,
- ⇒ laufende Überwachung des Bestandes an Vermögenswerten

---

<sup>31</sup> ImmoInvFG, 2003, § 1 Abs. 2

<sup>32</sup> Vgl. ImmoInvFG, 2003, § 3 Abs. 1

<sup>33</sup> Vgl. ImmoInvFG, 2003, § 2 Abs. 3

<sup>34</sup> Vgl. Haidinger et. al., 2004, S. 12, URL: [www.ba-ca.com](http://www.ba-ca.com), Zugriff am 28. Aug. 2005

<sup>35</sup> Vgl. Kutscher, 1994, S. 128

<sup>36</sup> Vgl. ImmoInvFG, 2003, § 2 Abs. 2

<sup>37</sup> Vgl. Haidinger et. al., 2004, S. 22, URL: [www.ba-ca.com](http://www.ba-ca.com), Zugriff am 28. Aug. 2005

<sup>38</sup> Vgl. ImmoInvFG, 2003, § 35 Abs. 2

Da sowohl Kapitalanlagegesellschaften als auch Depotbanken dem Bankwesengesetz (BWG) unterliegen<sup>39</sup>, haben sie sich – wie Abbildung 5 veranschaulicht – vor denselben Prüf- bzw. Aufsichtsorganen zu verantworten:

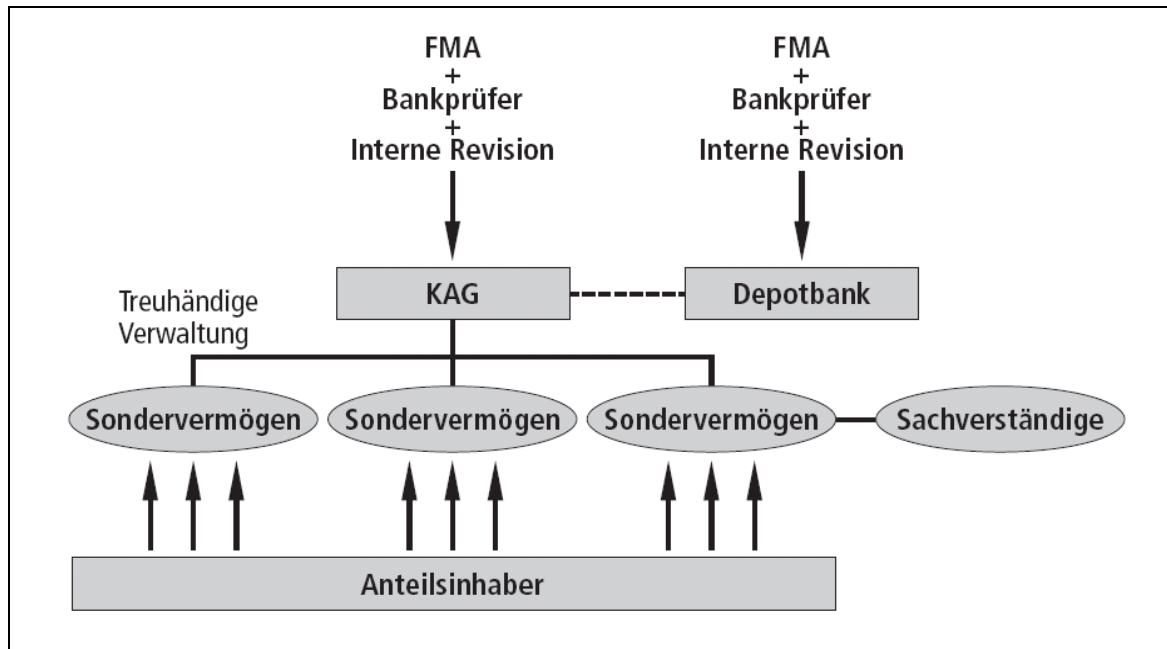


Abbildung 5: Struktur des Immobilienfondsgeschäfts  
(Quelle: Haidinger et. al., 2004, S. 13, URL: [www.ba-ca.com](http://www.ba-ca.com), Zugriff am 28. Aug. 2005)

Abbildung 5 zeigt, dass Depotbanken sowie Kapitalanlagegesellschaften unter der Aufsicht der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), einem Bankprüfer sowie einer internen Revision stehen. Damit hat das Gesetz mehrfache Sicherheit für die Anleger geschaffen. Außerdem wird die Rolle der KAG als treuhändige Verwalterin der Kapitalbeteiligungen ihrer Anleger verdeutlicht. Schließlich ist die Hinzuziehung von mindestens zwei Sachverständigen im Gesetz verankert, die unabhängig voneinander die zum Fonds gehörigen Immobilien jährlich bewerten.<sup>40</sup> Diese Bemessung ist für den Ein- und Ausstieg in den bzw. aus dem Immobilienfonds von Bedeutung.<sup>41</sup>

### Veranlagungsvorschriften

Das ImmoInvFG regelt im Rahmen des Paragraphen 21, in welche Vermögenswerte eine KAG investieren darf. Hierzu zählen u. a. bebaute und unbebaute Grundstücke sowie Baurechte. Dabei können Immobilien innerhalb der EU uneingeschränkt er-

<sup>39</sup> Vgl. Haidinger et. al., 2004, S. 14, URL: [www.ba-ca.com](http://www.ba-ca.com), Zugriff am 28. Aug. 2005

<sup>40</sup> Vgl. ImmoInvFG, 2004, § 29 Abs. 1

<sup>41</sup> Vgl. Heidinger et. al., 2004, S. 221



worben werden – jene außerhalb der EU dürfen 20 % des Wertes des Immobilienfonds nicht überschreiten.<sup>42</sup> Als *nicht* zulässige Vermögenswerte gelten wiederum Anteile an anderen Immobilienfonds – Immobilien-Dachfonds sind hierzulande demnach nicht erlaubt – sowie Aktien und andere Beteiligungspapiere mit Ausnahme jener von Grundstücks-Gesellschaften.<sup>43</sup>

Immobilienfonds müssen jedenfalls dem Grundsatz der Risikostreuung folgen, weshalb sie aus mindestens zehn Vermögenswerten bestehen müssen. Zum Erwerbszeitpunkt darf jedoch keines davon 20 % des Wertes des Fonds übersteigen. Für die Forderung nach Mindeststreuung wird im Übrigen eine Anlaufzeit von drei Jahren gewährt.<sup>44</sup>

### **Anteilscheine**

Die Anleger eines Immobilienfonds erhalten für ihre Beteiligung einen Anteilschein in Form eines Wertpapiers, das ihre Rechte gegenüber der KAG und der Depotbank verkörpert.<sup>45</sup> Hierzu zählen beispielsweise das Recht auf ordnungsgemäße Verwaltung des Fondsvermögens sowie der Anspruch auf Auszahlung der Erträge, die beispielsweise aus der Vermietung und Verpachtung der Objekte erwirtschaftet werden.<sup>46</sup> Der Anleger ist weiters grundsätzlich dazu berechtigt, gegen Rückgabe des Anteilscheins und weiterer Urkunden die Auszahlung seines Anteils von der KAG jederzeit zu verlangen.<sup>47</sup> Diese gesetzlich vorgeschriebene Rücknahmegarantie bringt die uneingeschränkte Fungibilität als wesentlichen Vorteil dieser Veranlagungsform mit sich.<sup>48</sup> Dies bedeutet, der Anleger hat zwar die Möglichkeit der jederzeitigen Beendigung des Vertragsverhältnisses, muss jedoch mit einem hohen Ausgabeaufschlag rechnen, der eine kurzfristige Weiterveräußerung ökonomisch unattraktiv macht.<sup>49</sup> Die Anteilscheine verbriefen im Übrigen keine Miteigentumsanteile an den Vermögenswerten des Fonds, sondern eine schuldrechtliche Teilhabe daran.<sup>50</sup>

---

<sup>42</sup> Vgl. Haidinger et. al., 2004, S. 31, URL: [www.ba-ca.com](http://www.ba-ca.com), Zugriff am 28. Aug. 2005

<sup>43</sup> Vgl. Haidinger et. al., 2004, S. 33, URL: [www.ba-ca.com](http://www.ba-ca.com), Zugriff am 28. Aug. 2005

<sup>44</sup> Vgl. ImmoInvFG, 2003, § 22 Abs. 1, 2 und 4

<sup>45</sup> Vgl. ImmoInvFG, 2003, § 6 Abs. 1

<sup>46</sup> Vgl. Heidinger et. al., 2004, S. 95

<sup>47</sup> Vgl. ImmoInvFG, 2003, § 11 Abs. 1

<sup>48</sup> Vgl. Bone-Winkel, 1998, S. 517

<sup>49</sup> Vgl. Rehkugler, 2003, S. 10

<sup>50</sup> Vgl. ImmoInvFG, 2003, § 6 Abs. 1

Der Wert eines Anteils lässt sich durch die Teilung des Gesamtwertes des Immobilienfonds einschließlich der erzielten Erträge durch die Zahl der Anteile errechnen (Anteilwert). Der Gesamtwert des Immobilienfonds basiert wiederum auf der jährlichen Bewertung der im Fonds zusammengefassten Vermögenswerte durch Sachverständige. Ein Aufschlag zusätzlich zum errechneten Anteilswert ist zulässig und dient dazu, die Ausgabekosten der KAG zu decken.<sup>51</sup>

### 3.3.3 Offene Immobilienfonds

#### Rechtlicher Rahmen

Das ImmoInvFG ist ausschließlich auf offene Immobilienfonds ausgerichtet, also jene, bei denen die Ausgabe und Rücknahme der Anteile jederzeit möglich ist.<sup>52</sup> Die soeben angeführten rechtlichen Ausführungen treffen somit auf offene Immobilienfonds zu.

#### Begriffsabgrenzung und Besonderheiten

Die Bezeichnung „*offener*“ Immobilienfonds ist darauf zurückzuführen, dass die Beteiligung zusätzlicher Interessenten jederzeit möglich ist, d. h. der Größe des Volumens sind – im Gegensatz zum „*geschlossenen*“ Immobilienfonds – keine Grenzen gesetzt.<sup>53</sup> Der Fondszeichner veranlagt hierbei in ein Portfolio von nicht weniger als zehn Objekten<sup>54</sup>, wobei er die Auswahl der Immobilien nicht beeinflussen kann.<sup>55</sup>

Liegen bezüglich des Erwerberkreises keine Einschränkungen vor, so spricht man von so genannten Publikumsfonds.<sup>56</sup> Spezialfonds wiederum erlauben nur jenen Anlegern eine Beteiligung am Sondervermögen, die *keine* natürlichen Personen sind. Überdies darf hier die Anzahl der Anteilsinhaber grundsätzlich nicht mehr als zehn betragen.<sup>57</sup>

---

<sup>51</sup> Vgl. ImmoInvFG, 2003, Abs. 1 bis 3

<sup>52</sup> Vgl. Habersack et. al., 2003, S. 3

<sup>53</sup> Vgl. Kutscher, 1994, S. 125

<sup>54</sup> Vgl. Seite 17

<sup>55</sup> Vgl. Tiemann, 1998, S. 599

<sup>56</sup> Vgl. Kutscher, 1994, S. 125f

<sup>57</sup> Vgl. ImmoInvFG, 2003, § 1 Abs. 3

Eine weitere Besonderheit dieser Anlageform ist ihre hohe Liquidität. Die KAG ist nämlich verpflichtet, 10 % ihres Fondsvermögens (ohne Erträge) als Liquiditätsreserve (z. B. in Form von Bankguthaben) zu halten.<sup>58</sup> Die Notwendigkeit einer solchen Reserve lässt sich durch den Anspruch der Anleger auf jederzeitige Rückerstattung ihrer Anteile – zum jeweils geltenden Rücknahmepreis – begründen.

Weiters ist hinzuzufügen, dass die Investmentanteile eines Immobilienfonds nicht börsennotiert sind, da dieser offen ist. Das bedeutet, er kann jederzeit eine unbegrenzte Anzahl von Anteilen zur Verfügung stellen – die Notierungen richten sich hierbei ausschließlich nach dem Rechenwert, der auf Basis der Bewertungen bestimmt wird.<sup>59</sup> Im Vergleich dazu, muss sich eine Immobilienaktiengesellschaft bei dem Wunsch nach einer Kapitalerhöhung dem langwierigen Prozess der Ausgabe junger Aktien beugen.

Die Höhe der Mindestbeteiligung variiert je nach Fonds, niedrige Summen – ab ca. 50 € – sind jedoch meistens ausreichend.<sup>60</sup>

### **Anbieterstruktur in Österreich**

Ein Anleger, der sich an einen offenen Immobilienfonds beteiligen möchte, wendet sich an seine Bank<sup>61</sup> oder – vorausgesetzt er führt dort ein Anlagekonto – an eine Kapitalanlagegesellschaft. In Österreich stehen den Anlegern hierfür per 30. November 2005 die in Tabelle 1 angeführten KAG bzw. Depotbanken zur Verfügung:

---

<sup>58</sup> Vgl. ImmoInvFG, 2003, § 32 Abs. 1

<sup>59</sup> Vgl. Kutscher, 1994, S. 129

<sup>60</sup> Vgl. Brauer, 2001a, S. 31

<sup>61</sup> Falls der Auftrag einer Bank erteilt wird, die keine Depotbank für die gewünschten Anteilscheine ist, so muss sie sich die Anteile bei der entsprechenden Depotbank besorgen (vgl. Kutscher, 1994, S. 129).

KAG	Depotbank	Fondsart	Fonds	Fonds-	Markt-
				volumen	anteil
				Per 30.11.2005	
Bank Austria Creditanstalt Real Invest Immobilien- Kapitalanlage GmbH	Bank Austria Creditanstalt AG	ImmoF nach ImmoInvFG	Real Invest Austria (A+T)	461,2 Mio. €	44,01 %
CPB Immobilien Kapitalanlage GmbH	Constantia Pri- vatbank AG	ImmoF nach ImmoInvFG	Constantia Real Estate (A+T)	41,8 Mio. €	3,99 %
Immo Kapitalanlage AG	Österreichische Volksbanken AG	ImmoF nach ImmoInvFG	Immofonds I (A)	239,3 Mio. €	22,84 %
Raiffeisen Immo- bilien Kapitalanlage- Gesellschaft m.b.H.	Raiffeisen Zent- ralbank Öster- reich AG	ImmoF nach ImmoInvFG	Raiffeisen- Immobilien- fonds (A+T)	305,6 Mio. €	29,16 %
Gesamtvolumen:				<b>1.047 Mio. €</b>	

Tabelle 1: Immobilienfonds in Österreich (Nov. 2005)

(Quelle: Finanzmarktaufsicht, 2005, S. 1, URL: <http://www.fma.gv.at/downloads/immoinland.pdf>, Zugriff am 14. Jan. 2006; Beträge: vgl. VÖIG, 2005a, URL: [http://www.voeig.at/voeig/voeighome.nsf/04b17a9c362af53dc1256c28003be97d/726e1c84fd025288c1256feb0034a2ca/\\$FILE/Kagimmofvma2005.xls](http://www.voeig.at/voeig/voeighome.nsf/04b17a9c362af53dc1256c28003be97d/726e1c84fd025288c1256feb0034a2ca/$FILE/Kagimmofvma2005.xls); Zugriff am 14. Jan. 2006)

Beim obigen Angebot an Immobilienfonds ist zwischen thesaurierenden (T) und ausschüttenden (A) Veranlagungen zu unterscheiden. Thesaurierend bedeutet hierbei, dass der erzielte Ertrag des Fonds nicht an seine Anleger ausgeschüttet wird, sondern dem bestehenden Fondsvermögen hinzugerechnet wird. Mit Ausnahme der Immo Kapitalanlage AG bieten alle heimischen KAG ihre Fonds in beiden Varianten an.<sup>62</sup>

## Entwicklung

Das Gesamtvolumen der Immobilienfonds betrug Ende 2005 über eine Milliarde Euro und deutet damit auf einen Boom dieser Veranlagungsform hin, die innerhalb des letzten Jahres eine rasante Entwicklung erfahren hat. Wie Abbildung 6 veranschaulicht, ist das Gesamtvolumen seit Ende 2004 kontinuierlich angestiegen:

<sup>62</sup> Vgl. VÖIG, 2005b, URL: <http://www.voeig.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/1.3?OpenDocument>, Zugriff am 13. Sep. 2005

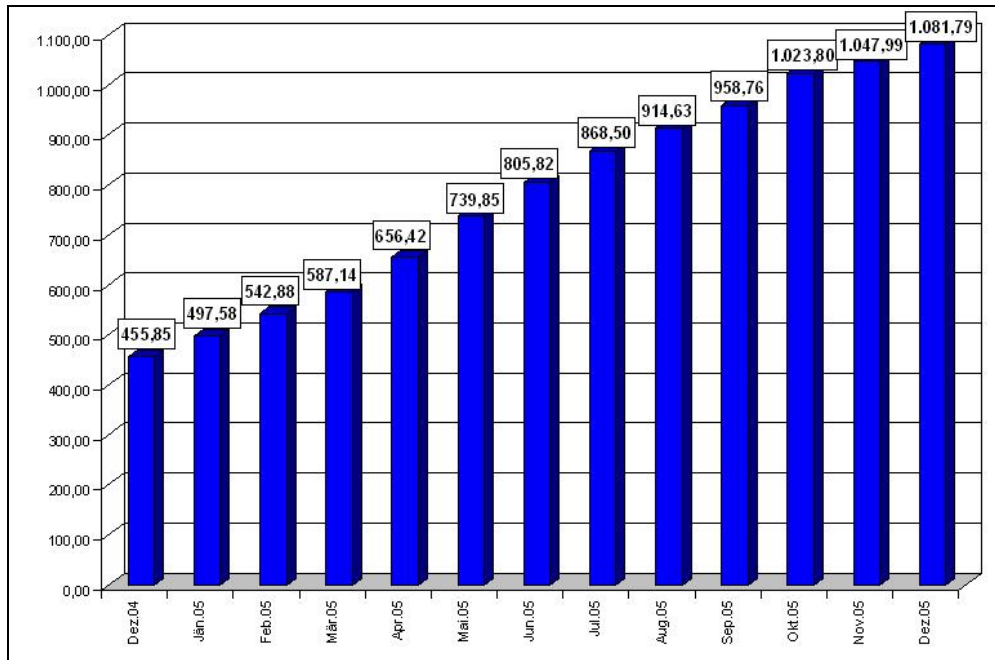


Abbildung 6: Entwicklung des Gesamtvolumens heimischer offener Immobilienfonds (in Mio. €)  
 (Quelle: VÖIG, 2005c, <http://www.voeig.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/5.3.1?OpenDocument>,  
 Zugriff am 14. Jan. 2005)

### 3.3.4 Geschlossene Immobilienfonds

#### Rechtlicher Rahmen

Wie bereits erwähnt, regelt das österreichische Immobilieninvestmentfondsgesetz lediglich offene und *keine* geschlossenen Immobilienfonds. Sie unterliegen auch nicht dem Investmentfondsgesetz, finden jedoch in Folge ihrer Klassifizierung als Veranlagungsform im Kapitalmarktgesetz<sup>63</sup> ihren rechtlichen Rahmen.<sup>64</sup>

Die Rechtsform geschlossener Immobilienfonds ist gesetzlich nicht geregelt, sie sind jedoch zumeist in Form von Kommanditgesellschaften (KG) oder Gesellschaften bürgerlichen Rechts (GbR) organisiert. Das Fondsgeschäft, welches sich u. a. auf den Erwerb von Grundstücken, deren Bebauung und Verwaltung erstreckt, wird demnach auf rein gesellschaftsrechtlicher Basis abgewickelt. Das Fondsvermögen steht direkt im Eigentum der jeweiligen Personengesellschaft und stellt somit kein

<sup>63</sup> § 1 Abs. 1 Z 3 KMG, 1991, i. d. Fassung des BGBl I Nr. 80/2003: „Im Sinne dieses Bundesgesetzes sind Veranlagungen: Vermögensrechte, über die keine Wertpapiere ausgegeben werden, aus der direkten oder indirekten Investition von Kapital mehrerer Anleger auf deren gemeinsame Rechnung und gemeinsames Risiko ...“

<sup>64</sup> Vgl. Habersack et. al., 2003, S. 3

Sondervermögen gemäß § 1 ImmoInvFG dar.<sup>65</sup> Im Folgenden wird auf die beiden Gesellschaftsformen der KG und der GbR kurz eingegangen:

⇒ *Kommanditgesellschaft:*

In diesem Fall übernimmt der Anleger die Rolle des Kommanditisten, wodurch er sich direkt oder über einen Treuhänder an der KG beteiligt, von der Geschäftsführung jedoch ausgeschlossen ist. Seine Haftung beschränkt sich auf die Höhe seiner Einlage. Komplementäre haften hingegen persönlich und unbeschränkt mit ihrem Privatvermögen. In der Regel übernimmt jedoch zwecks Haftungsbeschränkung eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) die Rolle des Komplementärs.<sup>66</sup>

⇒ *Gesellschaft bürgerlichen Rechts:*

Das Fondsvermögen einer GbR gehört allen Gesellschaftern gemeinsam und je nach ihrer Beteiligung. Die GbR, der im Übrigen keine eigene Rechtspersönlichkeit zukommt, fungiert demnach als Treuhänderin des Immobilienvermögens für eine Gemeinschaft der Anleger. Grundsätzlich ist die Geschäftsführung allen Gesellschaftern erlaubt, der Zweckmäßigkeit halber wird jedoch häufig einem Mitgesellschafter oder einem Dritten die Geschäftsführungsvollmacht übertragen. Jeder Gesellschafter haftet Gläubigern der Gesellschaft gegenüber prinzipiell unbeschränkt gesamtschuldnerisch und mit dem persönlichen Vermögen. Haftungsbeschränkungen im Innenverhältnis sind jedoch möglich und werden im Gesellschaftsvertrag verankert.<sup>67</sup>

## **Begriffsabgrenzung und Besonderheiten**

Auch geschlossene Immobilienfonds dienen dazu, potentiellen Anlegern die Möglichkeit zu geben, sich an großen Immobilieninvestitionen zu beteiligen. Nichtsdestotrotz unterscheiden sie sich wesentlich von offenen Immobilienfonds, da sie „grundsätzlich

---

<sup>65</sup> Vgl. Habersack et. al., 2003, S. 3

<sup>66</sup> Vgl. Arnaout/Viering, 2005, S. 431

<sup>67</sup> Vgl. Bone-Winkel, 1998, 517f  
Vgl. Demuth, 1994, S. 153f

auf das für die Anschaffung bzw. Herstellung eines Immobilienvorhabens benötigte Kapital zuzüglich einer Liquiditätsreserve begrenzt<sup>68</sup> sind. Das bedeutet, im Mittelpunkt eines geschlossenen Immobilienfonds steht ein bestimmtes Projekt („One-property-fund“<sup>69</sup>), das potentiellen Fondszeichnern öffentlich angeboten und ihnen vor der Beteiligungsentscheidung umfassend dargestellt wird. Zu diesem Zweck erstellen Fondsgesellschaften üblicherweise einen so genannten Prospekt, der detaillierte Angaben zum Investitionsobjekt enthält. Selten investiert ein geschlossener Fonds auch in mehr als eine Immobilie („Multi-property-fund“<sup>70</sup>).<sup>70</sup> In beiden Fällen erfolgt die Anlage auf jeden Fall in der Zeichnungsphase, die dem Initiator dazu dient, das angestrebte bzw. notwendige Investitionsvolumen zu sammeln. Wurde schließlich Vollzeichnung erreicht, indem das erforderliche Eigenkapital vollständig eingenommen wurde, wird der Fonds geschlossen – daher auch seine Bezeichnung.<sup>71</sup> Schließlich sei darauf hingewiesen, dass die Anlagemöglichkeiten im Gegensatz zu offenen Immobilienfonds<sup>72</sup> keinerlei gesetzlichen Einschränkungen unterworfen sind. Im Gesetz lassen sich auch keine Bestimmungen hinsichtlich der Höhe der Liquiditätsreserve finden, diese ist jedoch üblicherweise gering.<sup>73</sup>

Entscheidet sich nun ein Anleger, in einen geschlossenen Immobilienfonds zu investieren, so kommt er – im Gegensatz zum offenen Fonds – nicht in den Genuss der uneingeschränkten Fungibilität.<sup>74</sup> Beabsichtigt der Investor nämlich die Veräußerung seines Anteils, so ist es grundsätzlich seine Pflicht, einen Käufer dafür zu finden. Fondsgesellschaften vermitteln jedoch häufig Interessenten, indem sie den Sekundärmarkt pflegen. Dies geschieht durch die Vormerkung von Kaufinteressenten, die bei entsprechendem Angebot zum Zuge kommen. Auf diese Art und Weise kann der Verkauf von Fondsanteilen schnell abgewickelt werden.<sup>75</sup>

Was die Mindesthöhe der Beteiligung anbelangt, so sind Fondsanteile ab ungefähr 10 000 € zu erwerben.<sup>76</sup>

---

<sup>68</sup> Demuth, 1994, S. 151f

<sup>69</sup> Vgl. Demuth, in: Brunner, 1994, S. 152

<sup>70</sup> Vgl. Tiemann, 1998, S. 599f

<sup>71</sup> Vgl. Haidinger et. al., 2004, S. 40, URL: [www.ba-ca.com](http://www.ba-ca.com), Zugriff am 28. Aug. 2005

<sup>72</sup> Vgl. Seite 14ff

<sup>73</sup> Vgl. Bone-Winkel, 1998, S. 521ff

<sup>74</sup> Vgl. Seite 17

<sup>75</sup> Loipfinger/Nickl/Richter, 1995, S. 72

<sup>76</sup> Vgl. Brauer, 2001a, S. 31

## Anbieterstruktur in Österreich

Der oben genannte Umstand der fehlenden gesetzlichen Normierung hat zur Folge, dass der Markt für geschlossene Immobilienfonds kaum überschaubar ist. Eine Vielzahl von Initiatoren tritt mit unterschiedlichen Projekten an potentielle Anleger heran, wobei ein bis drei Immobilien den Gegenstand der Veranlagung repräsentieren. Eine genaue Darlegung der Anbieterstruktur wie im Falle offener Fonds<sup>77</sup> ist daher nicht möglich.<sup>78</sup>

Beispielhaft sollen nichtsdestotrotz die zwei größten Anbieter geschlossener Immobilienfonds im deutschsprachigen Raum erwähnt werden, obwohl beide keinerlei Mittel- bzw. Osteuropabezug haben. Das wäre zunächst die HCI Hanseatische Capitalberatungsgesellschaft mbH, wobei die GmbH selbst als Treuhandgesellschaft agiert, während die Gesamtheit der Anleger eine Kommanditgesellschaft bildet. Der geschlossene Immobilienfonds ist demnach in Form einer GmbH & Co. KG organisiert.<sup>79</sup> Der aktuelle Fonds „HCI Holland XXIV“ investiert in zwei Immobilienobjekte in Amsterdam, wobei er ausschließlich in Deutschland und Österreich angeboten wird, jedoch bereits vollplatziert ist.<sup>80</sup> Eine ähnliche Veranlagung bietet die MPC Münchmeyer Petersen Austria AG im Rahmen des „Holland Fonds 57“, der vier vollständig vermietete Bürogebäude in verschiedenen Regionen der Niederlande umfasst. Die Anleger beteiligen sich am Fonds in Form einer Kommanditgesellschaft. Auch hier wurde bereits Vollzeichnung erreicht.<sup>81</sup> Beide Fonds schreiben eine Mindestbeteiligung in der Höhe von 10 000 € vor.

## Entwicklung

Da in Österreich keine Dachorganisation für geschlossene Immobilienfonds existiert, werden Daten betreffend die Entwicklung des Gesamtvolumens in Österreich nicht statistisch aufbereitet. Auch Experten<sup>82</sup> konnten hierzu leider keine präzisen Aussagen treffen bzw. geeignete Quelle nennen.

---

<sup>77</sup> Vgl. Tabelle 1, S. 20

<sup>78</sup> Telefonat mit Herrn MMag. Schmidmayr, Sparkassen Immobilien AG, 20. Sep. 2005

<sup>79</sup> Telefonat mit Herrn Dr. Kesselgruber, HCI CapitalberatungsgmbH, 21. Sep. 2005

<sup>80</sup> Vgl. URL: [http://www.hci-fonds.at/index.php?nav\\_main=immo](http://www.hci-fonds.at/index.php?nav_main=immo), Zugriff am 20. Sep. 2005

<sup>81</sup> Vgl. MPC, 2005a, URL: <http://www.mpc-capital.at/contell/cms/server/siteat/kapitalanlagen/immobilien/holland57/index.html>, Zugriff am 20. Sep. 2005

<sup>82</sup> Telefonat mit Herrn MMag. Schmidmayr, Sparkassen Immobilien AG, 20. Sep. 2005; ähnlich: Telefonat mit Herrn Dr. Kesselgruber, HCI CapitalberatungsgmbH, 21. Sep. 2005



### 3.4 Immobiliengesellschaften

Neben den soeben diskutierten Immobilienfonds zählen auch Immobiliengesellschaften zur indirekten Form der Immobilienveranlagung. Der Anleger beteiligt sich mit dem Erwerb von Immobilienaktien an einer Immobilienaktiengesellschaft, die im Folgenden als alternatives Investmentvehikel untersucht wird. Abbildung 7 veranschaulicht die Ausprägungsformen indirekter Immobilienveranlagung:

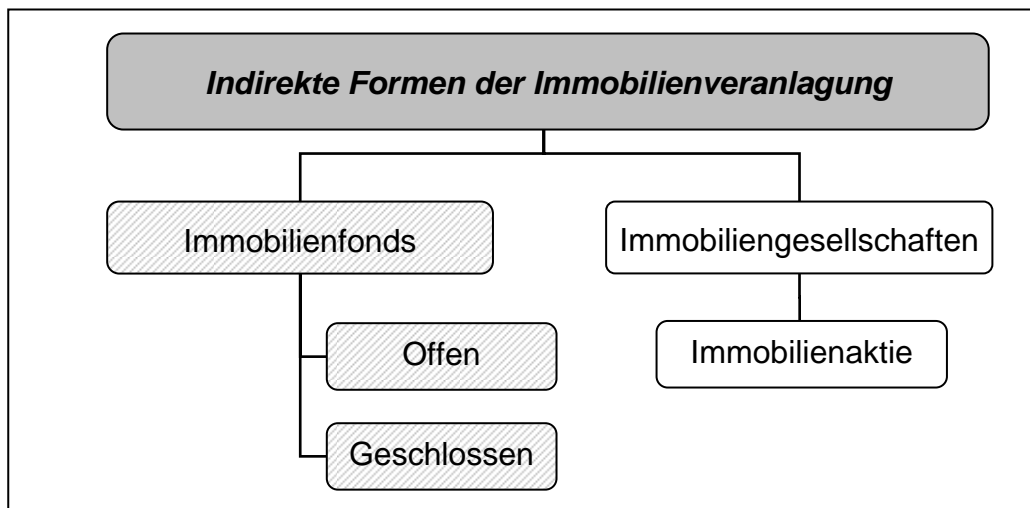


Abbildung 7: Immobiliengesellschaften als indirekte Immobilienveranlagung  
(Quelle: In Anlehnung an Brunner, 1994, S. 14)

#### 3.4.1 Begriffsabgrenzung und rechtlicher Rahmen

In der Literatur lassen sich zum Begriff „Immobiliengesellschaft“ bzw. „Immobilien-Aktiengesellschaft“<sup>83</sup> verschiedene Definitionen finden. Am sinnvollsten erscheinen dabei jene, die eine Abgrenzung nach dem vorrangigen Unternehmenszweck anstellen. Dieser Ansatz definiert Immobilien-Aktiengesellschaften als Unternehmen, „*deren hauptsächlicher Zweck und dominante Ertragsquelle die Entwicklung und/oder die Verwaltung von Immobilien (sowie des Angebots dazugehöriger Dienstleistungen) darstellt*“<sup>84</sup>. Es sind demnach solche Aktiengesellschaften zu verstehen, die hauptsächlich im Immobiliengeschäft<sup>85</sup> tätig sind und daraus ihre Erträge erwirtschaften.

<sup>83</sup> In der Folge auch als Immobilien-AG bezeichnet.

<sup>84</sup> Rehkugler, 2003, S. 6

<sup>85</sup> Das Immobiliengeschäft umfasst den An- und Verkauf, die Projektentwicklung, Vermietung sowie Verwaltung von Immobilien (vgl. Pfnür, 2004, S. 259).

Abschließend sei darauf hingewiesen, dass auf jeden Fall eine Grenze zu jenen Unternehmen zu ziehen ist, die ausschließlich Facility Management betreiben (z. B. Hausverwaltung, Reinigung u. ä.). Diese bieten Dienstleistungen „rund um die Immobilie“ an und sind somit aus der Begriffsfassung auszuschließen. Gleiches gilt für Makler- oder Bauunternehmen sowie Gesellschaften als Betreiber von Immobilien (z. B. Hotels, Sportanlagen etc.).<sup>86</sup>

Aktiengesellschaften unterliegen dem Aktiengesetz, wo sich u. a. Regelungen zu Gründung, Rechtsverhältnissen und Aufbau finden lassen. Hinsichtlich des Unternehmensgegenstandes kann die AG für wirtschaftliche, aber auch ideelle oder genossenschaftliche Zwecke gegründet werden – der konkrete Tätigkeitsbereich lässt sich in der Satzung finden. Die obligatorischen Organe einer Aktiengesellschaft setzen sich aus Vorstand, Aufsichtsrat sowie Hauptversammlung zusammen.<sup>87</sup>

Immobilien-Aktiengesellschaften müssen demnach aufgrund ihrer Rechtsform dem Aktiengesetz Folge leisten. Dieses enthält jedoch keine spezifischen rechtlichen Bestimmungen, die ausschließlich Immobilien-Aktiengesellschaften betreffen. Demzufolge ist die Immobilien-AG als solche gesetzlich nicht definiert und daher als Gesellschaftsform identisch mit jeder anderen österreichischen AG.<sup>88</sup>

### **3.4.2 Geschäftsfelder von Immobilien-Aktiengesellschaften**

Die soeben erwähnte Definition lässt bereits vermuten, dass sich Immobilien-Aktiengesellschaften auf verschiedene Geschäftsaktivitäten konzentrieren können. Es erscheint daher erforderlich, die einzelnen Immobiliengesellschaften nach den jeweiligen Geschäftsfeldern zu kategorisieren. Dabei kann zwischen Immobilienbestandshaltern, Projektentwicklungsgesellschaften sowie Projektentwicklungs- und Bestandshaltergesellschaften unterschieden werden:<sup>89</sup>

---

<sup>86</sup> Vgl. Rehkugler, 2003, S. 6

<sup>87</sup> Vgl. Mader, 2002, S. 56ff

<sup>88</sup> Vgl. Rehkugler, 2003, S. 5

<sup>89</sup> Vgl. Gondring, 2004, S. 786f

⇒ *Immobilienbestandshalter:*

Hier ist die „reine“ Immobiliengesellschaft angesiedelt. Als Immobilienbestandshalter erzielt sie ihre Erträge aus der Vermietung und Verpachtung im Eigentum stehender Immobilienbestände. Ihre Strategie besteht in der dauerhaften Erwirtschaftung von Mieterträgen.

⇒ *Projektentwicklungsgesellschaft:*

Die Projektentwicklungsgesellschaft („Developer“) zeichnet sich durch ihre Tätigkeit als Bauherr aus. Projekte werden in diesem Fall initiiert und in der Planungs- und Bauphase überwacht. Nach Fertigstellung erfolgt die Vermarktung der jeweiligen Objekte an Mieter bzw. sonstige Nutzer.

⇒ *Projektentwicklungs- und Bestandshaltergesellschaft:*

Es existieren auch Immobiliengesellschaften, die sowohl im Bereich der Projektentwicklung, als auch der Bestandshaltung tätig sind und folglich Diversifikation betreiben (Mischunternehmen).

Jedes der soeben genannten Geschäftsfelder birgt ein gewisses Ausmaß an Risiko in sich. Dabei ist die Projektentwicklung aufgrund der vielen involvierten Unwägbarkeiten mit einem besonders hohen Risikograd behaftet, während die Bestandshaltung mit geringem Risiko verbunden ist. Mischunternehmen werden schließlich mit Risiken konfrontiert, die als Mittelmaß einzustufen sind. Es ist jedenfalls festzuhalten, dass es sich in diesem Zusammenhang um unsystematische bzw. spezifische Risiken<sup>90</sup> handelt, da sie aus dem jeweiligen Geschäftsfeld resultieren.<sup>91</sup>

Neben dem Geschäftsfeld lassen sich Immobilien-Aktiengesellschaften ferner nach der regionalen Ausrichtung (z. B. Osteuropa, Österreich, etc.) ihrer Investments bzw. nach der Spezialisierung auf bestimmte Immobilienarten (Büro, Gewerbe, Wohnun-

---

<sup>90</sup> Die moderne Kapitalmarkttheorie unterteilt das Gesamtrisiko in einen systematischen und unsystematischen Teil. Unsystematische Risiken resultieren aus mikroökonomischen bzw. objektspezifischen Determinanten. Die Risikoursachen sind hier auf einzelne Investitionsobjekte zurückzuführen. Als systematische Komponente werden hingegen jene Gefahren und Chancen verstanden, die sich aufgrund der allgemeinen Marktentwicklung ergeben (makroökonomische Faktoren wie beispielsweise konjunkturelle oder politische Entwicklungen). Die Prognose unsystematischer Risiken ist im Vergleich zu systematischen Risiken schwieriger. (vgl. Steiner/Bruns, 2004, S. 56ff).

<sup>91</sup> Vgl. Bankhaus Ellwanger & Geiger, 2001, S. 9, URL: [http://www.deutsche-wohnen.de/files/michael\\_beck.pdf](http://www.deutsche-wohnen.de/files/michael_beck.pdf), Zugriff am 2. Dez. 2005

gen, etc.) einteilen.<sup>92</sup> Diesbezüglich werden im Rahmen des sechsten Kapitels konkrete Fallbeispiele aus dem österreichischen Immobilienmarkt gegeben.

### **3.4.3 Immobilienaktien im Vergleich mit Immobilienfonds**

Anleger beteiligen sich mit Immobilienaktien als Miteigentümer an ein börsennotiertes Immobilienunternehmen und genießen sämtliche Aktionärsrechte (Stimmrecht, Dividendenrecht, Beteiligung am Liquidationserlös, etc.).<sup>93</sup> Die Besonderheit an der Kapitalanlage in Immobilienaktien liegt darin, dass sie Investoren ermöglicht, das Immobilien- mit dem Aktieninvestment zu verbinden.

Da sich die Immobilienaktie als Veranlagungsinstrument in ihrem Wesen bzw. ihrer Konstruktion nicht von anderen Aktien unterscheidet, wird sie in der folgenden Tabelle 2 dem offenen bzw. geschlossenen Immobilienfonds gegenübergestellt. Die Aufstellung dient nicht nur dazu, Unterschiede zum Vorschein zu bringen, sondern auch, um die bisherigen Ausführungen über Immobilienfonds in Form eines Zwischenresümées zusammenzufassen:

---

<sup>92</sup> Vgl. Erste Private Banking, 2005, S. 15, URL:

<http://www.sparkasse.at/ssite/files/DYN/erstebank/26157.pdf>, Zugriff am 2. Okt. 2005

<sup>93</sup> Vgl. Balsler/Bokelmann/Piorreck, 1992, S. 45

<b>Betrachtungs- aspekt</b>	<b>Immobilienaktie</b>	<b>Geschlossener Immobilienfonds</b>	<b>Offener Immobilienfonds</b>
<i>WESEN DER VERANLAGUNG</i>			
Rechtsform; gesetzl. Grundlage	Aktiengesellschaft; Aktiengesetz	KG oder GbR; Rechtsprechung nach den allgemeinen Vorschriften des Gesellschaftsrechts	Nicht rechtsfähiges Sondervermögen, KAG nur als AG oder GmbH; Immobilieninvestmentfondsgesetz
Konstruktion	AG Eigentümerin der Immobilien (direkt oder über Beteiligungen an anderen Immobiliengesellschaften) – Börsenwert der AG maßgeblich durch den Immobilienbestand beeinflusst	KG Eigentümerin der Immobilien; Anleger als Kommanditist beteiligt, Komplementäre Initiatoren des Fonds GbR Treuhänderin d. Immobilienvermögens für Gemeinschaft der Anleger	Sondervermögen, das von einer KAG verwaltet wird. Depotbank kontrolliert KAG; beide stehen unter der Aufsicht der FMA, einem Bankprüfer sowie einer internen Revision.
Emissionsprinzip	Stufenweise Kapitalerhöhung durch die Ausgabe von Aktien	Geschlossen – bei Vollzeichnung keine Investition mehr möglich	Offen – keine Beschränkung des Zeichnungsvolumens
Mindestbeteiligung	Es ist mind. <i>eine</i> Aktie zu erwerben - Beteiligung ergibt sich aus dem Nominalwert der Aktie (gängige Stückelungen: 1 €, 10 €, 100 €, ...)	ca. 10 000 €	ca. 50 €
Haftung des Anlegers	Auf den Anteil beschränkt	KG: Kommanditisten beschränkt auf die Höhe der Einlage, Komplementäre unbeschränkt GbR: grundsätzlich unbeschränkte Haftung aller Gesellschafter, sonst GbR mit beschränkter Haftung (Innenverhältnis)	Auf den Anteil beschränkt

Tabelle 2a: Die Immobilienaktie im Vergleich zum Immobilienfonds  
(Quelle: Schulte et. al., 2000, S. 49f, zusätzlich zur Rechtsform geschl. Immobilienfonds: Loipfinger/Nickl/Richter, 1995, S. 41)

<b>Betrachtungs- aspekt</b>	<b>Immobilienaktie</b>	<b>Geschlossener Immobilienfonds</b>	<b>Offener Immobilienfonds</b>
<i>WESEN DER VERANLAGUNG</i>			
Anlegerschutz	Umfangreiche gesetzliche Zulassungs-, Prüfungs- und Publizitätspflichten für AGs, jedoch keine besonderen Vorgaben speziell für Immobilien-Aktiengesellschaften	Keine direkten gesetzlichen Anlegerschutzbestimmungen	Umfangreiche Schutzvorschriften des ImmoInvFG v. a. hinsichtlich Anlagepolitik, Risikostreuung, staatliche Aufsicht, etc.
Fungibilität	Uneingeschränkt, da börsentäglicher Verkauf der Aktien möglich	Eingeschränkt, ev. Sekundärmarktpflege durch Fondsgesellschaft	Uneingeschränkt durch gesetzliche Rücknahmepflicht
Liquidität	Anleger können Investition jederzeit an der Börse liquidieren; Liquiditätssicherung durch den Kapitalmarkt	Keine gesetzlich vorgeschriebene Liquiditätsreserve, üblicherweise jedoch gering	10%ige Liquiditätsreserve des Fondsvermögens der KAG; dient zur Erfüllung der Rücknahmepflicht
Anteilsbewertung	Bewertung durch die Börse	Keine laufende Anteilsbewertung, Preisfindung im Bedarfsfall durch den Initiator	Wert des Sondervermögens geteilt durch Zahl der Anteile (tägliche Berechnung durch Depotbank)
<i>DIE IMMOBILIENANLAGE</i>			
Immobilienbewertung	Gesamtbewertung des Immobilienbestandes durch die Börse	In der Regel keine laufende Bewertung; Wert des Anteils wird bei Veräußerung geschätzt	Einmal jährlich durch zwei unabhängige Sachverständige, Schätzungen auch anlässlich von An- und Verkäufen
Veranlagungsvorschriften	Keinerlei gesetzliche Einschränkungen	Keinerlei gesetzliche Einschränkungen Investitionsplan bereits bei Emission des Fonds fixiert und im Prospekt detailliert beschrieben	Umfangreiche Veranlagungsvorschriften im ImmoInvFG verankert

Tabelle 2b: Die Immobilienaktie im Vergleich zum Immobilienfonds (Forts.)

(Quelle: Schulte et. al., 2000, S. 50ff)

<b>Betrachtungsaspekt</b>	<b>Immobilienaktie</b>	<b>Geschlossener Immobilienfonds</b>	<b>Offener Immobilienfonds</b>
<i>DIE IMMOBILIENANLAGE</i>			
Anlagestreuung	In der Regel durch historisch gewachsenen Immobilienbesitz gegeben, dabei ergibt sich häufig eine Konzentration auf Regionen, Objektkategorien oder Nutzungsarten.	Gering, da meist ein Objekt bzw. einige wenige Objekte	Gesetzlich vorgeschriebener Grundsatz der Risikostreuung: Fonds muss sich aus mindestens zehn Vermögenswerten zusammensetzen.
<i>DER ANLEGER</i>			
Typischer Anlegerkreis	Begrenzter Anlegerkreis; risikobewusster, stark ertragsorientierter Anleger mit Vermögen und dem Ziel der Anlagediversifikation durch den Kauf von Substanzaktien	Breiter Anlegerkreis mit hohem Einkommen und steuersparorientiertem Investitionsverhalten sowie Ausschüttungspräferenz	Sehr breiter Anlegerkreis mit mittlerem Einkommen und vorsichtigem Investitionsverhalten
Performanceziel	Wertsteigerung des Immobilienbestandes und entsprechende Kurssteigerung	Nutzung von Steuervorteilen & hohen, langfristig steigenden Ausschüttungen	Langfristig kontinuierlicher Wertzuwachs mit geringem Risiko
Risikograd	Hoch starke unternehmerische Orientiertheit der Immobilien-Aktiengesellschaften, Auswirkungen der allgemeinen Kursentwicklung am Aktienmarkt, Kursvolatilität	Mittel keine Streuung, Fungibilität eingeschränkt, womöglich fehlende oder fehlerhafte Angaben im Prospekt, ...	Gering Streuung, vorsichtige Anlagepolitik
Renditebereich	Hoch bei ca. 5-8% p. a.	Hoch bei ca. 5-8% p. a.	Mittel bei ca. 4-6% p. a.

Tabelle 2c: Die Immobilienaktie im Vergleich zum Immobilienfonds (Forts.)

(Quelle: Schulte et. al., 2000, S. 54, zusätzlich zum Renditebereich: vgl. Schöllerbank, 2004, S. 15, URL: <http://www.schoellerbank.at/home/notesContent/attachment/11A79A/Immobilienwertekauf.pdf>, Zugriff am 13. Okt. 2005)

Aus Tabelle 2 geht eindeutig hervor, dass sich die Immobilienaktie in ihrem Wesen keinesfalls von anderen Aktien unterscheidet. Aus diesem Grund knüpfen Anleger dieselben Erwartungen an Immobilienaktien wie an jedes andere Engagement am Wertpapiermarkt. Infolgedessen erhoffen sich Investoren:<sup>94</sup>

- ⇒ einen möglichst hohen Beitrag zur Risikodiversifikation,
- ⇒ hohe Fungibilität der Anteile,
- ⇒ Schutz vor inflationsbedingten Wertverlusten,
- ⇒ attraktive risikoadjustierte Renditen.

### **Risikodiversifikation (Reduzierung d. Gesamtrisikos des Vermögensportfolios)**

Direkte Immobilienveranlagungen sowie geschlossene Immobilienfonds erlauben dem Anleger ein Engagement in nur einem oder wenigen Objekten bei relativ hohen Anlagebeträgen. Im Gegensatz dazu betreiben Immobilien-Aktiengesellschaften sowie auch offene Immobilienfonds Diversifikation im Rahmen ihrer Immobilienportfolios. Dabei kann das Risiko zum einen über die Nutzungsart (z. B. Büros, Garagen, Wohnobjekte) der Immobilienobjekte gestreut werden, zum anderen verringert sich das Risiko, indem in viele, regional gestreute Immobilien investiert wird. Im Falle von Immobilienaktien ergibt sich aus Anlegersicht ein weiterer risikomindernder Aspekt – sie erlauben nämlich eine Beteiligung bereits bei sehr niedrigen Beträgen. Dadurch können Investoren ihre Kapitalanlagen zusätzlich nach eigenen Präferenzen diversifizieren und sich so Immobilienaktien als attraktive Depotbeimischung zunutze machen.

### **Inflationsschutz**

Wie bereits erwähnt, schützt die Indexierung der Mieteinnahmen sowohl im Falle direkter wie auch indirekter Immobilienveranlagungen vor Wertverlusten, die sich inflationsbedingt ergeben würden.<sup>95</sup>

### **Fungibilität**

Ein großer Vorteil von Immobilienaktien ergibt sich durch die Fungibilität, also die Möglichkeit der jederzeitigen Beendigung eines Engagements, als Voraussetzung für

---

<sup>94</sup> Vgl. Rehkugler, 2003, S. 8ff

<sup>95</sup> Vgl. S. 12



den Börsenhandel. Problematisch wird die Veräußerung nichtsdestotrotz im Falle von marktengen Papieren, wo kein regelmäßiger Handel mit großen Stückzahlen und vielen Marktteilnehmern zustande kommt. Ein jederzeitiger Kauf und Verkauf zu „fairen“ Preisen wäre damit nicht gesichert.

### Risiko-Rendite-Spektrum

Besonders erwähnenswert sind die Betrachtungsaspekte „Risikograd“ sowie „Renditenbereich“<sup>96</sup>. Die ideale Kombination besteht diesbezüglich aus attraktiven, risikoadjustierten Renditen. Abbildung 8 stellt das Risiko-Rendite-Spektrum von Immobilienaktien im Vergleich zu alternativen Anlageformen im Beobachtungszeitraum von 1998 bis 2003 dar:

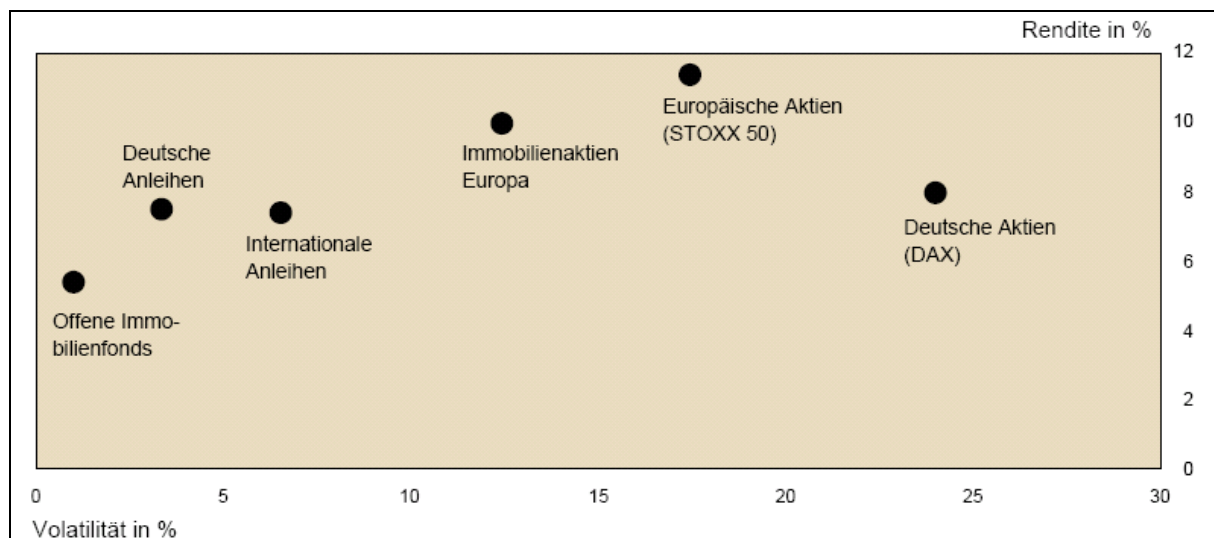


Abbildung 8: Immobilienaktien im Anlagespektrum (1998-2003)<sup>97</sup>

(Quelle: IVG Immobilien AG, 2005, S. 12, URL: [http://www.ivg.de/Zugriff/Dr\\_Matthey\\_28\\_September\\_2005\\_deutsch\\_final.pdf](http://www.ivg.de/Zugriff/Dr_Matthey_28_September_2005_deutsch_final.pdf), Zugriff am 20. Nov. 2005)

Abbildung 8 zeigt, dass offene Immobilienfonds eine mittelrentierliche, risikoarme Veranlagung repräsentieren. Europäische Immobilienaktien sind hingegen volatil, belohnen Investoren jedoch mit einer Risikoprämie in Form höherer Renditen. Abge-

<sup>96</sup> In diesem Zusammenhang ist das Risiko „als Maß der Abweichungen möglicher Renditen (Ergebnisse) vom jeweiligen Erwartungswert“ (Maier, 2004, S. 31) zu verstehen. Zum Begriff der Rendite siehe Seite 11.

<sup>97</sup> Die Volatilität bzw. Standardabweichung ist ein Risikomaß, das die Schwankungen der Renditen eines Anlagetitels um ihren Mittelwert misst. Je höher die Volatilität, desto riskanter ist das Investment in einen Finanztitel (vgl. Steiner/Bruns, 2002, S. 58f).

sehen davon füllen sie im Risiko-Rendite-Spektrum die Lücke zwischen Aktien und Anleihen bestmöglich aus.<sup>98</sup>

Aus Sicht des Anlegers kann zusammenfassend festgehalten werden, dass Immobilienaktien die Erwartungen der Investoren hinsichtlich Risikodiversifikation, Inflationsschutz und Rendite-Risiko-Profil zur Genüge erfüllen können. Bloß in Bezug auf die Fungibilität stellen sich offene Immobilienfonds als vorteilhafter heraus, da die gesetzlich vorgeschriebene Rücknahmeverpflichtung die jederzeitige Veräußerung der Anteile ermöglicht.

#### **3.4.4 Anbieterstruktur – Immobilien-Aktiengesellschaften in Österreich**

Der österreichische Immobilienmarkt befindet sich zurzeit in einer aggressiven Wachstumsphase, deren treibende Kraft Investitionen in mittel- und osteuropäische Länder verkörpern. Einen Boom konnte dadurch die Wiener Börse verzeichnen, wo derzeit acht Immobilienaktien mit einer Gesamtmarktkapitalisierung in Höhe von knapp 8 Mrd. €<sup>99</sup> notieren. Verglichen mit 2004 entspricht dies einem Anstieg von 100 % bzw. ca. 4 Mrd. €, die sich vor allem aus diversen Kapitalerhöhungen im Jahr 2005 ergaben.<sup>100</sup> Diesem raschen Wachstum ist nun zu verdanken, dass Österreichs Immobiliensektor im Europa-Vergleich der viertgrößte ist – nach dem Vereinigten Königreich, den Niederlanden und Frankreich.<sup>101</sup>

Die soeben erwähnte Gesamtmarktkapitalisierung ergibt sich aus den einzelnen Börsenwerten jener acht österreichischen Immobilien-Aktiengesellschaften, die an der Wiener Börse notieren. Abbildung 9 dient zur Vorstellung dieser Unternehmen samt dazugehöriger Börsenkapitalisierung per November 2005:

---

<sup>98</sup> Vgl. IVG Immobilien AG, 2005, S. 12, URL: [http://www.ivg.de/Zugriff/Dr\\_Matthey\\_28\\_September\\_2005\\_deutsch\\_final.pdf](http://www.ivg.de/Zugriff/Dr_Matthey_28_September_2005_deutsch_final.pdf), Zugriff am 20. Nov. 2005

<sup>99</sup> Stand: 17. Nov. 2005

<sup>100</sup> Vgl. Erste Bank AG, 2005, S. 3f

<sup>101</sup> Vgl. Kempen & Co N.V., 2005, S. 22

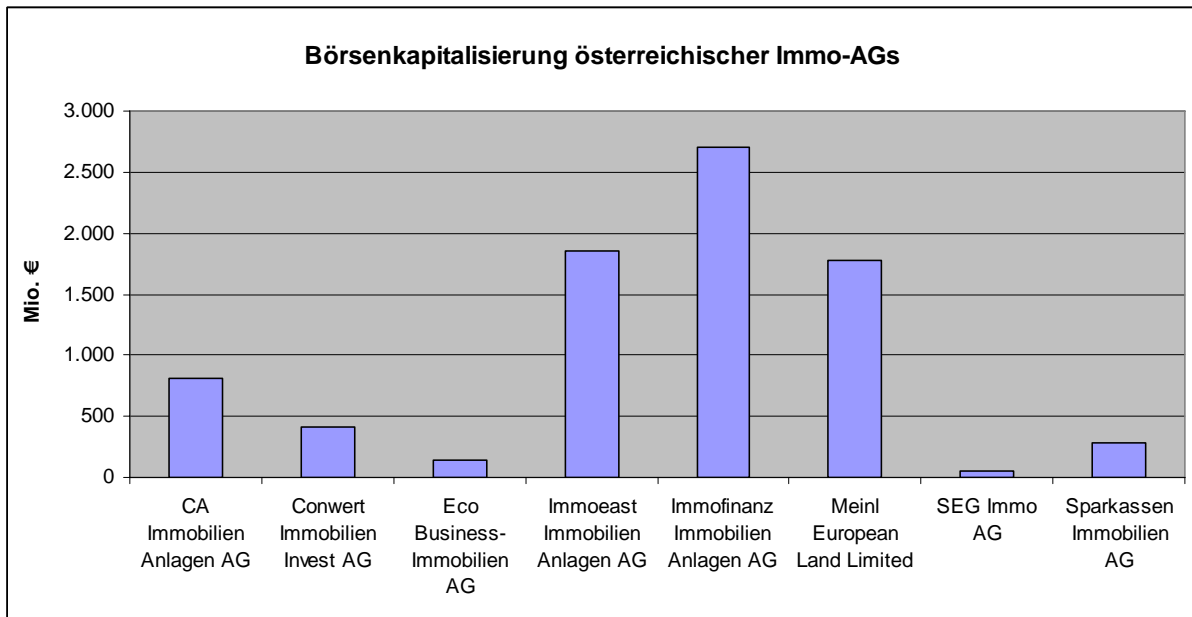


Abbildung 9: Börsenkapitalisierung österreichischer Immobilien-Aktiengesellschaften (Nov. 2005)

(eigene Darstellung; Quelle der Werte: MEL, 2005, S. 1 bzw. Indices.cc, <http://www.indizes.cc>, Zugriff am 17. Nov. 2005)

Abbildung 9 bringt klar zum Ausdruck, dass Immofinanz Immobilien Anlagen AG, deren Tochtergesellschaft Immoeast Immobilien Anlagen AG sowie Meintl European Land Limited (MEL) die eindeutigen „major players“ unter den österreichischen Immobilien-Aktiengesellschaften repräsentieren. MEL konnte dabei dank jüngsten Kapitalerhöhungen in der Marktkapitalisierung sehr stark aufholen. Im Gegensatz dazu stellen Eco Business-Immobilien AG und SEG Immo AG kleine Gesellschaften am Markt dar. Die übrigen drei Unternehmen – CA Immobilien AG, conwert Immobilien Invest AG sowie Sparkassen Immobilien AG – befinden sich bezogen auf die Börsenkapitalisierung im Mittelfeld. Per November 2005 belief sich die aggregierte Börsenkapitalisierung im Übrigen auf knapp 8,04 Mrd. €, das Gesamtvolumen der offenen Fonds hingegen auf ca. 1,05 Mrd. €<sup>102</sup>.

Als auffällige Gemeinsamkeit weisen die genannten Unternehmen die Tatsache auf, dass sie allesamt banknahe Gesellschaften sind. Beispielsweise erfolgt das Management der Immofinanz durch die „Constantia Privatbank“, und die „Bank Austria Creditanstalt“ ist durch zwei von insgesamt sechs Aufsichtsratsmitgliedern in der CA Immo AG vertreten.<sup>103</sup> Diese eindeutige Nähe zu Kreditinstituten lässt Investoren den

<sup>102</sup> Vgl. Seite 20

<sup>103</sup> Vgl. Kempen & Co N.V., 2005, S. 24

heimischen Immobilien-Aktiengesellschaften ein niedrigeres unternehmensspezifisches Risiko beimessen, was sich wiederum positiv auf die Bewertung niederschlägt.<sup>104</sup>

Abbildung 10 dient abschließend dazu, die Engagements der acht Immobilien-Aktiengesellschaften nach regionalen Aspekten aufzuschlüsseln:

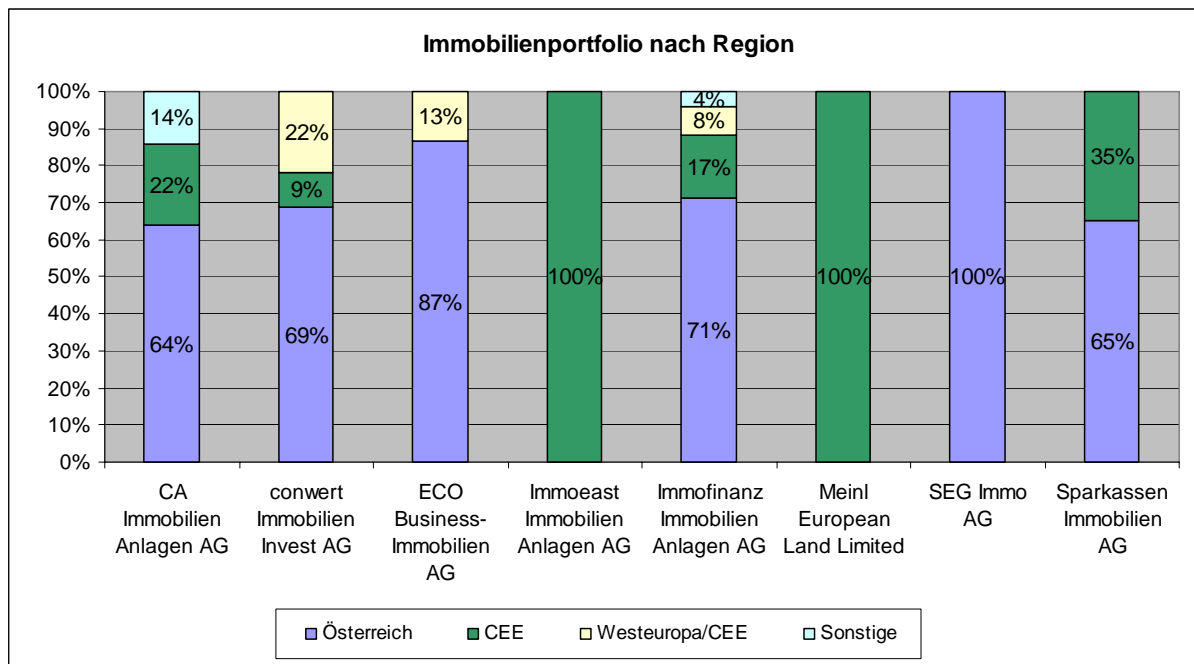


Abbildung 10: Zusammensetzung der Immobilienportfolios nach Region (Mai 2005)  
(Quelle: Erste Bank AG, 2005, S. 7)

Wie Abbildung 10 widerspiegelt, ist zwischen regional *breit diversifizierten* und regional *spezialisierten* österreichischen Immobilienunternehmen zu unterscheiden. Zur zweiten Gruppe zählen Immoeast und Meinl European Land, die sich zur Gänze auf Engagements in der CEE-Region konzentrieren, während die zwei kleinsten Akteure am Markt – ECO und SEG – größtenteils bzw. ausschließlich in Österreich investieren. Die übrigen vier Mitbewerber betreiben Diversifikation in ihrer Investitionstätigkeit – dabei wird zwar noch schwerpunktmäßig in Immobilien mit Standort in Österreich veranlagt, der CEE-Anteil in ihren Portfolios soll jedoch zukünftig beträchtlich ausgeweitet werden.<sup>105</sup>

<sup>104</sup> Vgl. Raiffeisen Centrobank AG, 2004, S. 3

<sup>105</sup> Vgl. Erste Bank AG, 2005, S. 7f

### 3.4.5 Indizes für Immobiliengesellschaften

Indizes repräsentieren künstliche Gebilde, die dazu dienen, die Entwicklung an Wertpapiermärkten widerzuspiegeln. Im Falle von Aktiengesellschaften – demzufolge auch von Immobilien-Aktiengesellschaften – sind so genannte Aktienindizes von Bedeutung, die ausgewählte Aktien beinhalten und deren Kursentwicklung wiedergeben. Die Anzahl der enthaltenen Aktien kann dabei zwischen dreißig und einigen tausend betragen, wobei jedem dieser Papiere bei der börsentäglichen Berechnung eine bestimmte Gewichtung zukommt. Aus einem Index lässt sich eine Maßzahl, auch Indexzahl genannt, errechnen, die einen *Marktbarometer* darstellt. Diese Funktion als Marktbarometer ermöglicht Börsianern, sich einen schnellen Überblick über die Entwicklung am Wertpapiermarkt zu verschaffen und lässt damit auch die *Markttendenz* erkennen. Indizes dienen Investoren außerdem als Vergleichsmaßstab, als so genannte *Benchmarks*. Dabei wird die Performance<sup>106</sup> des eigenen Portfolios den Zuwachsraten gegenübergestellt, um festzustellen, ob das Depot verglichen mit dem Marktdurchschnitt besser oder schlechter abgeschnitten hat.<sup>107</sup>

In diesem Zusammenhang ist eine Unterscheidung zwischen Kurs- und Performance-Indizes zu beachten. Erstere erfassen nur die Kursveränderungen und zeigen damit, wie sich die Preise der in ihnen enthaltenen Werte ändern. Im Gegensatz dazu berücksichtigen Performance-Indizes neben der Kursveränderung auch die Dividendenzahlungen der in ihnen enthaltenen Unternehmen und spiegeln somit die vollständige Wertentwicklung eines Portfolios wider. Zwecks fairer Vergleiche sollten demzufolge Performance-Indizes als Benchmarks herangezogen werden.<sup>108</sup>

Es existiert eine Reihe an nationalen und internationalen Indizes für verschiedene Marktsegmente, darunter auch solche, die ausschließlich Immobilienwertpapiere aufnehmen. Auf nationaler Ebene ist in diesem Zusammenhang der „Immobilien-ATX“ von Bedeutung, der eigens für österreichische Immobilienwertpapiere konzipiert wurde. International betrachtet, wird wiederum dem „GPR 250“ eine besondere Stellung beigemessen. Beide Indizes werden im Folgenden vorgestellt.

---

<sup>106</sup> Die Performance drückt die Wertentwicklung einer Geldanlage oder eines Portfolios in Prozent aus (vgl. Ruh, 2002, S. 131).

<sup>107</sup> Vgl. Ruh, 2002, S. 15f

<sup>108</sup> Vgl. Etterer/Beer/Fleischerer, 2003, S. 122f

## Immobilien-ATX (IATX)

Im Vergleich zu „anderen“ Aktien zeichnen sich Immobilienaktien durch eine stetige Wertentwicklung sowie einer wesentlich geringeren Volatilität aus. Dies lässt einen klassischen Aktienindex – wie den Austrian Traded Index (ATX)<sup>109</sup> – für die Performance-Messung von Immobilienwertpapieren als ungeeignet erscheinen. Aus diesem Grund wurde der Immobilien-ATX von der Wiener Börse in Zusammenarbeit mit der Vereinigung österreichischer Immobilienwertpapieranbieter entwickelt und erstmals im August 1999 veröffentlicht. Dieser kapitalisierungsgewichtete Performance-Index dient seitdem als Benchmark für österreichische Immobilienwertpapiere, umfasst jedoch nur solche, die im Amtlichen Handel bzw. im Geregeltten Freiverkehr<sup>110</sup> der Wiener Börse notieren. Über die Aufnahme in den IATX entscheidet das Immobilien-ATX-Komitee, das aus Vertretern der Wiener Börse, der börsennotierten Immobiliengesellschaften, Investoren, anderen Börseteilnehmern und wissenschaftlichen Beratern besteht.<sup>111</sup>

Der IATX erzielte im Zeitraum 1999 bis 2003 eine durchschnittliche jährliche Performance von ca. 5,0 % p. a., wobei Werte zwischen 2,8 % und 6,5 % erreicht wurden. Im Vergleich dazu erlangte der ATX eine durchschnittliche Performance von 7 % p. a., es lag jedoch eine weitaus riskantere Bandbreite vor (zwischen –10,9 % und 36,4 % p. a.).<sup>112</sup> Abbildung 11 stellt die relative Performance dieser beiden Indizes einander gegenüber:

---

<sup>109</sup> Der ATX umfasst die liquidesten und höchstkapitalisierten Aktien der Wiener Börse. Es handelt sich hierbei um einen kapitalisierungsgewichteten Preisindex (vgl. Wiener Börse, 2005a, S. 4, URL: <http://www.wienerboerse.at/mmdb/12/3/2438.pdf>, Zugriff am 10. Okt. 2005).

<sup>110</sup> Der Amtliche Handel ist das wichtigste Marktsegment der Wiener Börse und weist die strengsten Zulassungsvoraussetzungen und Publizitätsvorschriften auf. Der Geregeltte Freiverkehr ist ebenfalls eine Zulassungsform der Wiener Börse, für die erleichterte Zulassungsvoraussetzungen als für den Amtlichen Handel gelten (vgl. Benesch/Prüggler, 2005, S. 53f).

<sup>111</sup> Vgl. Wiener Börse AG, 2005b, S. 4ff, URL: <http://www.wienerboerse.at/mmdb/12/3/2608.pdf>, Zugriff am 10. Okt. 2005

<sup>112</sup> Vgl. Raiffeisen Centrobank AG, 2004, S. 4

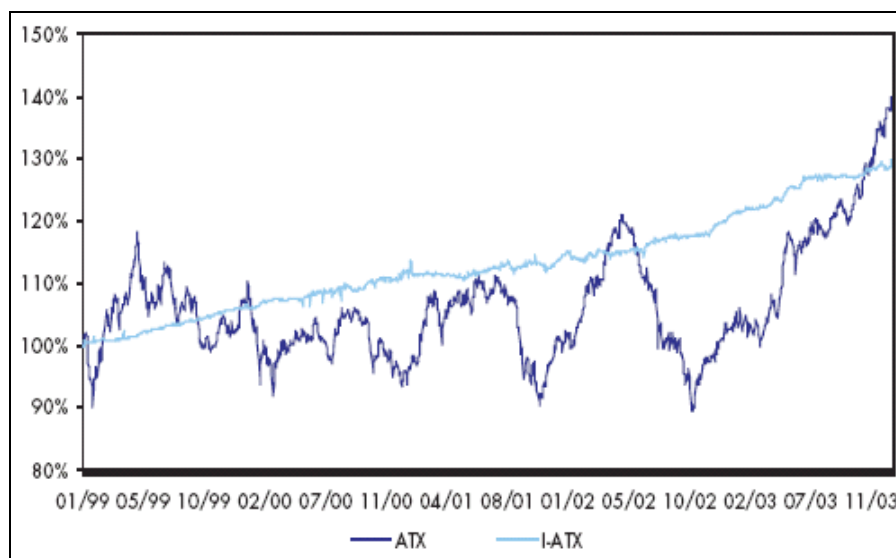


Abbildung 11: Relative Performance IATX vs. ATX (1999-2003)  
(Quelle: Raiffeisen Centrobank AG, 2004, S. 5)

Abbildung 11 belegt die bereits erwähnten Besonderheiten von Immobilienaktien. Das niedrigere Risikoprofil ist nämlich zum einen klar erkennbar, zum anderen kann die stetige Wertentwicklung ebenso nachvollzogen werden. Die Gegenüberstellung vom IATX zum ATX bringt jedoch auch eine Schattenseite von Immobilienaktien zum Vorschein. Es ist nämlich zu beobachten, dass sie aufgrund ihrer geringen Volatilität in Zeiten steigender Kurse eine deutliche Underperformance im Vergleich zum Aktienmarkt aufweisen. Dies könnte für Anleger Grund genug sein, um Gelder aus sicheren Anlagen abzuziehen, um sie in Veranlagungen mit einem höheren Risiko-Rendite-Profil umzuschichten.<sup>113</sup>

Hinsichtlich der Zusammensetzung des IATX waren per November 2005 diverse Immobilienwertpapiere – Aktien wie auch Genussscheine<sup>114</sup> – beteiligt, deren Gewichtungen Abbildung 12 zu entnehmen ist:

<sup>113</sup> Vgl. Raiffeisen Centrobank AG, 2004, S. 5

<sup>114</sup> Genussscheine sind börsennotierte Wertpapiere, die eine Mischform aus Aktien und Anleihen darstellen und daher als hybride Anlageinstrumente gelten (vgl. Steiner/Bruns, 2002, S. 442).

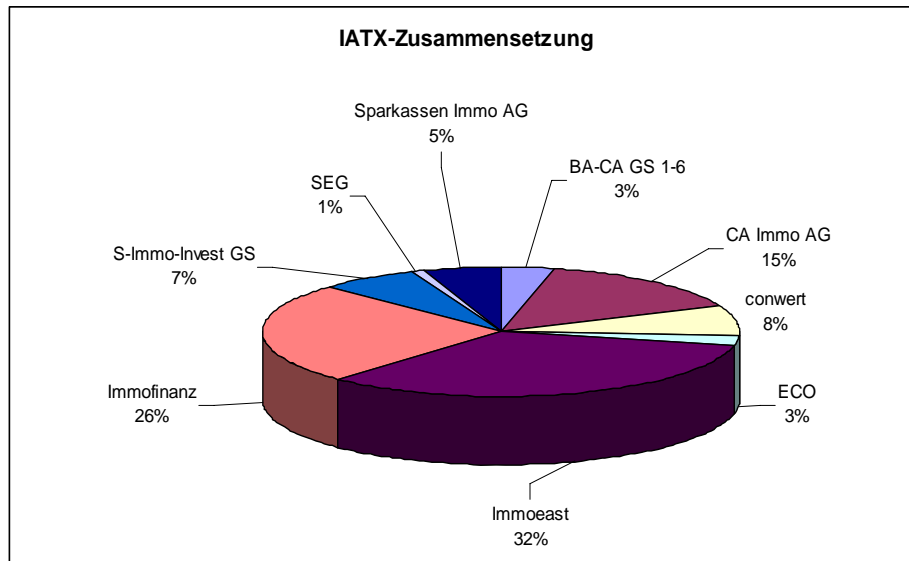


Abbildung 12: IATX-Zusammensetzung (Nov. 2005)

(eigene Darstellung; Quelle der Werte: Indices.cc, <http://www.indices.cc>, Zugriff am 17. Nov. 2005)

Wie aus Abbildung 12 hervorgeht, waren Ende November 2005 sieben verschiedene Immobilienaktien sowie diverse Genussscheine im IATX vertreten. Die Gewichtung bzw. der prozentuelle Anteil der einzelnen Titel erfolgt, wie in den Richtlinien für den IATX vorgeschrieben, nach der Marktkapitalisierung. Diese Bestimmung ist Auslöser dafür, dass die beiden Schwergewichte Immofinanz und Immoeast mit knapp 60 % im Index vertreten sind.<sup>115</sup> Knapp ein Drittel teilen sich die übrigen fünf Immobilien-Aktiengesellschaften, während die Genussscheine ein Zehntel für sich einnehmen. Der IATX wies zu diesem Zeitpunkt eine Gesamtkapitalisierung in Höhe von knapp 5,5 Mrd. €, wobei die Börsenkapitalisierung von Immofinanz nur zu 52 % in die Berechnung einfließt.<sup>116</sup> Berücksichtigen

Die nach Börsenkapitalisierung drittgrößte Immobilien-AG „Meinl European Land Limited“ mit Sitz in Jersey ist im IATX nicht vertreten, da sie in Österreich nicht als amtliche Aktiengesellschaft eingetragen ist.<sup>117</sup>

<sup>115</sup> vgl. dazu Abbildung 9

<sup>116</sup> Da kein Titel eine Gewichtung über 35 % im IATX erreichen darf, wird mittels des so genannten Repräsentationsfaktors die Gewichtung einer Aktie im IATX *begrenzt* (vgl. Wiener Börse, 2005b, S. 3, URL: <http://www.wienerboerse.at/mmdb/12/3/2608.pdf>, Zugriff am 10. Okt. 2005). Immofinanz wurde ein Repräsentationsfaktor in Höhe von 0,52 zugewiesen und wurde damit in Höhe von knapp 1,405 Mrd. € in den IATX einbezogen. Eine Berücksichtigung der vollständigen Marktkapitalisierung in Höhe von knapp 2,702 Mrd. € hätte eine Gewichtung von über 35 % im IATX bewirkt. Die Marktkapitalisierung der übrigen sechs Aktiengesellschaften nimmt ein solches Ausmaß nicht an und ging daher zur Gänze in die Berechnung ein.

<sup>117</sup> Vgl. Raiffeisen Centrobank, 2005, S. 76



## **GPR 250 Property Shares Index (GPR 250)**

Länderübergreifende Indizes gewinnen zunehmend an Bedeutung. Dies liegt vor allem daran, dass sowohl institutionelle, als auch private Investoren ihr Anlagespektrum längst nicht mehr auf den heimischen Markt beschränken, sondern vielmehr international diversifizieren wollen. Daher wurden auch für die Veranlagung in Immobilienaktien diverse pan-europäische Indizes entwickelt, darunter beispielsweise auch der GPR 250 Index.<sup>118</sup>

Global Property Research (GPR) ist eine Tochtergesellschaft der holländischen Bank Kempen & Co. mit Sitz in Amsterdam. Das Unternehmen gilt als eines der weltweit größten Anbieter von Immobilienindizes, die auf dem internationalen Immobilienmarkt bereits als etablierte Benchmarks gelten. Neben der Generierung von Indizes zählt auch die Erstellung von Unternehmensanalysen zu GPR's Produktpalette. Der Kundenkreis besteht vor allem aus institutionellen Investoren und Vermögensverwaltern.<sup>119</sup>

Das Hauptprodukt von GPR ist der GPR 250 Property Shares Index – ein Performance-Index, der seit 1990 börsentäglich berechnet und vierteljährlich revidiert wird. Er bildet die Wertentwicklung der 250 weltweit liquidesten börsennotierten Immobiliengesellschaften und REITs<sup>120</sup> ab. Dabei ist eine Reihe an Aufnahmekriterien zu erfüllen. Unter anderem muss die Marktkapitalisierung des Streubesitzes über 50 Mio. USD<sup>121</sup> betragen – die Gewichtung der in den Index einfließenden Unternehmen erfolgt sodann nach dem Streubesitz. Es kommen weiters nur solche Immobiliengesellschaften in Erwägung, die mindestens 75 % des Ertrages aus Immobiliengeschäften erwirtschaften. Im Index sind vor allem Unternehmen vertreten, die in Büro-, Wohn-, Einzelhandels- und/oder Gewerbeobjekte investieren. Reine Projektentwickler sowie Betreiber von Hotel- oder Health-Care-Immobilien sind von der Aufnahme ausgeschlossen.<sup>122</sup>

---

<sup>118</sup> Vgl. Beck, 2003, S. 156

<sup>119</sup> Vgl. GPR, 2005a, URL: <http://www.propertyshares.com/algemeen/home/index.asp>, Zugriff am 27. Nov. 05

<sup>120</sup> Vgl. Seite 44

<sup>121</sup> Umgerechnet rund 42 Mio. € (Wechselkurs per 27. Nov. 2005)

<sup>122</sup> Vgl. GPR, 2004, S. 5f, URL: <http://www.propertyshares.com/images/pdf/ConstructionMaintenanceJanuary2004.pdf>, Zugriff am 27. Nov. 2005

Per November 2005 waren insgesamt 248 Immobiliengesellschaften aus der ganzen Welt im GPR 250 Index vertreten, wobei US-amerikanische REITs mit knapp 49 % eindeutig in der Überzahl sind.<sup>123</sup> Was die Präsenz europäischer Immobilienunternehmen anbelangt, so gibt Abbildung 13 die Zusammensetzung des GPR 250 Europe Index wieder, der aus dem weltweiten GPR 250 Index abgeleitet wird:

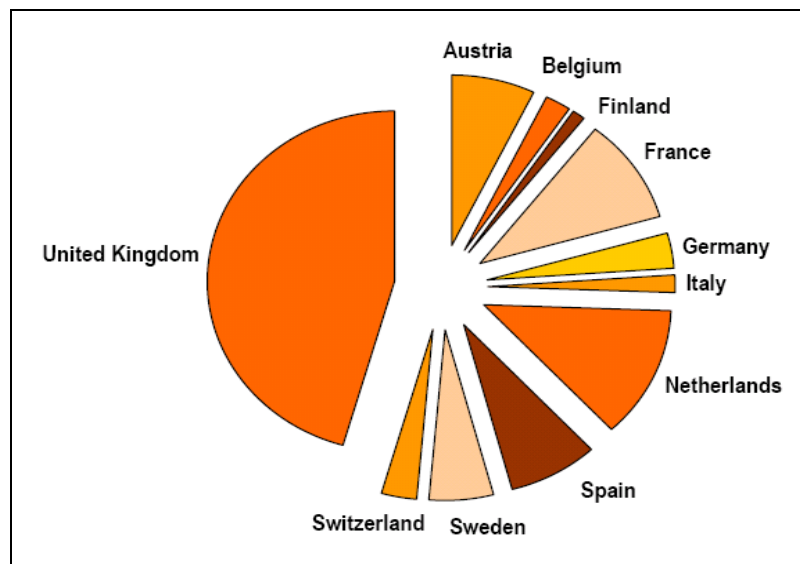


Abbildung 13: Zusammensetzung GPR 250 Europe (November 2005)

(Quelle: GPR, 2005b, S. 2, URL: <http://www.propertyshares.com/algemeen/member/publications/getPublication.asp?id=1&pub=PrelimConst250%5F083105.pdf&ext=pdf>, Zugriff am 27. Nov. 2005)

Zu diesem Zeitpunkt wies der GPR 250 eine Gesamtmarktkapitalisierung von ca. 516,8 Mrd. € auf, von denen 93,02 Mrd. € bzw. ca. 18 % auf Europa entfallen. Dabei sind, wie Abbildung 13 veranschaulicht, das Vereinigte Königreich, die Niederlande sowie Frankreich am stärksten gewichtet. Österreich geht – gemeinsam mit Spanien – als viertplaziertes Land in die Berechnung ein. Tabelle 3 führt jene vier österreichischen Immobilien-Aktiengesellschaften an, die im GPR 250 bzw. im GPR 250 Europe gelistet sind und folglich Österreich in diesem international anerkannten Index repräsentieren:

<sup>123</sup> Stand: 25. Nov. 2005

<b>Unternehmen</b>	<b>Marktkapitalisierung in Mrd. €</b>	<b>Gewichtung im GPR 250</b>	<b>Gewichtung im GPR 250 Europe</b>
Immofinanz Immobilien Anlagen AG	3,06	0,59 %	3,27 %
Meinl European Land Limited	2,02	0,39 %	2,16 %
Immoeast Immobilien Anlagen AG	1,03	0,20 %	1,10 %
CA Immobilien Anlagen AG	0,93	0,18 %	0,99 %
<i>Gesamt</i>	<i>7,03</i>	<i>1,36 %</i>	<i>7,52 %</i>

Tabelle 3: Österr. Immobilien-Aktiengesellschaften im GPR 250 bzw. GPR 250 Europe Index (11/05)  
(Quelle: Telefonat mit Herrn Vreeker, GPR, 28. Nov. 2005)

Wegen mangelnder Liquidität wurde conwert Immobilien Anlagen AG per Oktober 2005 aus dem GPR 250 Index ausgeschlossen – eine Wiederaufnahme fand jedoch bereits im Januar 2005 statt.<sup>124</sup> Für genaue Werte wie in Tabelle 3 angegeben liegen jedoch leider keine Daten vor.

Global Property Research bietet neben dem GPR 250 Property Shares Index auch den GPR General Index. In diesem Fall wird eine Marktkapitalisierung von mindestens 50 Mio. USD für die Aufnahme vorausgesetzt. Die Höhe des Streubesitzes sowie das Kriterium der Liquidität spielen im Gegensatz zum GPR 250 Index hier keine Rolle. Alle acht österreichischen Immobilien-Aktiengesellschaften sind im GPR General Index gelistet.

Wie bereits in der Einleitung erwähnt, beschäftigt sich das sechste Kapitel mit MEL, der CA Immo AG sowie der conwert AG. Der Grund, weshalb die Wahl gerade auf diese drei Unternehmen fiel, liegt an ihrer Gemeinsamkeit, allesamt im GPR 250 Index vertreten zu sein und damit den international bedeutendsten Immobiliengesellschaften anzugehören. Gleichzeitig unterscheiden sie sich hinsichtlich der regionalen Aufteilung ihres Immobilienportfolios maßgeblich voneinander, was einen Vergleich ihrer Investitionstätigkeit und der daraus resultierenden Rentabilität besonders interessant macht. MEL investiert zur Gänze in die CEE-Region, die CA Immo AG diversifiziert ihre Veranlagungen zwischen Österreich und CEE und die conwert AG legt

<sup>124</sup> Vgl. GPR, 2005c, S. 1, URL: <http://www.propertyshares.com/algemeen/member/publications/getPublication.asp?id=1&pub=FinalConst250%5F121505.pdf&ext=pdf>, Zugriff am 28. Dez. 2005

schließlich ihren Schwerpunkt auf österreichische Immobilien.<sup>125</sup> Damit kann eine Aussage darüber getroffen werden, ob der CEE-Immobilienmarkt jüngsten Entwicklungen zufolge höhere Renditen abwirft als der heimische.

### **3.5 Exkurs: Real Estate Investment Trusts (REITs)**

Neben offenen bzw. geschlossenen Immobilienfonds sowie Immobilienaktien dringen ausgehend von den USA so genannte „Real Estate Investment Trusts“ (REITs) als weitere Alternative der indirekten Immobilienveranlagung langsam, aber sicher in den deutschsprachigen Raum vor. In Österreich sind zwar noch keine dahingehenden Vorhaben zur Einführung bekannt<sup>126</sup>, in Deutschland wurden jedoch im Rahmen der „Initiative Finanzstandort Deutschland“ bereits Vorschläge zur Ausgestaltung von REITs ausgearbeitet.<sup>127</sup> Damit befinden sich REITs auf dem Vormarsch und sollen aus diesem Grund hinsichtlich ihrer Konzeption kurz dargelegt werden.

Bei einem „REIT“ kann es sich um eine Aktiengesellschaft oder einen „Business Trust“ handeln, wobei die Aktien bzw. Anteile börsennotiert sein können, aber nicht unbedingt müssen. Sie wurden erstmals 1960 in den USA geschaffen, um auch „kleinen“ Kapitalanlegern zu ermöglichen, in große Immobilienbestände zu investieren. Offene Immobilienfonds, die ja im Grunde auf denselben Zweck beruhen, wurden im Übrigen ungefähr zeitgleich in Deutschland eingeführt.<sup>128</sup>

REITs müssen einige Voraussetzungen erfüllen, die im Folgenden angeführt sind:<sup>129</sup>

- ⇒ Sie müssen mind. 100 Aktionäre bzw. Anteilsinhaber zählen, wobei sich höchstens die Hälfte der Aktien im Besitz von fünf oder weniger juristischen Personen befinden darf.

---

<sup>125</sup> Vgl. Abbildung 10, Seite 36

<sup>126</sup> Vgl. Seifert, 2005, URL: <http://www.diepresse.at/Artikel.aspx?channel=i&ressort=ij&id=489171&archiv=false>; Zugriff am 13. Jan. 2006

<sup>127</sup> Vgl. IFD, 2005, URL: [http://www.finanzstandort.de/BaseCMP/pages/contentdelivery?CID=5370&JOB\\_NAME=DISPLAY\\_PAGE](http://www.finanzstandort.de/BaseCMP/pages/contentdelivery?CID=5370&JOB_NAME=DISPLAY_PAGE), Zugriff am 13. Jan. 2006

<sup>128</sup> Vgl. Cadmus, 2003, S. 197f

<sup>129</sup> Vgl. Cadmus, 2003, S.197

- ⇒ Veranlagung von mind. 75 % des gesamten Anlagevermögens in Immobilien (Grundbesitz oder Hypotheken)
- ⇒ Erwirtschaftung von mind. 75 % des Brutto-Gewinns aus Mieten für Immobilien oder aus Hypothekarzinsen
- ⇒ Erwirtschaftung von höchstens 30 % des Brutto-Gewinns aus dem Verkauf von Immobilienprojekten, die sich weniger als vier Jahre lang im Besitz des REIT befanden bzw. aus Wertpapieren, die weniger als ein Jahr vom REIT gehalten wurden
- ⇒ Dividendenausschüttung von mind. 95 % des steuerpflichtigen Gewinns

Als Ausgleich für diese Einschränkungen bleiben die Erträge auf Ebene der Gesellschaft steuerfrei, die Versteuerung findet nur beim Anleger statt.

REITs können verschiedene Gestaltungsvarianten annehmen: Mortgage REITs legen ihre Mittel in Hypothekarkrediten oder anderen Rechten an, während Equity REITs ihre Grundstücke selbst akquirieren und bewirtschaften. Hybrid REITs repräsentieren schließlich eine Mischform aus den beiden vorherigen.

### **3.6 Steuerliche Behandlung der indirekten Immobilienveranlagung**

Nachdem die beiden Ausprägungsformen der indirekten Immobilienveranlagung in ihrem Wesen ausführlich diskutiert wurden, gilt es nun, Immobilienfonds bzw. -aktien nach steuerlichen Aspekten zu durchleuchten.

#### **3.6.1 Offene Immobilienfonds**

Die Besteuerung der im Rahmen eines offenen Immobilienfonds erzielten Erträge erfolgt auf Ebene des Anlegers – das Sondervermögen selbst ist steuerneutral. Es wird in diesem Zusammenhang nach dem Durchgriffsprinzip besteuert, d. h. so, als ob der Anleger die Immobilie selbst halten würde.<sup>130</sup>

---

<sup>130</sup> Vgl. Haidinger et. al., 2004, S. 41, URL: [www.ba-ca.com](http://www.ba-ca.com), Zugriff am 28. Aug. 2005

Die steuerpflichtigen Gewinne eines Immobilienfonds setzen sich aus den folgenden drei Komponenten zusammen:<sup>131</sup>

- ⇒ *Bewirtschaftungsgewinne* – übliche Gewinne aus der Vermietung einer Liegenschaft (Mieteträge),
- ⇒ *Aufwertungsgewinne* – 80 % des Wertzuwachses, der sich durch die jährliche Neubewertung ergibt<sup>132</sup>,
- ⇒ *Wertpapier- und Liquiditätsgewinne* – Zinsen aus Bankguthaben und Wertpapieren<sup>133</sup>

Gewinne, die an die Anteilseigner ausgeschüttet werden, sind steuerpflichtig. Im Falle der Thesaurierung sind die „ausschüttungsgleichen Erträge“ steuerpflichtig, d. h. jene, die ausschüttbar gewesen wären (Ausschüttungsfiktion). Um Doppelerfassungen zu vermeiden, gelten sie bei einer späteren, tatsächlichen Ausschüttung als steuerfrei.

Beim Privatanleger zählen alle auf Fondsebene erzielten Erträge zu den Einkünften aus Kapitalvermögen und unterliegen somit der Kapitalertragssteuer (KESt) in Höhe von 25 %. Hinsichtlich der Einkommenssteuer hat die KESt Endbesteuerungswirkung. Die Spekulationsfrist beträgt ein Jahr – folglich ist ein allfälliger Gewinn aus der Anteilsveräußerung steuerfrei, vorausgesetzt es sind zwischen Erwerb und Veräußerung bereits über 12 Monate verstrichen.

Findet eine Übertragung von Immobilienfondsanteilen von Todes wegen, so erstreckt sich die Endbesteuerungswirkung des KESt-Abzugs – im Gegensatz zu Wertpapierfonds – nur auf die Einkommenssteuer, nicht jedoch auf die Erbschaftssteuer.<sup>134</sup> „*Allerdings fällt gemäß §15 Abs 1 Z 17 ErbStG der Erwerb von Todes wegen von Forderungswertpapieren und Bankguthaben nicht unter die Erbschaftssteuer. Bei Anteilsrechten an Immobilienfonds ist für die Erbschaftssteuer somit ein gesonderter Erbschaftssteuerwert zu berechnen. [...] Im Ergebnis handelt es sich um einen ver-*

---

<sup>131</sup> Vgl. Adametz, 2004, S. 58 ff

<sup>132</sup> siehe dazu S. 16

<sup>133</sup> Bankguthaben bzw. Wertpapiere werden gehalten, um den Liquiditätsvorschriften Folge zu leisten (siehe dazu S. 19).

<sup>134</sup> Vgl. Haidinger et. al., 2004, S. 50f, URL: [www.ba-ca.com](http://www.ba-ca.com), Zugriff am 28. Aug. 2005, ebenso: Habersack et. al., 2003, S. 105

*minderten Anteilswert, der sich aus der Summe der Werte der Immobilien des Fonds, dividiert durch die Anzahl der Anteile errechnet*<sup>135</sup>.

Ein Immobilienfonds kann natürlich auch Verluste erleiden. In diesem Fall kann jedoch kein Verlustvortrag vorgenommen werden – auch der Ausgleich von Verlusten ausländischer mit Gewinnen inländischer Immobilien oder Gewinnen aus dem liquiden Vermögen ist gesetzwidrig.<sup>136</sup>

### **3.6.2 Geschlossene Immobilienfonds**

Geschlossene Immobilienfonds sind, wie bereits erwähnt, als Personengesellschaften organisiert. Steuerrechtlich bedeutet dies, dass die Gesellschafter bzw. Anleger der Einkommenssteuerpflicht unterliegen. Die Steuersituation basiert jedoch in der Praxis auf Doppelbesteuerungsabkommen, die zwischen europäischen Staaten gelten. Da die Anbieter geschlossener Immobilienfonds zurzeit häufig in holländische Immobilien investieren, tritt in diesem Fall das Doppelbesteuerungsabkommen zwischen Österreich und den Niederlanden in Kraft. Dieses sieht u. a. vor, dass die Besteuerung dem Belegenheitsstaat zufällt – das ist jener, in dem sich die Immobilie befindet. Folglich können österreichische Anleger die günstigen niederländischen Steuersätze nutzen. Erträge aus der Vermietung sind in Österreich abgesehen vom Progressionsvorbehalt gänzlich steuerfrei.<sup>137</sup>

### **3.6.3 Immobilienaktie**

Die Veranlagung in Immobilienaktien ist steuerrechtlich betrachtet recht einfach konzipiert. Aktionäre beziehen Einkünfte aus Kapitalvermögen, die aus der Ausschüttung von Dividenden resultieren. Doch anders als bei offenen Immobilienfonds findet das Prinzip der fiktiven Ausschüttung bei Immobilien-Aktiengesellschaften keine Anwendung, denn nur effektive Ausschüttungen werden besteuert. Auf die Dividende wird Kapitalertragssteuer in Höhe von 25 % einbehalten (endbesteuert).

---

<sup>135</sup> Adametz, 2004, S. 204

<sup>136</sup> Vgl. Adametz, 2004, S. 192ff

<sup>137</sup> Vgl. MPC, 2005b, S. 28, URL: [http://www.raiffeisen-bank.at/eBusiness/services/resources/Inz\\_resource\\_raiffeisen\\_static/0,7135,1015018521967-1015462716594-251466541294449686-1-1-NA,00.pdf](http://www.raiffeisen-bank.at/eBusiness/services/resources/Inz_resource_raiffeisen_static/0,7135,1015018521967-1015462716594-251466541294449686-1-1-NA,00.pdf), Zugriff am 1. Dez. 2005

Auch hier beträgt die Spekulationsfrist ein Jahr, Gewinne aus einer vorzeitigen Anteilsveräußerung sind demnach steuerpflichtig. Bei einer Beteiligung in Höhe von 1 % oder mehr innerhalb der letzten fünf Jahre löst eine Veräußerung ebenfalls Steuerpflicht aus (Durchschnittssteuersatz).

Was schließlich die Vererbung der Anteile anbelangt, so sieht das Gesetz für Beteiligungen unter 1 % eine Erbschaftssteuerbefreiung vor.<sup>138</sup>

Zurzeit thesaurieren die österreichischen Immobilien-Aktiengesellschaften durchwegs ihre Gewinne, daher ergibt sich die Rendite für den Anleger aus dem steuerfreien Kursgewinn, vorausgesetzt die Spekulationsfrist ist bereits abgelaufen.<sup>139</sup>

### **3.7 Zusammenfassung**

Die bisherigen Ausführungen konnten eindeutig belegen, dass Immobilienaktien die attraktivste Form der indirekten Immobilienveranlagung darstellen. Dies ist zunächst darauf zurückzuführen, dass Immobilien-Aktiengesellschaften in ihrer Anlagepolitik keinen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen sind. Verglichen mit offenen Immobilienfonds können sie daher flexibler am Markt agieren. Die unterschiedlich ausgeprägte Liquiditätshaltung liefert ein gutes Beispiel hierfür: Offene Immobilienfonds müssen eine 10%ige Liquiditätsreserve einhalten, die eine Kapitalbindung darstellt und letztendlich die Renditechancen des Fonds verringert. Bei Immobilien-Aktiengesellschaften besteht hingegen solch eine gesetzliche Vorschrift nicht – folglich steht ihnen zusätzliches Kapital zur Verfügung, das in das eigentliche Immobiliengeschäft investiert werden kann.

Was geschlossene Immobilienfonds anbelangt, so ist diese Veranlagungsform nicht auf eine breite Anlegerschicht zugeschnitten, denn die hohe Mindestbeteiligung stellt für viele Investoren eine Barriere dar. Außerdem ist das Engagement mit einem hohen Risiko verbunden, denn geschlossene Immobilienfonds investieren i. d. R. nur in einzelne Objekte. Immobilien-Aktiengesellschaften hingegen ermöglichen eine Betei-

---

<sup>138</sup> Vgl. Haidinger et. al., 2004, S. 50f, URL: [www.ba-ca.com](http://www.ba-ca.com), Zugriff am 28. Aug. 2005

<sup>139</sup> Vgl. Petrikovics, 2003, S. 3, URL: [http://www.fgw.at/publikationen/pdf/03/2003-3\\_Petrikovics.pdf](http://www.fgw.at/publikationen/pdf/03/2003-3_Petrikovics.pdf), Zugriff am 29. November 2005



ligung bei sehr niedrigen Anlagebeträgen, die in ein breit gestreutes Portfolio investiert werden, um das Risiko zu verringern. Dem Auslandsengagement einer Immobilien-AG sind dabei keine Grenzen gesetzt – zwei der acht österreichischen Immobilien-Aktiengesellschaften konzentrieren sich beispielsweise gänzlich auf die CEE-Region, um den dort boomenden Immobilienmarkt für sich zu erschließen. Auch hier lässt sich im Vergleich zu offenen Immobilienfonds ein erhöhter Flexibilitätsgrad vorfinden, bei denen der Anteil an Immobilien außerhalb der EU 20 % des Immobilienfondsvermögens nicht überschreiten darf.

Die steuerliche Behandlung repräsentiert bei der indirekten Immobilienveranlagung einen wichtigen Vergleichsmaßstab. Auch in diesem Zusammenhang erweist sich die Immobilienaktie als attraktivste Veranlagungsform für den Anleger. Immobilien-Aktiengesellschaften thesaurieren i. d. R. ihre Gewinne, wodurch ihre Aktionäre keine KESt zu entrichten haben. Nach Verstreichung der Spekulationsfrist können sie ihre Anteile sogar steuerfrei veräußern. Im Gegensatz dazu unterliegen Anteilseigner offener Immobilienfonds bedingt durch die Ausschüttungsfiktion auf jeden Fall dem KESt-Abzug.

## 4 DER MITTEL- UND OSTEUROPÄISCHE IMMOBILIENMARKT

Nachdem nun die Grundlagen der Immobilienwirtschaft sowie die Immobilienveranlagung ausführlich behandelt wurden, steht der mittel- und osteuropäische Immobilienmarkt im Mittelpunkt dieses Kapitels. Nach einer kurzen Einleitung, die sich mit der geographischen Abgrenzung Mittel- und Osteuropas sowie seiner Eigenschaft als Wachstumsmarkt beschäftigt, wird der MOE-Büroimmobilienmarkt genauer durchleuchtet. Auf diese Marktanalyse basierend werden anschließend die „Topstandorte“ für westliche Investoren abgeleitet. Schließlich werden Aussagen über die Zukunft des MOE-Immobiliensektors getroffen.

### 4.1 Einleitung

Bevor auf den mittel- und osteuropäischen Immobilienmarkt näher eingegangen werden kann, erscheint es notwendig, den Begriff „Mittel- und Osteuropa“ (MOE) bzw. „Central and Eastern Europe“ (CEE) geographisch einzuengen. Es werden daher jene Staaten angeführt, die im Rahmen der vorliegenden Arbeit als „mittel- und osteuropäische Länder“ (MOEL) zu verstehen sind. Im Anschluss daran wird ein Überblick über die gesamteuropäische Konjunktur mit besonderem Augenmerk auf MOE gegeben.

#### 4.1.1 Geographische Abgrenzung

Der mittel- und osteuropäische Raum wird im weiteren Verlauf der vorliegenden Arbeit hinsichtlich seiner Eigenschaft als Zielregion für ausländische Direktinvestitionen behandelt.<sup>140</sup> Um MOE aus diesem besonderen Blickwinkel zu durchleuchten, wird die Regionalgliederung der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) für seine geographische Abgrenzung herangezogen. Die OeNB widmet sich bereits seit über 30 Jahren dem Thema der österreichischen Direktinvestitionen, die alljährlich im Rahmen von Befragungen erhoben und deren Ergebnisse veröffentlicht werden.<sup>141</sup> Die

---

<sup>140</sup> Siehe Seite 65ff

<sup>141</sup> Vgl. OeNB, 2005, S. 4

Regionalgliederung, die dabei vorgenommen wird, zählt folgende 19 Länder zu MOE:<sup>142</sup>

- |                                |   |         |   |         |
|--------------------------------|---|---------|---|---------|
| ⇒ Polen (PL)                   | } | MOEL-5  | } | MOEL-19 |
| ⇒ Slowakische Republik (SK)    |   |         |   |         |
| ⇒ Slowenien (SLO)              |   |         |   |         |
| ⇒ Tschechische Republik (CZ)   |   |         |   |         |
| ⇒ Ungarn (HU)                  |   |         |   |         |
| ⇒ Albanien (AL)                | } | MOEL-19 |   |         |
| ⇒ Bosnien-Herzegowina (BIH)    |   |         |   |         |
| ⇒ Bulgarien (BG)               |   |         |   |         |
| ⇒ Estland (EST)                |   |         |   |         |
| ⇒ Kroatien (HR)                |   |         |   |         |
| ⇒ Lettland (LV)                |   |         |   |         |
| ⇒ Litauen (LT)                 |   |         |   |         |
| ⇒ Mazedonien (MK)              |   |         |   |         |
| ⇒ Republik Moldau (MD)         |   |         |   |         |
| ⇒ Rumänien (RO)                |   |         |   |         |
| ⇒ Russland (RUS)               |   |         |   |         |
| ⇒ Serbien und Montenegro (SCG) |   |         |   |         |
| ⇒ Ukraine (UA)                 |   |         |   |         |
| ⇒ Weißrussland (BY)            |   |         |   |         |

Abbildung 14 zeigt die geographische Lage der soeben genannten Länder innerhalb Europas:

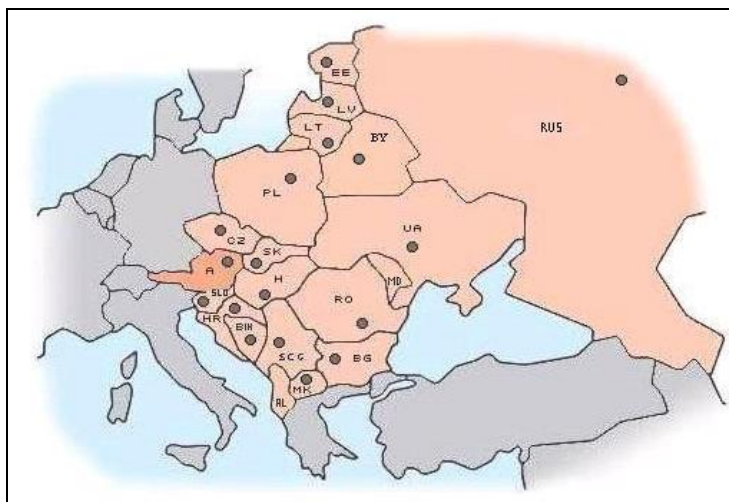


Abbildung 14: Mittel- und osteuropäische Länder

(Quelle: in Anlehnung an BA-CA, 2005,  
URL: <http://www.ba-ca.com/de/index.html>, Zugriff am 13. Nov. 2005)

<sup>142</sup> Vgl. OeNB, 2005, S. 19 und UNCTAD, 2005, S. 6, URL: [http://www.unctad.org/en/docs/wir2005\\_-en.pdf](http://www.unctad.org/en/docs/wir2005_-en.pdf), Zugriff am 15. Dez. 2005

Abbildung 14 verdeutlicht Österreichs geographische Nähe zu MOE. Neben der günstigen Lage profitiert die heimische Außenwirtschaft weiters von Österreichs langjährigen historischen Beziehungen sowie seinen umfassenden Kenntnissen der in MOE vorherrschenden ökonomischen und politischen Rahmenbedingungen.<sup>143</sup>

#### 4.1.2 Wachstumsmarkt „Mittel- und Osteuropa“

Um einen Überblick über die derzeitige wirtschaftliche Situation MOE's zu verschaffen, wird das Wirtschaftswachstum dieser Region als Anhaltspunkt herangezogen und jenem des „übrigen“ Europa gegenübergestellt.

Die Wirtschaftslage der Eurozone war im Jahr 2004 von hoher Arbeitslosigkeit, schwacher Binnennachfrage sowie vom starken Euro geprägt. Diese Entwicklung hatte zur Folge, dass sich das Wirtschaftswachstum in Grenzen hielt. Im Gegensatz dazu konnte sich MOE an einer lebhaften Wirtschaftsdynamik erfreuen. Abbildung 15 verdeutlicht dieses Gefälle, indem hier die Wirtschaft der europäischen Länder je nach Wachstumsrate<sup>144</sup> als stagnierend, träge, stabil bzw. boomend eingestuft wird:

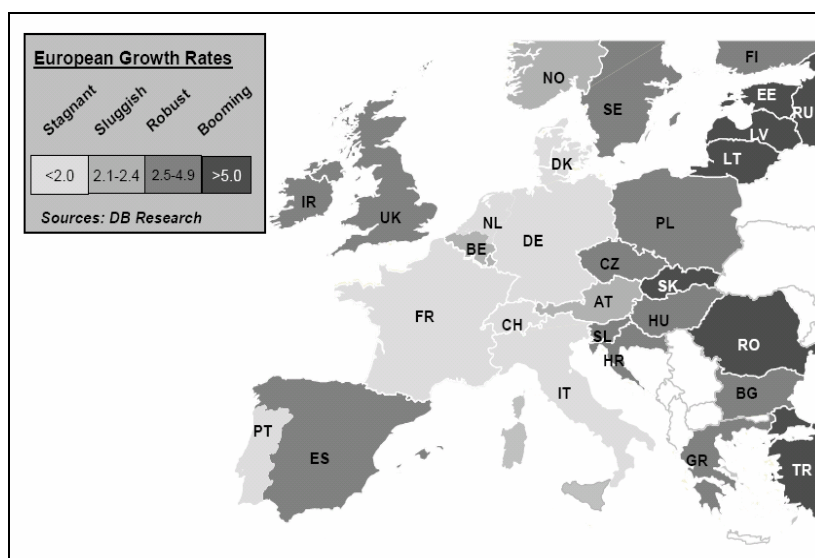


Abbildung 15: Wirtschaftswachstum europäischer Staaten (Q1/2005)  
(Quelle: DB Real Estate Research, 2005a, S. 30)

<sup>143</sup> Vgl. BMWA, 2004, S. 135

<sup>144</sup> Die Wachstumsraten stellen die prozentuelle Veränderung des realen Bruttoinlandprodukts gegenüber dem Vorjahr dar (vgl. DB Real Estate Research, 2005a, S. 30)

Aus Abbildung 15 lassen sich hinsichtlich Europas Wirtschaft drei wesentliche Erkenntnisse ableiten:<sup>145</sup>

1. Langsam wachsende Staaten der Eurozone mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von ca. 1,8 % in 2004 (für 2005 noch niedriger prognostiziert)
2. Stabile Wirtschaft westlich gelegener Länder außerhalb der Eurozone (Vereinigtes Königreich, Schweden) angetrieben von hohen Konsum- und Staatsausgaben (Wachstumsrate 2004: > 3 %)
3. Schnell wachsende bzw. boomende Wirtschaft der MOEL, durchschnittliche Wachstumsrate von 5 % im Jahr 2004 treibt Aufholprozess gegenüber dem „restlichen“ Europa voran

Das höchste Wirtschaftswachstum erzielte 2004 die Ukraine mit 12,1 %, aber auch Lettland und Russland erreichten äußerst gute Ergebnisse (8,5 % bzw. 7 %). Am schwächsten wuchsen innerhalb der MOE-Ländergruppe Kroatien und Mazedonien mit 3 % bzw. 2,9 %.<sup>146</sup>

Langfristig betrachtet wuchs der MOE-Raum seit Ende der 90er Jahre um ca. 4,5 % p. a. und damit dreimal so schnell wie die Wirtschaft in der EU-15<sup>147</sup>. Dabei muss allerdings hervorgehoben werden, dass in diesem Zeitraum gravierende Unterschiede innerhalb der einzelnen MOEL zu beobachten waren. Die Slowakei und Ungarn gelten beispielsweise als Länder mit stabiler Entwicklung, während Estlands und Tschechiens Wirtschaftsentwicklung hohen Schwankungen unterworfen ist.<sup>148</sup>

Es stellt sich nun die Frage, welche Einflüsse bzw. Faktoren zum überdurchschnittlich hohen Wirtschaftswachstum in MOE geführt haben. In diesem Zusammenhang ist vor allem der Beitritt acht MOEL zur Europäischen Union (EU) am 1. Mai 2004 von Bedeutung, denn dieser löste einen Wirtschaftsimpuls sowie höhere politische

---

<sup>145</sup> Vgl. DB Real Estate Research, 2005a, S. 30

<sup>146</sup> Vgl. WIIW, 2005, S. 354

<sup>147</sup> Zur EU-15 zählen Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Portugal, Schweden, Spanien.

<sup>148</sup> Vgl. DBR, 2005a, S. 3f, URL: [http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD/PROD0000000000192939.pdf](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000192939.pdf), Zugriff am 18. November 2005

Stabilität in den betroffenen Ländern<sup>149</sup> aus. Abgesehen davon beschleunigten folgende Einflüsse das Wachstum in den MOEL:<sup>150</sup>

- ⇒ Überwindung der Transformationskrise in den meisten MOEL
- ⇒ Anstieg der Binnennachfrage
- ⇒ Starker Zufluss an ausländischen Direktinvestitionen
- ⇒ Verbesserte Aussichten auf EU-Integration der südosteuropäischen Länder<sup>151</sup> und damit auch auf höhere politische Stabilität

Dieser Vergleich der gesamtwirtschaftlichen Situation innerhalb Europas schafft schließlich Verständnis für das gegenwärtige Interesse westlicher Investoren an Veranlagungen in MOE-Märkten. Nun gilt es aber der Frage nachzugehen, ob auch der MOE-Immobilien Sektor positive Verläufe aufweist.

## **4.2 Marktanalyse**

### **4.2.1 Fokussierung auf Büroimmobilien**

Die Ausführungen betreffend die Anbieterstruktur am heimischen Immobilienmarkt<sup>152</sup> haben ergeben, dass das Immobilienportfolio von sieben der insgesamt acht österreichischen Immobilien-Aktiengesellschaften Objekte in Mittel- und Osteuropa umfasst. Zwei Gesellschaften – Meinl European Land und Immoeast – konzentrieren sich sogar zu 100 % auf die MOE-Region.<sup>153</sup> Es wirft sich daher die Frage auf, aus welchen Gründen sich österreichische Immobilien-Aktiengesellschaften für Investments in die MOE-Immobilienlandschaft interessieren. Hierzu müssen sowohl volkswirtschaftliche, als auch immobilienmarktspezifische Variablen bzw. Merkmale untersucht werden, wobei letztere im Mittelpunkt der folgenden Marktanalyse stehen.

Da die Immobilienmärkte je nach Objekttyp<sup>154</sup> von unterschiedlichen makroökonomischen Größen beeinflusst werden, können sich die einzelnen Teilmärkte (Gewerbe-, Wohnungs- und Sonderimmobilienmarkt) unabhängig voneinander entwickeln. Daher

---

<sup>149</sup> Polen, Tschechien, die Slowakei, Ungarn, Slowenien, Estland, Lettland und Litauen

<sup>150</sup> Vgl. WIIW, 2005, S. 353ff

<sup>151</sup> 2007: EU-Beitritt Bulgariens und Rumäniens; Kroatien u. U. in 2009 (vgl. WIIW, 2005, S. 366)

<sup>152</sup> Vgl. S. 34ff

<sup>153</sup> Vgl. Abbildung 10, S. 36

<sup>154</sup> Vgl. S. 7f

wird aus dem Segment der Gewerbeimmobilien der MOE-Büroimmobilienmarkt im Speziellen näher analysiert, da hier – neben dem Markt für Einzelhandelsimmobilien – der Großteil der Investments institutioneller Anleger hineinfließt.<sup>155</sup>

Aus *volkswirtschaftlicher* Sicht impliziert das soeben diskutierte, günstige Wirtschaftswachstum in MOE eine hohe bzw. steigende Nachfrage nach Büroimmobilien und damit auch ein reduziertes Investitionsrisiko.<sup>156</sup>

Als *immobilienmarktspezifische* und damit mikroökonomische Variablen werden die nachstehenden vier Marktkennziffern analysiert, um anschließend eine Aussage über die Attraktivität einzelner MOE-Immobilienmärkte treffen zu können:

- ⇒ Büroflächenbestand in m<sup>2</sup>
- ⇒ Vermietungsleistung in m<sup>2</sup> vs. Leerstandsquote in %
- ⇒ Spitzenmiete in € pro m<sup>2</sup>
- ⇒ Risiko-Rendite-Profil

Gegenstand der Analyse sind die Büroimmobilienmärkte jener MOE-Hauptstädte, die durch die höchsten Mittelzuflüsse ausländischer Investoren charakterisiert sind. Damit stehen folgende Metropolen im Mittelpunkt der folgenden Untersuchung:<sup>157</sup>

- ⇒ Bratislava (SK),
- ⇒ Budapest (H),
- ⇒ Bukarest (RO),
- ⇒ Moskau (RUS),
- ⇒ Prag (CZ),
- ⇒ Sofia (BG),
- ⇒ Warschau (PL).

Nach Möglichkeit wird bei jedem der soeben genannten Indikatoren ein Vergleich zum westeuropäischen Büroimmobilienmarkt angestellt.

---

<sup>155</sup> Vgl. Raiffeisen Centrobank, 2004, 8f, ähnlich: DB Real Estate Research, 2005a, S. 42

<sup>156</sup> Vgl. DEGI, 2005, S. 19, URL: [http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI\\_Global\\_Values\\_2005.pdf](http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI_Global_Values_2005.pdf), Zugriff am 5. Okt. 2005

<sup>157</sup> Vgl. Erste Bank, 2005, S. 10, ähnlich: vgl. Kempen & Co., 2005, S. 12

#### 4.2.2 Büroflächenbestand

Der aggregierte Büroflächenbestand in den sieben erwähnten Städten betrug Ende 2004 11,8 Mio. m<sup>2</sup>, was gegenüber 2003 einem Plus von ca. 17,3 % bzw. 1,2 Mio. m<sup>2</sup> entspricht. Abbildung 16 spiegelt die Entwicklung des Bestandes an Büroflächen in Mio. m<sup>2</sup> für den Zeitraum 2000 bis 2004 wider:

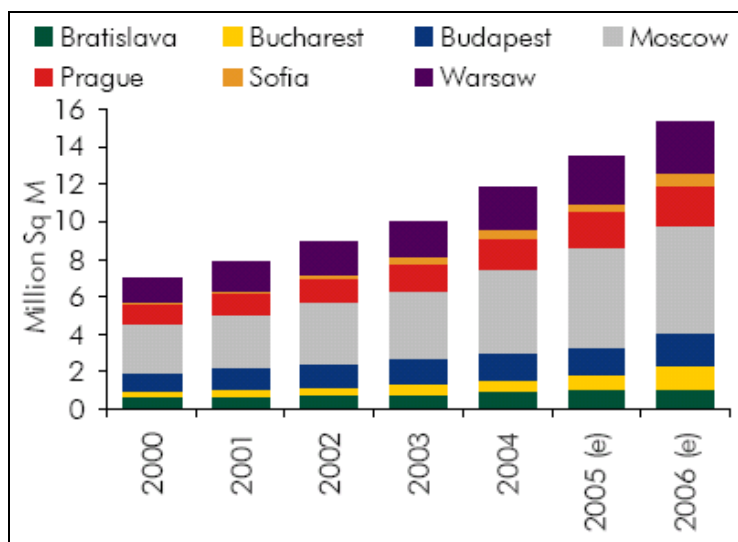


Abbildung 16: Büroflächenbestand 2000-2004, Prognose 2005/06  
(Quelle: CBRE, 2005a, S. 2)

Abbildung 16 veranschaulicht sehr deutlich, dass der Büroflächenbestand ab 2000 fortwährend zugenommen hat. Dieser Trend scheint auch in den kommenden zwei Jahren weiterhin anzuhalten. Verglichen mit Westeuropa verhält sich der Büroflächenbestand trotz dieser Aufwärtsbewegung unterproportional im Verhältnis zur Einwohnerzahl. Vor allem die Büroimmobilienmärkte in Moskau, Bratislava, Bukarest und Sofia „vertragen“ weitere Neuerrichtungen, während in den übrigen drei Hauptstädten ein leichtes Überangebot an Büroflächen vorherrscht. Das Neubauvolumen von Büroflächen hat 2004, wie bereits erwähnt, eine Größenordnung von 1,2 Mio. m<sup>2</sup> erreicht, wovon rund ein Drittel Moskau zuzuordnen ist.<sup>158</sup>

#### 4.2.3 Neuvermietung und Leerstand

Auch hinsichtlich der Neuvermietung macht sich in den sieben betroffenen MOEL ein Anstieg bemerkbar. Abbildung 17 bringt diese Entwicklung graphisch zum Ausdruck,

<sup>158</sup> Vgl. CBRE, 2005a, S. 2



wobei die Vermietungsleistung in Tsd. m<sup>2</sup> für den Zeitraum 2000 bis 2004 dargestellt wird:

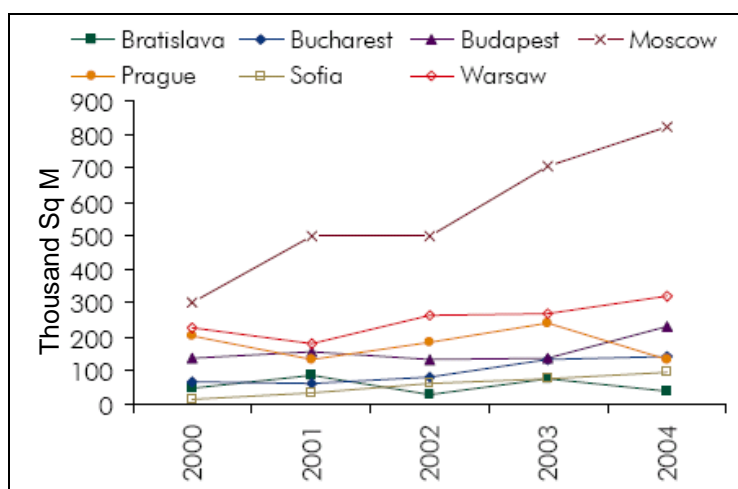


Abbildung 17: Entwicklung der Neuvermietungsleistung 2000-2004

(Quelle: CBRE, 2004, S. 2, URL: <http://www.cbre.at/download2/632454478950418750-CEEOfficeMVQ42004.pdf>, Zugriff am 20. Nov. 2005)

Die aggregierte Vermietungsleistung in allen sieben Märkten hat im Vergleich zu 2003 um 9 % zugenommen, wobei der signifikanteste Anstieg in Budapest in Höhe von 66,7 % zu beobachten war. Der Büroimmobilienmarkt der russischen Hauptstadt Moskau konnte ebenfalls eine bemerkenswerte Aufwärtsentwicklung durchleben und folgt daher an zweiter Stelle. Eine rückläufige Entwicklung vermieteter Büroflächen ist hingegen in Prag und Bratislava zu verzeichnen.

Die in der Gesamtbetrachtung gestiegene Nachfrage wurde hauptsächlich aus zweierlei Gründen ausgelöst. Es finden zunächst zahlreiche Umzüge heimischer Unternehmen von alten in neue, moderne Büroflächen statt. Eine wichtige Rolle spielt ferner der bereits vollzogene bzw. bevorstehende EU-Beitritt, der westeuropäische Unternehmen dazu veranlasst, in MOEL zu expandieren bzw. Unternehmensbereiche zu verlagern.

Um die Marktliquidität – d. h. die Möglichkeit, ein Objekt zu vermieten – einschätzen zu können, ist neben der Vermietungsleistung auch die Leerstandsquote von Bedeutung.<sup>159</sup> In diese Kennziffer fließen all jene freistehenden Büroflächen ein, die zum

<sup>159</sup> Vgl. DEGI, 2005, S. 19, URL: [http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI\\_Global\\_Values\\_2005.pdf](http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI_Global_Values_2005.pdf), Zugriff am 5. Okt. 2005

Einzug bereit stehen und bereits vermarktet werden. Die Errichtung neuer, moderner Büroflächen nimmt zwar seit 2000 stetig zu, die Leerstandsquote ging nichtsdestotrotz von 16 % im Jahr 2000 auf 9,1 % Ende Juni 2005 zurück. Dieser gegensätzliche Verlauf ist darauf zurückzuführen, dass das Ausmaß vermieteter Quadratmeter den Neubau flächenmäßig übersteigt. Im ersten Halbjahr 2005 wurde beispielsweise um 55 % mehr an Bürofläche vermietet als errichtet.

Eine Gesamtbetrachtung der sieben Märkte liefert demnach auch im Zusammenhang mit dem Leerstand positive Ergebnisse. Was wiederum die einzelnen Märkte betrifft, so weist Moskau mit 6 % die niedrigste Leerstandsrate auf, wobei sich hier – neben Prag und Sofia – ein leichter Anstieg bemerkbar macht. In Warschau nimmt hingegen der Anteil leer stehender Büroflächen am schnellsten ab.<sup>160</sup>

Im europäischen Vergleich weisen CEE-Staaten trotz der hohen Nachfrage nach Büroflächen höhere Leerstände als westeuropäische Länder auf. Im Übrigen ist die Leerstandsrate des Wiener Büromarktes im internationalen Vergleich mit 6 % sehr niedrig.<sup>161</sup>

#### **4.2.4 Spitzenmiete**

Die Mieten im Bereich der Büroimmobilien in Ländern Mittel- und Osteuropas befinden sich verglichen mit Westeuropa bzw. mit dem gesamten Europa eindeutig auf einem niedrigeren Niveau. Abbildung 18 zeigt die indexierte Mietentwicklung dieser drei Büroimmobilienmärkte, wobei das Jahr 1995 als Ausgangszeitpunkt des Vergleichs herangezogen wird:

---

<sup>160</sup> Vgl. CBRE, 2005a, S. 4

<sup>161</sup> Vgl. PWC, 2004, S. 19

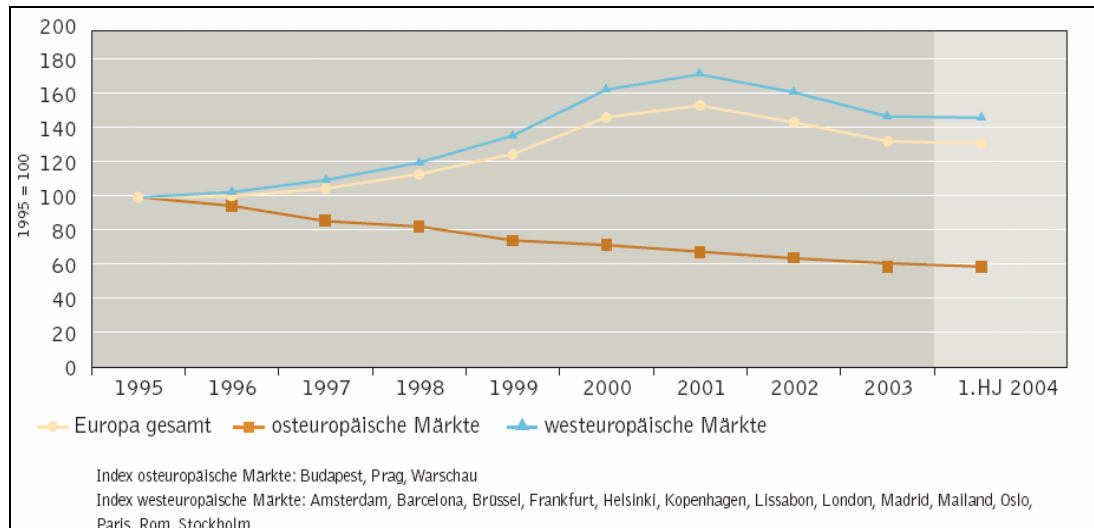


Abbildung 18: Indexierte Mietentwicklung Europa - Westeuropa - Osteuropa

(Quelle: DEGI Research, 2004, S. 7, URL: [http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI\\_Urban\\_Values2004\\_de.pdf](http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI_Urban_Values2004_de.pdf), Zugriff am 5. Okt. 2005)

Abbildung 18 spiegelt eine deutliche Abwärtsbewegung der Mietniveaus in Westeuropa ab 2001 wider. Im Zuge eines Konjunkturaufschwungs ist jedoch mit einer Besserung zu rechnen, die bei Übergreifen auf den Arbeitsmarkt die Nachfrage nach Büroflächen steigern wird. Aus Abbildung 18 ist weiters abzulesen, dass sich die Mieten in Budapest, Prag und Warschau seit 1995 in einem fortwährenden Abwärtstrend befinden.<sup>162</sup> Mit Ausnahme von Moskau lassen sich auch in den übrigen drei Städten unterdurchschnittliche Mieten finden. Dies ist vor allem auf das schwache Wachstum in der MOE-Dienstleistungsbranche zurückzuführen, die für Büroimmobilien von besonderer Bedeutung ist. Die Vermietungsleistung ist zwar, wie bereits erwähnt, gestiegen – die Netto-Büroabsorption bleibt jedoch aufgrund der Umzüge von alten in neue Objekte gering. In Prag, Budapest und Warschau liegt ein zusätzlicher Grund in der weiterhin regen Bautätigkeit<sup>163</sup>, die es unwahrscheinlich erscheinen lässt, dass moderne Büroimmobilien in MOEL in nächster Zeit zu einem knappen Gut werden. Mit einem Anstieg des Mietniveaus ist daher nicht vor 2007 zu rechnen.<sup>164</sup>

Schließlich gebührt auch in diesem Zusammenhang der russischen Hauptstadt besondere Erwähnung. Die Monatsmiete für Büroimmobilien in Spitzenlagen Moskaus betrug nämlich Anfang 2005 44,70 € pro m<sup>2</sup> und lag damit deutlich über dem europä-

<sup>162</sup> Vgl. DEGI Research, 2004, S. 7, URL: [http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI\\_Urban\\_Values2004\\_de.pdf](http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI_Urban_Values2004_de.pdf), Zugriff am 5. Okt. 2005

<sup>163</sup> Vgl. S. 56

<sup>164</sup> DB Real Estate Research, 2005b, S. 7

ischen Durchschnitt von knapp 28 €. Der m<sup>2</sup>-Preis am Wiener Büroimmobilienmarkt belief sich übrigens zu diesem Zeitpunkt auf 18,80 €. <sup>165</sup>

#### 4.2.5 Risiko-Rendite-Profil

Wie bereits erwähnt, sollte das Renditeniveau einer Veranlagung dem damit verbundenen Risiko gegenübergestellt werden. <sup>166</sup> Abbildung 19 ordnet zu diesem Zweck weltweite Büromärkte in ein Risiko-Rendite-Profil ein und ermöglicht damit eine zweidimensionale Betrachtung einiger der bisher besprochenen MOE-Immobilienstandorte:



Abbildung 19: Risiko-Rendite-Profil weltweiter Büromärkte (1998-2005)

(Quelle: DEGI Research, 2005, S. 22, URL: [http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI\\_Global\\_Values2005.pdf](http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI_Global_Values2005.pdf), Zugriff am 5. Okt. 2005)

In Abbildung 19 sind sieben der 19 MOEL vertreten. Die baltischen Hauptstädte Riga (LV), Wilna (LT) und Tallinn (EST) <sup>167</sup> werden neben Moskau als risikoreiche Standorte eingestuft. Hier wurden im Zeitraum 1998 bis 2005 Durchschnittsspitzenrenditen im zweistelligen Bereich beobachtet – die höchste wurde mit 18,9 % in Moskau erzielt. Die übrigen drei MOE-Büromärkte – Budapest, Prag und Warschau – bewegen sich hinsichtlich Risiko und Rendite im Mittelfeld und werden daher als Standorte mit

<sup>165</sup> Vgl. DEGI Research, 2005, S. 52, URL: [http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI\\_Global\\_Values2005.pdf](http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI_Global_Values2005.pdf), Zugriff am 5. Okt. 2005

<sup>166</sup> Vgl. Seite 33

<sup>167</sup> Aufgrund mangelnder Datenlage wurde auf diese Immobilienstandorte bisher nicht näher eingegangen.

guten Perspektiven eingestuft. Sichere Büromärkte mit geringem Risiko und moderaten Renditen lassen sich schließlich größtenteils in westeuropäischen Metropolen bzw. in der EU-15 finden.

Es steht damit fest, dass Investitionen in den MOE-Büromarkt zwar vergleichsweise riskant sind – sie lassen sich jedoch nicht vermeiden, um zukünftig überdurchschnittliche Renditen zu erzielen.<sup>168</sup> Diese Vorgehensweise wird bei Betrachtung der Immobilienportfolios österreichischer Immobilien-Aktiengesellschaften bereits eingeschlagen.<sup>169</sup>

Gegenwärtig ist die Veranlagung in Büroimmobilien in Bukarest, Sofia und Moskau am rentabelsten (10 %, 10,25 % bzw. 12,5 %). Gleichzeitig fallen die Renditen in diesen Märkten aber am schnellsten, da die steigende Nachfrage nach Büroimmobilien einem zurzeit sehr begrenzten Angebot attraktiver Objekte gegenübersteht.<sup>170</sup>

### **4.3 Ranking der MOE-Büroimmobilienmärkte**

Nachdem die wichtigsten Charakteristika ausgewählter MOE-Büroimmobilienmärkte geschildert wurden, kann nun ein Ranking dieser Bürostandorte vorgenommen werden, um die attraktivsten Standorte für Immobilienveranlagungen hervorzuheben. Hierzu werden zwei wissenschaftliche Studien herangezogen, nämlich „*Global Values - Immobilieninvestments 2005*“ der Deutschen Gesellschaft für Immobilienfonds mbH (DEGI) sowie „*Emerging Trends in Real Estate Europe*“ des weltweit größten Anbieters von Professional Business Services „PricewaterhouseCoopers“ (PWC) in Zusammenarbeit mit dem Urban Land Institute (ULI).

Die Ergebnisse der PWC-Studie basieren auf eine Befragung diverser Investoren, Projektentwickler, Immobilien-Aktiengesellschaften, Banken und Immobilienberater. Unter anderem wurde erhoben, welche Anlagestrategie für europäische Immobilienstandorte zu empfehlen ist. Dabei wurden ausschließlich Prag, Warschau und Budapest als „Strong Buy Markets“ eingestuft – eine Veranlagung in diesen Märkten wur-

---

<sup>168</sup> Vgl. DEGI Research, 2005, S. 22, URL: [http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI\\_Global\\_Values2005.pdf](http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI_Global_Values2005.pdf), Zugriff am 5. Okt. 2005

<sup>169</sup> Vgl. Abbildung 10, Seite 36

<sup>170</sup> Vgl. CBRE, 2005b, S. 5

de also durchaus befürwortet. Moskau blieb dennoch nicht unberücksichtigt – die russische Hauptstadt zählt neben Istanbul zu den führenden Wachstumsmärkten Europas. Gegenwärtig herrscht jedoch in Moskau ein signifikantes Unterangebot an Objekten erster Klasse, wovon Immobilien jeder Art betroffen sind.<sup>171</sup>

Im Rahmen der DEGI-Studie wurde im Jahr 2005 ein Immobilienstandort-Scoring vorgenommen, das sowohl volkswirtschaftliche, als auch immobilienmarktspezifische Merkmale zur Beurteilung weltweiter Büromärkte untersucht hat. Unter den „Top-32“ befinden sich sieben MOEL – **Prag** belegt insgesamt den 22. Platz und ist damit die Nummer eins unter den MOE-Metropolen. Danach folgen *Warschau (24)*, *Budapest (26)*, *Tallinn (28)*, *Moskau (29)*, *Wilna (31)* und *Riga (32)*.<sup>172</sup>

Beide Studien klassifizieren demnach Prag, Warschau und Budapest als attraktive Immobilienstandorte Europas. Eine Veranlagung in Objekte in Moskau ist zwar vergleichsweise ertragreich – die verschärfte Konkurrenzsituation, Korruption und politische Instabilität stellen jedoch beachtliche Risikofaktoren dar.<sup>173</sup> Eine erhöhte Unsicherheit besteht auch aufgrund der geringen Transparenz<sup>174</sup> des russischen Immobilienmarktes, während jener Tschechiens, Ungarns und Polens als semi-transparent gilt.<sup>175</sup>

#### **4.4 Zwischenresümee und Ausblick**

Betreffend die konjunkturelle Situation mittel- und osteuropäischer Länder, so ist auch weiterhin mit einer günstigen Entwicklung zu rechnen. Sie werden vor allem dank kräftiger Direktinvestitionsflüsse an Wettbewerbsfähigkeit gewinnen – die Wachstumsrate wird daher um ca. 2 bis 4 Prozentpunkte höher ausfallen als jene der EU-15.<sup>176</sup>

---

<sup>171</sup> Vgl. PWC/ULI, 2005, S. 29ff

<sup>172</sup> Vgl. DEGI Research, 2005, S. 20ff, URL: [http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI\\_Global\\_Values2005.pdf](http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI_Global_Values2005.pdf), Zugriff am 5. Okt. 2005

<sup>173</sup> Vgl. PWC/ULI, 2005, S. 33

<sup>174</sup> Der „Global Real Estate Transparency Index 2004“ wird vom Immobiliendienstleister Jones Lang LaSalle erstellt und dient der Erfassung der Durchsichtigkeit weltweiter Immobilienmärkte (vgl. Jones Lang LaSalle, 2004, S. 1, URL: <http://www.research.joneslanglasalle.com/>, Zugriff am 8. Nov. 2005)

<sup>175</sup> Vgl. Jones Lang LaSalle, 2004, S. 10, <http://www.research.joneslanglasalle.com/>, Zugriff am 8. November 2005

<sup>176</sup> Vgl. WIIW, 2005, S. 366

Die positiven Erwartungen hinsichtlich der konjunkturellen Entwicklung MOEL werden Investitionen in diese Region weiterhin bekräftigen – Anleger können hier auch in Zukunft attraktivere Renditen als in westeuropäischen Metropolen erwarten. In jenen Märkten, wo sich bereits eine Sättigung abzeichnet – also in Budapest, Bratislava, Prag und Warschau –, ist jedoch mit einem leichten Rückgang der Renditen zu rechnen. Hier werden für 2006 etwa 7 % erwartet. In Moskau, Bukarest und Sofia – den weniger stark gesättigten Märkten des Ostens – wird das Renditeniveau schneller zurückfallen, da der steigenden Nachfrage nach hochwertigen Büroimmobilien als Veranlagungsobjekte auch weiterhin ein sehr begrenztes Angebot gegenüberstehen wird. Was die sonstigen Entwicklungen auf den MOE-Immobilienmärkten anbelangt, so ist es schwierig, präzise Aussagen zu treffen. Im Allgemeinen werden die Leerstandsdaten und Mietniveaus zwar leicht positive Verläufe zeigen, jedoch auch weiterhin unter dem westeuropäischen Niveau bleiben.<sup>177</sup>

Langfristig betrachtet, wird der voranschreitende Konvergenzprozess in allen MOEL dazu führen, dass Europas Immobilienmärkte zusammenwachsen und ähnliche Verläufe zeigen.<sup>178</sup> Vor allem mittel- und osteuropäische Länder, die bereits EU-Mitglieder sind, nähern sich an westeuropäische Verhältnisse – die Einführung des Euros wird zudem einen starken Rückgang langfristiger Zinsen mit sich bringen.<sup>179</sup> Es ist daher damit zu rechnen, dass sich Investoren vermehrt auf Standorte östlich der Beitrittskandidaten konzentrieren werden, um sich den Einstieg in diese stark wachsenden Märkte rechtzeitig zu sichern.

Gegenwärtig lässt sich den Ausführungen dieses Kapitels zufolge feststellen, dass die konjunkturelle Situation innerhalb Europas Anfang 2005 je nach Region sehr unterschiedlich war. Während sich die Wachstumsraten westlich gelegener Staaten rückläufig bzw. stabil verhielten, wuchs die Wirtschaft Mittel- und Osteuropas sehr schnell bis boomend. Dies ist u. a. auf Direktinvestitionsflüsse westlicher Investoren zurückzuführen, die auch zukünftig zu einer wachsenden Wirtschaft in MOEL beitragen werden. Auch österreichische Anleger spielen dabei eine wichtige Rolle und kön-

---

<sup>177</sup> Vgl. CBRE, 2004, S. 3, URL: <http://www.cbre.at/download2/632454478950418750CEEOfficeMVQ42004.pdf>, Zugriff am 20. Nov. 2005

<sup>178</sup> Vgl. DBR, 2005b, S. 45, URL: [http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD/PROD000000000191198.pdf](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000191198.pdf), Zugriff am 18. Nov. 2005

<sup>179</sup> Vgl. DBR, 2005a, S. 5, URL: [http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD/PROD000000000192939.pdf](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000192939.pdf), Zugriff am 18. Nov. 2005

nen vor allem aus der geographischen Nähe Österreichs zum MOE-Raum profitieren.

Was den MOE-Immobilienmarkt anbelangt, so waren ausländische Investoren bisher hauptsächlich an Büroobjekten interessiert, da sie im Vergleich zum westeuropäischen Niveau höhere Renditen abwerfen. Zu den ertragreichsten Standorten zählen Moskau, Sofia und Bukarest – es sind jedoch gleichzeitig auch jene Märkte, deren Renditen den schnellsten Rückgang verzeichnen werden. Die rege Nachfrage nach Büroimmobilien erster Klasse kann nämlich auch zukünftig nicht befriedigt werden, wodurch das Renditeniveau einem massiven Druck unterworfen ist. Eine deutlich höhere Sättigung macht sich in Budapest, Bratislava, Warschau und Prag bemerkbar – leicht rückläufige Renditen sind die Folge. Auch das im Vergleich zu Westeuropa niedrige Mietniveau verspricht keine allzu positiven Entwicklungen, denn die rege Bautätigkeit sowie die geringe Netto-Büroabsorption lösen eher Gegenteiliges aus. Die Leerstandsquoten gehen zwar zurück, sind jedoch in der europäischen Gesamtbetrachtung immer noch recht hoch.

Für die Gegenwart bzw. mittelfristige Vergangenheit zählen Prag, Warschau und Budapest zu den Top-Standorten für Immobilieninvestments. Auch die baltischen Hauptstädte Riga, Wilna und Tallinn sowie Moskau weisen eine hohe Marktattraktivität auf. Zukünftig ist damit zu rechnen, dass sich Immobilienveranlagungen auf letztere Standorte – vor allem auf Moskau – verlagern werden, da hier die stark wachsenden Immobilienmärkte angesiedelt sind. Sie versprechen damit hohes Potenzial für ertragreiche Investments, wenn auch gewisse Risiken bestehen bleiben werden.

Nachdem nun der mittel- und osteuropäische Immobilienmarkt ausführlich behandelt wurde, beschäftigt sich das folgende Kapitel mit Direktinvestitionen österreichischer Unternehmen in diese Region, wobei die Immobilienveranlagung von besonderem Interesse ist.



## **5 ÖSTERREICHISCHE DIREKTINVESTITIONEN IN MOE UNTER BESONDERER BERÜCKSICHTIGUNG DER IMMOBILIENVERANLAGUNG**

Thema dieses Kapitels sind österreichische Direktinvestitionen in den mittel- und osteuropäischen Immobilienmarkt, auf den bereits im vorhergehenden Abschnitt ausführlich eingegangen wurde. Nach einem kurzen Blick auf die Literatur zu Direktinvestitionen erfolgt ein Überblick über Österreichs Direktinvestitionen in MOE, wofür hauptsächlich statistische Daten geliefert werden. Im Anschluss daran wird untersucht, in welchem Ausmaß in den MOE-Immobilienmarkt investiert wird und vor allem, welche Rolle Österreich hierbei einnimmt.

### **5.1 Grundlagen ausländischer Direktinvestitionen**

#### **5.1.1 Definition**

In Zeiten zunehmender Globalisierung haben grenzüberschreitende Direktinvestitionen rasant an Bedeutung zugenommen. Ein Investitionsboom machte sich bereits Mitte der 60er Jahre bemerkbar, als multinationale Unternehmen (MNU) verstärkt auftraten. Bis 1990 fanden einige Hochphasen statt – die Direktinvestitionsströme flossen dabei größtenteils zwischen den Industrieländern.<sup>180</sup> Mit der Ostöffnung Mitte der 90er Jahre wurden aber auch mittel- und osteuropäische Staaten zunehmend als Zielländer für Auslandsinvestitionen entdeckt.<sup>181</sup> Bevor jedoch diesbezüglich auf Einzelheiten eingegangen wird, muss geklärt werden, was unter den Termini „ausländische Direktinvestitionen“ (ADI) bzw. „Foreign Direct Investments“ (FDI) überhaupt zu verstehen ist.

In der Literatur lässt sich zum Begriff ausländischer Direktinvestitionen keine einheitliche Definition finden.<sup>182</sup> Aus diesem Grund werden in Tabelle 4 Erklärungsansätze verschiedener Institutionen präsentiert:

---

<sup>180</sup> Vgl. Ditlbacher, 2001, S. 5

<sup>181</sup> Vgl. Ditlbacher, 2001, S. 41

<sup>182</sup> Vgl. Braun, 1988, S. 7

<b>Institution</b>	<b>Definition ADI bzw. FDI</b>
<p>Organisation for economic co-operation and development (OECD)</p>	<p><i>„Foreign direct investment reflects the objective of obtaining a lasting interest by a resident entity in one economy (“direct investor”) in an entity resident in an economy other than that of the investor (“direct investment enterprise”). The lasting interest implies the existence of a long-term relationship between the direct investor and the enterprise and a significant degree of influence on the management of the enterprise. Direct investment involves both the initial transaction between the two entities and all subsequent capital transactions between them and among affiliated enterprises, both incorporated and unincorporated“.</i><sup>183</sup></p>
<p>Oesterreichische Nationalbank (OeNB)</p>	<p>Unter ausländischen Direkteninvestitionen versteht man <i>„Kapitalanlagen, die Investoren in der Absicht vornehmen, mit einem Unternehmen in einem anderen Land eine dauernde Wirtschaftsbeziehung herzustellen und aufrecht zu erhalten, wobei gleichzeitig die Absicht besteht, auf das Management dieser Firma einen spürbaren Einfluss auszuüben. [...] Ebenfalls zu den Direktinvestitionen zählt nach diesen Konzepten der Erwerb von Liegenschaften im Ausland“.</i><sup>184</sup></p>
<p>Deutsche Bank (DB)</p>	<p>Direktinvestitionen sind Kapitalanlagen im Ausland, <i>„die vom Investor in der Absicht vorgenommen werden, einen unmittelbaren Einfluss auf die Geschäftstätigkeit des kapitalnehmenden Unternehmens zu gewinnen oder einem Unternehmen, an dem der Investor bereits beteiligt ist, neue Mittel zuzuführen“.</i><sup>185</sup></p>

Tabelle 4: Definitionen des Terminus „ausländische Direktinvestition“  
(Quelle: eigene Darstellung)

<sup>183</sup> OECD, 1996, S7f

<sup>184</sup> OeNB, 2005, S. 16

<sup>185</sup> Deutsche Bundesbank, 1965, zitiert in Braun, 1988, S. 8

Die umfassendste der in Tabelle 4 angeführten Definitionen ist jene der OECD, die internationalen Organisationen wie dem Internationalen Währungsfonds<sup>186</sup> und den Vereinten Nationen<sup>187</sup>, aber auch der OeNB<sup>188</sup> als Benchmark für die Abgrenzung des Begriffes „FDI“ dient.

Zusammenfassend zeichnen sich ADI den Darlegungen zufolge als ausländische Kapitalanlagen, die den Aufbau einer *dauernden Wirtschaftsbeziehung* zu einem im Ausland ansässigen Unternehmen sowie eine *spürbare Einflussnahme auf dessen Management* beabsichtigen. Als ADI gelten dabei sowohl die *erstmalige Investition* als auch alle nachfolgenden *Neumittelzuflüsse*. Ein für die vorliegende Arbeit besonders relevantes Beispiel für ADI liefert die OeNB, indem sie den Erwerb von Liegenschaften im Ausland dezidiert als Direktinvestition klassifiziert.

Wie Abbildung 20 zum Ausdruck bringt, kann der Eintritt in ausländische Märkte abgesehen von der Direktinvestition auch in Form des *Exports*, der *Lizenzvergabe* oder des *Franchising* erfolgen:<sup>189</sup>

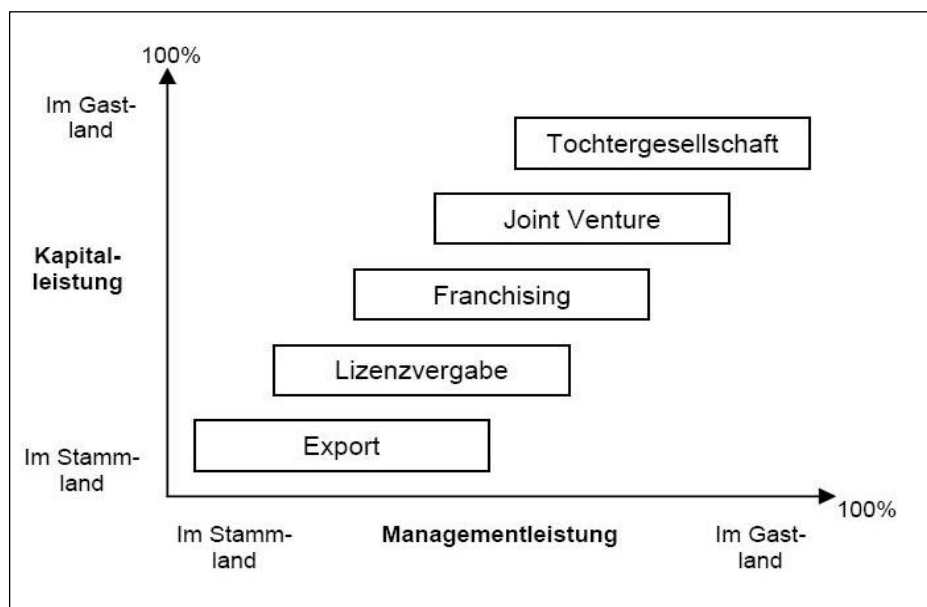


Abbildung 20: Klassifikation der Markteintrittsstrategien  
(Quelle: in Anlehnung an Sachse, 2003, S. 123)

<sup>186</sup> Vgl. IMF, 1993, S. 86, URL: <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/bopman.pdf>, Zugriff am 22. Dez. 2005

<sup>187</sup> Vgl. UNCTAD, 2005, S. 297, URL: [http://www.unctad.org/en/docs/wir2005\\_en.pdf](http://www.unctad.org/en/docs/wir2005_en.pdf), Zugriff am 22. Dez. 2005

<sup>188</sup> Vgl. OeNB, 2005, S. 16

<sup>189</sup> Vgl. Apfelthaler, 1999, S. 66

Von den in Abbildung 20 angeführten Markteintrittsstrategien – dem Export, der Lizenzvergabe, dem Franchising sowie der Direktinvestition in Form des Joint Ventures bzw. der Tochtergesellschaft – ist die Direktinvestition diejenige, die mit dem höchsten Grad an Kapital- und Managementleistung im Gastland (Auslandsmarkt) verbunden ist.<sup>190</sup>

Von der ausländischen Direktinvestition abzugrenzen ist die so genannte Portfolioinvestition, die eine Teilnahme am Management ausschließt. In diesem Fall werden nämlich Anteile an Unternehmen ohne wesentlichen Einfluss auf die Unternehmenspolitik erworben. ADI werden im Übrigen als *direkte*, Portfolioinvestitionen als *indirekte Auslandsinvestitionen* bezeichnet.<sup>191</sup> Abschließend sind die wichtigsten Merkmale von Direkt- bzw. Portfolioinvestitionen in Tabelle 5 zusammengefasst:

	<b>Direktinvestitionen</b>	<b>Portfolioinvestitionen</b>
<b>Motive</b>	Ertrags- und Kontrollmotive	Ertrags- und Risikomotive
<b>Transferierte Ressourcen</b>	Kapital, Anlagegüter, Technologien, Mitarbeiter, Know-how, im Ausland erwirtschaftete Gewinne	Kapital
<b>Anlageformen</b>	Anteile am Grund- bzw. Stammkapital bestehender Unternehmen, Unternehmensneugründungen	Aktien, Obligationen, immobilien- und Investmentfonds
<b>Zeithorizont</b>	Langfristig	Kurz- bis mittelfristig

Tabelle 5: Merkmale ausländischer Direkt- und Portfolioinvestitionen  
(Quelle: Welge/Holtbrügge, 2003, S. 55)

### 5.1.2 Gestaltungsformen von ausländischen Direktinvestitionen

Ist die Entscheidung für die ausländische Direktinvestition als Internationalisierungsstrategie gefallen, so muss im nächsten Schritt geklärt werden, auf welche Art und Weise das Auslandsengagement vonstatten gehen soll. Hierzu sind in Abbildung 21 Gestaltungsalternativen angeführt, die bei einer Direktinvestition zur Auswahl stehen:

<sup>190</sup> Vgl. Sachse, 2003, S. 123ff

<sup>191</sup> Vgl. Pott, 1983, S. 1

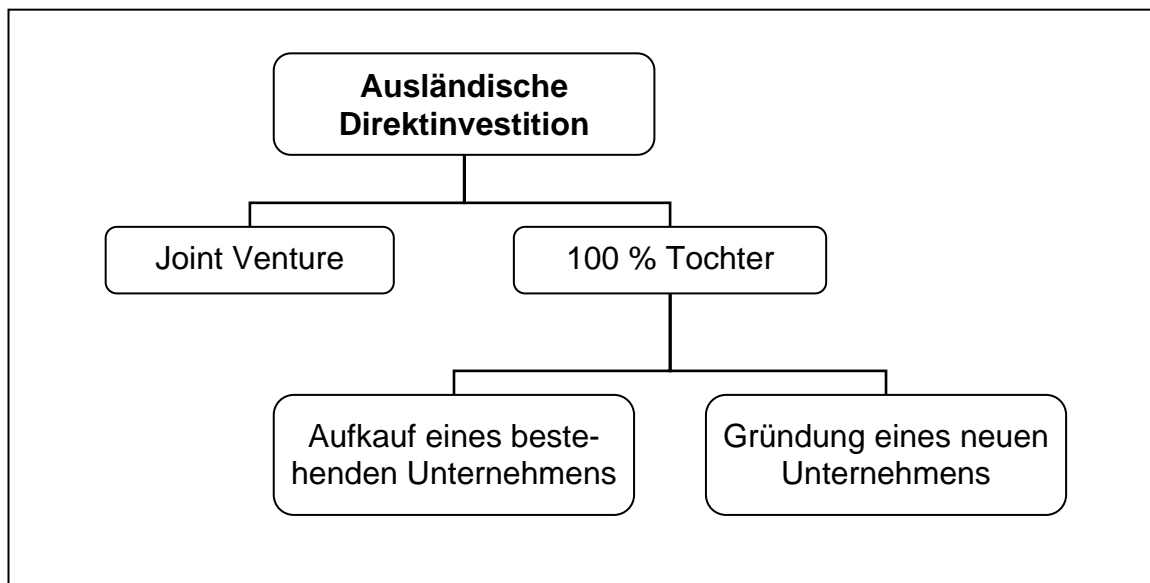


Abbildung 21: Gestaltungsalternativen bei ausländischen Direktinvestitionen  
(Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an Madura, 2003, S. 390)

Wie aus Abbildung 21 hervorgeht, können Unternehmen im Zuge ihres Internationalisierungsprozesses ein Joint Venture eingehen oder eine Tochtergesellschaft gründen, die aus dem Aufkauf eines bereits bestehenden oder aus der Gründung eines neuen Unternehmens entspringen kann.<sup>192</sup> Im Folgenden wird auf diese Alternativen genauer eingegangen.

#### 5.1.2.1 Joint Venture

Das Joint Venture (JV) repräsentiert eine Form der internationalen Unternehmenskooperation, bei der eine juristisch selbständige Gemeinschaftsunternehmung entsteht. Zwei oder mehr voneinander sowohl wirtschaftlich, als auch rechtlich unabhängige Unternehmen gründen und betreiben ein neues Unternehmen zur Verfolgung eines gemeinsamen Zieles, wobei die beiden Unternehmen aus unterschiedlichen Ländern stammen.<sup>193</sup> Dabei ist es häufig der Fall, dass Direktinvestoren in Auslandsmärkte eintreten, indem sie das JV mit einem lokalen Partner eingehen.<sup>194</sup> Durch die Zusammenarbeit, die in einem JV-Vertrag geregelt wird, werden die finanziellen, personellen, materiellen und immateriellen Ressourcen der Teilhaber in die gemeinsame Unternehmung eingebracht. Das Risiko tragen die Partner gemeinsam.<sup>195</sup> Joint Ven-

<sup>192</sup> Vgl. Pausenberger, 1994, S. 16

<sup>193</sup> Vgl. Langefeld-Wirth, 1990, S. 27f

<sup>194</sup> Vgl. Madura, 2003, S. 11

<sup>195</sup> Vgl. Welge/Holtbrügge, 2003, S. 109

tures gibt es sowohl auf nationaler, als auch auf internationaler Ebene<sup>196</sup> – für die vorliegende Arbeit ist letztere Form von Bedeutung.

Ob sich ein JV als Strategie für den Eintritt auf Auslandsmärkte eignet, hängt von vielen Faktoren ab. Es steht allerdings fest, dass „*Marktwachstum, Marktpotential, Konkurrenzsituation und eine genaue Kenntnis des Unternehmens/Partners, mit dem kooperiert werden soll*“<sup>197</sup> keine unbekanntenen Faktoren darstellen dürfen, um damit zukünftige Überraschungen möglichst zu vermeiden. JV nehmen nämlich zwar an Bedeutung zu, die Zahl jener JV, die vorzeitig aufgelöst werden, übertrifft jedoch jene der erfolgreichen Kooperationen. Eine häufige Hürde besteht in den abweichenden Erwartungen der JV-Partner, die zu Indifferenzen im Management führen können. Nichtsdestotrotz werden JV immer dann bevorzugt, wenn das eigene Know-how für ein Auslandsengagement im Alleingang unzureichend ist bzw. wenn das Risiko oder der Kapitalbedarf hierfür zu hoch erscheint. Demnach vereinen JV die Vorteile der Risikoreduzierung bei einer internationalen Ausrichtung einerseits und den damit verbundenen wirtschaftlichen und politischen Kontakten andererseits. Ein wichtiges Motiv repräsentiert außerdem der Wissensaustausch, aus dem beide Partner profitieren können.<sup>198</sup>

#### 5.1.2.2 100 % Tochter

Bei der 100%igen Tochtergesellschaft liegt eine Eigentumsform vor, bei der „*die Muttergesellschaft die alleinige Verfügungsgewalt über eine Unternehmung im Ausland erwirbt oder behält*“<sup>199</sup>. Es wird dabei ein selbständiges Engagement des eigenen Unternehmens im Ausland aufgebaut.<sup>200</sup> Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wird allerdings davon ausgegangen, dass die Muttergesellschaft die Tochterunternehmung zu 100 % hält. Dies bedeutet nämlich, dass der Direktinvestor den Auslandsmarkt im Alleingang bearbeitet, wodurch eine wesentliche Abgrenzung zur gemeinschaftlichen Unternehmung im Sinne des JV gezogen wird.

---

<sup>196</sup> Vgl. Apfelthaler, 1990, S. 81

<sup>197</sup> Vgl. Apfelthaler, 1990, S. 77

<sup>198</sup> Vgl. Sachse, 2003, S. 135

<sup>199</sup> Vgl. Welge/Holtbrügge, 2003, S. 65

<sup>200</sup> Vgl. Sachse, 2003, S. 145

Tabelle 6 fasst die Vor- und Nachteile der Tochtergesellschaft als Markteintrittsstrategie zusammen und liefert somit Aufschluss über ihre Charakteristika:

Vorteile	Nachteile
Unabhängige Marktbearbeitung ⇒ Durchsetzung der eigenen Interessen, Vermeidung von Managementkonflikten	Gründung nicht überall möglich
Aufbau einer eigenen Corporate Identity	Ausreichende finanzielle Mittel, Personal, Managementfähigkeit erforderlich
hohe Marktnähe, optimale Marktbearbeitung	Hohes Risiko in politisch instabilen Regionen
Nutzung der lokalen Ressourcen (günstigere Beschaffung, niedrigere Lohnkosten, günstige Standortkosten)	Langfristige Investition mit vergleichsweise langer Payback-Phase (mind. 5 Jahre)
Reduzierte Handelshemmnisse durch Direktinvestition	
Verbesserung der weltweiten Marktmacht	

Tabelle 6: Vor- und Nachteile der Tochtergesellschaft  
(Quelle: Sachse, 2003, S. 144)

### 5.1.2.3 Gegenüberstellung

Die Vorteile der Tochtergesellschaft ergeben sich vor allem durch die Handlungs- bzw. Entscheidungsfreiheit sowie durch die vollständige Kontrolle, die bei einem JV aufgrund der Hinzuziehung eines Partners nicht gegeben wären. JV zeichnen sich allerdings im Vergleich zu Tochtergesellschaften durch folgende Eigenschaften bzw. Vorteile aus:<sup>201</sup>

- ⇒ Geringerer Kapitaleinsatz
- ⇒ Geringere Risikobelastung
- ⇒ Geringere Enteignungsgefahr
- ⇒ Verbessertes Informationsniveau (Marktkennntnis etc.)
- ⇒ Verbesserter Zugang zu Behörden, öffentlichen Aufträgen
- ⇒ Verbesserte Akzeptanz in der Öffentlichkeit

<sup>201</sup> vgl. Pausenberger, 1994, S. 23

Jede der beiden Markteintrittsstrategien hat damit ihre Vor- und Nachteile. Grundsätzlich ist jedoch festzuhalten, dass „*ein Joint Venture immer dann vorzuziehen ist, wenn die vom Partner eingebrachten Ressourcen und Fähigkeiten mehr Nutzen stiften als mit dem Verlust der vollständigen Leitungsfähigkeit verloren geht*“<sup>202</sup>. Eine Entscheidung kann damit nur fallspezifisch gefällt werden.

Neben der Frage des Eigentums geht es in einem zweiten Schritt um die Frage der Ansiedlungsform: Eine Direktinvestition kann nämlich im Rahmen eines so genannten „Brownfield Investment“ oder eines „Greenfield Investment“ gegründet werden. Hierzu einige grundlegende Erläuterungen:<sup>203</sup>

- ⇒ Ein „Brownfield Investment“ bezeichnet den Kauf eines *bereits existierenden* Unternehmens durch den Erwerb seiner Gesellschaftsanteile.
- ⇒ Ein „Greenfield Investment“ hingegen impliziert die Gründung eines völlig *neuen* Unternehmens.

Zu beiden Strategien lassen sich Argumente finden, die dafür bzw. dagegen sprechen. Tabelle 7 fasst sie stichwortartig zusammen:

<b>Kriterium</b>	<b>Akquisition</b>	<b>Neugründung</b>
Marktzugang	unmittelbar	zeitverzögert
Marktanteil	wird übernommen	muss aufgebaut werden
Kapitaleinsatz	hohe Anfangsinvestition	sukzessive Steigerung
Standort	vorgegebene Standortstruktur	frei wählbarer Standort
Einstellung der Gastlandregierung	oft Abwehrhaltung	häufig finanzielle Förderung
Technologie	vorgegeben	neueste Verfahren einsetzbar
Integration	schwierig	problemlos
Anbieterzahl und Produktionskapazität	bleibt erhalten	wird erhöht

Tabelle 7: Wahl zwischen Kauf und Neugründung  
(Quelle: Pausenberger, 1994, S. 19)

<sup>202</sup> Pausenberger, 1994, S. 22

<sup>203</sup> Vgl. Apfelthaler, 1999, S. 69



Wie aus Tabelle 7 hervorgeht, erfolgt der Marktzugang bei Akquisitionen unverzüglich. Folglich können sowohl Produktion als auch Absatz sofort aufgenommen bzw. weitergeführt werden, wodurch es zu Zeit- und Kostenersparnissen kommt. Für die Unternehmensübernahme sprechen weiters das bereits entwickelte Produktionsprogramm, ein erfahrenes Mitarbeitererteam sowie eine solide Marktstellung. Vorhandene Strukturen können jedoch auch Anpassungen bedürfen, um den Konzernanfordernissen zu entsprechen. Neugründungen lassen sich hingegen harmonischer in das Gefüge der expandierenden Unternehmung integrieren. Vor allem die freie Standortwahl sowie die Ausstattung mit modernster Technologie sprechen für Greenfield Investments. Seitens der Regierung des Gastlandes werden Neugründungen mit der Schaffung neuer Arbeitsplätze verbunden und daher begrüßt, während Akquisitionen mit Rationalisierungen in Zusammenhang gebracht und daher häufig negativ beurteilt werden. Welche der beiden Alternativen für den Markteintritt nun vorzuziehen ist, kann allerdings nicht allgemeingültig festgelegt werden. Die Entscheidung wird durch Landesgegebenheiten und Branchenspezifika beeinflusst und fällt daher von Fall zu Fall unterschiedlich aus.<sup>204</sup>

Im Jahr 2004 ließen sich für die beiden Varianten jedoch regionale Tendenzen erkennen. Innerhalb Europas fanden beispielsweise 57 % aller Übernahmen zwischen Unternehmen statt, die in Ländern der ehemaligen EU-15 ansässig waren. Industrieländer ziehen im Allgemeinen Brownfield Investments in einem höheren Ausmaß an, während Unternehmen in Entwicklungsländern für eine Übernahme meist zu unattraktiv sind. Hier kommen vielmehr Greenfield Investments vor, die sich in den Jahren 2003 und 2004 größtenteils an Entwicklungs- und Transformationsländer<sup>205</sup> richteten.<sup>206</sup>

Primäre Zielländer für Greenfield Investments innerhalb der MOEL-19 waren im Jahr 2004 Russland mit 377 Neugründungen, Polen (230) und Ungarn (211), wobei sie

---

<sup>204</sup> Vgl. Pausenberger, 1994, S. 17ff

<sup>205</sup> Innerhalb Mittel- und Osteuropas werden laut UNCTAD folgende Staaten als Entwicklungs- bzw. Transformationsländer klassifiziert: Albanien, Bosnien und Herzegowina, Bulgarien, Kroatien, Mazedonien, Rumänien, Serbien und Montenegro, Republik Moldau, Weißrussland, Russland, Ukraine (vgl. UNCTAD, 2005, S. 19, URL: [http://www.unctad.org/en/docs/wir2005\\_en.pdf](http://www.unctad.org/en/docs/wir2005_en.pdf), Zugriff am 15. Dez. 2005).

<sup>206</sup> Vgl. UNCTAD, 2005, S. 9f, URL: [http://www.unctad.org/en/docs/wir2005\\_en.pdf](http://www.unctad.org/en/docs/wir2005_en.pdf), Zugriff am 15. Dez. 2005

verglichen mit 2003 in allen drei Ländern abgenommen haben. In Rumänien, Estland und Bulgarien ist hingegen die Anzahl an Greenfield-Investment-Projekten angestiegen.<sup>207</sup> Was Akquisitionen anbelangt, so ist eine ähnliche Verteilung zu beobachten. Die höchsten Transaktionsvolumina wurden nämlich auch in diesem Zusammenhang in Russland mit knapp 4,1 Mrd. US-Dollar verzeichnet. An zweiter und dritter Stelle folgen Bulgarien (~ 2,7 Mrd. US \$) und Rumänien (2,2 Mrd. US \$). Global betrachtet fallen jedoch alle drei Länder kaum ins Gewicht.<sup>208</sup>

## **5.2 Ausländische Direktinvestitionen in MOE**

Wie bereits erwähnt, repräsentieren ausländische Direktinvestitionen einen wichtigen Wachstumsmotor in MOE als Region, aber auch in einzelnen Ländern. Der beachtliche Einfluss kommt jedoch erst dann deutlich zum Ausdruck, wenn man sich deren quantitative Dimension vor Augen hält. Innerhalb der letzten zehn Jahre trugen sie nämlich 2,3 Prozentpunkte zum durchschnittlichen Wirtschaftswachstum von 3,5 % – also 74 % – bei.<sup>209</sup> Fehlende inländische Investitionen konnten damit vollständig kompensiert werden.

Das Ausmaß der Wachstumsbeiträge in den empfangenden Ländern hängt wiederum nicht nur, wie man typischerweise erwartet, von der Höhe der Zuflüsse ab, sondern auch von der Geschwindigkeit, mit der sie absorbiert werden. Die höchsten Wachstumsbeiträge wurden daher im Zeitraum 1994 bis 2003 in Rumänien, Bulgarien und Kroatien verzeichnet, wo exponentielles Wachstum der ausländischen Kapitalströme sowie schnelle Absorptionsfähigkeit vorherrschend waren. Es ist allgemein zu beobachten, dass ADI einen höheren Einfluss auf das Wirtschaftswachstum jener Länder ausüben, die zu Beginn des Transformationsprozesses eher unterentwickelt waren. Die Konjunktur relativ hoch entwickelter Länder wie Tschechien, der Slowakei oder Slowenien profitiert hingegen in einem weitaus geringeren Ausmaß von ADI.<sup>210</sup>

---

<sup>207</sup> Vgl. UNCTAD, 2005, S. 257f, URL: [http://www.unctad.org/en/docs/wir2005\\_en.pdf](http://www.unctad.org/en/docs/wir2005_en.pdf), Zugriff am 15. Dez. 2005

<sup>208</sup> Vgl. UNCTAD, 2005, S. 326f, URL: [http://www.unctad.org/en/docs/wir2005\\_en.pdf](http://www.unctad.org/en/docs/wir2005_en.pdf), Zugriff am 15. Dez. 2005

<sup>209</sup> Diese Entwicklung bezieht sich auf die folgenden 13 MOEL: Albanien, Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Mazedonien, Polen, Rumänien, die Slowakei, Slowenien, Tschechien und Ungarn.

<sup>210</sup> Vgl. DBR, 2005c, S. 14ff, URL: [http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD/PROD000000000188761.PDF](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000188761.PDF), Zugriff am 3. Dez. 2005

Für die Zukunft steht fest, dass MOE weiterhin eine attraktive Zielregion für ADI darstellen wird. Wachsende Märkte, niedrige Lohnstückkosten und qualifizierte Arbeitskräfte sowie zunehmend stabile ökonomische und politische Rahmenbedingungen werden ausländische Investoren dazu bewegen, ihr Kapital nach MOE zu verlagern. Vorläuferländer wie Tschechien, Ungarn und die Balten werden jedoch vermehrt in den Hintergrund treten, während die nächsten EU-Beitrittskandidaten in den Mittelpunkt rücken werden. Hier erwartet man sich aufgrund nicht so hoher Bestände an ADI ein höheres Potential sowie noch niedrigere Lohnkosten im Vergleich zu MOEL, die bereits EU-Mitglieder sind.<sup>211</sup>

Nach dieser kurzen Einführung werden im Folgenden speziell Österreichs Direktinvestitionen in MOEL untersucht, wobei anfangs die allgemeine Entwicklung mit Hilfe statistischer Daten präsentiert wird. Im Anschluss daran erfolgt eine Eingrenzung auf österreichische Direktinvestitionen in den MOE-Immobilienmarkt, worauf genauer eingegangen wird.

### 5.2.1 Österreichische DI in MOE

Die österreichische Wirtschaft hat sich innerhalb der letzten 15 Jahre stark internationalisiert. Diese Entwicklung hat sich auch dann fortgesetzt, als in den Jahren 2001 bis 2003 weltweit rückläufige Direktinvestitionsströme zu beobachten waren. Der Internationalisierungsprozess Österreichs wurde insbesondere durch die Ostöffnung 1989 vorangetrieben, die auch Klein- und Mittelunternehmen erleichterte, in die benachbarten Länder Mittel- und Osteuropas zu investieren.<sup>212</sup> Wie bereits erwähnt, kamen ferner Österreichs günstige geographische Lage sowie seine langjährigen Beziehungen zu diesem Raum den heimischen investierenden Unternehmen zugute.<sup>213</sup>

Folgende Ausführungen betreffen Österreichs DI-Bestand in bzw. DI-Fluss nach MOE in 2004, wobei auch die regionale Verteilung berücksichtigt wird. Ferner wird

---

<sup>211</sup> Vgl. DBR, 2005c, S. 14ff, URL: [http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD/PROD0000000000188761.PDF](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000188761.PDF), Zugriff am 3. Dez. 2005

<sup>212</sup> Vgl. BMWA, 2004, S. 130ff

<sup>213</sup> Vgl. S. 52

auf die Branchenstruktur sowie auf die Beschäftigungsentwicklung eingegangen. Es werden dabei ausschließlich aktive Investitionen<sup>214</sup> behandelt.

### 5.2.1.1 DI-Flüsse

Unter Beachtung der Neukapitalzuflüsse im Laufe des Jahres 2004 wird die Rolle der MOEL als bedeutende Zielregion für österreichische Direktinvestitionen zum wiederholten Male deutlich. Wie Abbildung 22 veranschaulicht, entfiel nämlich 2004 mit knapp 3,2 Mrd. € über die Hälfte des Investitionsvolumens in Höhe von insgesamt 5,88 Mrd. Euro auf diese Region:

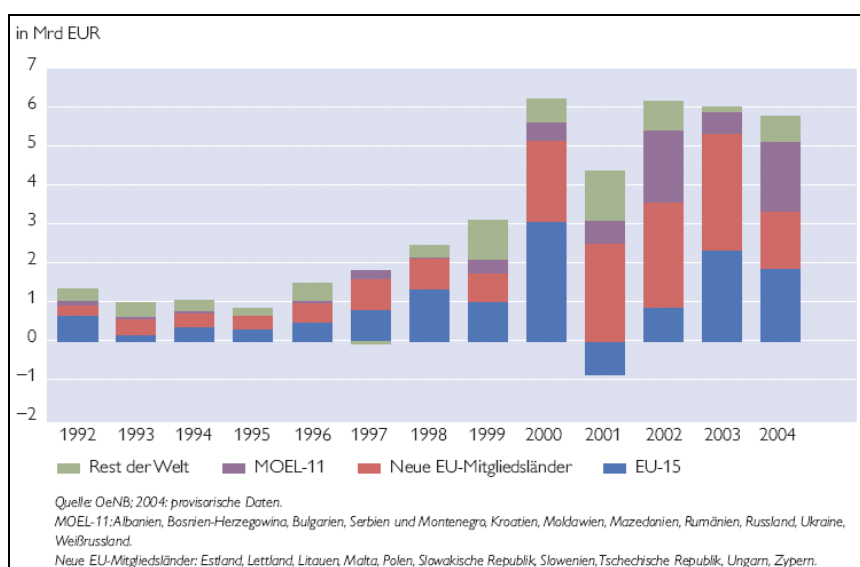


Abbildung 22: Österreichs aktive DI-Flüsse nach Zielregionen (1992-2004)<sup>215</sup>

(Quelle: OeNB, 2005a, S. 77, URL: [http://www.oenb.at/de/img/stat\\_q305\\_tcm14-29404.pdf](http://www.oenb.at/de/img/stat_q305_tcm14-29404.pdf), Zugriff am 30. Dez. 2005)

Aus Abbildung 22 kommt deutlich zum Ausdruck, dass der Schwerpunkt österreichischer Direktinvestitionen auf MOEL liegt. Eine Gesamtbetrachtung der MOEL-11 und der neuen EU-Mitgliedsländer ergibt<sup>216</sup>, dass bereits ab 2001 über 50 % der DI-Ströme in diese Länder fließen. Besonders interessant ist aber die Tatsache, dass

<sup>214</sup> Es ist zwischen aktiven und passiven Direktinvestitionen zu unterscheiden. Aus der Sicht des Inlands, in diesem Fall also Österreich, werden österreichische Direktinvestitionen ins Ausland als aktiv, ausländische Direktinvestitionen in Österreich als passiv bezeichnet (vgl. BMWA, 2004, S. 147).

<sup>215</sup> Der negative Wert in Höhe von knapp einer Milliarde € im Jahr 2001 deutet darauf hin, dass in diesem Zeitraum Beteiligungen österreichischer Unternehmen in der EU-15 aufgelöst wurden (vgl. OeNB, 2002, S. 1, URL: [http://www.oenb.at/de/img/04\\_folder\\_direktinvest\\_1\\_tcm14-13922.pdf](http://www.oenb.at/de/img/04_folder_direktinvest_1_tcm14-13922.pdf), Zugriff am 2. April 2006 sowie Telefonat mit Frau Math, Bundesministerium für Arbeit und Wirtschaft, Abteilung C2/5, 3. April 2006.).

<sup>216</sup> Aufzählung der MOEL-11 sowie der neuen EU-Mitgliedsländer siehe Abbildung 22 oben.

bereits innerhalb der drei darauf folgenden Jahre eine Verlagerung des Interesses von den zehn neuen EU-Mitgliedsländern in Richtung Südosteuropa stattfand. Dabei kam Rumänien im Jahr 2004 mit 1,7 Mrd. € der mit Abstand höchste Investitionsbetrag zugute, wobei die beträchtliche Beteiligung der OMV AG an der rumänischen Petrom im Dezember 2004 entscheidend für dieses außerordentliche Ergebnis war. Ferner wurden deutliche Zuwächse der DI-Flüsse nach Bulgarien, Kroatien, Slowenien, Serbien und Montenegro sowie erstmals Albanien verzeichnet. Im Gegensatz dazu zeigten ehemals primäre Zielländer für österreichische DI wie Polen, die Slowakei und die Tschechische Republik rückläufige Daten.<sup>217</sup> Damit scheinen die Prognosen über eine Verlagerung der Investitionstätigkeit auf MOEL, die Nicht-Mitglieder der EU sind, belegt.<sup>218</sup>

Für das gesamte Jahr 2005 liegen noch keine Daten vor – die Oesterreichische Nationalbank hat lediglich vorläufige Zahlen für das erste Halbjahr veröffentlicht. Demzufolge flossen in den ersten sechs Monaten 2005 rund 977 Mio. € – das sind knapp 35 % der gesamten DI-Flüsse – in MOEL und zwar vorwiegend in Russland, das mit 190 Mio. € an Neuinvestitionsvolumen vor Rumänien (140 Mio. €) lag. Das Interesse heimischer Investoren richtete sich ferner auch weiterhin auf die EU-Kandidatenländer Bulgarien und Kroatien. In den traditionellen Zielländern Österreichs (Ungarn, Polen, Tschechien und die Slowakei) fanden keine neuen Großprojekte statt, bestehende Tochterunternehmen konnten nur aufgrund reinvestierter Gewinne zulegen, womit sich der Vorjahrestrend fortzusetzen scheint. Im Allgemeinen weicht die Regionalgliederung der aktiven Direktinvestitionen jedenfalls deutlich vom Muster der vorangegangenen Jahre ab. Innerhalb der ersten sechs Monate des Jahres 2005 flossen nämlich die höchsten DI-Ströme nach Deutschland, gefolgt von der Schweiz und dem Vereinigten Königreich.<sup>219</sup>

#### 5.2.1.2 DI-Bestände

Bei Berücksichtigung aller bisher zugeflossenen Mittel seitens österreichischer Investoren in den MOE-Raum ergibt sich per Ende 2004 ein Investitionsvolumen von ins-

---

<sup>217</sup> Vgl. OeNB, 2005a, S. 76f, URL: [http://www.oenb.at/de/img/stat\\_q305\\_tcm14-29404.pdf](http://www.oenb.at/de/img/stat_q305_tcm14-29404.pdf), Zugriff am 30. Dez. 2005

<sup>218</sup> Vgl. S. 63

<sup>219</sup> Vgl. OeNB, 2005b, S. 14, URL: [http://www.oenb.at/de/img/stat\\_20054\\_tcm14-32871.pdf](http://www.oenb.at/de/img/stat_20054_tcm14-32871.pdf), Zugriff am 30. Dez. 2005

gesamt 21 Mrd. €. Damit sind ca. 40 % der gesamten österreichischen DI-Bestände in Höhe von 52,3 Mrd. € in MOEL geflossen. Im Vergleich zum Vorjahr entspricht dies einer Zunahme der weltweiten DI-Bestände von ca. 18 % bzw. von 17 % in der MOE-Region. Der Bestand an passiven DI betrug im Übrigen Ende 2004 51,9 Mrd. €, womit der Bestand an aktiven DI erstmals jenen der passiven DI überstieg.

Die regionale Verteilung der DI-Bestände Österreichs lässt folglich eine ähnliche Entwicklung erwarten wie jene der DI-Flüsse. Knapp zwei Drittel der DI-Bestände befinden sich in den neuen Mitgliedsstaaten, dabei vor allem in der Tschechischen Republik mit einem Anteil von 22 %, Ungarn (16 %) und Polen (12%). Deren Anteil sinkt jedoch, während sich das investierte Kapital in Südosteuropa aufgrund der vermehrten Neumittelzuflüsse erhöht. Ende 2004 stieg der dortige Bestand um 57 % an und erreichte damit 5,9 Mrd. €. Primäre Zielländer dieser Region repräsentieren vor allem Kroatien, gefolgt von Rumänien, Bulgarien und Russland.<sup>220</sup>

Gemessen an den DI-Beständen nimmt Österreich im internationalen Vergleich in einigen Ländern Zentral- und Osteuropas eine Spitzenstellung als Auslandsinvestor ein. Abbildung 23 zeigt, in welchen MOEL Österreich eine besonders wichtige Rolle als Investor zukommt:

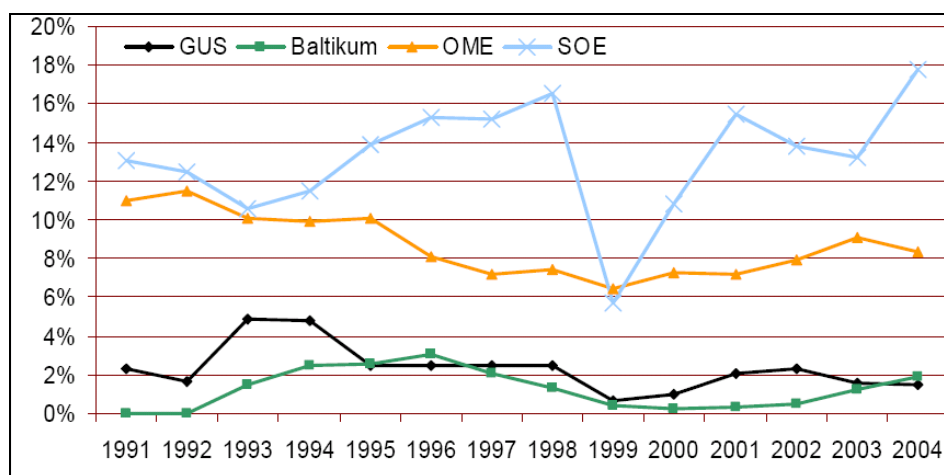


Abbildung 23: Österreichischer Marktanteil an den DI-Beständen in MOE (1991-2004)<sup>221</sup>  
(Quelle: BMWA, 2005, S. 10)

<sup>220</sup> Vgl. BMWA, 2005, S. 7

<sup>221</sup> Folgende Länder der GUS (Gemeinschaft unabhängiger Staaten) wurden bei dieser Abbildung berücksichtigt: Russland, die Ukraine und Weißrussland. Baltikum: Lettland, Litauen, Estland. OME (Ostmitteleuropa): Ungarn, Tschechische Republik, die Slowakei, Polen. SOE: Kroatien, Bosnien-Herzegowina, Mazedonien, Serbien und Montenegro, Albanien, Bulgarien, Rumänien (vgl. BMWA, 2005, S. 2).

Wie aus Abbildung 23 hervorgeht, hält Österreich in Ländern Südosteuropas den höchsten Marktanteil mit 18 % in 2004 – es belegt damit sogar den ersten Platz unter allen ausländischen Investoren. Relativ konstant zeigt sich der Anteil in Ostmitteleuropa (OME), der sich zwischen 8 und 10 % bewegt. Eher inaktiv zeigte sich Österreich schließlich in den GUS-Staaten und im Baltikum.<sup>222</sup>

#### 5.2.1.3 Branchenstruktur

Abgesehen von der OMV AG repräsentierte der österreichische Finanzsektor im Jahr 2004 zum wiederholten Male die treibende Kraft der Investitionsaktivitäten in Mittel- und Osteuropa. Ferner fanden bedeutende Veranlagungen auch im Handel, in der Elektrizitätsbranche sowie in der Baustoff- und Lebensmittelindustrie statt.<sup>223</sup> Von besonderem Interesse sind natürlich DI in die MOE-Immobilienbranche, auf die im Anschluss gesondert eingegangen wird.

#### 5.2.1.4 Beschäftigungsentwicklung

Per Ende 2003 haben österreichische Unternehmen insgesamt 327.700 Personen in 2.586 ausländischen Tochterunternehmen im Ausland beschäftigt. Damit wurde die die Anzahl der Beschäftigung in ausländischen Tochterunternehmen in Österreich von 251.900 – wie auch schon in 2001 und 2002 – übertroffen.<sup>224</sup>

Die MOE-Region nimmt auch in diesem Zusammenhang eine wichtige Stellung ein. Zum Jahreswechsel 2003/2004 arbeiteten nämlich ca. 71 % der Auslandsbeschäftigten in Mittel- und Osteuropa, vorwiegend in Tschechien, Ungarn und der Slowakei. Der Rest entfällt auf die ehemalige EU-15 (knapp 20 %) sowie auf Länder außerhalb Europas, in denen österreichische Unternehmen jedoch nur wenig aktiv sind. Ferner ist knapp über die Hälfte aller ausländischen Töchter in MOE angesiedelt.<sup>225</sup>

Die Auslandsbeschäftigung wurde 2003 maßgeblich durch den Bankensektor beeinflusst. Hier fallen auf 100 Inlandsbeschäftigte etwa 63 Auslandsbeschäftigte, was vor

---

<sup>222</sup> Vgl. BMWA, 2005, S. 10.

<sup>223</sup> Vgl. OeNB, 2005a, S. 77, URL: [http://www.oenb.at/de/img/stat\\_q305\\_tcm14-29404.pdf](http://www.oenb.at/de/img/stat_q305_tcm14-29404.pdf), Zugriff am 30. Dez. 2005

<sup>224</sup> Vgl. OeNB, 2005, S. 12

<sup>225</sup> Vgl. OeNB, 2005, S. 13

allem auf das intensive Engagement der österreichischen Finanzintermediäre in Mittel- und Osteuropa zurückzuführen ist.<sup>226</sup>

Tabelle 8 dient abschließend dazu, die wichtige Rolle Mittel- und Osteuropas als Zielregion für österreichische DI mit Zahlen zu untermauern:

<b>Österreichs Direktinvestitionen (in Mio. €)</b>			
	<i>Flüsse weltweit</i>	<i>Bestände weltweit</i>	
2002	6 170	40 512	
2003	6 323	44 308	
2004	5 880	52 300	
HJ 2005	2 831	-	
	<i>Flüsse nach MOE</i>	<i>Bestände in MOE</i>	<i>Anteil an den weltweiten Beständen</i>
2002	4 388	14 745	36,4 %
2003	3 642	16 925	38,2 %
2004	3 084	21 060	40,3 %
HJ 2005	977 <sup>227</sup>	-	

Tabelle 8: Österreichs Direktinvestitionen 2003/2004

(Quelle: eigene Darstellung, Werte: OeNB, 2005c, URL: [http://www.oenb.at/de/stat\\_melders/datenangebot/aussenwirtschaft/direktinvestitionen/diurnsatzaktiv\\_2005hj.jsp](http://www.oenb.at/de/stat_melders/datenangebot/aussenwirtschaft/direktinvestitionen/diurnsatzaktiv_2005hj.jsp), Zugriff am 10. Jan. 2005)

Tabelle 8 liefert einen Rückblick auf Österreichs Direktinvestitionen seit 2002, wobei zu beachten ist, dass nur die Bestände Ende 2003 endgültige Werte repräsentieren. Die Direktinvestitionsbestandsdaten hinken nämlich immer sehr stark hinterher, da sie durch Befragung von Unternehmen jährlich durch die OeNB erhoben werden und dementsprechend viel Zeit in Anspruch nehmen. Die Bestände des Jahres 2004 sind eine Hochrechnung der Bestände 2003 mit den Flussdaten für 2004 und können daher von später veröffentlichten Bestandsdaten abweichen.<sup>228</sup> Für die vorliegende Arbeit werden sie nichtsdestotrotz als Anhaltspunkt hinsichtlich der bisherigen Entwicklung österreichischer Direktinvestitionen herangezogen, die vorläufige Größen-

<sup>226</sup> Vgl. OeNB, 2005, S. 12

<sup>227</sup> vorläufiger Wert (vgl. OeNB, 2005c, URL: [http://www.oenb.at/de/stat\\_melders/datenangebot/aussenwirtschaft/direktinvestitionen/diurnsatzaktiv\\_2005hj.jsp](http://www.oenb.at/de/stat_melders/datenangebot/aussenwirtschaft/direktinvestitionen/diurnsatzaktiv_2005hj.jsp), Zugriff am 10. Jan. 2005)

<sup>228</sup> Telefonat mit Frau Math, Bundesministerium für Arbeit und Wirtschaft, Abteilung C2/5, 17. Jan. 2006.



ordnung repräsentiert dabei zumindest einen Richtwert. Hiervon ausgehend implizieren die in Tabelle 8 angegebenen Daten, dass das im Ausland angelegte Kapital von Jahr zu Jahr steigt. Ebenso ersichtlich ist, dass ein Großteil der Mittel in MOEL bei steigender Tendenz strömt. Nachdem diese Zahlen nun zweifelsohne dafür sprechen, dass die MOE-Region eine Antriebskraft für die heimische Außenwirtschaft darstellt, gilt es der Frage auf den Grund zu gehen, ob im MOE-Immobilien Sektor ähnliche Entwicklungen vorherrschen. Besonders interessant ist, den Anteil der Direktinvestitionen, die bislang in den MOE-Immobilien Sektor fließen, am gesamten DI-Bestand Österreichs in dieser Region zu erkunden.

## **5.2.2 Österreichische DI in den MOE-Immobilien Sektor**

### **5.2.2.1 Methodik**

Die Ausarbeitung österreichischer Direktinvestitionen im Rahmen der vorliegenden Arbeit hat sich vor allem dank zahlreicher Berichte und Studien der OeNB als unkompliziert erwiesen. Ergänzende Daten liefern weitere Organisationen wie das Wiener Institut für Wirtschaftsvergleiche, das Institut für Wirtschaftsforschung sowie das Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit, wobei sie statistische Daten ebenfalls von der OeNB beziehen. Was nun aber Direktinvestitionen österreichischer Unternehmen in den Immobilien Sektor mittel- und osteuropäischer Länder anbelangt, ist die Datenlage äußerst mangelhaft. Eine Anfrage bei der OeNB führte leider zu keinen zweckdienlichen Ergebnissen, da für diese Position keine Daten erhoben werden. Immobilieninvestitionen blieben auch bei den restlichen soeben erwähnten Institutionen bisher unbeachtet. Die fehlende Datenlage deutet damit an, dass das Ausmaß von DI in den MOE-Immobilien Sektor bislang gering blieb und demzufolge zwecks Erhebungen noch zu wenig ins Gewicht fiel.

Intensive Immobilienmarktforschung betreibt hingegen das Immobilienunternehmen CB Richard Ellis (CBRE) mit Sitz in Los Angeles. Seit 1991 ist es auch in Österreich vertreten und konnte glücklicherweise der Anfrage der Autorin mit einigen relevanten Daten und Fakten nachkommen, die im Folgenden präsentiert werden.<sup>229</sup> Gegenstand der Ausführungen sind dabei ausschließlich institutionelle Objekte, also Büro-,

---

<sup>229</sup> Die Anfrage wurde per elektronische Post bearbeitet, das E-Mail befindet sich im Anhang.

Einzelhandels-, Industrieimmobilien sowie Hotels, da CBRE nur diese in seinen Statistiken berücksichtigt.

#### 5.2.2.2 DI-Flüsse

Im Zeitraum von 1998 bis 2004 haben ausländische Unternehmen insgesamt 8,6 Mrd. € in MOE-Immobilien investiert, wobei sich das Interesse anfangs stark in Grenzen hielt. Wie Abbildung 24 zeigt, hat dieser Sektor jedoch im Laufe der kommenden Jahre für Auslandsinvestitionen sehr schnell an Bedeutung zugenommen:

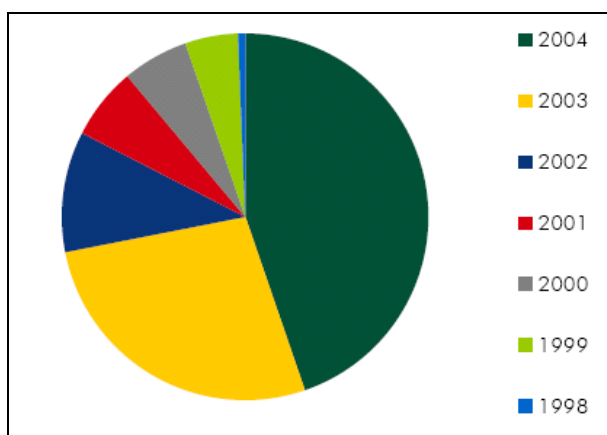


Abbildung 24: Entwicklung der DI-Flüsse von 1998 bis 2004

(Quelle: CBRE, 2005, S. 2, URL: <http://www.cbre.com/Global/Research/Market+Reports/Local+Reports+Worldwide.htm>, Zugriff am 20. Nov. 2005)

Aus Abbildung 24 lassen sich zwei wesentliche Erkenntnisse ableiten. Zum einen lässt sich ganz klar erkennen, dass innerhalb des kurzen Betrachtungszeitraums die Investitionsflüsse in den MOE-Immobilienmarkt einen von Jahr zu Jahr immer größer werdenden Zuwachs verzeichneten. Zum anderen kommt deutlich hervor, dass fast 75 % des Gesamtvolumens allein in den letzten zwei Jahren, nämlich in 2003 und 2004, platziert wurden. Der Aufwärtstrend setzt sich auch in 2005 fort, denn allein im ersten Halbjahr 2005 wurde um ungefähr 40 % mehr als im Vergleichszeitraum 2004 in den MOE-Immobilienmarkt investiert.

Im Laufe des Jahres 2004 haben vor allem deutsche, gefolgt von amerikanischen und irländischen Unternehmen die höchsten Investitionen am MOE-Immobilienmarkt

getätigt.<sup>230</sup> Österreichische Unternehmen nahmen hingegen eine eher untergeordnete Rolle ein, die in Abbildung 25 zum Vorschein kommt:

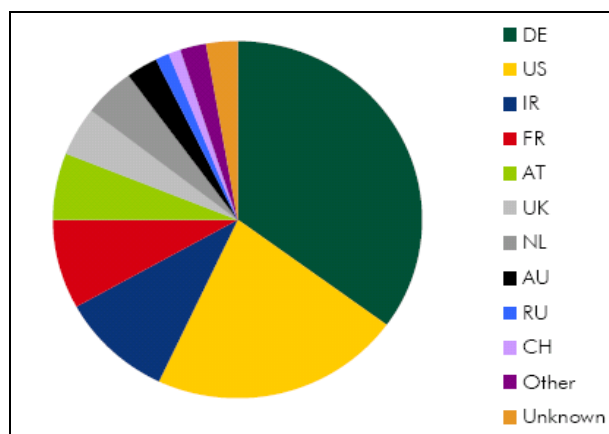


Abbildung 25: DI-Flüsse nach Investornationalität (2004)

(Quelle: CBRE, 2005, S. 3, URL: <http://www.cbre.com/Global/Research/Market+Reports/Local+Reports+Worldwide.htm>, Zugriff am 20. Nov. 2005)

Wie Abbildung 25 verdeutlicht, fällt Österreichs Anteil am in 2004 investierten Volumen gering aus. Der Kapitalzufluss in diesem Zeitraum betrug ca. 3,9 Mrd. €, von denen über die Hälfte allein von Deutschland und den USA aufgebracht wurden, während Österreich den fünftgrößten Investor darstellte. Es scheint sich dabei jedoch nur um ein kurzfristiges Tief zu handeln, denn in 2003 zählte Österreich neben Ungarn und Irland noch zu den bedeutendsten drei Investoren.<sup>231</sup> Eine Erholung ließ sich auch schon nach den ersten sechs Monaten des Jahres 2005 erkennen – es wurden nämlich Veranlagungen in Höhe von 638 Mio. € getätigt und damit um ca. 33 % mehr als im gesamten Vorjahr. Dieser Aufholprozess wurde vor allem durch die beachtliche Investitionstätigkeit von Meinl European Land sowie Immoeast angetrieben. Gemeinsam mit dem britischen Immobilienunternehmen Aerium Fund zählten sie im ersten Halbjahr 2005 zu den führenden Investoren. Zusammen brachten die drei Gesellschaften 48 % des Investitionsvolumens auf, das sich im genannten Zeitraum auf insgesamt 2 Mrd. € belief.<sup>232</sup>

<sup>230</sup> Vgl. CBRE, 2005, S. 3ff, URL: <http://www.cbre.com/Global/Research/Market+Reports/Local+Reports+Worldwide.htm>, Zugriff am 20. Nov. 2005

<sup>231</sup> Vgl. CBRE, 2005, S. 3, URL: <http://www.cbre.com/Global/Research/Market+Reports/Local+Reports+Worldwide.htm>, Zugriff am 20. Nov. 2005

<sup>232</sup> Vgl. CBRE, 2005a, S. 4

Hinsichtlich der Verteilung der DI-Flüsse Österreichs nach Immobilienart, flossen sie im ersten Halbjahr 2005 in einem 60:40 Verhältnis in Büro- bzw. Einzelhandelsimmobilien. Damit hat im Gegensatz zum vorangegangenen Jahr eine starke Konzentration stattgefunden, denn in 2004 wurden Immobilien verschiedenster Art erworben. Ferner stellt Österreich in diesem Zusammenhang eine Ausnahme dar, denn 2005 überwog der Anteil internationaler Investitionen an Einzelhandels- jenen an Büroimmobilien.<sup>233</sup>

### 5.2.2.3 Aggregation der DI-Flüsse für den Zeitraum 1998 bis 1. HJ 2005

Österreich repräsentierte Abbildung 25<sup>234</sup> zufolge in 2004 den fünftgrößten ausländischen Investor am MOE-Immobilienmarkt. Gemessen am Investitionsvolumen, das im Zeitraum 1998 bis zum Ende des zweiten Halbjahres 2005 *insgesamt* aufgebracht wurde, ist es jedoch der bedeutendste Investor. Innerhalb der genannten viereinhalb Jahre hat sich ein aggregierter DI-Fluss in Höhe von 10,5 Mrd. € angehäuft, der in Abbildung 26 nach Investornationalität aufgeteilt wird:

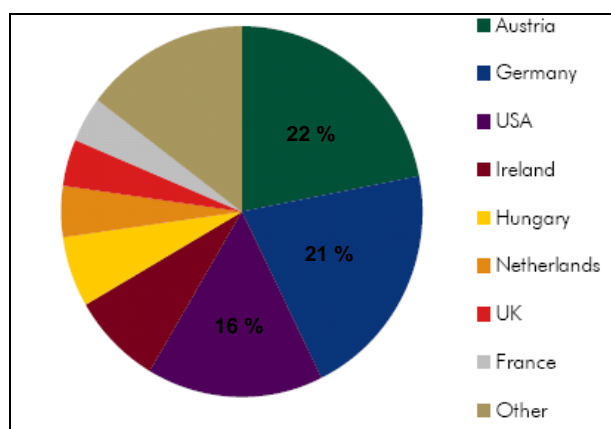


Abbildung 26: aggregierte DI-Flüsse von 1998 bis H1 2005 nach Investornationalität (Quelle: CBRE, 2005a, S. 3)

Abbildung 26 belegt Österreichs starke Position als Investor am MOE-Immobilienmarkt. Mit ca. 2,31 Mrd. € bzw. mit über einem Fünftel hält es den größten Anteil am Gesamtinvestitionsvolumen und lässt damit Deutschland und die USA hinter sich zurück. Zusammen mit Deutschland, das nur ganz knapp hinter Österreich folgt, hat es über 40 % des Investitionsvolumens aufgebracht. Diese beachtliche Rolle haben die beiden Länder ihren langjährigen wirtschaftlichen und politischen Bezie-

<sup>233</sup> Vgl. E-Mail im Anhang

<sup>234</sup> Vgl. S. 83

hungen zu den Empfängerländern zu verdanken. Nicht zu vergessen sind auch die in MOE stark vertretenen österreichischen und deutschen Banken, die hinter den Immobiliengesellschaften stehen und ihnen damit den Weg ebnen. Hinzu kommt ein wesentlicher Zeitfaktor – Österreich, Deutschland, aber auch die USA sind bereits seit 1998 aktive Investoren am MOE-Markt und haben damit einen gewissen Grad an Marktpräsenz erreicht. Geschäftsbeziehungen zu heimischen Immobilienunternehmen konnten demzufolge bereits aufgebaut werden, die ihnen beispielsweise beim Immobilienerwerb trotz steigender Nachfrage zugute kommen.<sup>235</sup>

Was die Markteintrittsstrategie institutioneller Investoren anbelangt, so erfolgten so gut wie alle Transaktionen über den Aufkauf der Gesellschaftsanteile jenes Unternehmens, das den bisherigen Eigentümer des Zielobjekts repräsentierte.<sup>236</sup>

#### 5.2.2.4 Aggregation der österreichischen DI-Flüsse von 1998 bis 1. HJ 2005 nach Ländern und Immobilienarten

Wie bereits erwähnt haben österreichische Unternehmen von 1998 bis zum ersten Halbjahr 2005 ca. 2,31 Mrd. € in MOE-Immobilien investiert. Unter Berücksichtigung des dritten Quartals 2005 erhöht sich dieser Betrag auf 2,53 Mrd. €, wobei dieser Gesamtwert ausschließlich nach Polen, Ungarn, Rumänien sowie in die Slowakei und in die Tschechische Republik floss. Für die übrigen MOEL konnten leider keine Zahlen in Erfahrung gebracht werden.

Zunächst gewährt Abbildung 27 Aufschluss darüber, in welche der fünf soeben erwähnten MOEL österreichische Immobiliengesellschaften zu welchem Anteil investiert haben:

---

<sup>235</sup> Vgl. CBRE, 2005a, S. 3f

<sup>236</sup> Vgl. E-Mail im Anhang

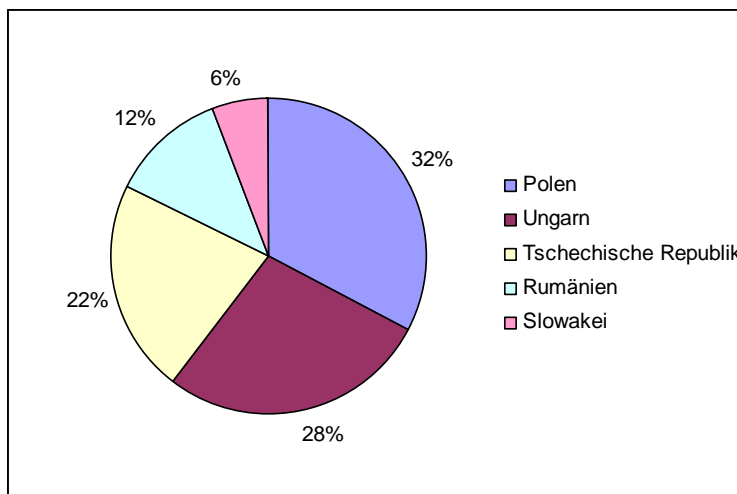


Abbildung 27: aggregierte österreichische DI-Flüsse nach Empfängerland (1998 bis 3Q/2005)  
(Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an CBRE, siehe E-Mail im Anhang)

Wie in Abbildung 27 dargestellt, flossen österreichische Immobilieninvestitionen zu über 80 % in die Nachbarländer Polen, Ungarn und in die Tschechische Republik. Dabei konzentriert sich nicht nur Österreich auf diese Märkte – sie repräsentieren auch unter Berücksichtigung des gesamten Volumens, das bislang in MOE-Immobilien investiert wurde, primäre Zielregionen für Auslandsinvestoren. Es ist zwar damit zu rechnen, dass diese Verteilung in nächster Zukunft bestehen bleiben wird, doch aufgrund des steigenden Wettbewerbs in den traditionellen Märkten macht sich bereits eine sukzessive Verlagerung in Richtung Bulgarien, Rumänien, Russland und der Slowakei bemerkbar.

Betreffend die DI-Bestände Österreichs unterscheidet sich die regionale Struktur österreichischer DI-Bestände im MOE-Immobilienmarkt den DI-Flüssen nach zu urteilen nicht erheblich von jener der österreichischen DI-Bestände im gesamten MOE-Markt. Auch hier befindet sich der Großteil der zugeführten Mittel in Polen, der Tschechischen Republik und Ungarn, auch wenn der aggregierte Anteil mit 50 % bedeutend geringer ausfällt.<sup>237</sup> Dies ist auf die sukzessive Verlagerung der Investitionstätigkeit in Richtung Südosteuropa bzw. GUS-Staaten zurückzuführen – der aggregierte Anteil österreichischer DI-Bestände erhöhte sich von 28 % in 2003 auf 35 % Ende 2004.<sup>238</sup> Eine Verlagerung österreichischer Immobilieninvestitionen von traditionellen Zielländern hin zu östlicher gelegenen Ländern trat hingegen selbst bis Ende

<sup>237</sup> Vgl. S. 78

<sup>238</sup> Vgl. BMWA, 2005, S. 10

2005 nicht ein.<sup>239</sup> Österreich stellt in diesem Zusammenhang jedoch keine Ausnahme dar, denn eine Veränderung der regionalen Verteilung weltweiter Direktinvestitionsbestände im MOE-Immobiliensektor hat bisher nicht stattgefunden. Ganz im Gegenteil: Während der weltweite DI-Bestand am polnischen Immobilienmarkt im Jahr 2004 im Vergleich zum Vorjahr einen ca. dreifachen Anstieg erfahren hat, erhöhten sich die DI-Bestände in Nicht-EU-Ländern wie Rumänien bzw. Russland in diesem Zeitraum nur unwesentlich.<sup>240</sup> Experten zufolge ist diese anhaltende Konzentration auf traditionelle MOEL darauf zurückzuführen, dass die Immobilienmärkte dieser Staaten ein hohes Potential aufweisen, das es noch auszunützen gilt.<sup>241</sup> Eine Verlagerung zu östlicher gelegenen Ländern wird in Zusammenhang mit Immobilieninvestitionen daher vermutlich später bzw. langsamer einsetzen als bei DI in anderen Sektoren.

Hinsichtlich der Aufteilung des erwähnten aggregierten österreichischen DI-Flusses in Höhe von 2,53 Mrd. € nach Zielobjekt, gewährt Abbildung 28 einen Einblick in die sektorale Verteilung:

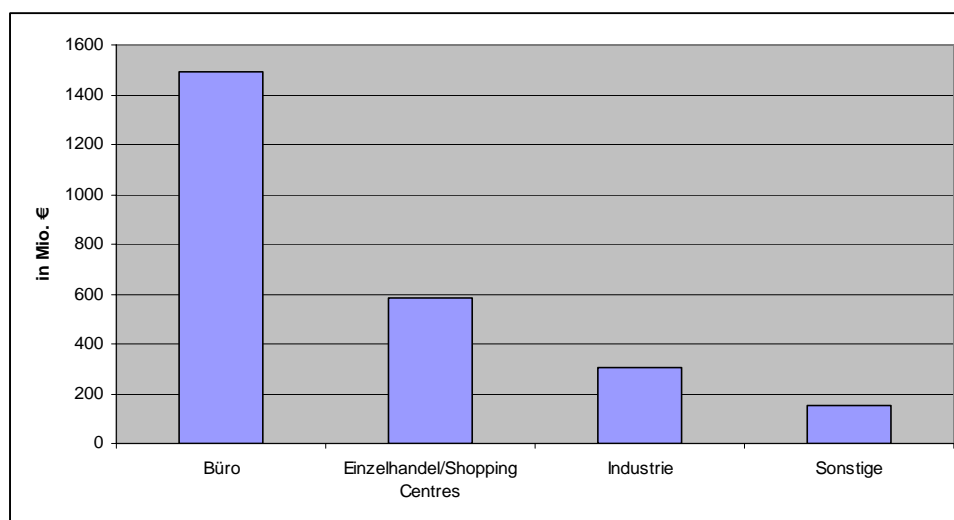


Abbildung 28: aggregierte österreichische DI-Flüsse nach Zielobjekt (1998 bis 3Q/2005)  
(Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an CBRE, vgl. E-Mail im Anhang)

MOE-Büroimmobilien repräsentierten Abbildung 28 zufolge mit 59 % des gesamten Investitionsvolumens das primäre Zielobjekt für österreichische Anleger. Am zweitattraktivsten erwiesen sich Einzelhandelsimmobilien, allen voran Shopping Centers.

<sup>239</sup> Vgl. E-Mail im Anhang

<sup>240</sup> Vgl. CBRE, 2005a, S. 2

<sup>241</sup> Vgl. E-Mail im Anhang

Verglichen mit der Verteilung internationaler Investitionen, weist Österreich auch in diesem Zusammenhang dasselbe Muster auf. Es ist nämlich allgemein der Fall, dass Auslandsinvestoren bisher größtenteils in Büroimmobilien veranlagt haben. Eine Verlagerung hin zu Einzelhandelsimmobilien macht sich jedoch bereits in 2003 bemerkbar. Büroimmobilien, die den Vorstellungen der Auslandsinvestoren entsprechen, lassen sich nämlich auf den relativ kleinen MOE-Märkten nur schwer finden. Hinzu kommt, dass Entwickler vermehrt die Bereitschaft zeigen, ihre Shopping Centers zu verkaufen. Diese günstige Marktlage hat bereits bewirkt, dass Einzelhandelsimmobilien im Jahr 2005 Gegenstand doppelt so vieler Transaktionen waren wie Büroimmobilien.<sup>242</sup>

### **5.2.3 Die Immobilienveranlagung als Anteil österreichischer DI in MOE**

Die wichtigste Erkenntnis der bisherigen Darlegungen ist, dass Österreich gemessen am Investitionsvolumen den bedeutendsten Anleger am MOE-Immobilienmarkt repräsentiert. Nun stellt sich aber die Frage, wie wichtig der MOE-Immobilienmarkt als Zielmarkt für die gesamten österreichischen Direktinvestitionen in MOE ist. Dies lässt sich beantworten, indem die Direktinvestitionen in die Immobilienlandschaft Mittel- und Osteuropas als Anteil an den Direktinvestitionen am gesamten MOE-Markt dargestellt werden. Damit kommt zum Vorschein, welche Rolle dieser Markt für heimische Unternehmen spielt. Tabelle 9 liefert zu dieser Problemstellung zweckdienliche Zahlen:

---

<sup>242</sup> Vgl. CBRE, 2005a, S. 2



<i>Österreichs Direktinvestitionen in MOE (in Mio. €)</i>			
	<i>Flüsse nach MOE</i>	<i>Bestände in MOE</i>	<i>Anteil an den weltweiten Beständen</i>
2004	3 084	21 060	40,3 %
HJ 2005	977 <sup>243</sup>	-	
	<i>Flüsse in den MOE-Immobilienmarkt</i>	<i>Bestände im MOE-Immobilienmarkt</i>	<i>Anteil an den MOE-Gesamtbeständen</i>
2004	479	1 672	<b>8 %</b>
HJ 2005	638	2 310	
Q3 2005	858	2 530	

Tabelle 9: Österreichs Direktinvestitionen in MOE 2004/05

(Quelle: eigene Darstellung; Werte: OeNB, 2005c, URL:

[http://www.oenb.at/de/stat\\_melders/datenangebot/aussenwirtschaft/direktinvestitionen/diumsatzaktiv\\_2005hj.jsp](http://www.oenb.at/de/stat_melders/datenangebot/aussenwirtschaft/direktinvestitionen/diumsatzaktiv_2005hj.jsp), Zugriff am 10. Jan. 2005 bzw. CBRE, siehe E-Mail im Anhang)

Wie in Tabelle 9 angegeben, betragen die Direktinvestitionsbestände Österreichs in MOE per Ende 2004 rund 21 Mrd. €, wovon ca. 1,7 Mrd. € am MOE-Immobilien-sektor investiert wurden. Um nun die Rolle bzw. die Bedeutung des MOE-Immobilien-sektors für österreichische Direktinvestoren zu schematisieren, wurden diese beiden Werte einander gegenübergestellt. Dabei ließ sich errechnen, dass sich per Ende 2004 rund 8 % der österreichischen DI-Bestände am MOE-Immobilien-sektor befanden. Über die Entwicklung dieses Anteils kann leider keine Aussage getroffen werden, da für den DI-Bestand am MOE-Immobilienmarkt erst ab 2004 ein Wert in Erfahrung gebracht werden konnte und für das gesamte Jahr 2005 noch keine Daten vorliegen. Eine Vergleichsmöglichkeit mit anderen Sektoren bietet sich ebenso wenig an, da für das Jahr 2004 noch keine Statistiken veröffentlicht wurden, die die DI-Bestände Österreichs nach Branchen erfassen. Hinzu kommt, dass die Bereinigung der in Tabelle 9 angeführten Werte um verzerrende Großinvestments noch aussteht – es handelt sich hierbei also nur um vorläufige Richtwerte.

Hinsichtlich der Investitionsflüsse macht sich jedenfalls eine beachtliche Aufwärtsbewegung bemerkbar, denn, wie aus obiger Aufstellung hervorgeht, befinden sich diese

<sup>243</sup> vorläufige Größe (vgl. Seite 80)

in einem kontinuierlichen Anstieg. Es lässt sich damit den Anteil betreffend zumindest eine positive Entwicklung erkennen. Von den vorläufigen 977 Mio. €, die im ersten Halbjahr 2005 nach MOE flossen, entfielen 638 Mio. €, also fast zwei Drittel, auf den Immobiliensektor.<sup>244</sup> Ende 2004 belief sich der Anteil an den gesamten DI-Flüssen noch auf knapp 16 %. Trotz dieser positiven Tendenz erscheint es eher unwahrscheinlich, dass die Rolle des MOE-Immobiliensektors für österreichische Unternehmen bedeutend zunehmen wird. Ende Dezember 2005 hat sich nämlich mit dem Erwerb des Kreditinstituts „Banca Comerciala Romana S.A.“ durch die Erste Bank bei einem Kaufpreis von 3,75 Mrd. € die bisher größte Auslandstransaktion der österreichischen Geschichte ereignet.<sup>245</sup> Damit wird die Bedeutung des MOE-Finanzsektors als Zielbranche für österreichische Direktinvestitionen zum wiederholten Male ausgebaut. Ob bzw. inwieweit sich die MOE-Immobilienbranche gegen solche Großinvestments behaupten kann, bleibt fraglich.

### **5.3 Zusammenfassung**

Den Ausführungen dieses Kapitels zufolge repräsentiert Mittel- und Osteuropa seit 2001 die primäre Zielregion für österreichische Direktinvestitionen. Per Ende 2004 befanden sich ca. 40 % des österreichischen DI-Bestandes in den MOEL-19 und zwar allen voran in der Tschechischen Republik, in Ungarn und Polen. Während die Mittel also anfangs hauptsächlich in die neuen EU-Mitgliedsstaaten flossen, machte sich jüngst eine Verlagerung in Richtung Länder Südosteuropas bemerkbar, wo Österreich bereits zum Teil die höchsten Marktanteile hält und damit den bedeutendsten Auslandsinvestor repräsentiert. Betreffend die Branchenstruktur strömte der Großteil der Investitionsvolumina in den Dienstleistungs- und dabei vor allem in den Finanzsektor, dem ein besonderes Engagement seitens österreichischer Unternehmen zukommt. Der Anteil der Auslandsbeschäftigung in dieser Branche ist dementsprechend hoch.

---

<sup>244</sup> Der DI-Fluss in Höhe von 977 Mio. € ist eine von der OeNB veröffentlichte, vorläufige Größe. Der DI-Fluss in den MOE-Immobilienmarkt von 638 Mio. € wurde vom Immobiliendienstleister CBRE bezogen (aus den Daten im angehängten E-Mail errechnet). Aufgrund des immensen Anteils der DI in MOE-Immobilien wurde eine Mitarbeiterin des BMWA zu Rate gezogen, die diese Relation bestätigen konnte (Telefonat mit Frau Math, BMWA, Abteilung C2/5, 17. Jan. 2006).

<sup>245</sup> Vgl. Der Standard, 2005, URL: [www.derstandard.at](http://www.derstandard.at), Zugriff am 18. Januar 2006.

Österreichische Unternehmen ließen trotz der gegebenen Konzentration auf die Dienstleistungsbranche den MOE-Immobilienmarkt nicht unbearbeitet, ganz im Gegenteil, Österreich hält hier im internationalen Vergleich den höchsten DI-Bestand und lässt damit Staaten wie Deutschland und die USA hinter sich. Zu den primären Zielländern zählen auch in diesem Zusammenhang Polen, Ungarn sowie die Tschechische Republik. Eine Verlagerung hat zwar noch nicht stattgefunden, langfristig betrachtet ist jedoch damit zu rechnen, wobei hier die EU-Kandidatenländer Bulgarien, Rumänien sowie Russland und die Slowakei vermehrt in den Mittelpunkt rücken werden. Betreffend die Immobilienart lag der Schwerpunkt bisheriger Veranlagungen österreichischer Unternehmen auf Büroimmobilien, gefolgt von Einzelhandels- und Industrieobjekten.

Schließlich wurde die Problemstellung behandelt, in welchem Ausmaß Österreich in MOE-Immobilien veranlagt. Hierzu wurde sein DI-Bestand am MOE-Immobilienmarkt jenem in der gesamten MOE-Region gegenübergestellt. Die fehlende Vergleichsmöglichkeit sowie Entwicklungstendenz lassen jedoch eine angemessene Beurteilung bzw. eine begründete Aussage leider nicht zu. Es steht allerdings fest, dass der kontinuierliche Zuwachs der DI-Flüsse in den MOE-Immobilienmarkt eine erhöhte Aufmerksamkeit seitens österreichischer Investoren impliziert.

## 6 INVESTITIONSVERHALTEN ÖSTERREICHISCHER IMMOBILIEN-AKTIENGESELLSCHAFTEN IM VERGLEICH

Drei österreichische Immobilien-Aktiengesellschaften sind Thema dieses Kapitels, das vorrangig deren Investitionsverhalten sowie die daraus resultierende Rentabilität untersucht. Unter den acht österreichischen Immobilien-Aktiengesellschaften wurden *Meinl European Land Limited (MEL)*, *CA Immobilien Anlagen AG* sowie *conwert Immobilien Invest AG* ausgewählt. Wie bereits erwähnt, besteht ihre Gemeinsamkeit darin, allesamt im GPR 250 Index vertreten zu sein, womit sie gemessen an der Marktkapitalisierung zu den international liquidesten börsennotierten Immobiliengesellschaften zählen. Der Unterschied zwischen den drei erwähnten Unternehmen liegt wiederum in ihrem regional unterschiedlich zusammengesetzten Immobilienportfolio. MEL investiert nämlich ausschließlich in die MOE-Region, CA Immo AG in Österreich sowie auch zum Teil in MOE und conwert konzentriert sich schließlich fast zur Gänze auf Österreich. Der Vergleich des Investitionsverhaltens dieser drei Unternehmen soll letztendlich dazu führen, anhand konkreter Beispiele zu belegen bzw. mit Hilfe von relevanten Zahlen unter Beweis zu stellen, ob Investitionen in den MOE-Immobilienmarkt tatsächlich höhere Renditen abwerfen als jene am heimischen Markt.

Jedes Unternehmen wird anfangs im Rahmen eines Portraits vorgestellt, das neben allgemeinen Eckdaten auch die Finanzierungsstruktur und die Aktienperformance behandelt. Im Anschluss daran wird auf die Investitionsstrategie im Rahmen des Immobilienportfolios eingegangen. Schließlich werden einige Unternehmenskennzahlen präsentiert, im Mittelpunkt steht hierbei eine Rentabilitätsanalyse. Als Quelle für die Unternehmensbeschreibungen sowie für die Immobilienportfolios dienen Zwischenberichte aus dem Jahr 2005, um möglichst aktuelle Daten zu beziehen. Um ferner die Entwicklungstendenz aufzuzeigen, werden diese zu 2004 in Relation gesetzt. Einzig in Bezugnahme auf die Unternehmenskennzahlen werden die jeweiligen Geschäftsberichte per 31. Dezember 2004 herangezogen, da nur diese vollständige Informationen liefern.

## 6.1 *Meinl European Land Limited*

### 6.1.1 Unternehmensportrait

Die Immobilien-Aktiengesellschaft Meinl European Land wurde 1997 gegründet, seit November 2002 notieren ihre Aktien im Amtlichen Handel der Wiener Börse. Der eingetragene Firmensitz des Unternehmens befindet sich in St. Helier, der Hauptstadt der größten Kanalinsel Jersey.<sup>246</sup> Der Unternehmensgegenstand besteht im Besitz, der Vermietung, Verwaltung und Entwicklung gewerblicher Immobilien in Zentral- und Osteuropa. Die Aktien befinden sich zum Großteil im Streubesitz. Die Dividendenpolitik der Gesellschaft sieht keine Ausschüttung an die Aktionäre, sondern die Thesaurierung der Erträge vor.<sup>247</sup>

Betreffend Unternehmensstruktur steht die Unternehmensgruppe Julius Meinl, die die Bereiche Investmentbanking, Kaffeeerzeugung sowie Immobilieninvestment bzw. -entwicklung zu ihren Hauptaktivitäten zählt, hinter MEL. Als Marketmaker<sup>248</sup> bzw. Hausbank von MEL fungiert die Meinl Bank AG, die ebenso zum Meinl-Konzern zählt. Die Geschäftsführung unterliegt der Central European Property Management (CEPM), einer 100%igen Tochtergesellschaft der Meinl Bank AG, die damit indirekt in der Lage ist, die Geschäftstätigkeit von MEL zu beeinflussen. Durch die Auslagerung des Managements hat MEL selbst keinerlei Mitarbeiter – die sechs Vorstandsmitglieder sind Angestellte der Meinl Bank AG.<sup>249</sup>

Was ferner die Finanzierungsstruktur von MEL anbelangt, so erfolgte die Kapitalaufbringung zwecks Neuakquisitionen bisher durch eine Kombination aus Fremd- und Eigenmitteln (60 zu 40 %). Dabei werden die Fremdmittel durch die Begebung von Anleihen generiert. Die Eigenmittel resultieren wiederum aus Emissionserlösen im Rahmen von Kapitalerhöhungen. Im Laufe der ersten sechs Monate 2005 haben zwei Kapitalerhöhungen stattgefunden, die MEL einen Erlös in Höhe von 750 Mio. €

---

<sup>246</sup> Jersey ist eine britische Insel und gilt als Kronbesitz des Vereinigten Königreichs, verfügt jedoch über eine eigene Gesetzgebung und Verwaltung. Auch das Steuersystem ist vollkommen unabhängig und lockt dank niedriger Steuersätze viele ausländische Investoren an (vgl. Wikipedia, 2005, URL: <http://de.wikipedia.org/wiki/Jersey>, Zugriff am 10. Jan. 2006).

<sup>247</sup> Vgl. MEL, 2005d, S. 1

<sup>248</sup> MEL hat 2002 einen Platzierungs- und Market-Maker-Vertrag mit der Meinl Bank AG bezüglich der Platzierung der von der Gesellschaft begebenen jungen Aktien abgeschlossen. Als Market Maker regelt die Meinl Bank AG auch spätere Kapitalerhöhungen (vgl. MEL, 2005a, S. 59).

<sup>249</sup> Vgl. MEL, 2005a, S. 58f

einbrachten. Nach diesen Emissionen notierten 96 Mio. Aktien der Gesellschaft an der Wiener Börse, die Marktkapitalisierung betrug ca. 1,37 Mrd. €, was zum Vergleichszeitraum 2004 einem Anstieg von 367 % entspricht.<sup>250</sup> Ende 2005 fand schließlich die dritte Neuemission statt, wodurch sich die Börsenkapitalisierung auf ca. 1,775 Mrd. € (Nov. 05) und die Aktienanzahl auf 120 Mio. erhöhten.<sup>251</sup>

Auch hinsichtlich der Performance der Meinl European Land Aktie konnte das Unternehmen eine rasante Entwicklung vorweisen. Abbildung 29 bildet hierzu die Kursentwicklung in Euro ab:

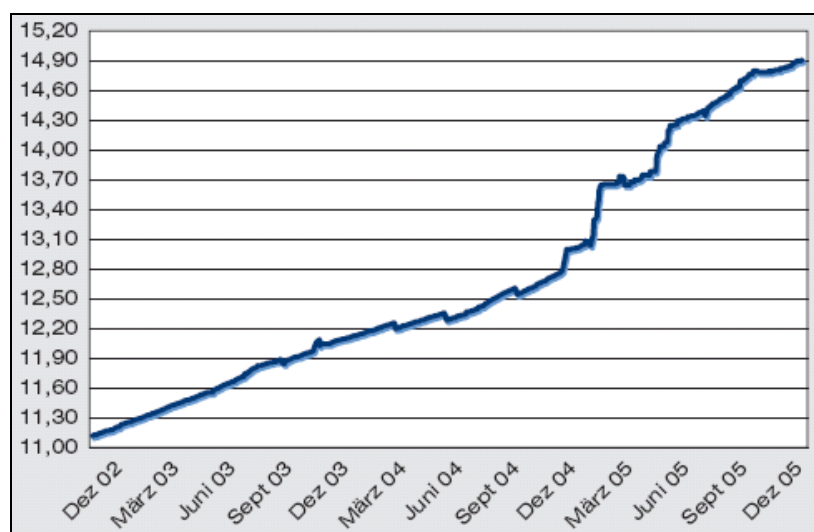


Abbildung 29: Kursentwicklung MEL-Aktie in € (Dez. 02 bis Dez. 05)  
(Quelle: MEL, 2006, S. 1)

Wie Abbildung 29 veranschaulicht, hat sich der Kurs der MEL-Aktie innerhalb der letzten zwei Jahre äußerst positiv entwickelt. In Zahlen ausgedrückt hat seit der Erstnotiz im November 2002 bis Dezember 2005 ein Wertanstieg in Höhe von 38,31 % stattgefunden. Im 1-Jahresvergleich hat der Kurs um knapp 15,1 % zugelegt (Aktienkurs per 31. Dez. 2004: 13,01 €).

### 6.1.2 Immobilienportfolio

MEL konzentriert sich, wie bereits erwähnt, ausschließlich auf Länder Mittel- und Osteuropas. Das Unternehmen sieht in diesem geographischen Umfeld ein attraktives Wachstumspotential, das hohe Renditechancen verspricht. Aus diesem Grund

<sup>250</sup> Vgl. MEL, 2005c, S. IIff

<sup>251</sup> Vgl. MEL, 2006, S. 1

hat die die Gesellschaft innerhalb der letzten zwei Jahre eine dynamische Expansionsstrategie verfolgt und besitzt inzwischen Objekte in sieben verschiedenen MOE-Ländern. Hierzu zählen Tschechien, Ungarn, Polen, Russland, Rumänien, die Slowakei und Lettland. Der Markteintritt in diese Auslandsmärkte erfolgt über lokale 100%ige Tochtergesellschaften. In Russland besteht zudem ein Joint Venture mit dem russischen Entwickler „Vremya“, unter dem in den nächsten Jahren großflächige Einkaufszentren errichtet werden sollen. MEL hält hierbei 55 % der Anteilsrechte.<sup>252</sup>

Das Immobilienvermögen von MEL beläuft sich per Juni 2005 auf 934 Mio. €, was im Vergleich zu Ende 2004 einem Anstieg von 75 % entspricht. Abbildung 30 zeigt die regionale Verteilung des Immobilienportfolios nach Marktwerten:

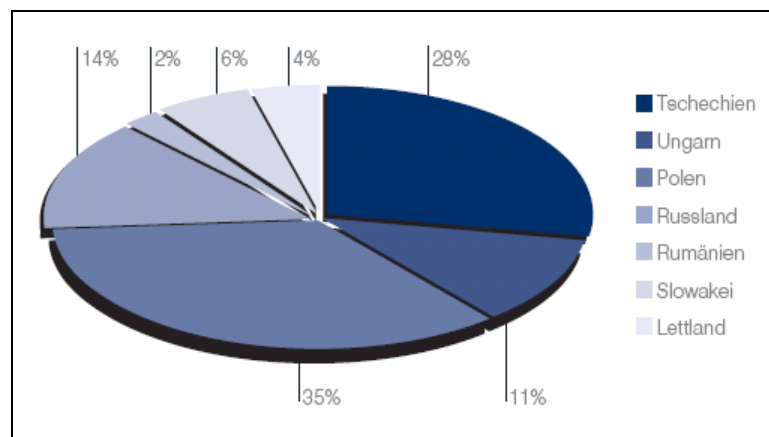


Abbildung 30: Regionalgliederung des Immobilienportfolios von MEL (HJ 2005)  
(Quelle: MEL, 2005b, S. 3)

Wie aus Abbildung 30 ersichtlich, nehmen Immobilien in Polen gemessen am Marktwert mit 35 % den größten Anteil am Portfolio ein. Tschechien folgt mit 28 %, womit sich knapp zwei Drittel des Immobilienvermögens von MEL in diesen zwei Ländern befinden. Bei einer Aufteilung des Immobilienportfolios nach Anzahl der Objekte bzw. nach der Nutzfläche in m<sup>2</sup> ergibt sich ein anderer Schwerpunkt. In beiden Fällen läge Tschechien mit 101 Objekten bzw. 375 000 m<sup>2</sup> auf Platz 1. Insgesamt besaß MEL zu diesem Betrachtungszeitpunkt 170 Objekte (Juni 2004: 138) mit einer Gesamtnutzfläche in Höhe von 846 000 m<sup>2</sup> (Juni 2004: ~ 347 000 m<sup>2</sup>).<sup>253</sup>

<sup>252</sup> Vgl. MEL, 2005, S. 1, URL: [http://www.meinlbank.com/Portals/0/p\\_MEL\\_description.pdf](http://www.meinlbank.com/Portals/0/p_MEL_description.pdf), Zugriff am 12. Dez. 2005.

<sup>253</sup> Vgl. MEL, 2005b, S. III

Kernstrategie von MEL als Auslandsinvestor ist die regionale Streuung seines Immobilienportfolios zwecks Risikostreuung. Damit sollen Ausfälle in Folge etwaiger Probleme in einzelnen Ländern minimiert werden. Während sich die regionale Diversifikation von MEL 2003 nur auf Tschechien und Ungarn beschränkte, beschloss das Unternehmen in 2004 den Markteintritt in vier weitere Länder, nämlich Polen, Russland, Rumänien und die Slowakei – Lettland wurde schließlich 2005 ins Portfolio aufgenommen. Zudem hat MEL seine Tätigkeiten auf die Türkei ausgeweitet – Ende 2005 wurden Verträge über den Erwerb von drei Einkaufszentren mit einem Gesamtinvestitionsvolumen in Höhe von 340 Mio. € unterzeichnet. Das Unternehmen sieht sich in diesem Zusammenhang als „first mover“ in der Türkei und erwartet sich Renditen von jeweils über zehn Prozent.

Den sektoralen Investitionsschwerpunkt von MEL bilden Retail- bzw. Einzelhandelsimmobilien, da die Gesellschaft in dieser Branche langjährige Erfahrung besitzt. Innerhalb der Sparte wird allerdings auch in diesem Zusammenhang hoher Wert auf Diversifikation gelegt. Aus diesem Grund setzt sich das Immobilienportfolio aus unterschiedlichen Objektformaten zusammen – neben Shopping Center, die flächenmäßig den größten Anteil am Portfolio darstellen, wird auch in Supermärkte bzw. Diskonter und Hypermärkte investiert. Damit soll negativen Auswirkungen entgegengesteuert werden, die aus einem geänderten Nachfrageverhalten der Retailunternehmen entstehen könnten.<sup>254</sup>

Durch die breite Flächenaufteilung auf unterschiedliche Mieter wird ermöglicht, Ausfallsrisiken, die durch Liquiditätsprobleme einzelner Mieter entstehen, zu minimieren. Der Großteil der Mietverträge wurde im Übrigen mit internationalen Einzelhandelsketten langfristig über einen Zeitraum von 10 bis 15 Jahren abgeschlossen.<sup>255</sup>

---

<sup>254</sup> Vgl. MEL, 2005a, S. 5

<sup>255</sup> Vgl. MEL, 2005a, S. 6f



## 6.2 CA Immobilien Anlagen AG

### 6.2.1 Unternehmensportrait

Die CA Immobilien Anlagen AG<sup>256</sup> wurde 1987 gegründet und notiert seit April 1988 als österreichische Aktiengesellschaft im Amtlichen Handel der Wiener Börse. Das Unternehmen mit Sitz in Wien investiert primär in gewerblich genutzte Immobilien in Österreich sowie Mittel- und Osteuropa. Die Aktien befinden sich zu 95 % im Streubesitz, die übrigen 5 % hält die Bank Austria Creditanstalt, die als emittierende Bank wirkt. Wie auch MEL thesauriert die CA Immo AG die erwirtschafteten Gewinne, die innerhalb der Gesellschaft reinvestiert werden. Das operative Geschäft übernehmen die zwei Vorstandsmitglieder – CA Immo AG ist damit die einzige Immobiliengesellschaft, deren Management intern geregelt wird. Per Ende 2004 beschäftigte die CA Immo AG 20 Mitarbeiter.<sup>257</sup>

Investitionsvorhaben der CA Immo AG wurden im Laufe des Jahres 2005 durch zwei Kapitalaufstockungen finanziell unterstützt, der Gesellschaft flossen damit rund 160 Mio. € an Eigenmittel zu. Unter Berücksichtigung beider Emissionen betrug die Aktienanzahl per November 2005 rund 43,6 Mio., und die Börsenkapitalisierung belief sich auf 918 Mio. €, was gegenüber 2004 einem 29%igen Anstieg entspricht. Ferner finanziert sich die Gesellschaft aus Fremdmitteln, die aus der Aufnahme von Hypothekendarlehen und Investitionskrediten resultieren. Per Ende 2004 war die Finanzierungsstruktur der Gesellschaft noch durch einen 72%igen Anteil an Eigenmitteln geprägt, doch bereits neun Monate später verminderte sich die Eigenkapitalquote auf 65 %. Damit nähert sie sich der Zielgröße von 60 %, die sich das Unternehmen für das Geschäftsjahr 2005 setzte.<sup>258</sup>

Ähnlich wie die MEL-Aktie steigt auch die Aktie der CA Immo AG, wie Abbildung 31 wiedergibt, kontinuierlich an:

---

<sup>256</sup> Im Folgenden als CA Immo AG bezeichnet.

<sup>257</sup> Vgl. CA Immobilien Anlagen AG, 2005a, S. 9ff

<sup>258</sup> Vgl. CA Immobilien Anlagen AG, 2005c, S. 1f

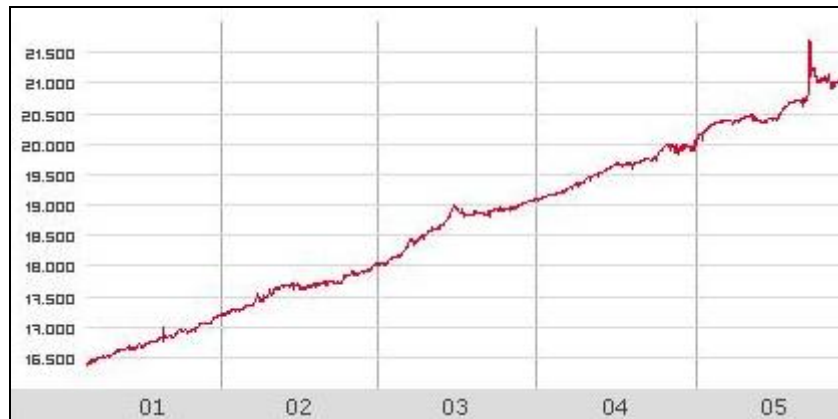


Abbildung 31: Kursentwicklung CA Immo AG in € (2001 bis 2005)

(Quelle: BA-CA, 2005, URL: <http://www.ba-ca.com/de/open.html?openlf=http://kursinfo.ba-ca.com/gatekeeper.html?sPage=100&lang=de>, Zugriff am 15. Jan. 2006)

Wie in Abbildung 31 abgebildet, lag der Kurs der CA Immo-Aktie Anfang 2001 bei ca. 16,50 € und steigerte sich bis Ende 2005 auf etwa 21 €. Damit ist auch in diesem Fall von einer positiven Kursentwicklung zu sprechen. Relativ ausgedrückt, liegt die 1-Jahres-Performance zum Stichtag 31. Oktober 2005 bei 6,1 %. Bezogen auf die Erstnotiz in 1988 beläuft sich die Performance wiederum auf 6,2 % p. a.<sup>259</sup>

## 6.2.2 Immobilienportfolio

CA Immobilien Anlagen AG konzentriert sich, wie bereits erwähnt, regional betrachtet auf Österreich und MOEL, wobei das österreichische Portfolio als ein sicheres Standbein gilt, das den Anlegern das Risikobewusstsein des Unternehmens vermitteln soll.<sup>260</sup> In Mittel- und Osteuropa besitzt die Gesellschaft Immobilien bzw. Liegenschaften in den Hauptstädten Prag, Budapest, Bukarest, Sofia, Bratislava sowie Warschau. Der Markteintritt erfolgte, wie auch im Falle von MEL, über lokale Tochtergesellschaften. In Prag, Budapest, Bukarest bestehen ferner Joint-Venture-Engagements mit lokalen Partnern sowie in Warschau mit der Bank Austria Creditanstalt.

Betreffend die regionale Verteilung des Immobilienportfolios, so strebt die Gesellschaft eine Aufteilung in einem 50:50-Verhältnis von Inlands- und Auslandsimmobilien an, die im Geschäftsjahr 2006 erreicht werden soll. Noch liegt der Schwerpunkt allerdings sowohl gemessen am Gesamtmarktwert, als auch an der Gesamtnutzflä-

<sup>259</sup> Vgl. CA Immobilien Anlagen AG, 2005c, S. 4

<sup>260</sup> Vgl. CA Immobilien Anlagen AG, 2005b, S. 11

che in Österreich. In 2005 hat das Unternehmen sogar eine wesentliche Investition im Inland getätigt. Es handelt sich hierbei um die Übernahme eines wesentlichen Teils des Immobilienbesitzes der österreichischen Brauerei „Brau Union AG“ zu einem Kaufpreis in Höhe von 120 Mio. € bei einer Gesamtnutzfläche von 96 000 m<sup>2</sup>. CA Immo AG ist damit – eigenen Angaben zufolge – zum zweitgrößten österreichischen Immobilienbesitzer avanciert.<sup>261</sup> Per November 2005 betrug das Immobilienvermögen rund 1,1 Mrd. € - der Inlandsanteil beläuft sich hierbei auf 70 %, der MOE-Anteil auf 30 %. Im Vergleich zum Jahresbeginn hat sich das Immobilienvermögen um 50 % erhöht. Die Gesamtnutzfläche belief sich auf rund 802 000 m<sup>2</sup>, wovon 64 % auf Objekte in Österreich und 36 % auf Objekte in MOE-Ländern entfallen.<sup>262</sup>

Die Investitionsstrategie der CA Immo AG nach sektoralen Gesichtspunkten weist eine deutlich höhere Streuung als MEL auf. Abbildung 32 gibt diesbezüglich die Verteilung der bereits erwähnten Gesamtnutzfläche in Höhe von 802 000 m<sup>2</sup> nach der Immobiliennutzung wieder:

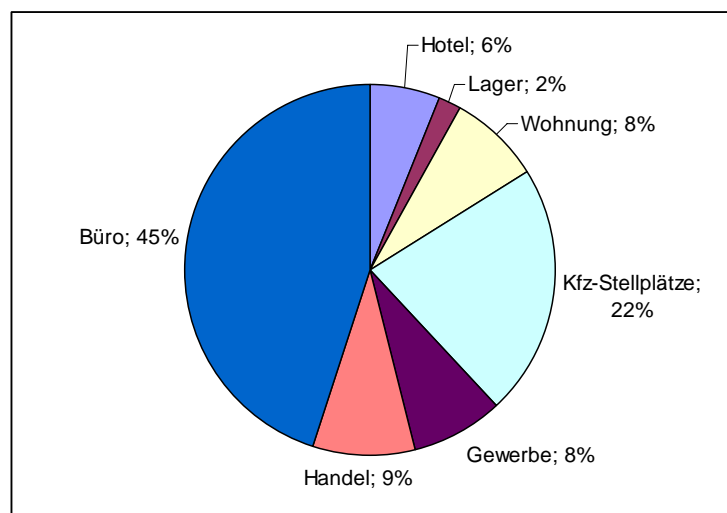


Abbildung 32: Gesamtnutzfläche nach Nutzungsart (November 2005)  
(Quelle: CA Immobilien Anlagen AG, 2005c)

Wie in Abbildung 32 dargestellt, konzentriert sich die CA Immo AG im Rahmen ihrer Investitionstätigkeit auf Büroimmobilien, die fast die Hälfte bzw. gemeinsam mit Kfz-Stellplätzen zwei Drittel der gesamten Nutzfläche für sich einnehmen. Das Unternehmen diversifiziert allerdings sein Portfolio, indem es auch in Handels- und Ge-

<sup>261</sup> Vgl. Die Presse, 2005, URL: <http://www.diepresse.at/Artikel.aspx?channel=e&ressort=eo&id=485878&archiv=false>, Zugriff am 15. Jan. 2006.

<sup>262</sup> Vgl. CA Immobilien Anlagen AG, 2005c, S. 7

werbeimmobilien sowie in Hotels, Lager und Wohnungen investiert. Demzufolge ist in diesem Fall im Vergleich zu MEL sowohl regional als auch sektoral gesehen eine breitere Streuung gegeben. MEL verfolgt zwar eine klare Diversifikationsstrategie, setzt diese jedoch nur *innerhalb* des Marktsegments der Retailimmobilien um und beschränkt sich ferner auf MOE-Märkte. Das Portfolio von CA Immo AG besteht hingegen aus einer Mischung von österreichischen und MOE-Immobilien, die weiters unterschiedlichen Nutzungsarten zuzuordnen sind.

## **6.3 conwert Immobilien Invest AG**

### **6.3.1 Unternehmensportrait**

Die conwert Immobilien Invest AG mit Sitz in Wien wurde im Juli 2001 gegründet und notiert seit November 2002 im Amtlichen Handel der Wiener Börse. Das Unternehmen konzentriert sich auf das Segment Wohnimmobilien und dabei auf folgende Geschäftsfelder:

- ⇒ Vermietung und Entwicklung von Wohn-Altbauten
- ⇒ Verkauf von Altbau-Wohnungen
- ⇒ Vermietung von geförderten Wohn-Neubauten

Der regionale Schwerpunkt liegt in Österreich, Deutschland sowie der Tschechischen Republik. Die Aktien der Gesellschaft befinden sich zu 100 % im Streubesitz, dabei sind je rund die Hälfte der Aktionäre Privatanleger bzw. institutionelle Investoren. In Bezug auf die Dividendenpolitik thesauriert auch conwert neben MEL und der CA Immo AG ihre Gewinne, die in die Anschaffung neuer Immobilien investiert werden. Die conwert Immobilien Invest AG selbst hat keine Mitarbeiter, die Verwaltung erfolgt auf Grundlage eines Managementvertrags mit der conwert Immobilien GmbH, die insgesamt 51 Mitarbeiter in Österreich, Deutschland und Tschechien beschäftigt. Die Managementgesellschaft steht zur Gänze im Besitz von zwei der insgesamt drei Vorstandsmitglieder der conwert Immobilien Invest AG. Als Market Maker fungiert schließlich die Capital Bank - GRAWE Gruppe AG, die jedoch keinen Einfluss auf das Management von conwert ausübt.<sup>263</sup>

---

<sup>263</sup> Vgl. conwert Immobilien Invest AG, 2005, S. 3ff

Die Eigenkapitalaufbringung des Unternehmens erfolgt über die Börse, 2005 sind ihm im Zuge von zwei Kapitalerhöhungen rund 310 Mio. € zugeflossen. Der Erlös aus den beiden Neuemissionen sowie der positive Kursverlauf erhöhten die Börsenkaptalisierung im Vergleich zu 2004 um 164 %, sie belief sich Ende 2005 auf ca. 570 Mio. €. Rund 39 Mio. Aktien sind dabei im Umlauf. Zum anderen finanziert sich conwert über Fremdmittel in Form von hypothekarisch besicherten Unternehmensanleihen, die 2004 erstmals begeben wurden. Ferner bestehen langfristige Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten. Die Eigenkapitalquote betrug Ende 2005 45 %, womit das Unternehmen seine Zielvorgabe für dieses Jahr in Höhe von 40 % übertreffen konnte.

Der Kurs der conwert Immobilien Invest AG hat, wie schon die zwei zuvor behandelten Unternehmen, seit seiner Erstnotiz maßgeblich zugenommen, wie Abbildung 33 graphisch zum Ausdruck bringt:

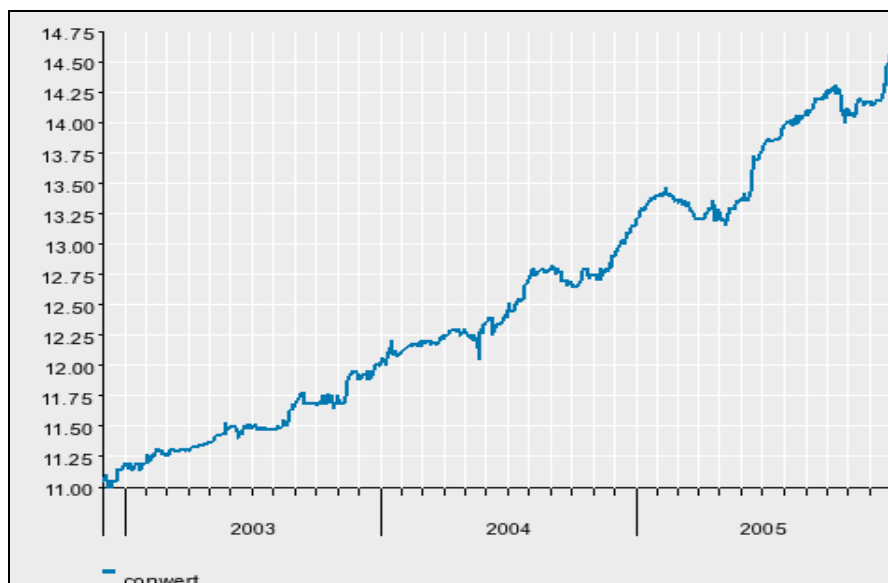


Abbildung 33: Kursentwicklung der conwert Immobilien Invest AG in € (2003-2005)  
(Quelle: [www.conwert.at](http://www.conwert.at), Zugriff am 2. Jan. 2006)

Zum Zeitpunkt der Erstnotiz Ende 2002 belief sich der Aktienkurs der conwert, wie aus Abbildung 33 abgelesen werden kann, auf ca. 11 € und erhöhte sich im Laufe der nächsten zwei Jahre um 3,50 € auf 14,55 €. Damit ergibt sich seit der Erstnotiz eine Performance von knapp 31,7 %; im 1-Jahresvergleich (2004/05) beträgt sie ca. 10 %.

### 6.3.2 Immobilienportfolio

conwert Immobilien Invest AG ist eigenen Angaben zufolge das führende Unternehmen im Altbau-Development und richtet ihren Fokus dabei vor allem auf die Vermietung von hochwertigen Wohnimmobilien mit Entwicklungspotential. Nach dem Erwerb der Liegenschaften werden diese durch professionelle Bewirtschaftung, die Adaptierung von Wohnungen, attraktive Dachausbauten und die Schaffung zusätzlicher Nutzflächen aufgewertet. Die Gesellschaft legt dabei ihren regionalen Fokus auf Österreich, gefolgt von Deutschland und der Tschechischen Republik (Brünn). Auch in diesem Fall werden ausländische Märkte durch den Aufbau von Tochtergesellschaften betreten.<sup>264</sup>

Per September 2005 besaß conwert 288 Objekte mit einer Gesamtnutzfläche in Höhe von knapp 580 000 m<sup>2</sup> und einem Marktwert von 709 Mio. €. Im Vergleich dazu betrug das Immobilienvermögen Ende 2004 502 Mio. €, demnach nahm es innerhalb von neun Monaten um ca. 41 % zu. Schwerpunktmäßig wurde in diesem Zeitraum in hochwertige Immobilienpakete in Wien und in selektive Objekte in Berlin investiert. Abbildung 34 gibt Aufschluss darüber, wie sich der gesamte Marktwert der Immobilien regional verteilt:

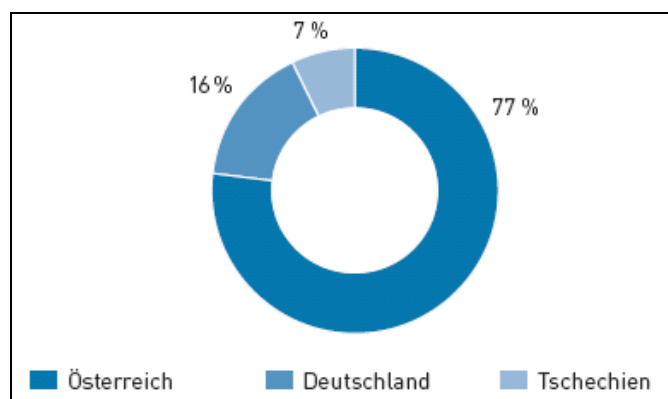


Abbildung 34: Regionalgliederung des Immobilienportfolios der conwert AG (Q3/2005)

(Quelle: conwert Immobilien Invest AG, 2005, S. 3, URL: [http://www.conwert.at/data/book/33/AB\\_Q3\\_deutsch\\_Internet\\_051213.pdf](http://www.conwert.at/data/book/33/AB_Q3_deutsch_Internet_051213.pdf), Zugriff am 10. Jan. 2006)

Abbildung 34 zeigt, dass sich über drei Viertel des Immobilienvermögens von conwert in Österreich befinden und belegt damit, dass sich die Investitionsstrategie des Unternehmens durch einen klaren Fokus auf das Inland auszeichnet. Tschechien

<sup>264</sup> Vgl. conwert Immobilien Invest AG, 2005a, S. 3ff

nimmt mit 7 % in diesem Zusammenhang eine untergeordnete Rolle ein, die sogar im Vergleich zu 2004 mit einem Anteil in Höhe von 9 % zurückging. Auch sektoral lässt sich ein eindeutiger Schwerpunkt erkennen, rund 67 % und damit zwei Drittel werden in Wohnungen investiert, gefolgt von Geschäften und Büros.<sup>265</sup>

## **6.4 Kennzahlenanalyse**

Nachdem die drei Unternehmen vorgestellt wurden, folgt nun eine Analyse, in der Unternehmens-, Börse-, Portfolio- sowie Rentabilitätskennzahlen errechnet und interpretiert werden. Dabei steht die Frage im Vordergrund, welcher Immobilienmarkt die höchsten Renditen abwirft. In weiterer Folge wird auch hinterfragt, welches Unternehmen seine gesamten Mittel am rentabelsten einsetzt.

### **6.4.1 Unternehmens- und Börsekennzahlen**

In der folgenden Tabelle 10 werden Unternehmens-, Börse-, sowie Portfoliokennzahlen der soeben behandelten drei Immobiliengesellschaften zusammengefasst bzw. einander gegenübergestellt. Die Kennzahlen aus dem Jahr 2004 stellen endgültige Größen dar, die den jeweiligen Geschäftsberichten entnommen wurden. Jene Zahlen, die das Jahr 2005 betreffen, sind jüngsten Zwischenberichten aus dem Zeitraum September bis November 2005 entnommen.

---

<sup>265</sup> Vgl. conwert Immobilien Invest AG, 2005, S. 3, URL: [http://www.conwert.at/data/book/33/AB\\_Q3\\_deutsch\\_Internet\\_051213.pdf](http://www.conwert.at/data/book/33/AB_Q3_deutsch_Internet_051213.pdf), Zugriff am 10. Jan. 2006

<b>Unternehmenskennzahlen (in Tsd. €)</b>						
	<i>Meinl European Land</i>		<i>CA Immo AG</i>		<i>conwert AG</i>	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Umsatzerlöse	32.362	47.257	43.590	43.169	44.920	43.800
davon Mieteinnahmen	25.456	39.975	36.745	37.403	18.525	25.490
davon Veräußerungserlöse	217	216	85	219	18.310	26.390
Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	12.993	13.480	14.298	14.313	20.511	26.035
Konzernergebnis (nach Steuern)	4.752	7.844	6.621	4.093	9.070	13.330
Bilanzsumme	849.077	2.322.153	821.400	k. A.	529.290	773.720
Eigenkapital	367.686	1.138.161	589.900	k. A.	194.072	372.110
Eigenkapitalquote	43,3 %	49 %	71,8 %	k. A.	36,7 %	48,1 %
<b>Börsekennzahlen</b>						
Marktkapitalisierung in Tsd. €	468.360	1.413.120	712.800	~ 804.000	215.720	418.720
Ausgegebene Aktien in Tsd. Stück	36.000	96.000	35.500	38.782	16.342	29.342
Ultimokurs der Aktie in €	13,01	14,72	20,05	20,72	13,20	14,27
Annualisierte Kursentwicklung der Aktie seit Erstnotiz per 30.9.2005	17,9 %		6,2 %		10,1 %	

Tabelle 10: Unternehmens- und Börsekennzahlen im Vergleich (2004/05)  
 (Quelle: eigene Darstellung; Werte den Geschäftsberichten 2004 sowie den Zwischenberichten 03/2005 entnommen)



Aus Tabelle 10 ist zu erkennen, dass sich conwert hinsichtlich der Umsatzgenerierung bedeutend von MEL und der CA Immo AG unterscheidet. Während diese nämlich ihre Erlöse hauptsächlich aus Mieteinnahmen beziehen, halten sich Erträge aus der Vermietung bzw. Veräußerung von Immobilien bei der conwert AG die Waage.<sup>266</sup> Setzt man nun das Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern als Gewinngröße, die sich aus der Geschäftstätigkeit eines Unternehmens ergibt, in Relation zu den Umsatzerlösen erhält man die Umsatzrentabilität<sup>267</sup>, die sich bei conwert für das Jahr 2004 auf 46 % beläuft. MEL folgt anschließend mit 40 % und CA Immo AG mit 33 %. conwert weist in diesem Zusammenhang den höchsten Wert auf, was darauf zurückzuführen ist, dass im Betriebsergebnis in diesem Fall bedeutend höhere Veräußerungserlöse als bei den beiden anderen Gesellschaften enthalten sind. Was weiters die Eigenkapitalquote anbelangt, so sind in Tabelle 10 zum Teil bereits erwähnte Werte auf einen Blick zusammengefasst. Demzufolge finanzierte sich die CA Immo AG zu über zwei Drittel aus Eigenmitteln, das Gesamtkapital von conwert resultiert hingegen größtenteils aus Fremdmitteln – in 2005 lässt sich jedoch bereits eine Aufstockung des Eigenkapitals erkennen. Ein Vergleich der Werte aus 2004 mit dem Folgejahr lässt allgemein erkennen, dass bei den Gesellschaften eine deutliche Aufwärtsbewegung stattgefunden hat.

Was ferner die Börsenkennzahlen betrifft, so steht – wie in Tabelle 10 ersichtlich – eindeutig fest, dass alle drei Unternehmen ihre Marktkapitalisierung im Laufe des Jahres 2005 aufgestockt haben. Dies geschah, wie bereits erwähnt, in Form von Kapitalerhöhungen, die conwert und die CA Immo AG in 2005 jeweils zwei Mal und MEL drei Mal vorgenommen haben. Eine besonders ausdrucksstarke Kennzahl ist jedoch die annualisierte Kursentwicklung, die vor allem für die Aktionäre des jeweiligen Unternehmens von Interesse ist. Da nämlich keine der drei Gesellschaften Dividenden ausschüttet, können Anleger ihre Gewinne ausschließlich in Form von Kursgewinnen erzielen, die nach einem Jahr Behaltfrist in Österreich steuerbefreit sind<sup>268</sup>. Die eindeutig beste Performance mit knapp 18 % weist MEL auf, während conwert, die ebenfalls per November 2002 an die Börse ging, mit ca. 10 % deutlich niedrigere Kursgewinne gebracht hat.

---

<sup>266</sup> Rund 21 % des Immobilienvermögens der conwert Immobilien Invest AG sind zum Verkauf bestimmt (vgl. conwert Immobilien Invest AG, 2005, S. 4).

<sup>267</sup> Vgl. Hirsch/Meyer/Seiwald, 2005, S. 102

<sup>268</sup> Vgl. S. 48

### 6.4.2 Portfoliokennzahlen

In der folgenden Tabelle 11 werden nun einige Kennzahlen aus dem Portfolio der jeweiligen Unternehmen präsentiert:

Portfoliokennzahlen						
	<i>Meinl European Land</i>		<i>CA Immo AG</i>		<i>conwert AG</i>	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Immobilienvermögen Tsd. €	532.270	930.000	735.800	1.000.688	502.100	708.550
MOE-Anteil am Immobilienvermögen	100 %	100 %	28,8 %	30 %	9 %	7 %
Leerstandsquote	3 %	3 %	8,4 %	8,3 %	4,5 %	6,0 %
Investitionen	290.000	605.000	177.700	412.000	254.700	480.000

Tabelle 11: Portfoliokennzahlen im Vergleich (2004/05)

(Quelle: eigene Darstellung, Werte Immobilienvermögen den Geschäftsberichten 2004 sowie Zwischenberichten 03/2005 entnommen; Leerstandsquote sowie Investitionen: Raiffeisen Centrobank AG, 2005, S. 38ff)

Eine besonders interessante Kennzahl, die sich aus der Betrachtung der einzelnen Immobilienportfolios in Tabelle 11 ergibt, ist die Leerstandsquote. MEL, also jene Gesellschaft, die ihren Fokus zur Gänze auf den MOE-Immobilienmarkt legt, verzeichnet die niedrigsten Leerstandsraten. Schätzungen der Raiffeisen Centrobank zufolge wird sie sich per Ende 2005 auch weiterhin auf dem Niveau von 3 % befinden.<sup>269</sup> Dies könnte mit einer besonders hohen Nachfrage nach Retailimmobilien in MOE in Zusammenhang gebracht werden – wie zuvor erwähnt, findet in MOE bereits eine Verlagerung der Investitionen von Büro- hin zu Einzelhandelsobjekten<sup>270</sup>. MEL vermittelt damit den Eindruck, diesen Trend bzw. die Marktbedürfnisse früh erkannt zu haben. Büroimmobilien hingegen scheinen im Allgemeinen wenig gefragt zu sein, denn die Investitionsstrategie der CA Immo AG ist auf solche ausgerichtet und weist die höchsten Leerstandsraten auf. conwert, die sich primär auf Wohnobjekte konzentriert, befindet sich in diesem Zusammenhang im Mittelfeld, die Raiffeisen Centrobank

<sup>269</sup> Vgl. Raiffeisen Centrobank AG, 2005, S. 77

<sup>270</sup> Vgl. Seite 84

prognostiziert für 2005 jedoch einen Anstieg ihrer Leerstandsquoten. Hinsichtlich der Investitionen kommt aus Tabelle 11 deutlich hervor, dass alle drei Gesellschaften ihre Investitionsvolumina im Vergleich zu 2004 maßgeblich erhöht haben und zwar vor allem die CA Immo AG mit einem Plus von über 130 %. MEL hat im Laufe des Jahres 2004 290 Mio. € in den MOE-Raum investiert, gemessen an den gesamten österreichischen DI-Flüssen in den MOE-Immobilienmarkt in Höhe von 479 Mio. €<sup>271</sup> hat die Gesellschaft damit rund 60 % des gesamten Investitionsvolumens aufgebracht.

### 6.4.3 Rentabilitätskennzahlen

In Folge wird im Rahmen einer Rentabilitätsanalyse die Ertragslage der Unternehmen verglichen. Die Berechnung wird für das Jahr 2004 durchgeführt, da die Geschäftsberichte von 2005 zum Zeitpunkt der Fertigstellung der vorliegenden Arbeit noch nicht vorlagen. Die Rendite des durchschnittlich gebundenen Immobilienvermögens sowie der Return on Investment wurden als Kennzahlen eingesetzt und wie folgt errechnet:

- ⇒ *Rendite des durchschnittlich gebundenen Immobilienvermögens* (Nettomietenerlöse/Durchschnitt aus Immobilienvermögen per 1.1.2004 und 31.12.2004 zu Marktwerten)
- ⇒ *ROI – Return on Investment* (Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibung/Durchschnitt aus dem Gesamtkapital per 1.1.2004 und 31.12.2004)

---

<sup>271</sup> Vgl. Tabelle 9, S. 88

Rentabilitätskennzahlen						
	MEL		CA Immo AG		conwert AG	
Nettomietenerlöse in Tsd. €	25.456		36.745		14.721	
	1.1.04	31.12.04	1.1.04	31.12.04	1.1.04	31.12.04
Immobilienvermögen zu Marktwerten in Tsd. €	223.503	532.270	570.400	735.800	183.050	398.570
Ø Immobilienvermögen zu Marktwerten in Tsd. €	377.887		653.100		290.810 <sup>272</sup>	
<b>Rendite des Ø gebundenen Immobilienvermögens</b>	<b>6,7 %</b>		<b>5,6 %</b>		<b>5,0 %</b>	
Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibung in Tsd. €	20.475		26.263		10.596	
	1.1.04	31.12.04	1.1.04	31.12.04	1.1.04	31.12.04
Gesamtkapital in Tsd. €	309.351	849.077	604.400	821.400	245.500	529.290
Ø Gesamtkapital in Tsd. €	579.214		712.900		387.395	
<b>ROI</b>	<b>3,5 %</b>		<b>3,8 %</b>		<b>2,7 %</b>	

Tabelle 12: Rentabilitätskennzahlen im Vergleich (2004)  
(Quelle: eigene Berechnung, in Anlehnung an Geschäftsberichte 2004)

Für die Rendite des durchschnittlich gebundenen Immobilienvermögens wurden die jeweiligen Nettomietenerlöse als Ertragsgröße herangezogen und dem durchschnittlich gebundenen Immobilienvermögen gegenübergestellt. Die in Tabelle 12 für diese beiden Komponenten angegebenen Zahlen wurden direkt aus den jeweiligen Geschäftsberichten entnommen. Auf diese Art und Weise wurde eine Kennzahl errechnet, die die Verzinsung des gebundenen Kapitals widerspiegelt. Durch die Auswahl dieser drei regional unterschiedlich fokussierten Gesellschaften kann damit eine Aussage darüber getroffen werden, welcher Immobilienmarkt am rentabelsten ist.

<sup>272</sup> Zur Erreichung einer angemessenen Vergleichsbasis wurde jenes Immobilienvermögen, das die conwert AG zum Verkauf hält, abgezogen. Dieses belief sich per 1.1.2004 auf 52,46 Mio. € (vgl. conwert Immobilien Invest AG, 2004, S. 30) bzw. auf 103,53 Mio. € per 31.12.2004 (vgl. conwert Immobilien Invest AG, 2005, S. 19 und 60). Unter Berücksichtigung des gesamten Immobilienvermögens ergebe sich eine Rendite in Höhe von 4 %.

Tabelle 12 zufolge werfen die Immobilien von MEL die höchste Rendite in Höhe von 6,7 % ab. conwert AG nimmt mit 4 % die Schlussposition ein, während sich die CA Immo AG mit 5,6 % im Mittelfeld befindet. Stellt man nun MEL und die conwert AG einander unmittelbar gegenüber, so führt dies zur Erkenntnis, dass ausschließlich in MOE-Immobilien gebundenes Kapital die höchsten Zinserträge abwirft, während aus dem österreichischen Immobilienmarkt die niedrigsten Renditen generiert wurden. Die Errechnung belegt demnach deutlich, dass der mittel- und osteuropäische Immobilienmarkt am rentabelsten ist. Ferner steht fest, dass die Investitionsstrategie der CA Immo AG, die die Veranlagung in MOE-Immobilien zumindest zum Teil vorsieht, ein etwas höheres Renditeniveau als jenes der conwert AG mit sich bringt.

Der Return on Investment errechnet sich durch die Gegenüberstellung einer Ergebnisgröße zum durchschnittlichen Gesamtkapital, um so die Verzinsung des durchschnittlich investierten Kapitals zu eruieren. Als Ergebnisgröße wird hierbei in der Grundvariante der Jahresüberschuss eingesetzt.<sup>273</sup> Aufgrund der unterschiedlichen Buchführung von MEL, conwert und der CA Immo AG repräsentierte diese Vorgehensweise allerdings keine angemessene Vergleichsbasis. Die conwert Immobilien Invest AG geht in ihrer Bilanzierung nach einem gewinnmaximierenden Prinzip vor, indem Zuschreibungen auf die Zeitwerte der Immobilien in die Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung (G & V) gewinnerhöhend eingehen. MEL und die CA Immo AG schreiben hingegen Immobilienaufwertungen nicht zu und haben ein vergleichsweise niedrigeres Ergebnis als die conwert AG. Für den Zweck der Rentabilitätsanalyse wurde daher das Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibung als Ergebnisgröße herangezogen, da sich die G & V der drei Unternehmen nur bis zu dieser Position angemessen vergleichen lässt.

Basierend auf die soeben beschriebene Vorgehensweise, ergibt sich, wie in Tabelle 12 angegeben, für die CA Immo AG mit 3,8 % der höchste ROI, gefolgt von MEL mit 3,5 % und schließlich conwert mit 2,7 %. Demnach verzinst sich das insgesamt investierte Kapital der CA Immo AG in einem höheren Ausmaß als jenes von MEL und der conwert AG. Aus gesamtunternehmerischer Sicht investiert die CA Immo AG folglich ihr Kapital am rentabelsten. MEL hingegen erzielt aus seinem gebundenen

---

<sup>273</sup> Vgl. Baetge/Kirsch/Thiele, 2004, S. 372

Immobilienvermögen die höchsten Erträge, indem sich das Unternehmen den wachsenden MOE-Markt zunutze macht. Aus marktspezifischer Sicht veranlagt demzufolge MEL seine Mittel am ertragreichsten.

## **6.5 Zusammenfassung**

Die drei Immobilien-Aktiengesellschaften Meinl European Land Limited, CA Immobilien Anlagen AG sowie conwert Immobilien Invest AG wurden im Rahmen dieses Kapitels untersucht und einander gegenübergestellt. Dabei ergab sich, dass alle drei Unternehmen ihre Geschäftstätigkeit innerhalb von 2005 intensiviert haben. Das Immobilienvermögen hat durchwegs zugenommen, die nötigen Mittel hierfür wurden im Rahmen von mehreren Kapitalerhöhungen im Jahr 2005 aufgebracht. Zusätzlich zu diesem Zufluss an Eigenkapital finanzieren sich die Gesellschaften auch durch die Aufnahme von Fremdmitteln, die bei der conwert AG im Vergleich zu den beiden anderen Unternehmen am stärksten ausgeprägt sind. Hinsichtlich der Dividendenpolitik thesaurieren alle drei Aktiengesellschaften ihre Gewinne, um sie innerhalb des Unternehmens zu reinvestieren.

Tabelle 13 liefert eine kurze Übersicht der drei Unternehmen, indem besondere Charakteristika sowie einige wichtige Werte aus der Kennzahlenanalyse zusammengefasst werden:

<b>Kriterium</b>	<b>MEL</b>	<b>CA Immo AG</b>	<b>conwert AG</b>
Regionale Ausrichtung der Investitionstätigkeit	ausschließlich MOE	Österreich sowie MOE	primär Österreich
Sektoraler Investitionsschwerpunkt	Einzelhandelsimmobilien	Büro-, Gewerbe- und Hotelimmobilien	Wohnimmobilien
Immobilienvermögen 2004 (in Mio. €)	~ 532	~ 736	~ 502
Annualisierte Kursentwicklung seit Erstnotiz per 30.9.2005	17,9 %	6,2 %	10,1 %
Leerstandsquote 2004	3 %	8,4 %	4,5 %
Rendite des Ø gebundenen Immobilienvermögens	6,7 %	5,6 %	5,0 %
ROI	3,5 %	3,8 %	2,7 %

Tabelle 13: Synopse (MEL – CA Immo AG – conwert AG)  
(Quelle: eigene Darstellung)

Aus Tabelle 13 ist zu erkennen, dass sich bei den drei Unternehmen betreffend die Diversifikationspolitik deutliche Unterschiede bemerkbar machen. MEL konzentriert sich ausschließlich auf MOE-Einzelhandelsimmobilien. Die Risikostreuung erfolgt innerhalb der Objektformate, d. h. es wird in Shopping Center, Hyper- wie auch Supermärkte und Diskonter investiert. Die conwert AG hat ebenso einen stark ausgeprägten Fokus – sie investiert fast ausschließlich in österreichische Wohnimmobilien. Die Diversifikation findet in diesem Fall auf Ebene des Geschäftsfeldes statt (Vermietung & Development von Wohn-Altbauten, Verkauf von Altbau-Wohnungen, Vermietung von geförderten Wohn-Neubauten). Die CA Immo AG streut schließlich ihre Investitionen sowohl auf regionaler, als auch auf objektbezogener Ebene. Das Portfolio enthält u. a. Büro-, Gewerbe- und Hotelimmobilien, die sich in Österreich bzw. in MOE befinden.

Die Kennzahlenanalyse ergab schließlich, dass MEL in vielerlei Hinsicht bessere Ergebnisse liefert als die anderen beiden Gesellschaften. Zunächst ergibt sich aus Anlegersicht ein großer Pluspunkt, da die MEL-Aktie – wie in Tabelle 13 angegeben – eine weitaus bessere annualisierte Performance aufweist. Weiters liegen die Leerstandsquoten des Immobilienportfolios von MEL auf einem niedrigeren Niveau, was einerseits durch die regionale Ausrichtung des Unternehmens und andererseits auf seinen Fokus auf Retailimmobilien begründet werden kann. Das ausdrucksstärkste

Ergebnis liefert jedoch die Rendite des durchschnittlich gebundenen Immobilienvermögens. Auch in diesem Fall liegt MEL eindeutig vor den beiden anderen Immobiliengesellschaften. Damit konnte belegt werden, dass Investitionen, die ausschließlich am MOE-Immobilienmarkt getätigt werden, höhere Renditen abwerfen als in österreichische bzw. österreichische und MOE-Immobilien gebundenes Kapital.

Schließlich wurde auch der Return on Investment berechnet, wobei in diesem Fall die unterschiedliche Buchführung von conwert ein Problem dargestellt hat. Unter Hinzuziehung des Betriebsergebnisses vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen als Ergebnisgröße, wies die CA Immo AG den höchsten ROI auf. Auf gesamtunternehmerischer Ebene investiert die Gesellschaft ihre Mittel demnach am rentabelsten.



## 7 CONCLUSIO

Die Thematik der vorliegenden Arbeit wurde durch die zunehmenden Direktinvestitionen österreichischer Unternehmen in den mittel- und osteuropäischen Raum ange-regt. Hinzu kam der gegenwärtige Boom am CEE-Immobilienmarkt, der die Frage aufwarf, welche Rolle österreichischen Immobiliengesellschaften als ausländischen Investoren zukommt bzw. welchen Anteil Direktinvestitionen am MOE-Immobilienmarkt gemessen an den Gesamtinvestitionen Österreichs in diese Region einneh-men. In weiterer Folge stellte sich die Frage, ob die steigenden Investitionen durch eine – im Vergleich zum österreichischen Immobilienmarkt – höhere Rendite begrün-det werden können.

### **Indirekte Immobilienveranlagung**

Bevor auf die oben beschriebenen Problemstellungen eingegangen werden konnte, musste zunächst geklärt werden, welche Gestaltungsvarianten die indirekte Immo-bilienveranlagung annehmen kann. In diesem Zusammenhang sind offene Immobilienfonds sowie Immobilienaktien zu nennen – zwei Veranlagungsformen, die einer brei-ten Anlegerschicht erlauben, sich mit kleinen Geldbeträgen an einem weit reichen-den Immobilienbestand einer Kapitalanlagegesellschaft bzw. einer Immobilien-Aktiengesellschaft zu beteiligen. Ferner wurden auch geschlossene Immobilienfonds diskutiert, die bedingt durch die hohe Mindestbeteiligung nur einen begrenzten Anle-gerkreis ansprechen.

Ein Vergleich der drei Alternativen ergab, dass Immobilienaktien eindeutig die attrak-tivste Form der indirekten Immobilienveranlagung darstellen. Immobilien-Aktiengesellschaften unterliegen im Gegensatz zu offenen Immobilienfonds hinsicht-lich ihrer Anlagepolitik keinen gesetzlichen Beschränkungen und können demnach die Mittel ihrer Aktionäre ertragreicher anlegen, was sich in einer höheren Rendite niederschlägt. Ferner fällt ein Urteil hinsichtlich der steuerlichen Behandlung zuguns-ten der Immobilienaktie aus.

Nachdem sich Immobilienaktien als attraktivste Veranlagungsform erwiesen haben, wurde die Anbieterstruktur untersucht. Acht Immobilien-Aktiengesellschaften existie-

ren gegenwärtig in Österreich und unterscheiden sich vor allem hinsichtlich ihres Portfolios. Regionale Schwerpunkte repräsentieren hierbei Österreich und Mittel- und Osteuropa. Zum Teil investieren die Unternehmen ausschließlich in Österreich bzw. ausschließlich in MOEL, zum Teil setzt sich ihr Immobilienportfolio aus Objekten in beiden Regionen zusammen.

### **Der mittel- und osteuropäische Immobilienmarkt**

Das Wirtschaftswachstum im mittel- und osteuropäischen Raum zeigt im Gegensatz zu Westeuropa eine positive Entwicklungstendenz, was u. a. auf die Überwindung der Transformationskrise und auf den Zufluss ausländischer Direktinvestitionen zurückzuführen ist. Der Immobilienmarkt blieb von dieser Aufwärtsbewegung nicht unberührt. Im Gegenteil, unter Heranziehung des Büroimmobilienmarktes macht sich ein maßgeblicher Anstieg des Neubauvolumens bemerkbar. Das Ausmaß der Neuvermietung bleibt allerdings aufgrund der niedrigen Netto-Büroabsorption gering. Folglich ist eine Zunahme des im Vergleich zu Westeuropa niedrigen Mietniveaus am MOE-Büroimmobilienmarkt nicht zu erwarten – vor allem nicht in den neuen EU-Mitgliedsländern Ungarn, Polen und Tschechien, wo die rege Bautätigkeit das Mietniveau unter Druck setzt. Nichtsdestotrotz versprechen sie im Vergleich zu westeuropäischen Metropolen ein höheres Wachstumspotential und damit verbunden ein höheres Renditeniveau. Folglich zählen sie gegenwärtig zu den Top-Standorten für Immobilieninvestments. Zukünftig ist jedoch der Moskauer Immobilienmarkt von hoher Attraktivität. Er wirft selbst im mittel- und osteuropäischen Vergleich die höchsten Renditen ab, wobei das Risiko natürlich dementsprechend hoch ist. Es macht sich allgemein der Trend bemerkbar, dass Investoren ihren Fokus auf östlicher gelegene Metropolen verlagern. Hier sind nämlich stark wachsende Märkte angesiedelt, während sich die neuen EU-Mitgliedsländer vermehrt an westeuropäische Verhältnisse annähern.

### **Österreichische Direktinvestitionen in den MOE-Immobilienmarkt**

Es steht außer Frage, dass MOEL für Österreichs Außenwirtschaft von hoher Bedeutung sind – schließlich fließen die Mittel österreichischer Direktinvestoren seit 2001 primär in diesen Raum. Dabei erfährt die MOE-Dienstleistungsbranche die höchsten Zuflüsse, hierbei vor allem der Bankensektor, den vor allem österreichische Kreditin-

stitute für sich einnehmen. Sie sind auch diejenigen, die mit ihrer langjährigen Erfahrung und ihrem Netzwerk in MOE hinter österreichischen Immobiliengesellschaften stehen und dazu beitragen, dass Österreich der bedeutendste Auslandsinvestor am CEE-Immobilienmarkt ist. Dabei haben österreichische Anleger bisher vorrangig in Polen, Ungarn und Tschechien investiert, d. h. in jene Länder, die soeben als Top-Standorte für Immobilieninvestments klassifiziert wurden. Büroimmobilien standen dabei im Vordergrund, obwohl sich ein Trend hin zu Einzelhandelsimmobilien bemerkbar macht.

Rund 8 % des gesamten DI-Volumens österreichischer Unternehmen floss 2004 in den MOE-Immobilienmarkt. Der große Boom fand jedoch innerhalb des Jahres 2005 statt, in dem sich die DI-Flüsse österreichischer Immobilienunternehmen im Vorjahresvergleich vervielfachten. Eine Sättigung ist nicht absehbar, der MOE-Immobilienmarkt bietet für österreichische Investoren noch einige Möglichkeiten, die es auszuschöpfen gilt. Dabei ist zu beachten, dass eine Verlagerung in Richtung Süd- bzw. Südosteuropa stattfinden wird.

### **Investitionsverhalten österreichischer Immobiliengesellschaften im Vergleich**

Der soeben erwähnte Anstieg der DI-Flüsse in den MOE-Immobilienmarkt ist vor allem auf Meinl European Land zurückzuführen, denn allein dieses Unternehmen hat in 2004 60 % des gesamten DI-Flusses aufgebracht. Seine rege Investitionstätigkeit schien sich auch in 2005 fortzusetzen, denn es hat in diesem Jahr drei Kapitalerhöhungen platziert, die dem Erwerb neuer Immobilien in MOE dienen. MEL wurde mit der CA Immobilien Anlagen AG und der conwert Immobilien Invest AG im Rahmen einer Kennzahlenanalyse verglichen. Dabei hat die Gegenüberstellung eindeutig erwiesen, dass in MOE gebundenes Immobilienvermögen die höchsten Renditen abwirft. MEL, die ja ausschließlich in MOE-Immobilien investiert, hat nämlich die höchste Verzinsung ihres veranlagten Kapitals erzielt. Die Aktionäre der Gesellschaft konnten im Rahmen einer äußerst positiven Kursentwicklung davon profitieren. In Österreich veranlagtes Immobilienvermögen liefert hingegen ein vergleichsweise schwächeres Ergebnis, das am Beispiel der conwert AG dargelegt wurde. Die CA Immo AG investiert zwar auch in Österreich, nimmt jedoch auch vermehrt MOE-Immobilien in ihr Portfolio auf und erreichte damit eine bessere Rendite als die conwert AG.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass österreichische Investoren ihre Direktinvestitionen in den MOE-Immobilienmarkt intensiviert und dabei eine im internationalen Vergleich bedeutende Rolle eingenommen haben. Ferner lässt sich das Interesse an dieser Region eindeutig dadurch erklären, dass Investments in den MOE-Immobilienmarkt höhere Rendite abwerfen als jene am österreichischen, womit die anfänglich gestellte Hypothese dieser Arbeit in der gewählten Versuchsanordnung bestätigt werden konnte.

## LITERATURVERZEICHNIS

### Bücher, Zeitschriften und Informationsbroschüren:

Adametz, Johann: Kommentar zu § 40 ImmoInvFG, in: Nidetzky, Gerhard/Rainer, Herbert (Hrsg.), Immobilieninvestmentfondsgesetz – MANZ Kurzkommentar, Wien 2004, S. 187-201.

Apfelthaler, G.: Internationale Markteintrittsstrategien, Wien 1999.

Arnaut, A./Viering, S.: Konzeption offener und geschlossener Immobilienfonds, in: BDO Deutsche Warentreuhand AG (Hrsg.), Praxishandbuch Real Estate Management, Stuttgart 2005, S. 425-440.

Balsler, H./Bokelmann, G./Piorreck, K. F.: Die Aktiengesellschaft, Freiburg 1992.

Beck, Michael: Die geeignete Benchmark für die Performance-Messung: Indices deutscher und europäischer Immobilien-Aktiengesellschaften, in: Rehkugler, Heinz (Hrsg.), Die Immobilien-AG – Bewertung und Marktattraktivität, München 2000, S. 133-164.

Benesch, T./Prügler, C.: Internationale Börsen im Vergleich, Wien, Graz 2005.

Bone-Winkel, Stephan: Immobilienanlageprodukte: Überblick und Vergleich, in: Schulte, Karl-W./Bone-Winkel, S./Thomas, M. (Hrsg.), Handbuch Immobilieninvestition, Köln 1998, S. 497-529.

Brauer, Kerry-U.: Einführung in die Immobilienwirtschaft, in: Brauer, Kerry-U. (Hrsg.), Grundlagen der Immobilienwirtschaft, Wiesbaden 2001a, S. 5-45.

Brauer, Kerry-U.: Renditeberechnung bei Immobilieninvestitionen, in: Brauer, Kerry-U. (Hrsg.), Grundlagen der Immobilienwirtschaft, Wiesbaden 2001b, S. 347-365.

Brauer, Kerry-U.: Immobilienfinanzierung, in: Brauer, Kerry-U. (Hrsg.), Grundlagen der Immobilienwirtschaft, Wiesbaden 2001c, S. 371-430.

Braun, G.: Die Theorie der Direktinvestition, Köln 1998.

Brunner, Marlies: Investitionen in Immobilien: Anlegermotive und Anlagespektrum, in: Brunner, Marlies (Hrsg.), Geldanlage mit Immobilien, Wiesbaden 1994, S. 4-18.

Bundesministerium Wirtschaft und Arbeit (BMWA): Die allgemeine Entwicklung der Direktinvestitionen in Osteuropa, Wien 2005.

Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit (BMWA): Österreichs Außenwirtschaft – Jahrbuch 2003/04, Wien 2004.

CA Immobilien Anlagen AG: Geschäftsbericht 2004, Wien 2005a.

CA Immobilien Anlagen AG: Zwischenbericht zum 30. Juni 2005, Wien 2005b.

CA Immobilien Anlagen AG: Zwischenbericht zum 30. September 2005, Wien 2005c.

Cadmus, A.: REITS – Ein Vorbild für deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften, in: Rehkugler, Heinz (Hrsg.), Die Immobilien-AG – Bewertung und Marktattraktivität, München 2003, S. 195-216.

CB Richard Ellis (CBRE): Market View CEE Offices – Mid Year 2005, ohne Ortsangabe, 2005.

CB Richard Ellis (CBRE): Market View CEE Investment – Mid Year 2005, ohne Ortsangabe, 2005a.

conwert Immobilien Invest AG: Geschäftsbericht 2004, Wien 2005.

conwert Immobilien Invest AG: Geschäftsbericht 2003, Wien 2004.

DB Real Estate Research: Global Real Estate Insights – Improving Fundamentals Versus Rising Interest Rates, London 2005a.

DB Real Estate Research: European Property Cycle Motor, London 2005b.

Demuth, Michael: Geschlossene Immobilienfonds als Anlageinstrumente, in: Brunner, Marlies (Hrsg.), Geldanlage mit Immobilien, Wiesbaden 1994, S. 150-165.

Ditlbacher, U.: Die Investitionsentscheidungen multinationaler Unternehmen, Wien 2001.

Engelbrecht, Bernhard: Grundsätze und Technik ordnungsgemäßer Immobilienbewertung, Heidelberg 1998.

Erste Bank AG: Sektor Report – CEE Real Estate Companies, Wien 2005.

Etterer, A./Beer, R./Fleischer, K.: Indexing, München 2003.

Funk, M. (Hrsg.): Immobilien-Lexikon Österreich, Wien 2003.

Georgi, Alexander: Immobilienmarkt-Research – Analyse einer neuen Bankdienstleistung, Wiesbaden 2002.

Gondring, Hanspeter (Hrsg.): Immobilienwirtschaft – Handbuch für Studium und Praxis, München 2004.

Habersack, Dieter et. al.: Immobilien-Investmentfondsgesetz Praxiskommentar, Wien 2003.

Hartmann-Wendels, Th./Pfungsten, A./Weber, M.: Bankbetriebslehre, Heidelberg 2000.

Heidinger, Markus et. al.: Kommentar zum Immobilien-Investmentfondsgesetz, Wien 2004.

Hickl, Tilman: Vergleich von offenen Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften, in: Rehkugler, Heinz (Hrsg.), Die Immobilien-AG – Bewertung und Marktattraktivität, München 2003, S. 165-193.

Hirsch, M./Meyer, R./Seiwald, J.: Planungsrechnung und Budgetierung, in: Kostenrechnung und Controlling, Bogensberger et. al., Wien 2005, S. 49-108.

Kempen & Co N. V.: Truths and Myths of Austrian Property, Amsterdam 2005.

Knapp, Reinhart: Immobilien als Kapitalanlage, Düsseldorf 1989.

Kutscher, Reinhard: Der offene Immobilienfonds: Ein Wertpapier der Immobilie, in: Brunner, Marlies (Hrsg.), Geldanlage mit Immobilien, Wiesbaden 1994, S. 125-147.

Langefeld-Wirth, K.: Joint Ventures im internationalen Wirtschaftsverkehr, Heidelberg 1990.

Loipfinger, S./Nickl, L./Richter, U.: Geschlossene Immobilienfonds – Grundlagen, Analyse, Bewertung, Stuttgart 1995.

Mader, Peter: Kapitalgesellschaften, Wien 2002.

Madura, J.: International Financial Management, Mason, Ohio 2003.

Maier, Kurt M.: Risikomanagement im Immobilien- und Finanzwesen, Frankfurt am Main 2004.

Meinl European Land (MEL): Geschäftsbericht 2004, Jersey 2005a.

Meinl European Land (MEL): Zwischenbericht Juni 2005, Jersey 2005b.

Meinl European Land (MEL): Zwischenbericht September 2005, Jersey 2005c.

Meinl European Land (MEL): Factsheet per 30. November 2005, Jersey 2005d.

Meinl European Land (MEL): Factsheet per 4. Januar 2006, Jersey 2006.

Oesterreichische Nationalbank (OeNB): Sonderheft Statistiken – Österreichische Direktinvestitionen im Ausland und ausländische Direktinvestitionen in Österreich, Wien 2005.

Pausenberger, E.: Internationalisierung von Unternehmen, Stuttgart 1994.

Pfnür, Andreas: Modernes Immobilienmanagement, Berlin 2004.

Platz, Jürgen: Immobilien-Management – Prüfkriterien zu Lage, Substanz, Rendite, Wiesbaden 1993.

Pott, Ph.: Direktinvestitionen im Ausland, München 1983.



PricewaterhouseCoopers (PWC): Wien – Prag – Budapest, Office Markets CEE, Wien 2004.

PricewaterhouseCoopers (PWC)/Urban Land Institute (ULI): Emerging Trends in Real Estate Europe, Washington, D.C. 2005.

Raiffeisen Centrobank AG: Immobilien Report 2004, Wien 2004.

Raiffeisen Centrobank AG: Real Estate Sector Report, Wien 2005.

Rehkugler, Heinz: Die Immobilien-AG – Chancen für Unternehmen und Investoren, in: Rehkugler, Heinz (Hrsg.), Die Immobilien-AG – Bewertung und Marktattraktivität, München 2003, S. 1-32.

Ruh, Sabine Theodora: Indexfonds, Indexzertifikate, Indexaktien, München 2002.

Sachse, U.: Wachsen durch internationale Expansion, Wiesbaden 2003.

Schulte, Karl-Werner et. al.: Betrachtungsgegenstand der Immobilienökonomie, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), Immobilienökonomie – Betriebswirtschaftliche Grundlagen, Band I, München 2000, S. 15-80.

Steiner, M./Bruns, C.: Wertpapier-Management – Professionelle Wertpapieranalyse und Portfoliostrukturierung, Stuttgart 2002.

Thomas, M./Leopoldsberger, G./Walbröhl, V.: Immobilienbewertung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), Immobilienökonomie – Betriebswirtschaftliche Grundlagen, Band I, München 2000, S. 383-448.

Tiemann, Jürgen: Geschlossene Immobilienfonds, in: Schulte, Karl-W./Bone-Winkel, S./Thomas, M. (Hrsg.), Handbuch Immobilieninvestition, Köln 1998, S. 599-620.

Väth, A./Hoberg, W.: Qualitative Analyse von Immobilieninvestitionen, in: Schulte, Karl-W./Bone-Winkel, S./Thomas, M. (Hrsg.), Handbuch Immobilieninvestition, Köln 1998, S. 83-123.

Welge, M./Holtbrügge, D.: Internationales Management, Stuttgart 2003.

Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche (WIIW): Unterschiedliche Einflüsse beschleunigen Wachstum in den MOEL, in: Monatsberichte des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung – WIFO, 78. Jahrgang, Heft 5, 2005, Wien 2005.

Gesetzestexte:

Bankwesengesetz BWG: Bundesgesetz über das Bankwesen, BGBl Nr. 532/1993 in der Fassung des BGBl I Nr. 80/2003, erstmals ausgegeben am 30. Juli 1993.

Immobilien-Investmentfondsgesetz - ImmoInvFG: Bundesgesetz über Immobilienfonds, BGBl I Nr. 80, ausgegeben am 26. August 2003.

Kapitalmarktgesetz – KMG: Bundesgesetz über das öffentliche Anbieten von Wertpapieren und anderen Kapitalveranlagungen und über die Aufhebung des Wertpapier-Emissionsgesetzes den Kapitalmarkt sowie über die Abänderung des Aktiengesetzes 1965, des Genossenschaftsgesetzes, des Nationalbankgesetzes 1984, des Kreditwesengesetzes und des Versicherungsaufsichtsgesetzes, BGBl Nr. 625/1991 in der Fassung des BGBl I Nr. 80/2003, erstmals ausgegeben am 6. Dezember 1991.

Online-Quellen:

Bank Austria Creditanstalt (BA-CA): Börsen und Märkte, 2005, <http://www.ba-ca.com/de/open.html?openlf=http://kursinfo.ba-ca.com/gatekeeper.html?sPage=100&lang=de>, Zugriff am 15. Januar 2006.

Bankhaus Ellwanger & Geiger: Immobilien-Aktien als eigene Asset-Klasse, 2001, [http://www.deutsche-wohnen.de/files/michael\\_beck.pdf](http://www.deutsche-wohnen.de/files/michael_beck.pdf), Zugriff am 2. Dezember 2005.

CB Richard Ellis (CBRE): Market View CEE Offices – Fourth Quarter 2004, ohne Ortsangabe 2004, <http://www.cbre.at/download2/632454478950418750CEEOfficeMVQ42004.pdf>, Zugriff am 20. November 2005.

CB Richard Ellis (CBRE): Market View CEE Investment – First Quarter 2005, ohne Ortsangabe 2005, <http://www.cbre.com/Global/Research/Market+Reports/Local+Reports+Worldwide.htm>, Zugriff am 20. November 2005.

Conwert Immobilien Anlagen AG: Aktionärsbrief Q3/2005, Wien 2005, [http://www.conwert.at/data/book/33/AB\\_Q3\\_deutsch\\_Internet\\_051213.pdf](http://www.conwert.at/data/book/33/AB_Q3_deutsch_Internet_051213.pdf), Zugriff am 10. Januar 2006.

DEGI Research: Urban Values – Immobilieninvestments in Europa 2004, Frankfurt am Main, 2004, [http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI\\_Urban\\_Values\\_2004\\_de.pdf](http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI_Urban_Values_2004_de.pdf), Zugriff am 5. Oktober 2005.

Der Standard: Heimische Top-Investoren, 21. Dezember 2005, [www.derstandard.at](http://www.derstandard.at), Zugriff am 18. Januar 2006.

Deutsche Bank Research (DBR): Wirtschaftliche Entwicklungen der neuen Beitrittsländer und deren Einfluss auf Immobilienmärkte, Frankfurt 2005a, [http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD/PROD0000000000192939.pdf](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000192939.pdf), Zugriff am 18. November 2005.

Deutsche Bank Research (DBR): Europas Immobilienmärkte – was sie verbindet, was sie unterscheidet, Berlin 2005b, [http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD/PROD0000000000191198.pdf](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000191198.pdf), Zugriff am 18. November 2005.

Deutsche Bank Research (DBR): Direktinvestitionen: Der Wachstumsmotor in Mittel- und Osteuropa, 2005c, [http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD/PROD0000000000188761.PDF](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000188761.PDF), Zugriff am 3. Dezember 2005.

Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds (DEGI): Global Values – Immobilieninvestments 2005, Frankfurt am Main 2005, [http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI\\_Global\\_Values2005.pdf](http://www.degi.de/pdf/research/marktreport/DEGI_Global_Values2005.pdf), Zugriff am 5. Oktober 2005.

Die Presse: Immobilien – CA Immo kauft Brau Union Immobilien, 2. Juni 2005, <http://www.diepresse.at/Artikel.aspx?channel=e&ressort=eo&id=485878&archiv=false>, Zugriff am 15. Januar 2006.

Erste Private Banking: Präsentation Immobilienwertpapiere, 2005, <http://www.sparkasse.at/ssite/files/DYN/erstebank/26157.pdf>, Zugriff am 2. Oktober 2005.

Finanzmarktaufsicht: Österreichische Kapitalanlagegesellschaften mit deren in Österreich zurzeit aktiven Immobilienfonds, 2006, <http://www.fma.gv.at/downloads/-immoinland.pdf>, Zugriff am 14. Januar 2006.

Global Property Research (GPR): GPR Index Construction & Maintenance Procedures, Amsterdam 2004, <http://www.propertyshares.com/images/pdf/ConstructionMaintenanceJanuary2004.pdf>, Zugriff am 27. November 2005.

Global Property Research (GPR): Welcome to Global Property Research, 2005a, <http://www.propertyshares.com/algemeen/home/index.asp>, Zugriff am 27. November 2005.

Global Property Research (GPR): Preliminary Constituents GPR 250 Index Series, Amsterdam 2005b, <http://www.propertyshares.com/algemeen/member/publications/getPublication.asp?id=1&pub=PrelimConst250%5F083105.pdf&ext=pdf>, Zugriff am 27. November 2005.

Global Property Research (GPR): Final Constituents GPR 250 Index Series, Amsterdam 2005c, <http://www.propertyshares.com/algemeen/member/publications/getPublication.asp?id=1&pub=FinalConst250%5F121505.pdf&ext=pdf>, Zugriff am 28. Dezember 2005.

Haidinger, Christine et. al.: Immobilien-Investmentfondsgesetz – Rechtliche Grundlagen für den privaten und betrieblichen Anleger, in: Bank Austria Creditanstalt, Reihe „Konkret“, Wien 2004, <http://www.ba-ca.com>, Zugriff am 28. August 2005.

HCI Hanseatische Capitalberatungsgesellschaft mbH: Immobilienfonds – HCI Holland XXIV, [http://www.hci-fonds.at/index.php?nav\\_main=immo](http://www.hci-fonds.at/index.php?nav_main=immo), Zugriff am 20. September 2005.

Indices.cc: Immobilien-ATX, <http://www.indizes.cc/cgi-bin/indizes.pl?index=IATX>, Zugriff am 17. November 2005.

International Monetary Fund (IMF): Balance of Payments Manual, 1993, <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/bopman.pdf>, Zugriff am 22. Dezember 2005.

IVG Immobilien AG: Immobilien-Aktie – Nur Ruhe im Depot?, 2005, [http://www.ivg.de/download/Dr\\_Matthey\\_28\\_September\\_2005\\_deutsch\\_final.pdf](http://www.ivg.de/download/Dr_Matthey_28_September_2005_deutsch_final.pdf), Zugriff am 20. November 2005.

Jones Lang LaSalle: Global Real Estate Transparency Index, 2004, <http://www.research.joneslanglasalle.com/>, Zugriff am 8. November 2005.

Manager Magazin: Markterschließung und Expansion in den EU-Beitrittsländern Mittel- und Osteuropas, Köln/Vallendar/Hamburg 2003, [http://www.whu.edu/mikro/html/news/mmstudie\\_teil1.pdf](http://www.whu.edu/mikro/html/news/mmstudie_teil1.pdf), Zugriff am 18. November 2005

MPC Münchmeyer Petersen Capital Austria AG: Immobilienfonds – Holland 57, 2005a, <http://www.mpc-capital.at/contell/cms/server/siteat/kapitalanlagen/immobilien/holland57/index.html>, Zugriff am 20. September 2005.

MPC Münchmeyer Petersen Capital AG: Sachwert Rendite-Fonds – Holland 59, 2005b, [http://www.raiffeisen-bank.at/eBusiness/services/resources/lnz\\_resource\\_raiffeisen\\_static/0,7135,1015018521967-1015462716594-251466541294449686-1-1-NA,00.pdf](http://www.raiffeisen-bank.at/eBusiness/services/resources/lnz_resource_raiffeisen_static/0,7135,1015018521967-1015462716594-251466541294449686-1-1-NA,00.pdf), Zugriff am 1. Dezember 2005.

Oesterreichische Nationalbank (OeNB): Statistiken – Daten und Analysen Q3/05, Wien 2005a, [http://www.oenb.at/de/img/stat\\_q305\\_tcm14-29404.pdf](http://www.oenb.at/de/img/stat_q305_tcm14-29404.pdf), Zugriff am 30. Dezember 2005.

Oesterreichische Nationalbank (OeNB): Statistiken – Daten und Analysen Q4/05, Wien 2005b, [http://www.oenb.at/de/img/stat\\_20054\\_tcm14-32871.pdf](http://www.oenb.at/de/img/stat_20054_tcm14-32871.pdf), Zugriff am 30. Dezember 2005.

Oesterreichische Nationalbank (OeNB): Direktinvestitionen Österreichs im Ausland, 2005c, [http://www.oenb.at/de/stat\\_melders/datenangebot/aussenwirtschaft/direktinvestitionen/diumsatzaktiv\\_2005hj.jsp](http://www.oenb.at/de/stat_melders/datenangebot/aussenwirtschaft/direktinvestitionen/diumsatzaktiv_2005hj.jsp), Zugriff am 10. Januar 2006.

Petrikovics, Karl: Immobilienfonds – Investment mit Handicap, 2003, [http://www.fgw.at/publikationen/pdf/03/2003-3\\_Petrikovics.pdf](http://www.fgw.at/publikationen/pdf/03/2003-3_Petrikovics.pdf), Zugriff am 29. November 2005.

Schöllerbank: Immobilienwerte kaufen – Worauf muss man achten?, 2004, [http://www.schoellerbank.at/home/notesContent/attachment/11A79A/Immobilienwert\\_ekaufen.pdf](http://www.schoellerbank.at/home/notesContent/attachment/11A79A/Immobilienwert_ekaufen.pdf), Zugriff am 13. Oktober 2005.

United Nations Conference on Trade and Development (2005): World Investment Report 2005 – Transnational Corporations and the Internalization of R&D, New York und Genf 2005, [http://www.unctad.org/en/docs/wir2005\\_en.pdf](http://www.unctad.org/en/docs/wir2005_en.pdf), Zugriff am 15. Dezember 2005.

Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften (VÖIG): Immofondsvolumen KAG, 2005a, [http://www.voeig.at/voeig/voeighome.nsf/04b17a9c362af53dc1256c28003be97d/726e1c84fd025288c1256feb0034a2ca/\\$FILE/Kagimmofvma2005.xls](http://www.voeig.at/voeig/voeighome.nsf/04b17a9c362af53dc1256c28003be97d/726e1c84fd025288c1256feb0034a2ca/$FILE/Kagimmofvma2005.xls), Zugriff am 14. Januar 2006.

Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften (VÖIG): Die Mitglieder VÖIG – Immobilienfonds, 2005b, <http://www.voeig.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/1.3?OpenDocument>, Zugriff am 13. September 2005.

Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften (VÖIG): Gesamtvolumensentwicklung 2004/2005 in Mio. €, 2005c, <http://www.voeig.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/5.3.1?OpenDocument>, Zugriff am 14. Januar 2006.

Wiener Börse: Richtlinien für den Austrian Traded Index, 2005a, <http://www.wienerboerse.at/mmdb/12/3/2438.pdf>, Zugriff am 10. Oktober 2005.

Wiener Börse: Richtlinien für den Immobilien-ATX (IATX), 2005b, <http://www.wienerboerse.at/mmdb/12/3/2608.pdf>, Zugriff am 10. Oktober 2005.

Wikipedia – Die freie Enzyklopädie: Immobilie, <http://de.wikipedia.org/wiki/Immobilie>, Zugriff am 30. Juni 2005.

Wikipedia – Die freie Enzyklopädie: Jersey, <http://de.wikipedia.org/wiki/Jersey>, Zugriff am 10. Januar 2006.

Interviews (telefonisch):

Dr. Kesselgruber, Georg, HCI Capitalberatungsgesellschaft mbH, Geschäftsführer, Wien, 21. September 2005.

Math, Andrea, Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit, Abteilung C2/5, Wien, 17. Januar 2006.

MMag. Schmidtmayr, Holger, Sparkassen Immobilien AG, Vorstand, Wien, 20. September 2005.

Vreeker, Jeroen, Global Property Research (GPR), Marketing Manager, Amsterdam, 28. November 2005.

# ANHANG



<b>Datum:</b>	Wed, 11 Jan 2006 13:57:01 +0100 [11.01.2006 13:57:01 CEST]
<b>Von:</b>	markus.arloth@cbre.com
<b>An:</b>	h0000179@wu-wien.ac.at
<b>Cc:</b>	georg.fichtinger@cbre.com
<b>Betreff:</b>	FDI CEE

Sehr geehrte Frau Barbar,

nachstehend finden Sie die Antworten auf ihre Fragen. Wir hoffen, dass damit ihnen gedient ist und wünschen Ihnen gutes Gelingen bei ihrer Diplomarbeit.

Mit freundlichen Grüßen

Markus Arloth

\* How much did Austrian companies invest into the CEE real estate market directly?

Since 1998 Austrian companies have invested approximately EU 2.53 bln into CEE institutional property, second only to German investors who have invested EUR 2.55 bln. Investors from these two countries make up approximately 40% of the total investment volume in CEE to date.

\* Which Austrian companies were the key investors for direct investments (share)?

The most active Austrian investors by volume have been Europolis, ImmoEast, Meinl European Land, Immofinanz and CA Immo.

\* In which form, these direct investments were undertaken (joint ventures, founding of subsidiaries, m&a, etc.)?

Virtually all institutional investment transactions in CEE are made through acquiring the vehicle that holds the assets. This is done by purchasing the shares of the company.

\* Which were the most important countries for Austrian direct investments and into which kind of properties these investments flowed?

Of the EUR 2.5 bln invested by Austrian players in CEE, 33% was in Poland, 28% in Hungary, 22% in the Czech Republic, whilst only 12% and 6% comprised investment into Romania and Slovakia respectively. Austrian Investors have focused primarily on office properties (59% of total invested by Austrians) as well as Retail/Shopping Centres (23%) and Industrial (12%). The other sectors playing a very minor role in the investment strategy of Austrian companies to date.

\* How did the Austrian direct investments differ in 2005 from 2004? Has there been a regional relocation (eg. From the new EU members to south-eastern Europe)? Or a shift in the type of property?

Austrian investors certainly were more successful in acquiring property during 2005 than in the previous year. For example, during 2004 Austrian investors concluded property transactions in CEE to the tune of EUR 479 mln, whilst in only the first three quarters of 2005 the total amount invested by Austrian funds was a staggering EUR 858 mln. In the first three quarters of 2005, Austrian investors were concentrated solely on offices and retail in a 60/40 split, whilst in 2004 their acquisitions were more evenly distributed among various property sectors. Austrian investors have not made a huge noticeable shift further east during the last year. In fact, more investment into Eastern Europe was made in 2004 than in 2005, 3 to 1.

\* Will the boom remain in 2006? What are the long term forecasts? Is a soon saturation likely? The boom will almost certainly remain in 2006, but it is impossible to predict exactly what the total invested amount will be. So much is contingent upon building owners' willingness to release their buildings to the market. Also, we are really yet to see the emergence of the investment market in the industrial sector, not to mention mixed-use schemes, hotels and the like. In addition, we expect to see a secondary market also emerge in the next couple of years, which will fuel the market further. With only EUR 12.4 bln invested into property in CEE so far, saturation is in the very, very distant future. There is so much property that still hasn't been traded even once, not to account for the fact that there is a huge potential market for buildings to be resold after a few years. The main worry for investors now are the quickly falling yield levels. However, market dynamics of demand and supply will take care of that.

I should point out, however, that although the title of this student's email is concerning FDI, property investment is only one portion of FDI in the economic sense, and in most countries in CEE, real estate's role in FDI is very limited. Most FDI in CEE is in manufacturing and service sectors.

Mag. Markus Arloth  
CB Richard Ellis GmbH  
Tegetthoffstrasse 7  
1010 Vienna - Austria  
Phone: 0043 1 533 40 80 -15 (Fax-90)  
Email: markus.arloth@cbre.com  
Web: [www.cbre.at](http://www.cbre.at) <[www.cbre.at](http://www.cbre.at)>

Der Absender dieser Nachricht ist CB Richard Ellis GmbH oder ein damit verbundenes Unternehmen. Die Nachricht enthaelt vertrauliche Informationen, die ausschliesslich fuer den Adressaten bestimmt sind. Jeglicher Missbrauch wie Weitergabe, Kopieren, Veroeffentlichung oder Verfaelschung der uebermittelten Nachricht ist untersagt. Der Absender hat in zumutbarem Ausmass dafuer Sorge getragen dass die uebermittelte Nachricht frei von Computer Viren ist und uebernimmt keine Haftung fuer die Virenfreiheit der Nachricht. Der Empfaenger hat selber fuer eine entsprechende Virenpruefung Sorge zu tragen.