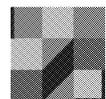


Henry Schäfer, Thomas Lützkendorf,
Christian Gromer, Christoph Rohde

ImmoInvest – Grundlagen nachhaltiger Immobilieninvestments



F 2702

Bei dieser Veröffentlichung handelt es sich um die Kopie des Abschlußberichtes einer vom Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung -BMVBS- im Rahmen der Forschungsinitiative »Zukunft Bau« geförderten Forschungsarbeit. Die in dieser Forschungsarbeit enthaltenen Darstellungen und Empfehlungen geben die fachlichen Auffassungen der Verfasser wieder. Diese werden hier unverändert wiedergegeben, sie geben nicht unbedingt die Meinung des Zuwendungsgebers oder des Herausgebers wieder.

Dieser Forschungsbericht wurde mit modernsten Hochleistungskopierern auf Einzelanfrage hergestellt.

Die Originalmanuskripte wurden reprototechnisch, jedoch nicht inhaltlich überarbeitet. Die Druckqualität hängt von der reprototechnischen Eignung des Originalmanuskriptes ab, das uns vom Autor bzw. von der Forschungsstelle zur Verfügung gestellt wurde.

© by Fraunhofer IRB Verlag

2008

ISBN 978-3-8167-7751-9

Vervielfältigung, auch auszugsweise,
nur mit ausdrücklicher Zustimmung des Verlages.

Fraunhofer IRB Verlag

Fraunhofer-Informationszentrum Raum und Bau

Postfach 80 04 69

70504 Stuttgart

Nobelstraße 12

70569 Stuttgart

Telefon 07 11 9 70 - 25 00

Telefax 07 11 9 70 - 25 08

E-Mail irb@irb.fraunhofer.de

www.baufachinformation.de

www.irb.fraunhofer.de/tauforschung

Abschlussbericht

zum Projekt

ImmolInvest

- Grundlagen nachhaltiger Immobilieninvestments -

Ein Gemeinschaftsprojekt der:

Universität Stuttgart

Universität Karlsruhe (TH)

WestLB AG

rfu Unternehmensberatung

IW Consult GmbH

Univ.-Prof. Dr. Henry Schäfer

Univ.-Prof. Dr.-Ing. habil. Thomas Lützkendorf

Dipl.-Ing. Christian Gromer, MBA

Dipl.-Wirt.-Ing. Christoph Rohde

Dieses Forschungsvorhaben wird mit Mitteln des Bundesamtes für Bauwesen und Raumordnung gefördert.

(Aktenzeichen: Z6 - 10.08.18.7-06.16/II 2 – F20-06-006)

Die Verantwortung für den Inhalt des Berichtes liegt beim Autor.

Inhaltsangabe

Inhaltsangabe	I
Abkürzungsverzeichnis	VI
Abbildungsverzeichnis	X
Tabellenverzeichnis	XIII
Einleitung	15
1 Nachhaltige Immobilieninvestments	19
1.1 Immobilienanlagen	19
1.2 Nachhaltige Kapitalanlagen.....	22
1.3 Nachhaltigkeit in der Immobilienbranche.....	26
2 Immobilienvermögen und Geldvermögen in Deutschland	32
3 Herausforderungen der Immobilienökonomie	35
3.1 Technische Innovation und Zukunftsfähigkeit	35
3.2 Reaktionsnotwendigkeit für Finanzmarktakteure.....	36
4 Positionierung und Rollen zentraler Akteursgruppen	41
4.1 Akteursmodell und Interaktionen im Finanzmarkt generell.....	41
4.2 Spezifika einzelner Akteursgruppen	44
4.2.1 Gruppe der Immobilieneigner.....	44
4.2.2 Gruppe der Finanzintermediäre	45
4.2.3 Gruppe der Investoren	45
4.2.4 Gruppe beratender Akteure.....	46
5 Herausforderungen für die Finanzmarktpartner	48
5.1 Bewertungssituation	48
5.2 Absatzsituation	55
5.3 Akteurskonstellation im Bereich nachhaltiger Immobilieninvestments	60
6 Immobilien als Anlageklasse in Deutschland	63
6.1 Die Beteiligungsformen	63
6.2 Die indirekten Immobilienanlageprodukte	65
6.2.1 Offene Immobilienfonds	65
6.2.2 Geschlossene Immobilienfonds	72
6.2.3 Immobilien Aktiengesellschaften	75
6.2.4 Real Estate Investment Trusts (REITs).....	76
6.2.5 Fazit der indirekten Immobilienanlagen.....	78

7	Anlegergruppen im Immobilienbereich und SRI Potenziale.....	80
7.1	Anlegergruppe I: institutionelle Investoren	80
7.1.1	Der Immobilienbestand der institutionellen Immobilienanleger	81
7.1.2	Das SRI-Marktpotenzial der institutionellen Investoren.....	87
7.2	Anlegergruppe II im Immobilienbereich: Privathaushalte und SRI-Potenzial	91
8	Befragung institutioneller Investoren.....	93
8.1	Problemstellung	93
8.2	Vorgehensweise und Stichprobenstruktur.....	93
8.3	Die Bedeutung von Immobilienanlagen im Portfolio.....	95
8.4	Die Bedeutung von nachhaltigen Geldanlagen	101
8.5	Bedeutung nachhaltiger Immobilieninvestments.....	105
8.6	Potenziale im Bereich nachhaltige Immobilienanlagen	108
8.7	Fazit	115
9	Auswahl einer geeigneten Anlegergruppe und eines Immobilienanlageprodukts für nachhaltige Immobilien	118
9.1	Auswahl der potenziellen Anlegergruppe	118
9.2	Auswahl des Immobilienanlageprodukts	119
9.3	Die Auflegung eines offenen nachhaltigen Immobilienspezialfonds.....	122
10	Eine vorläufige Potenzialabschätzung	125
11	Wertschöpfungsprozess im Bereich nachhaltiger Immobilienanlagen	128
12	SRI/SRPI-Rating-Institutionen als zentrale Akteure im SRI/SRPI- Anlageprozess.....	131
12.1	Grundmodell des SRI-Ratings.....	131
12.2	Bewertungsmethoden des SRI-Ratings	134
12.2.1	Negative Screening	134
12.2.2	Positive Screening	135
12.3	SRI-Rating und SRI-basiertes Asset-Management	136
13	Einfluss des SRI-Ratings auf das Asset -Management.....	139
13.1	Performance Effekte.....	139
13.2	Struktureffekte	145
13.3	Fazit des SRI-Managements und des Asset Managements.....	148
14	Immobilienanlagen als Teil der Gesamtanlagestrategie	150
14.1	Einfluss von Immobilien im Portfolio.....	150
14.2	Der Einfluss einer einzelnen Immobilie auf die Rendite und das Risiko eines Immobilienfonds	155

14.2.1	Die Renditeberechnung einer Immobilie	155
14.2.2	Das Risiko einer Immobilie.....	157
14.3	Der Einfluss der Nachhaltigkeit auf die Rendite und das Risiko einer Immobilie.....	159
15	Identifikation von nachhaltigen Immobilienobjekten I: Rating.....	166
15.1	Ratingtypen im Immobilienbereich	167
15.1.1	Markt- und Standortrating.....	167
15.1.2	Immobilienobjektrating	168
15.1.3	Produktrating.....	170
15.2	Ratingprozess	170
15.3	Methodik des Immobilienobjekt Ratings	171
15.4	Ergebnisse einer Umfrage unter führenden Ratingagenturen	172
16	Identifikation von nachhaltigen Immobilienobjekten II: Zertifizierung	179
16.1	Gegenstand der Zertifizierung.....	179
16.2	Zertifizierer	180
16.3	Kategorien/Kriterien der Zertifizierungssysteme.....	183
16.4	Darstellung von bestehenden Gebäude Zertifizierungssysteme nach Regionen.....	190
16.4.1	Deutschland	190
16.4.2	Schweiz.....	193
16.4.3	Österreich.....	194
16.4.4	Frankreich	196
16.4.5	Schweden	197
16.4.6	Großbritannien	199
16.4.7	USA.....	200
16.4.8	Japan	202
16.4.9	Internationale Bewertungsverfahren	204
16.5	Zusammenfassung der bestehenden Zertifizierungssysteme	205
17	Nachhaltige Immobilieninvestmentprodukte.....	209
17.1	Bestehende Nachhaltige Immobilieninvestmentprodukte.....	209
17.2	Mögliche Strategien des nachhaltigen Immobilienportfoliomanagements ..	222
17.3	Mögliche Ergänzungen eines regelmäßigen Fondsberichtes für nachhaltige Immobilienanlageprodukte	224
17.3.1	Bestehende Berichtspflichten von Immobilienfonds	224
17.3.2	Bestehende Berichtspflichten von REITs	225
17.3.3	Möglicher Ergänzungen der bestehenden Berichte hinsichtlich Nachhaltigkeit.....	225

17.3.4	Mögliche Kriterien der Berichterstattung	229
18	Transparenz und Qualität im Bereich von nachhaltigen Immobilieninvestmentfonds zur Finanzierung von nachhaltigen Immobilien	230
19	Arten von Qualitätsauszeichnungen	232
19.1	Marken	232
19.2	Zertifikate	234
19.3	Labels.....	235
19.4	Sonstige Qualitätsauszeichnungen	237
19.4.1	Produkttests und Prädikate	237
19.4.2	Ratings.....	237
19.4.3	Rankings	238
19.4.4	Normen und Standards	238
19.4.5	Individuelle Qualitätsauszeichnungen	238
20	Label für Nachhaltigkeits-Finanzprodukte - International	240
20.1	Das Österreichische Umweltzeichen für „Grüne Fonds“	240
20.1.1	Die Umweltzeichen-Familie.....	240
20.1.2	Das Umweltzeichen für „Grüne Fonds“	242
20.1.3	Kritische Würdigung	246
20.2	Das ÖGUT Nachhaltigkeitslabel für Pensionsvorsorgeeinrichtungen	246
20.2.1	Darstellung	246
20.2.2	Kritische Würdigung	250
20.3	Die Australische Responsible Investment Certification	250
20.3.1	Darstellung	250
20.3.2	Kritische Würdigung	253
21	Qualitätsauszeichnungen am deutschen Markt	254
21.1	Rankings und Fondsprofile.....	254
21.1.1	www.nachhaltiges-investment.org	254
21.1.2	www.ecotopten.de	255
21.1.3	Sonstige	256
21.2	Produkttests	256
21.2.1	FINANZtest	256
21.2.2	Sonstige	257
21.3	Ratings	258
21.3.1	Fondsrating der Care Group	258
21.4	Marken	260

21.4.1	Eigenmarken	260
21.4.2	Ethibel European Quality Label	260
21.4.3	Panda WWF	260
21.5	Internationale Standards mit Relevanz für Deutschland	261
21.5.1	Eurosif Transparenzleitlinien	261
21.5.2	CSRR Qualitätsstandard für Rating-Agenturen	263
22	Qualitätsauszeichnung für nachhaltige Immobilienfonds:	
	Anforderungen und Skizze	265
22.1	Informationsökonomische Aspekte	265
22.2	Allgemeine Anforderungen an eine Qualitätsauszeichnung	266
22.2.1	Elemente einer umfassenden Qualitätsauszeichnung	266
22.2.2	ISO 14020ff für Environmental Labels and Declarations	268
22.3	Anforderungen aus Sicht der Marktakteure in Deutschland	269
22.3.1	Diskussionsstand zu Qualitätsauszeichnungen für Nachhaltigkeits- Finanzprodukte	269
22.3.2	Ausgewählte Umfragen und Forschungsprojekte	270
22.4	Erkenntnisse aus der Analyse bestehender Label für Nachhaltigkeits- Finanzprodukte	272
22.5	Ansätze zu einer Qualitätsauszeichnung für nachhaltige Immobilienfonds	273
22.5.1	Label: Problem der Enge und mögliche Lösungen	273
22.5.2	Rating: gute Konzepte kommen einem Label inhaltlich nahe	274
22.5.3	Normen und Standards: Widersprüche zum Prinzip des Labellings	275
22.5.4	Individuelle Qualitätsauszeichnungen: für Pioniere	275
22.5.5	Sonstige Qualitätsauszeichnungen: Problem der Tiefe und Frequenz 276	
22.5.6	Resümee	276
	Zusammenfassung und Ausblick	278
	Anhang 1: Fragebogen der empirischen Erhebung der institutionellen Investoren	285
	Anhang 2: Fragebogen der Befragung der Rating-agenturen	292
	Anhang 3: Kurzvorstellung der Projektbeteiligten	296
	Literaturverzeichnis	301

Abkürzungsverzeichnis

aba	Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e.V.
AI CSRR	Association for Independent Corporate Sustainability and Responsibility Research
AltZertG	Altersvorsorgeverträge Zertifizierungsgesetz
AUD	Australische Dollar
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Basel II	Sammelbegriff bankenaufsichtsrechtlicher Eigenkapitalvorschriften
BauGB	Baugesetzbuch
BBR	Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGF	Brutto Grundfläche
BMBF	Bundesministerium für Bildung und Forschung
BMU	Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit
BMVBS	Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung
BOOT	Build – Own – Operate – Transfer
bspw.	beispielsweise
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
BW	Bodenwert
CalSTRS	California State Teachers Retirement System
CASBEE	Comprehensive Assessment System for Building Environment
CC	Corporate Citizenship
CEO	Chief Executive Officer
CR	Corporate Responsibility
CS	Corporate Sustainability
CSR	Corporate Social Responsibility
CSRR-QS	Corporate Sustainability and Responsibility Research
CTA	Contractual Trust Arrangement
d.h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktienindex
DEGI	Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds mbH
DGAP	Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität
DJ	Dow Jones
DJSGI	Dow Jones Sustainability Group Index

VII

DJSI	Dow Jones Sustainability Index
DSCR	Debt Service Coverage Ratio
e.g.	exempli gratia / zum Beispiel
EBS	European Business School
EFH	Einfamilienhaus
EIA	Ethical Investment Association
EU	Europäische Union
EUR	Euro
Eurosif	European Sustainable and Responsible Investment Forum
EW	Ertragswertverfahren
FCKW	Fluorchlorkohlenwasserstoffe
FNG	Forum nachhaltige Geldanlagen
FRUG	Finanzmarkt-Richtlinie-Umweltgesetz
FSC	Forest Stewardship Council
ft	Fuß
GBC	Green Building Challenge
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GBTool	Green Building Tool
GeSBC	German Sustainable Building Council
ggf.	gegebenenfalls
GRI	Global Reporting Initiative
HGB	Handelsgesetzbuch
HQE	Haute Qualite´ Environmentale
HTS	Hightech-Strategie
HVB	Hypovereinsbank
I	Mittelfluss werterhöhender Investitionen
i.d.R	in der Regel
i.e.S.	im engeren Sinne
i.w.S.	im weiteren Sinne
IAS	International Accounting Standards
ICPF	Investa Commercial Property Fund
IDOF	Investa Direct Office Fund
IFC	International Finance Corporation
IFRS	International Financial Reporting Standards
iiSBE	International Initiative for a Sustainable Built Environment
imug	Institut für Markt, Umwelt, Gesellschaft e.V.

VIII

IPPC	Intergovernmental Panel on Climate Change
ISO	International Organization of Standardization
ISOE	Instituts für sozial-ökologische Forschung
IVA	Institut für Vermögensaufbau AG
IW Consult	Institut der deutschen Wirtschaft Köln Consult GmbH
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAGs	Kapitalanlagegesellschaften (Befragung)
KG	Kommanditgesellschaft
KML	Kapitalmarktlinie
LCA	Life Cycle Assessment
LEED	Leadership in Energy and Environmental Design
LEnSE	Label for Environmental, Social and Economic Buildings
Ltd.	Limited
LTV	Loan to Value
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MFH	Mehrfamilienhaus
MIFID	Markets in Financial Instruments Directive
MLA	Mandated Lead Arranger
muk	Lehrstuhl für Marketing I (Markt und Konsum) der Universität Hannover
MVK	Mitarbeitervorsorgekasse
NAV	Net Asset Value
NGF	Netto Grundfläche
NGO	Non Governmental Organisation
NM	Netto-Mieteinnahmen
NPO	Non Profit Organisation
NPOs	Non-Profit-Organisationen (Befragung)
ÖGUT	Österreichische Gesellschaft für Umwelt und Technik
PPP	Public Private Partnership
QS	Quality Standard
RE	Reinertrag
REIT	Real Estate Investment Trust
RIAA	Responsible Investment Association Australasia
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
S&P	Standard & Poor's
SAM	Sustainable Asset Management

SBI	Sustainable Business Institute
SEE/CG	Social, environmental, ethical and corporate governance
SiRi	Sustainable Investment Research International Group
SIRIS	Sustainable Investment Research Institute
SPV	Special Purpose Vehicles
SRI	Socially Responsible Investments
SRPI	Socially Responsible Property Investment
TEGoVA	The European Group of Valuers Associations
TQ	Total Quality
u.a.	unter anderem
UBA	Umweltbundesamt
UKSIF	UK Social Investment Forum
UNEP FI	United Nations Environment Programme Finance Initiative
UNEP SBCI	United Nations Environment Programme Sustainable Buildings and Construction Initiative
UNEP SEFI	United Nations Environment Programme Sustainable Energy Finance Initiative
UNEP	United Nations Environment Programme
USGBC	U.S. Green Building Council
UZ49	Umweltzeichen-Richtlinie Nr. 49 für „grüne Fonds“
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VKI	Verein für Konsumenteninformation
VÖIG	Vereinigung österreichischer Investmentgesellschaften
Vorsorge	Vorsorgeeinrichtungen (Befragung)
VRG	Veranlagungs- und Risikogemeinschaft
VW	Verkehrswert
WBCSD	World Business Council for Sustainable Development
WpHG	Werpapier Handelsgesetz
WWF	World Wide Fund For Nature
z.B.	zum Beispiel

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Die Teilmarktstruktur des Immobilienmarkts	21
Abbildung 2:	Zusammenhänge zwischen Nachhaltigkeit, CSR und Corporate Citizenship und Bezug zur Makroebene.....	23
Abbildung 3:	Das magische Viereck des SRI.....	25
Abbildung 4:	Volumen und Entwicklung des SRI-Markts in Europa	26
Abbildung 5:	Anteil der gebauten Umwelt an Ressource inanspruchnahme und Umweltbelastung.....	28
Abbildung 6:	Zusammenhang zwischen dem Privatvermögen und dem Bestand an Investmentzertifikaten	33
Abbildung 7:	Impulse durch Innovationen in der Baubranche	38
Abbildung 8:	Akteursbeziehungen im finanzwirtschaftlichen Funktionskreis....	43
Abbildung 9:	Bewertungsansätze nachhaltiger Bau- und Immobilienleistungen	48
Abbildung 10:	Darlehensanfrage für eine private Baufinanzierung (Auszug).....	50
Abbildung 11:	Mögliche Akteurskonstellation bei der Entwicklung von Produkten für nachhaltige Immobilieninvestments,	62
Abbildung 12:	Die Immobilienbeteiligungsformen	63
Abbildung 13:	Verteilung des Portfolios der offenen Immobilienfonds, nach Nutzungsart und nach geografischer Lage, in 2006.....	66
Abbildung 14:	Akteure eines offenen Immobilienfonds	67
Abbildung 15:	Konstruktion des offenen Immobilienspezialfonds	69
Abbildung 16:	Anlegerstruktur der offenen Immobilienspezialfonds in 2006.....	70
Abbildung 17:	Das Fondsvermögen und die Anzahl der offenen Immobilienspezialfonds zwischen 1993 und 2006	70
Abbildung 18:	Rendite und Risiko verschiedener Anlageklassen	79
Abbildung 19:	Der Immobilienbestand der einzelnen Versicherungsgruppen....	82
Abbildung 20:	Die Zusammensetzung des Stiftungsvermögen, 2004.....	87
Abbildung 21:	Zusammensetzung der Kapitalanlagen, der Pensionsfonds, - kassen und Lebensversicherungen in 2005.....	90
Abbildung 22:	Immobilieninvestitionen nach Herkunftsland in 2006	91
Abbildung 23:	Segmente SRI-Anleger in Deutschland.....	92
Abbildung 24:	Vermögensverteilung nach Anlageformen	96

Abbildung 25:	Wissensstand zum Thema Nachhaltigkeit	104
Abbildung 26:	Zukunftsszenarien für den Immobilienmarkt	110
Abbildung 27:	Vergleich – geschlossener u. offener Immobilienfonds	120
Abbildung 28:	Entstehung eines offenen Immobilienspezialfonds	122
Abbildung 29:	Immobilienbestand institutioneller Investoren, 2006.....	127
Abbildung 30:	Der Wertschöpfungsprozess im SRI-Markt	128
Abbildung 31:	Schematische Darstellung bekannter Nachhaltigkeitsratings mit möglichen Veränderungen für die Immobilienbewertung	132
Abbildung 32:	SRI-Anlagestrategien	138
Abbildung 33:	Einengung des Anlageuniversums durch SRI-Anlagestrategien	139
Abbildung 34:	Trennung von systematischem und unsystematischem Risiko ..	140
Abbildung 35:	Die Verschlechterung des Rendite/Risiko Trade-offs durch SRI- Screenings	143
Abbildung 36:	Vergleich der Kapitalmarktklinien eines SRI-Investors und eines konventionellen Inestors	144
Abbildung 37:	Branchengewichtung 2005 – DJ STOXX Sustainability vs. DJ STOXX 600	146
Abbildung 38:	Drehung der SRI-Kapitalmarktklinie durch Strukturveränderungen des riskanten Portfolios.....	147
Abbildung 39:	Darstellung der Zeitreihen, der für die Untersuchung gewählten Indizes.....	151
Abbildung 40:	Vergleich der Effizienzlinien basierend auf dem Zeitraum 1993 bis 2008	152
Abbildung 41:	Vergleich der Effizienzlinien basierend auf dem Zeitraum 2004 – 2008	152
Abbildung 42:	Risiko-Rendite-Profile der professionell strukturierten Portfolios mit und ohne Anteile von offenen Immobilienfonds.....	154
Abbildung 43:	Wirtschaftliche Vorteile nachhaltiger Immobilienanlagen	160
Abbildung 44:	Prozentuale Mehrkosten von „Green Buildings“	161
Abbildung 45:	Vereinfachte Darstellung von RICS “Greenvalue”	163
Abbildung 46:	Feri Immobilienobjekt Rating.....	172
Abbildung 47:	Ansatzebenen zur Nachhaltigkeitszertifizierung.....	180
Abbildung 48:	Einordnung der Nachhaltigkeitsaspekte in Gesamtsystem	181

Abbildung 49:	Integration der Nachhaltigkeitsbewertung in das Objekt – Rating	183
Abbildung 50:	Erklärung Tabelle Zertifizierungssysteme	184
Abbildung 51:	Entwurf Nachhaltigkeitszertifikat	191
Abbildung 52:	Übersicht Zertifizierungssysteme in Europa	206
Abbildung 53:	Anlageoptionen und Investitionsstrategien.....	223
Abbildung 54:	Strategien und Bestandteile des nachhaltigen Immobilienportfoliomanagements	224
Abbildung 55:	Anforderungen an Nachhaltigkeitsberichte	226
Abbildung 56:	Ebenen der Berichterstattung bei nachhaltigen Immobilienfonds	229
Abbildung 57:	Grundelemente von Labelsystemen.....	235
Abbildung 58:	Das Österreichische Umweltzeichen.....	240
Abbildung 59:	Die Umweltzeichen-Familie.....	241
Abbildung 60:	Bekanntheitsgrad des Umweltzeichen	242
Abbildung 61:	ÖGUT Nachhaltigkeitslabel für MV-Kassen und Pensionskassen	247
Abbildung 62:	Ratingskala des ÖGUT Nachhaltigkeitslabels.....	249
Abbildung 63:	Das Responsible Investment Certificate	251
Abbildung 64:	Beispiel Fondsprofil von www.nachhaltiges-investment.org	254
Abbildung 65:	EcoTopTen Übersicht Nachhaltigkeitsfonds	255
Abbildung 66:	Ethisch-ökologische Fonds im Test.....	257
Abbildung 67:	Beispiel Fondsrating der Care Group.....	259
Abbildung 68:	Ethibel Label	260
Abbildung 69:	Logo der Panda Finanz Service	261
Abbildung 70:	Ansätze zur Qualitätsauszeichnung nachhaltiger Immobilienfonds	277
Abbildung 71:	Mögliche Akteurskonstellation bei der Entwicklung nachhaltiger Immobilieninvestmentprodukte.....	279

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Die Eigenschaften des Wirtschaftsguts Immobilie.....	20
Tabelle 2:	Synonym zu „Nachhaltige Kapitalanlagen“ verwendete Begriffe.....	24
Tabelle 3:	Risikokategorien bei Projektfinanzierungen	53
Tabelle 4:	Zusammensetzung des Vermögens der offenen Immobilienfonds für das Jahr 2006	72
Tabelle 5:	Institutionelle Investoren im Immobilienbereich.....	81
Tabelle 6:	Immobilieninventur für die verfassten Evangelischen Kirchen	86
Tabelle 7:	Stichprobenstruktur der Befragung	95
Tabelle 8:	Bedeutung von Immobilienanlagen	99
Tabelle 9:	Bedeutung von Nachhaltigkeitsaspekten bei der Vermögens-anlage	103
Tabelle 10:	Vorstellbare nachhaltige Immobilienanlagen.....	106
Tabelle 11:	Gewünschte Eigenschaften von Immobilien im Rahmen eines nachhaltigen Immobilienfonds.....	108
Tabelle 12:	Wachstumsszenarien für nachhaltige Immobilienanlagen	112
Tabelle 13:	Entwicklung des Immobilienmarktes	113
Tabelle 14:	SRI – Anlageprinzipien gemäß Eurosif	136
Tabelle 15:	Risikokategorien und Risikoarten im Immobilienwesen	158
Tabelle 16:	Energieeinsparung in LEED – Zertifizierter Gebäude gegenüber konventionell errichteter Gebäude	162
Tabelle 17:	Überblick über die Kategorie der Zertifizierungsinstrumente ohne Kriterien.....	185
Tabelle 18:	Übersicht Zertifizierungssysteme Seite 1	186
Tabelle 19:	Übersicht Zertifizierungssysteme Seite 2	187
Tabelle 20:	Übersicht Zertifizierungssysteme Seite 3	188
Tabelle 21:	Übersicht Zertifizierungssysteme Seite 4	189
Tabelle 22:	Übersicht Zertifizierungssysteme Weltweit.....	207
Tabelle 23:	Existierende Investmentprodukte in Deutschland	213
Tabelle 24:	Ausgewählte existierende Investmentprodukte International	221
Tabelle 25:	Key Performance Indicators möglicher Berichterstattungspflichten nachhaltiger Immobilienfonds übersetzt in die Dimensionen: Ökonomie, Ökologie, Soziales und Risiko.....	228
Tabelle 26:	Pro und Contra Labelling	270

Tabelle 27: Umfrage zur Qualitätsauszeichnung nachhaltiger Immobilienfonds...272

Einleitung

Das Themenfeld „Nachhaltige Entwicklung“ ist für die Bauwirtschaft eine strategische Herausforderung. Überwiegend konzentrieren sich die Antworten der Branche auf diese Herausforderung bislang auf planerische, architektonische oder bautechnische Lösungsansätze, etwa im Bereich der Städteplanung, Energieeffizienz oder des Facility Managements.

Weitgehend unbeachtet bleiben hingegen bisher die Rahmenbedingungen der Branche etwa hinsichtlich juristischer (Berichterstattungspflicht), struktureller (Bedeutungszuwachs von Public Private Partnerships) sowie finanzwirtschaftlicher (Investition & Finanzierung) Fragestellung.

Betrachtet man nur die finanzwirtschaftlich-nachhaltige Perspektive, so steht die Bauwirtschaft in einem auffallenden Rückstand zu anderen Segmenten der nachhaltigen Kapitalanlage, auch als Socially Responsible Investments (kurz SRI) bezeichnet.¹ Während beispielsweise 11% aller sog. „Assets under Management“ (professionell gemanagter Aktien- und Anleiheportfolios) im US-amerikanischen Markt nach den Prinzipien von SRI im US-amerikanischen Markt derzeit angelegt sind und dieses Marktsegment auch in Deutschland ein signifikantes Wachstum erfährt, ist die Anlageklasse nachhaltiger Immobilieninvestments derzeit völlig unberücksichtigt. Weder existieren bislang geeignete Kriteriologien und Methoden zur finanzwirtschaftlichen Bewertung des Mehrwerts nachhaltiger Bauleistungen und –objekte noch finden sich entsprechende Kapitalmarktprodukte oder Risikobewertungs- und Finanzierungsmodelle für eine nachhaltige Gestaltung der für die Bauwirtschaft immer wichtiger werdende Public Private Partnerships.

Dieser Zustand ist aus zwei Gründen bemerkenswert: Erstens übt das Wirtschaftsgut „Immobilie“ mit einem Anteil von 86% des Nettoanlagevermögens im Vergleich zu allen anderen Wirtschaftsgütern den bei weitem größten Einfluss

¹ Es handelt sich hierbei grob gesagt um Kapitalanlageformen, bei denen neben der Rendite und dem Risiko zusätzliche, nicht-finanzielle Anlagekriterien vor allem aus den Bereichen Ökologie, Soziales und Unternehmensführung (sog. Governance) Berücksichtigung finden. Teilweise werden auch sehr allgemein „ethische“ Kriterien berücksichtigt (vgl. auch die Ausführungen in Abschnitt 1.2).

auf Gesellschaft und Umwelt aus. Es ist damit ein Schlüsselfaktor für die Erreichung von Nachhaltigkeitszielen. Zweitens liegt das potenzielle Marktvolumen für nachhaltiges Immobilieninvestment bereits heute im deutlichen Milliardenbereich bei zukünftig erwarteten hohen Wachstumsraten.

Ausgehend von diesem Sachverhalt orientieren sich die zentralen Zielsetzungen des Projekts daran, dem Anspruch der Bauforschungsinitiative der Bundesregierung gerecht zu werden und eine Brücke zwischen Forschung und Zukunftsmärkten zu bauen. Die Zielsetzungen des Projekts umfassen:

1. Analyse vorhandener sekundär-statistischer Datenbestände zur Untersuchung des Zusammenhangs von Nachhaltigkeit und den mit Immobilien verbundenen Risiken und Chancen,
2. Integration bereits existierender Bewertungskriterien zur Ermittlung nachhaltiger Immobileinvestments,
3. Analysen und Konzeptionen von potenziellen Nachfragern aus dem Bereich institutioneller Investoren zur Entwicklung einer marktnahen Kapitalanlageform mit Immobilien,
4. Vorbereitung zur Auflegung von geeigneten Finanzprodukten zur Erzeugung einer Nachfrage für nachhaltige Immobilieninvestments.

Die Bearbeitung des Projekts wird durch eine fachübergreifende Kooperation von Wirtschaft und Forschung durchgeführt.

Die Vertreter der Wirtschaft sind:

- WestLB AG, Düsseldorf,
- Institut der Deutschen Wirtschaft Consult GmbH, Köln
- rfu – MAG. Reinhard Friesenbichler Unternehmensberatung, Wien

Die Forschungseinrichtungen werden vertreten durch:

- Universität Stuttgart, die außerdem für die Projektleitung verantwortlich ist, Betriebswirtschaftliches Institut Abteilung III (Finanzwirtschaft)
- Universität Karlsruhe, Stiftungslehrstuhl Ökonomie und Ökologie des Wohnungsbaus.

Das Projekt besteht aus fünf Teilen für die jeweils ein Projektpartner verantwortlich ist.

- **Teilprojekt 1: Zusammenfassung der Ausgangslage (Projektpartner WestLB AG)**

Analysiert wird die gegenwärtige Praxis der Integration von gebäudebezogenen Nachhaltigkeitskriterien in das Bankgeschäft. Dies findet derzeit in Deutschland ausschließlich im Bereich der Kreditvergabe statt.

- **Teilprojekt 2: Kapitalmarkttheoretische Bewertung von nachhaltigen Immobilieninvestments (Projektpartner Universität Stuttgart)**

Dieses Teilprojekt beinhaltet eine Analyse des deutschen Marktes für Immobilien und damit verwandter Bereiche. Speziell wird mit Blick auf die zukünftige Platzierung von Finanzanlagen zur Finanzierung nachhaltiger Immobilien der Bereich „bestehende Formen zur Anlage in Immobilien“ sowie die potenziellen institutionellen und privaten Immobilieninvestoren untersucht. Aufbauend auf einer Strukturverbindung zwischen dem derzeit bereits bestehenden Finanzmarkt für SRI in Deutschland sind die Erarbeitung des Marktpotenzials von nachhaltigen Immobilien, die Rolle der Immobilie in den Kapitalanlagedispositionen von Investoren unter Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien sowie die Konzeption eines nachhaltigen Immobilieninvestmentfonds die Einzelziele.

- **Teilprojekt 3: Empirische Erhebung zum Marktpotenzial nachhaltiger Immobilieninvestments (Projektpartner Institut der deutschen Wirtschaft Consult GmbH)**

Zur Abschätzung des Marktpotenzials für Immobilieninvestments existieren bislang vorrangig eine Vielzahl allgemeiner marktstruktureller immobilienwirtschaftlicher Studien. Allerdings existiert speziell bezüglich nachhaltiger Immobilien als Kapitalanlage bislang keine verwertbare Datenbasis. So soll als erste Erhebungsgrundlage die Ausprägung und Einschätzung sowie die Bereitschaft zur Integration von Nachhaltigkeit in der Bauwirtschaft in einer empirischen Studie erhoben werden.

- **Teilprojekt 4: Nachhaltigkeit im Bauwesen (Projektpartner Universität Karlsruhe)**

Für die Beschreibung, Bewertung und Darstellung des Beitrages von Bauwerken, Dienstleistungen oder Unternehmen der Bau- und Immobilienbranche zu einer nachhaltigen Entwicklung existieren bereits Kriterien und Indikatoren sowie entsprechende Hilfsmittel. Auf Basis einer Analyse und Systematisierung vorhandener Ansätze wird untersucht, ob und inwieweit sich diese in die vorhandenen oder in der Weiterentwicklung befindlichen Methoden und Instrumente von Finanzintermediären integrieren lassen. Für die Überführung wissenschaftlicher Grundlagen in die Finanzierungspraxis und Produktentwicklung wird ein Stufenplan entwickelt. Im Sinne der Untersuchung und Gestaltung von Akteurskonstellationen zur Entwicklung und Verbreitung von Immobilieninvestmentprodukten zur Stärkung der Nachfrage nach nachhaltigen Immobilien werden das Objekt-Rating als Schlüsselprozess und die Ratingagenturen als Schlüsselakteure herausgearbeitet. Ratingagenturen werden hinsichtlich ihres Kenntnisstandes und ihres Rollenverständnisses befragt.

Es wird zusätzlich untersucht, welche Anforderungen an die Beschreibung von Bauobjekten und Transaktionen zu stellen sind, um künftig einen Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und Ertrag bzw. Risiko untersuchen zu können. Auf Basis einer Auswertung der verfügbaren Literatur wird analysiert, ob und inwieweit die wirtschaftliche Vorteilhaftigkeit von energiesparenden, umweltfreundlichen bzw. nachhaltigen Objekten nachgewiesen werden kann.

- **Teilprojekt 5: Zertifizierung des nachhaltigen Immobilienfonds (Projektpartner rfu – MAG. Reinhard Friesenbichler Unternehmensberatung)**

Verfahren für die Zertifizierung von SRI existieren international. Allerdings bestehen diese nicht im deutschsprachigen Raum. Ziel dieses Teilprojekts ist eine Analyse der bereits existierenden Zertifizierungsverfahren, unter Einbindung der nachhaltigen Immobilienbewertungsmethoden.

1 Nachhaltige Immobilieninvestments

Das im Forschungsprojekt **zu entwickelnde Profil** eines Finanzanlageprodukts „**nachhaltiger Immobilieninvestmentfonds**“ ist aus anlagetheoretischer Sicht als eigenständige Anlageklasse zu verstehen, unter anderem auch weil zwischen Immobilien und anderen Wirtschaftsgütern wesentliche Unterschiede bestehen. Aus diesem Grund werden die Begriffe Immobilienanlagen und Nachhaltige Kapitalanlagen im folgenden Abschnitt kurz erläutert.

1.1 Immobilienanlagen

Als **Immobilienanlage** wird die **Geldanlage in Immobilien** bezeichnet. Darum wird hier zunächst auf die Definition von Immobilien und die damit verbundenen Besonderheiten dieser Anlageklasse eingegangen.

Der **Begriff Immobilie** selbst besitzt keine allgemeingültige Definition, viel mehr unterscheiden sich die jeweiligen Definitionen nach wissenschaftlichen Disziplinen. Hierbei lässt sich grob nach physischen, rechtlichen und ökonomischen Definitionen unterscheiden.² Aus **juristischer Betrachtungsweise** hat der Begriff Immobilie keine Bedeutung und wird dadurch nicht in Gesetzestexten erwähnt. Immobilien sind aus juristischer Sicht in der Definition von Grundstücken enthalten. Laut dem BGB ist ein Grundstück ein räumlich abgegrenzter Teil der Erdoberfläche, das im Grundbuch als selbständige Einheit eingetragen ist. Hierzu zählen auch Gegenstände, die fest mit dem Grund verbunden sind, wie beispielsweise Gebäude.³ Vom **ökonomischen Verständnis** kann eine Immobilie einerseits als eine Kapitalanlage bzw. als ein Sachgut angesehen werden, andererseits ist sie auch ein Produktionsfaktor. Allerdings ist die Nutzung für die Wertermittlung einer Immobilie entscheidend, d.h. der Wert einer Immobilie resultiert nicht aus den Herstellkosten, sondern aus dem aktuellen Wert, den die Nutzung auf dem Markt erzielt.⁴ Aus diesem Grund empfiehlt es sich für diese Arbeit die **Definition von Bone-Winkel u.a.** zu übernehmen:

² Vgl. Bone-Winkel *u.a.*, 2005, S. 7.

³ Vgl. Pfnür, 2002, S. 6 f.

⁴ Vgl. Gondring, 2004, S. 33 und Bone-Winkel *u.a.*, 2005, S. 10.

„Immobilien sind Wirtschaftsgüter, die aus unbebauten Grundstücken oder bebauten Grundstücken mit dazugehörigen Gebäuden und Außenanlagen bestehen. Sie werden von Menschen im Rahmen physisch-technischer, rechtlicher, wirtschaftlicher und zeitlicher Grenzen für Produktions-, Handels-, Dienstleistungs- und Konsumzwecke genutzt.“⁵

Aus dieser Definition des Immobilienbegriffs lassen sich die wesentlichen Eigenschaften, die das **Wirtschaftsgut Immobilie** ausmachen und die es von anderen Wirtschaftsgütern abgrenzen, ableiten. In der folgenden Tabelle sind diese Eigenschaften dargestellt und kurz erläutert.

Immobilität	Die Standortgebundenheit ist das zentrale Charakteristikum einer Immobilie. Die Lage des Objekts hat Auswirkungen auf die Nutzung sowie auf dessen Wert.
Heterogenität	Die Einzigartigkeit eines Gebäudes ist durch die Standortgebundenheit einer Immobilie gegeben, da jeder Standort einzigartig ist. Somit können keine zwei völlig identische Objekte existieren.
Dauer des Entwicklungsprozesses	Der Zeitraum der zwischen der Idee und der Fertigstellung einer Immobilie liegt, beträgt in der Regel mehrere Jahre.
Höhe des Investitionsvolumens	Immobilieninvestitionen sind von hohen Kapitaleinsätzen, die über einen längeren Zeitraum gebunden sind, geprägt.
Höhe der Transaktionskosten	Jede Immobilieninvestition ist mit hohen Transaktionskosten wie beispielsweise die Grunderwerbssteuer, Grundbuch- und Notargebühren, verbunden.
Länge des Lebenszyklus	Immobilien verfügen über eine im Vergleich zu anderen Wirtschaftsgütern, lange Nutzungsdauer.
Begrenzte Substituierbarkeit	Der Raum, den eine Immobilie darstellt, wird sowohl zum Wohnzweck wie auch zur gewerblichen Benutzung benötigt und ist durch kein anderes Wirtschaftsgut ersetzbar.

Tabelle 1: Die Eigenschaften des Wirtschaftsguts Immobilie

Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an Bone-Winkel u.a., 2005, S. 17-21, Brauer, 2006, S. 26-29 u. Pfnür, 2002, S. 27 f.

Speziell durch die Heterogenität und Standortgebundenheit einer Immobilie existiert **kein einheitlicher Immobilienmarkt**, sondern viele sektoral und regional begrenzte Immobilienteilmärkte.⁶ In Abbildung 1 ist diese Aufteilung näher skizziert.

⁵ Bone-Winkel u.a., 2005, S 16.

⁶ Vgl. Loos, 2005, S. 14.

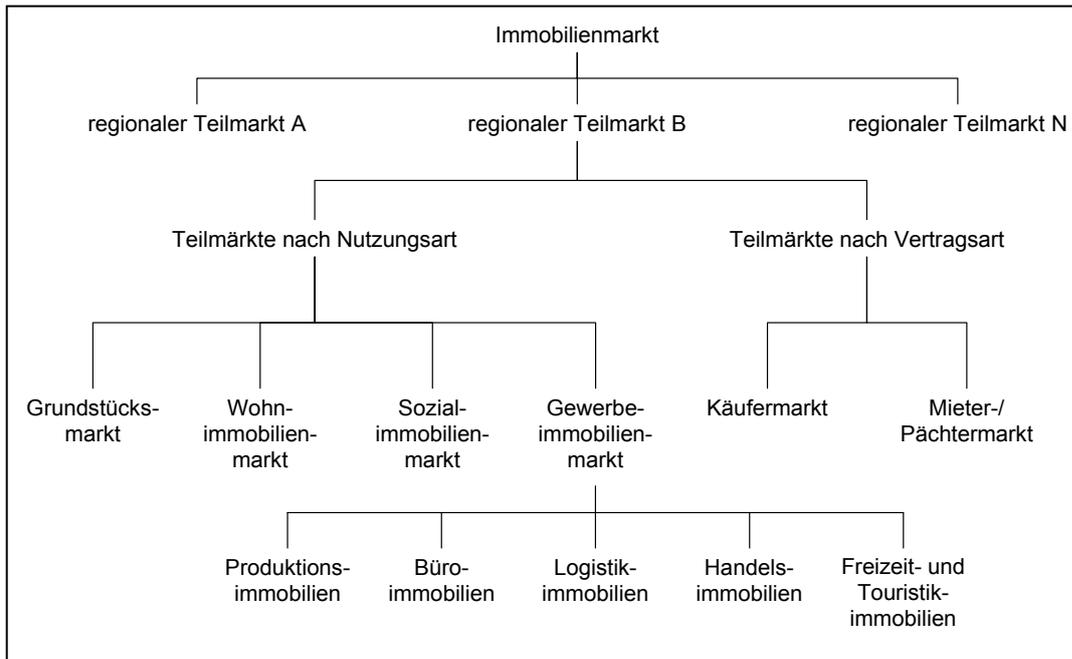


Abbildung 1: Die Teilmarktstruktur des Immobilienmarkts
Quelle: Brauer, 2006, S. 30.

Weitere **Unterschiede des Immobilienmarkts** zu übrigen effizienten Güter- und Kapitalmärkten, die aus dieser Aufteilung in mehrere Immobilienteilmärkte und den Eigenschaften des Wirtschaftsguts Immobilie resultieren sind:

- **Kein homogener Markt**, da die Immobilienmärkte aufgrund der Heterogenität der Immobilien sehr stark sektoral und regional ausgelegt sind.
- **Keine objektive Preisfindung**. Die Immobilienpreisbildung ist vielmehr durch Subjektivität und einer Einzelfallabhängigkeit geprägt, die aus der Heterogenität der Immobilien, einer geringen Fungibilität und dem Fehlen eines homogenen Marktes entsteht.⁷
- Die **geringe Anpassungselastizität** auf dem Immobilienmarkt entsteht durch die lange Entwicklungszeit einer Immobilie. Verändert sich die Nachfrage auf den Immobilienmärkten, können die Marktteilnehmer nur mit Verzögerung darauf reagieren.⁸

Diese besonderen Eigenschaften der Immobilien selbst und des Immobilienmarktes haben direkten Einfluss auf die Immobilienanlage. Die **Zielsetzung** dieser Anlageklasse ist die **Einkommenserzielung aus den Immobilienbe-**

⁷ Vgl. Loos, 2005, S. 14.

⁸ Vgl. Bone-Winkel u.a., 2005, S. 22.

ständen. Dies wird durch Mieteinkünfte und Wertsteigerung der Immobilien⁹ erzielt. Immobilienanlagen erfolgen in den meisten Fällen über einen längeren Zeitraum. Sie zeichnen sich durch eine **hohe Inflationssicherheit** und durch ein **hohes Diversifikationspotenzial**¹⁰ aus.¹¹

1.2 Nachhaltige Kapitalanlagen

Der zweite Begriffsbestandteil nachhaltiger Immobilieninvestments sind nachhaltige Kapitalanlagen. Der Begriff der Nachhaltigkeit hat in den letzten Jahren und verstärkt durch die unlängst erschienenen UN-Berichte zum Klimawandel an Bedeutung gewonnen. Das Konzept der Nachhaltigkeit basiert auf den drei Säulen Ökonomie, Ökologie und Soziales, die grundsätzlich gleich zu behandeln sind.¹² Deshalb wird auch von einer „**Triade**“ **der nachhaltigen Entwicklung** gesprochen: „Eine Politik in Richtung Nachhaltigkeit soll danach ökologische, ökonomische und soziale Belange gleichrangig und gleichzeitig beachten und befolgen. Als nachhaltig wird eine Entwicklung bezeichnet, die zugleich ökologie-, ökonomie- und sozialverträglich ist“¹³ Der Begriff „**Sustainable Development**“ und seine deutschsprachige Übersetzung „Nachhaltige Entwicklung“ bezeichnet als sog. „**Containerbegriff eine Handlungsweise**“, welche den Bedürfnissen der heutigen Generation entspricht, ohne jedoch den Handlungs- und Reaktionsmöglichkeiten künftiger Generationen und deren Streben, ihre eigenen Bedürfnisse zu erfüllen, entgegen zu stehen. Auf der Unternehmensebene bedeutet dies die freiwillige Ausrichtung der Unternehmensstrategie und –politik auf die Zielsetzungen der Triade (sog. **Corporate Sustainability**, kurz CS).

Substantiell in Einklang mit diesen wirtschaftlichen, ökologischen und sozialen Zieldimensionen unternehmerischen Handelns steht das häufig in diesem Zusammenhang diskutierte eher angelsächsische Konzepte der „**Corporate Social Responsibility (CSR)**“. Unternehmensverantwortung verlangt, die Zielset-

⁹ Für den Fall einer unwirtschaftlichen Immobilie bezieht sich das Wertsteigerungspotenzial auf den Grund und Boden.

¹⁰ Das hohe Diversifikationspotenzial entsteht durch die geringe Korrelation zwischen dem Immobilienmarkt und anderen Anlageformen.

¹¹ Vgl. Gondring, 2004, S. 37.

¹² Vgl. Rauschenberger, 2002, S. 6.

¹³ Maier-Rigaud, 1997, S. 331.

zungen betrieblichen Handelns nicht ausschließlich an wirtschaftlichen, sondern auch an sozialen und ökologischen Aspekten (wiederum freiwillig) auszurichten. Damit entsprechen Unternehmen auch den Ansprüchen, die unterschiedlichste gesellschaftliche Gruppen (sog. **Stakeholder**) an sie stellen.

Bei beiden Konzepten wird das gesamte unternehmerische Handeln unter dem Aspekt der Nachhaltigkeit betrachtet:¹⁴

- **Corporate Social Responsibility (CSR)** spricht dabei explizit die soziale und ökologische Dimension an und berücksichtigt die Wirtschaftlichkeit als Rand- bzw. Nebenbedingung.
- **Corporate Sustainability (CS)** versteht dagegen alle drei Dimensionen integrierter als eine Einheit.

Nach beiden Konzepten gilt es verantwortungsvoll zu wirtschaften, d.h. zukunftsfähig und unter Berücksichtigung der Folgen des unternehmerischen Handelns für zukünftige Generationen.¹⁵

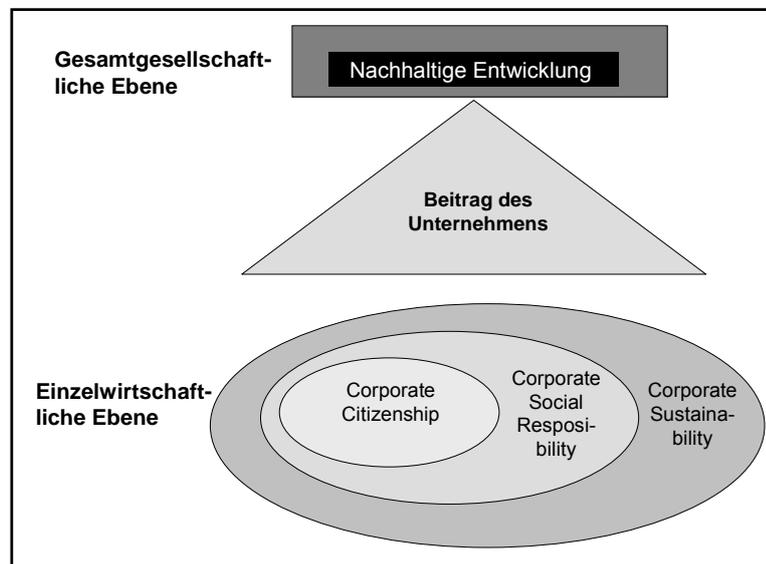


Abbildung 2: Zusammenhänge zwischen Nachhaltigkeit, CSR und Corporate Citizenship und Bezug zur Makroebene
Quelle: Loew u.a., 2004, S. 74.

¹⁴ Vgl. Schäfer/Lindenmayer, 2005, S. 24.

¹⁵ Darüber hinaus sind mit dem gesellschaftlichen Engagement in einem weiteren Sinne auch Aktivitäten angesprochen, die als „bürgerschaftliches Engagement“ (Corporate Citizenship, kurz CC) angesehen werden können, z.B. soziale Projekte im regionalen Umfeld des Unternehmens).

Die Integration von CC, CSR und CS in die Unternehmensführung findet ihre Entsprechung auf der Finanzmarktseite bei Investoren, die vergleichbare Prinzipien zur Grundlage ihrer Aktien- und Anleiheauswahl machen. Der damit verbundene Vorgang der Titelselektion und das Ergebnis in Form entsprechender Anlageportfolios wird als nachhaltige Kapitalanlage oder SRI bezeichnet. Prinzipiell können alle Anlageformen als nachhaltige Kapitalanlagen bezeichnet werden, solange sie neben den konventionellen Anlagekriterien (Rendite, Risiko, Liquidität) zusätzlich **außerökonomische**, d.h. **ethische Werte** bzw. **moralische Prinzipien** berücksichtigen.¹⁶ Während bezüglich des Verständnisses von Nachhaltigen Kapitalanlagen in der wissenschaftlichen Literatur ein weitgehender Konsens besteht¹⁷, besteht bislang keine allgemeingültige Terminologie. Vielmehr findet eine Reihe von Termini zum Begriff „Nachhaltige Kapitalanlage“ parallele Verwendung. In der folgenden Tabelle sind die gebräuchlichsten Begriffe zusammengestellt.

Deutsche Begriffe	Englische Begriffe
Sozial verantwortliches Investieren	Socially Responsible Investing
Sozial verantwortliche Geldanlagen	Social Responsible Investment
Ökologisch-ethisches Investment	Ethical Investment
Ökologisch-ethisch verantwortliche Geldanlage	Social Investment
Verantwortliche Geldanlage	Triple Bottom Line Investing
Ökologische Geldanlage	Green Money
Nachhaltige Geldanlage	
Ethische Geldanlage	
Nachhaltige Finanzdienstleistungen	
Grünes Geld	

Tabelle 2: Synonym zu „Nachhaltige Kapitalanlagen“ verwendete Begriffe
Quelle: in Anlehnung Loew, 2002, S. 11.

Im **englischen Sprachraum** hat sich insbesondere der Begriff „**Socially Responsible Investment**“ oder kurz SRI durchgesetzt. Das britische Social Investment Forum liefert hierzu folgende Definition: „Socially Responsible Investment combines investors’ financial objectives with their concerns about social, environmental, ethical and corporate governance (SEE/CG) issues.“¹⁸ „Sozialverantwortlich“ enthält damit die drei Dimensionen „Ökonomie“, „Ökologie“ und

¹⁶ Vgl. Schäfer, 2005d, S. 558.

¹⁷ Vgl. Schäfer, 2005d, S. 558.

¹⁸ UKSIF, 2007.

„Soziales“, auch wenn der Begriff Nachhaltigkeit als solcher nicht verwendet wird.

Zusammenfassend ist demnach festzustellen, dass bei nachhaltigen Kapitalanlagen neben ökonomischen auch ökologische und/oder soziale Aspekte in die Kapitalanlageentscheidung einfließen.¹⁹ Deshalb kann, wie in Abbildung 3 dargestellt, von einem „**magischen Viereck der Kapitalanlage**“ gesprochen werden.

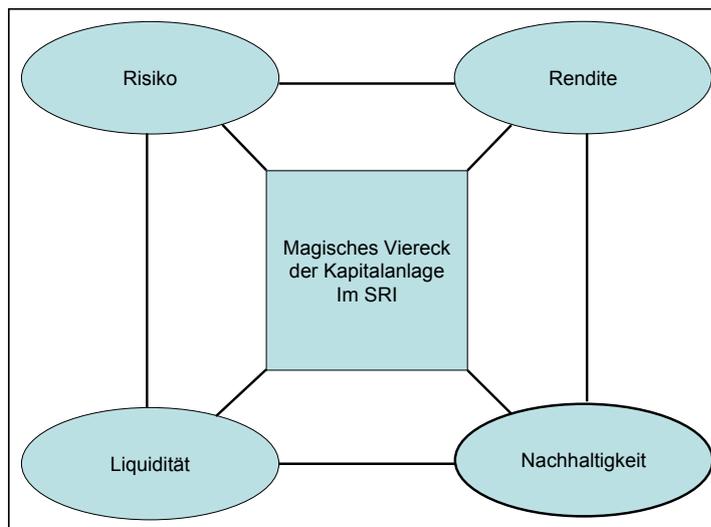


Abbildung 3: Das magische Viereck des SRI
Quelle: Schäfer/Lindenmayer, 2007, S. 8.

Daher scheinen grundsätzlich die für andere Anlageklassen des SRI-Bereichs gültigen Wertschöpfungsstrukturen grundsätzlich auf die Anlageklasse „nachhaltige Immobilieninvestmentfonds“ übertragbar und ausbaubar.

Nachhaltige Kapitalanlage haben mittlerweile einen solchen Umfang erreicht, dass von eigenständigen SRI-Segmenten auf den nationalen Finanzmärkten gesprochen werden muss. Der **europäische SRI-Markt** wies im Juni **2007** ein Anlagevolumen von ungefähr 49 Mrd. Euro auf.²⁰ Er bietet heutzutage eine **große Vielfalt an SRI-Anlageklassen** wie beispielsweise Aktienfonds, Anleihefonds, Mischfonds, Lebensversicherungen und Private Equity Funds - allerdings bislang noch **keine SRI-Immobilienanlageklasse**. Damit ist die Anlageklasse „**nachhaltige Immobilienanlagen**“ in **Deutschland** noch **nicht etab-**

¹⁹ Vgl. Guay u.a., 2004, S. 126.

²⁰ Vgl. Abbildung 4.

liert. Es sind somit auch **keine sekundärstatistischen Daten** vorhanden, wodurch eine erste konzeptionell-statistische Erfassung eines Marktpotenzials nur mittels einer Approximation aus bestehenden sekundärstatistischen Daten erfolgen kann. In der Folge wird als Teil des Forschungsprojekts eine primärstatistische Erhebung zur Aufdeckung von durch die Sekundärstatistik angezeigten Sachverhalten als erforderlich gesehen.

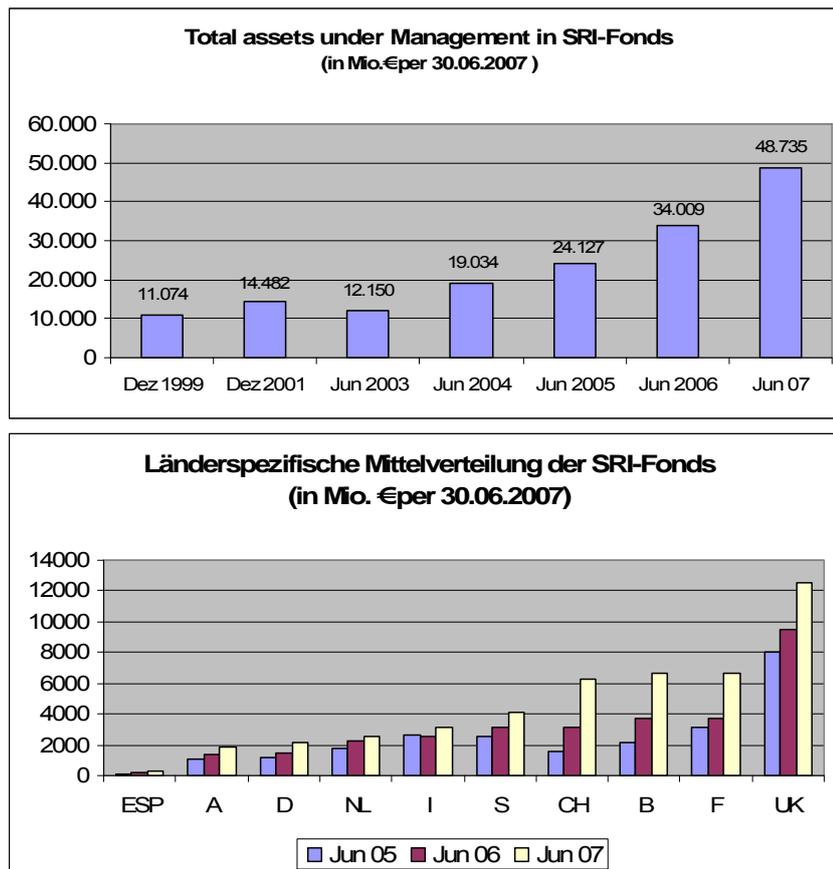


Abbildung 4: Volumen und Entwicklung des SRI-Markts in Europa
Quelle: in Anlehnung an Avanzi SRI Research/Vigeo Italia, 2007 S. 10 ff..

Im Folgenden wird in einem **Top Down-Ansatz** ausgehend von der makroökonomischen Bestandsaufnahme der Vermögensbildung in Deutschland im Jahr **2006** die derzeitige Verbreitung von Immobilienanlagen analysiert. Darauf aufbauend werden **erste Anhaltspunkte** für ein **Potenzial** hinsichtlich **nachhaltiger Immobilien im deutschen Kapitalmarkt** hergeleitet.

1.3 Nachhaltigkeit in der Immobilienbranche

Das Handlungsfeld Bauen und Wohnen ist gleichermaßen von zentraler wirtschaftlicher und sozialer Bedeutung, und es bietet die größten Handlungsopo-

tenziale für eine nachhaltige Gestaltung unseres derzeit verschwenderischen Umgangs mit Ressourcen.²¹

Die Notwendigkeit, die soziale und wirtschaftliche Entwicklung im Einklang mit der Tragfähigkeit des Ökosystems zu gestalten sowie durch die Beachtung der **Prinzipien einer inter- und intragenerativen Gerechtigkeit** zu einer Stabilisierung weltweiter gesellschaftlicher Prozesse beizutragen, wird zunehmend anerkannt und führt zu verstärkten Anstrengungen im Bereich der Umsetzung des Leitbildes einer nachhaltigen Entwicklung. Mit der Corporate Social Responsibility bekennen sich Unternehmen zu ihrer sozialen und ökologischen Verantwortung. Dies trifft **auch** auf die **Bau-, Wohnungs- und Immobilienwirtschaft** zu.

Derzeit findet im Immobiliensektor bezüglich dessen Nachhaltigkeit eine primäre, intensive Auseinandersetzung mit technischen und wirtschaftlichen Möglichkeiten zur Verbesserung der Energieeffizienz und der Umweltqualität von Gebäuden statt. Unter **Umweltqualität** (Environmental Performance) wird hierbei der Umfang an Ressourceninanspruchnahme und an unerwünschten Wirkungen auf die lokale und globale Umwelt verstanden, der im Lebenszyklus von Immobilien zur Erfüllung von Nutzeranforderungen erforderlich wird.

Gebäude und bauliche Anlagen werden als „**gebaute Umwelt**“ betrachtet. Städtebauliche Strukturen und ausgewählte Einzelgebäude sind Teil des kulturellen Erbes. Gebäude sind sowohl Arbeitsumgebung als auch Lebensraum. Menschen verbringen bis zu 90% des Tages in Räumen. Die Art der baulichen Lösung kann die Qualität des Zusammenlebens beeinflussen und wirkt sich auf die Gesundheit, Behaglichkeit und Sicherheit der Bewohner, Nutzer und Besucher von Gebäuden aus. Gebäude im Sinne einer baulichen Hülle sind für die Menschheit unerlässlich. In den Ländern Europas trägt jedoch die Herstellung, Errichtung und Nutzung von Gebäuden gleichzeitig in einem erheblichen Maße zur **Ressourceninanspruchnahme** und zu den **Wirkungen** auf die **Umwelt** bei und liegt z.B. beim Energieverbrauch und bei den CO₂-Emissionen in der Größenordnung von 30 bis 40% des Gesamtverbrauchs bzw. der Gesamtbelastung.²² Weitere Angaben zum Anteil der gebauten Umwelt an Ressourcenin-

²¹ Vgl. Enquete-Kommission, 1998

²² Vgl. UNEP, 2006.

anspruchnahme und Umweltwirkungen können Abbildung 5 entnommen werden.

In diversen Studien wurde im **Gebäudesektor** ein **erhebliches Minderungspotenzial** identifiziert, welches mit technisch und wirtschaftlich vertretbarem Aufwand im Interesse der **Umwententlastung** erschlossen werden kann und soll.²³ Die Planung, Errichtung und systematische Bewirtschaftung von „*Green Buildings*“ bzw. von „*Sustainable Buildings*“ im Sinne energiesparender, ressourcenschonender, umweltfreundlicher, gesundheitsgerechter und kostengünstiger Gebäude mit hoher technischer, funktionaler, gestalterischer und städtebaulicher Qualität wird von Politik, Wissenschaft, der Immobilienbranche und weiten Teilen der Öffentlichkeit als ein wesentlicher Beitrag zum Umweltschutz und zur nachhaltigen Entwicklung angesehen.

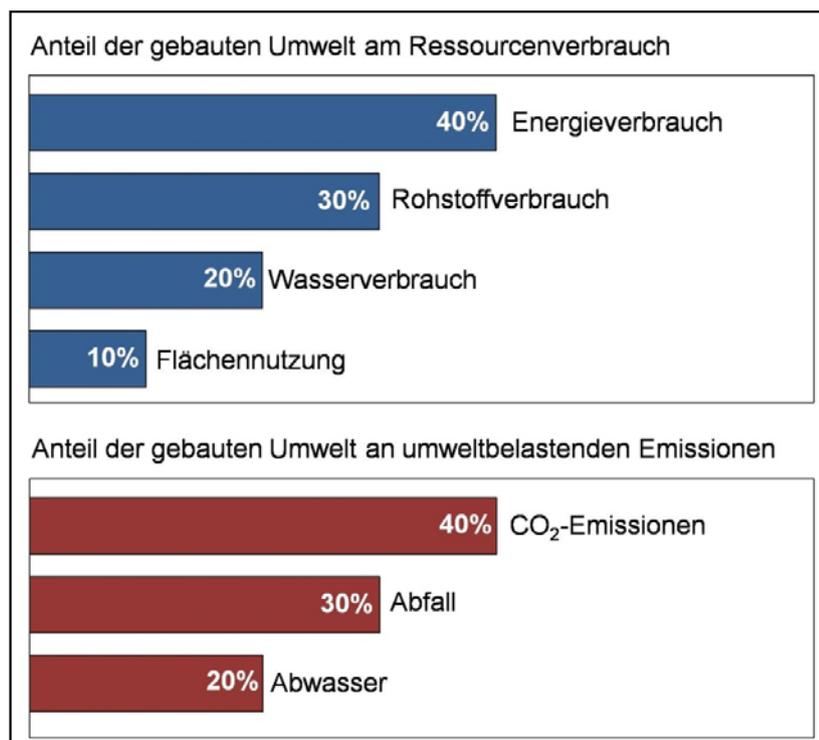


Abbildung 5: Anteil der gebauten Umwelt an Ressource inanspruchnahme und Umweltbelastung
Quelle: UNEP, 2006.

Energieeffizienz und Umweltqualität bzw. die Nachhaltigkeit von Gebäuden haben sich jedoch noch nicht zum festen **Bestandteil von Investitionsentscheidungen** entwickelt. Zur Überwindung noch vorhandener Hemmnisse ist

²³ Vgl. IPPC, 2007.

es daher erforderlich, neben der Weiterentwicklung von Entwurfsmethoden und technischen Lösungen auch bewertungsmethodische Fragen zu klären. Ein Ansatz besteht darin, die ökonomischen Vorteile der Energieeffizienz und der Umweltqualität von Gebäuden herauszuarbeiten und als Argumente zur Unterstützung der weiteren Marktdurchdringung zu verwenden. Es stellen sich damit u.a. Fragen nach der **Beschreib- und Bewertbarkeit umweltbezogener Merkmale und Eigenschaften** derartiger Gebäude, nach Konsequenzen für die Wertermittlung und die Abschätzung der Wertentwicklung sowie nach Art und Umfang der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten beim Objekt-Rating, bei der Risikoanalyse, bei der Immobilienfinanzierung oder bei entsprechenden Anlagemöglichkeiten.

Bei der Entwicklung von markt- und marketinggerechten Begriffen zur Charakterisierung wesentlicher Merkmale und Eigenschaften von Immobilien kennt die Phantasie derzeit keine Grenzen. Allein im **Bereich energieeffizienter Gebäude** führt die Verwendung von Formulierungen wie Niedrigenergiehaus, Niedrigstenergiehaus, Passivhaus, Nullenergiehaus, Solargebäude, energieautarkes Haus, Plusenergiehaus usw. zur Verwirrung. Wurden derartige Konzepte ursprünglich unter dem Eindruck der Ölkrise im Interesse der Ressourcenschonung entwickelt und realisiert, gewinnt im Zusammenhang mit einer Vorsorgestrategie zur Begrenzung der globalen Erwärmung die mit der Verringerung des Energieverbrauchs einhergehende Reduzierung der CO₂-Emissionen an Bedeutung. **Neuere Konzepte** zielen daher auf das „**Zero-Emission-Building**“, meinen jedoch i.d.R. damit die emissionsarme oder –freie Beheizung/Nutzung, jedoch (noch) **nicht die umweltschonende Herstellung, Errichtung und Instandhaltung der Gebäude**. Mit der Umsetzung der **EU-Richtlinie** zur Gesamtenergieeffizienz von Gebäuden, der Weiterentwicklung der Energieeinsparverordnung sowie der **Einführung von Energieausweisen** einschließlich der Verpflichtung zum öffentlichen Aushang bei ausgewählten Gebäudegruppen nimmt die Beurteilung der Energieeffizienz von Gebäuden an Bedeutung zu. Gleichzeitig werden die Voraussetzungen für eine Bewertung und Darstellung der energetischen Qualität deutlich verbessert.

Mit dem weiter gefassten Begriff „**Green Building**“ werden heute sehr unterschiedliche Vorstellungen verbunden, da er aus der **Zusammenführung un-**

terschiedlicher Konzepte und Strömungen (u.a. *Design for Environment*, *Design for Deconstruction*, das gesunde Haus, flächensparendes Bauen) entstand. Im deutschsprachigen Raum wurden diese Konzepte sowohl durch bauökologische (siehe auch die Definition zur Bauökologie im Kasten) als auch baubiologische Strömungen beeinflusst und lassen sich u.a. mit Strategien zum energiesparenden, umweltfreundlichen und gesundheitsgerechten Planen, Bauen und Betreiben umschreiben. Ein derartiges Gebäude geht damit **weit über den Ansatz zur Reduzierung des Energieaufwandes und der resultierenden Umweltwirkungen in der Nutzungsphase** hinaus. Einbezogen werden der vollständige Lebenszyklus und damit auch die Herstellung der Bauprodukte und Systeme, die Bauprozesse sowie die Reinigung, Wartung und Instandhaltung. Soweit möglich wird die Rückbaubarkeit und Recyclingfreundlichkeit der Konstruktionen im Hinblick auf die Bewertung von Prozessen am Ende der Nutzungsphase einbezogen. Trotz großer Unterschiede in der Verwendung und Gewichtung von Beschreibungsmerkmalen und Bewertungskriterien kann davon ausgegangen werden, dass im Zusammenhang mit „*Green Buildings*“ insbesondere international folgende Aspekte untersucht und beurteilt werden: Eignung des Standortes und Auswirkung der Standortwahl auf Nachbarschaft, Umwelt und Infrastruktur; Energieverbrauch; Wasserverbrauch; Abwasser- und Abfallaufkommen; Ressourceninanspruchnahme durch Herstellung und Einsatz von Bauprodukten; Wirkungen auf die globale und lokale Umwelt; Raumluftqualität; Nutzerkomfort u.a. Anforderungen werden dabei sowohl auf rein qualitativem Niveau (z.B. bevorzugter Einsatz von Bauprodukten aus nachwachsenden Rohstoffen und von Energie aus erneuerbaren Quellen) formuliert, als auch unter Nutzung der Ökobilanzierung (z.B. Ermittlung und Bewertung von Primärenergieaufwand und Treibhauspotenzial) quantifiziert und hinsichtlich der Einhaltung von Grenzwerten überprüft.

Mit der Planung, Errichtung und Bewirtschaftung von *nachhaltigen Gebäuden* (*Sustainable Buildings*) wird das Ziel verfolgt, Objekte mit einer hohen städtebaulichen, gestalterischen, funktionalen und technischen Qualität zu realisieren und dabei ökonomische, ökologische und soziale Anforderungen gleichzeitig und gleichberechtigt zu berücksichtigen. **Nachhaltige Gebäude** folgen damit im Wesentlichen folgenden **Zielen**:

- Erfüllung von (gerechtfertigten) Nutzeranforderungen
- Minimierung der Lebenszykluskosten
- Erhaltung von materiellen Werten
- Ressourcenschonung
- Umweltschonung und Klimaschutz
- Vermeidung von Risiken für Umwelt und Gesundheit
- Sicherung von Gesundheit, Behaglichkeit und Sicherheit der Nutzer und Anwohner
- Erhaltung von kulturellen Werten (u.a. bei Baudenkmälern).

Konzentrieren sich also „*Green Buildings*“ überwiegend auf Umweltaspekte und ggf. **zusätzlich** auf **Fragen** der **Gesundheit, Behaglichkeit** und **Zufriedenheit** der Nutzer bezieht die Bewertung der Nachhaltigkeit von Gebäuden ausdrücklich ökonomische Aspekte (hier die sich aus den Baukosten, den Nutzungskosten sowie den Kosten für Rückbau und Entsorgung ergebenden Lebenszykluskosten, die Wertstabilität und die Wertentwicklung) mit ein. **Weiterhin** hat sich in der Diskussion gezeigt, dass Gebäude insbesondere dann einen Beitrag zu einer nachhaltigen Entwicklung leisten, wenn sich durch ihre Funktionalität, **Anpassbarkeit, Dauerhaftigkeit** und **Widerstandsfähigkeit lange Nutzungsdauern** ermöglichen und **Leerstände vermeiden** helfen. Insofern werden Kriterien, die bisher mit Funktionalität und Gebrauchstauglichkeit überwiegend bei der Beurteilung von „*Performance Based Buildings*“ berücksichtigt wurden, nun auch in die Analyse der Nachhaltigkeit von Bauwerken einbezogen. Mit zunehmendem Klimawandel gelangen zudem technische Merkmale und Eigenschaften zu einer Bedeutung, welche die Reaktion und Widerstandsfähigkeit des Gebäudekonzeptes gegenüber derartigen Entwicklungen charakterisieren (u.a. verbesserter sommerlicher Wärmeschutz, Widerstandsfähigkeit gegen Sturm, Hagel und sonstige extreme Wetterereignisse sowie gegen Hochwasser).

2 Immobilienvermögen und Geldvermögen in Deutschland

Bestandteile der nachfolgenden statistischen Analyse sind die Ermittlung des Immobilienanteils am Nettogesamtvermögen, das Vermögen der privaten Haushalte und der Bestand an Investmentzertifikaten im Jahr 2006. Grundlage sind überwiegend die **Statistiken der Deutschen Bundesbank**.

Auf die erste Säule der Vermögensbildung, den **Immobilien**, entfiel in Deutschland zu Beginn des Jahres 2007 ein Anteil von ca. **86%** am **Nettoanlagevermögen**²⁴. Dies entspricht einem Vermögenswert zum Wiederbeschaffungspreis von **6.128,21 Mrd. Euro**.²⁵ Die deutschen Privathaushalte hatten ihre **Ersparnisse** im gleichen Jahr zu **46,4% in Immobilien** angelegt. Im Vergleich hierzu betrug der Anteil der Ersparnisse in Form des Geldvermögens 43,6%.²⁶ Eine Umfrage des deutschen *Derivate Instituts* ergab, dass Immobilien hinter den Geldanlagen Sparbuch und Lebensversicherungen auf **Rang drei der beliebtesten Anlageformen** deutscher Privathaushalte in Deutschland rangieren.²⁷ Trotzdem ist die **Wachstumsrate** des deutschen Immobilienvermögens mit 2% seit 1997 nur halb so hoch wie die des Geldvermögens. Im **internationalen Vergleich** mit den Ländern Frankreich, Großbritannien, Italien, USA und Kanada liegen zudem die Wachstumsraten des deutschen Immobilienvermögens weit zurück. In den gesamten Ländern bewegen sie sich im Mittel zwischen 5 und 10 Prozent.²⁸

Die zweite Säule der Vermögensbildung in Deutschland ist das **Geldvermögen** der privaten Haushalte. Es belief sich im Jahr 2006 auf 4.528,6 Mrd. Euro. Wegen der angestrebten Konstruktion des Anlageprodukts „nachhaltiger Immobilienfonds“ ist eine genauere Betrachtung der bestehenden Struktur an Invest-

²⁴ „Das Netto-Anlagevermögen zu Wiederbeschaffungspreisen stellt den Betrag dar, der für Ausrüstungsgüter usw. sowie für Bauten/Bauwerke hätte bezahlt werden müssen, wenn die Anlagen zum jeweiligen Berichtszeitpunkt ‚neu‘ beschafft oder erstellt werden müssten, abzüglich der bis zu diesem Zeitpunkt aufgelaufenen Abschreibungen (Absetzungen für Abnutzung bzw. Alter), bewertet wiederum mit den zum Berichtszeitpunkt gültigen Preisen für derartige Güter bzw. den aktuellen Herstellkosten der Bauwerke“, Rußig, 2005, S. 34.

²⁵ Vgl. Statistisches Bundesamt Deutschland, 2007, S. 639.

²⁶ Vgl. Finke, 2007, S. 11.

²⁷ Vgl. Häcker, 2007, S. 1.

²⁸ Vgl. Deutsches Institut für Altersvorsorge, 2007.

mentfonds innerhalb der Geldvermögensbildung instruktiv. So entfielen **11,6 %** der Geldvermögensbildung auf **Investmentzertifikate**.²⁹ Aufgrund dieses Volumens ist die Gruppe der privaten Haushalte mit einem Anteil von 41,2 % der größte Erwerber von Investmentzertifikaten. In Abbildung 6 werden die Vermögen der privaten Haushalte und der Investmentzertifikate grafisch dargestellt.

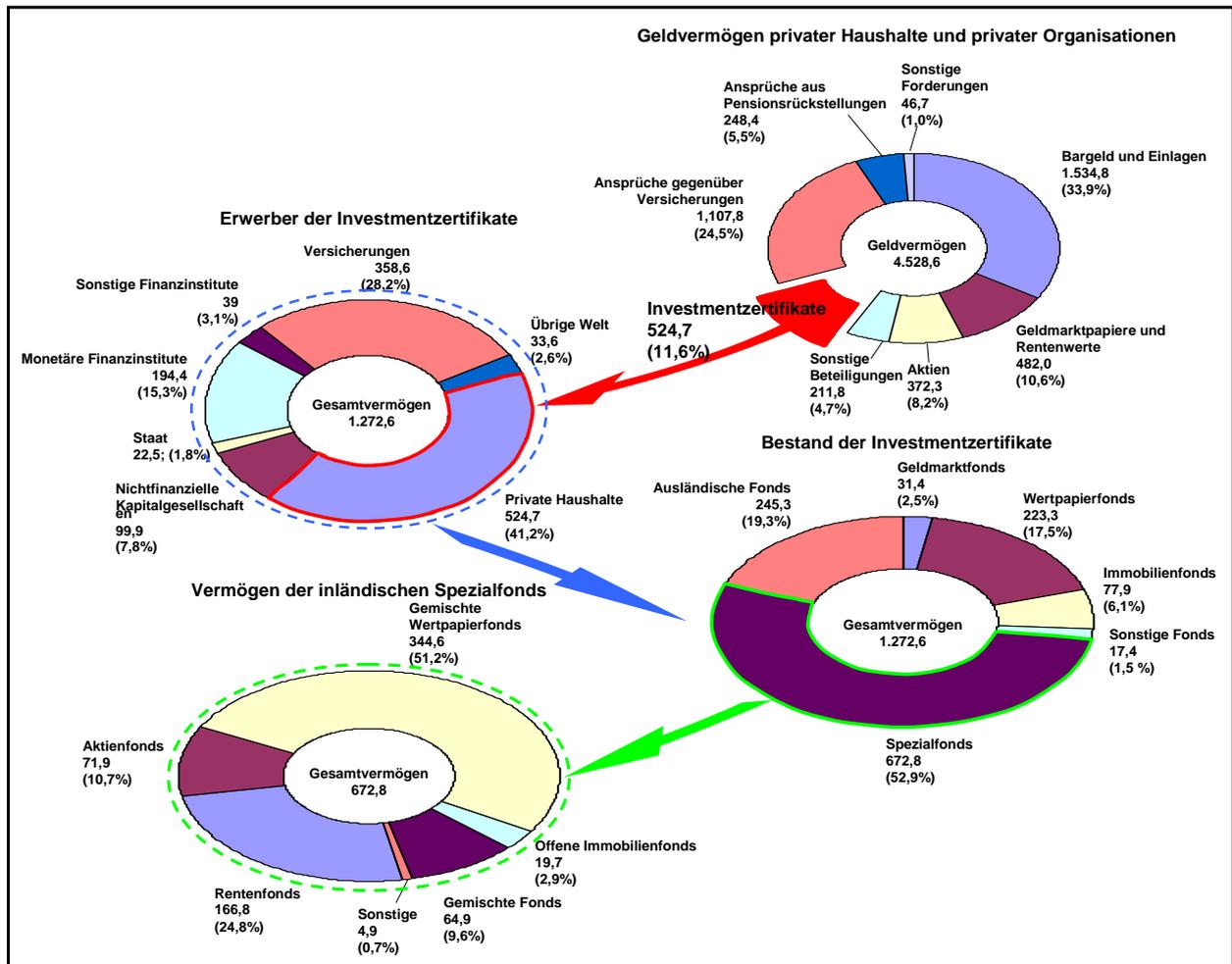


Abbildung 6: Zusammenhang zwischen dem Privatvermögen und dem Bestand an Investmentzertifikaten

Quelle: in Anlehnung an Deutsche Bundesbank, 2007a, S. 27, 113. u. Deutsche Bundesbank, 2007b S.60 f.

Insgesamt verfügten Ende 2006 die Investmentfonds in Deutschland über ein **Gesamtvermögen** von **1.272,6 Mrd.** Euro. Hiervon entfielen **672,8 Mrd.** Euro auf **Spezialfonds**, die nur für institutionelle Investoren verfügbar sind und der Rest auf **Publikumsfonds**, die hauptsächlich von privaten Haushalten, aber auch von institutionellen Investoren erworben werden. Innerhalb der von privaten Haushalten gehaltenen Publikumsfonds nahmen die Gruppen der ausländi-

²⁹ Vgl. Deutsche Bundesbank, 2007a, S. 27.

schen Fonds und der Wertpapierfonds mit 19,3% bzw. 17,5% den größten Anteil ein. Mit einem Anteil von 6,1% bzw. **77,9 Mrd. Euro** belegten **Immobilienpublikumsfonds** die **drittwichtigste Position**.³⁰ Am Vermögen der inländischen Spezialfonds haben die **Immobilien-spezialfonds** einen Anteil von 2,9% bzw. **19,7 Mrd. Euro**.³¹

³⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank, 2007a, S. 113.

³¹ Vgl. Deutsche Bundesbank, 2007b S.60 f.

3 Herausforderungen der Immobilienökonomie

3.1 Technische Innovation und Zukunftsfähigkeit

Mit Blick auf vergangene Entwicklungen wird die **deutsche Bau- und Immobilienwirtschaft** nicht ganz zu Unrecht noch **oft** als **Problembbranche** bezeichnet. Strukturelle Defizite, mangelnde Ertragskraft, Freisetzung von Arbeitskräften und eine begrenzte internationale Wettbewerbsfähigkeit waren und sind zum Teil noch immer kennzeichnende Attribute dieses Wirtschaftszweigs. Zwar verbessern sich die für diese Attribute grundlegende Situation und auch die damit verbundene Reputation der Branche in der letzten Zeit, ein Durchbruch im Sinn einer **nachhaltigen Trendumkehr** ist jedoch **noch nicht** geschafft. Hierzu **fehlt es** bisher an umfassenden **Entwicklungsprozessen**, welche der Bedeutung des Wortes „nachhaltig“ in dreifacher Weise gerecht werden:

- „nachhaltig“ im Sinn einer dauerhaften wirtschaftlichen Stabilisierung
- „nachhaltig“ im Sinn einer auf Zukunftsfähigkeit gerichteten Strukturanpassung
- „nachhaltig“ im Sinn der innovativen Nutzung von Chancen basierend auf den Prinzipien der nachhaltigen Entwicklung.

Zwei Ursachenkomplexe lassen sich in vereinfachender Sichtweise für die bisher nicht zufrieden stellenden Entwicklungsprozesse der Baubranche identifizieren:

- (1) Erstens ist es auf einer eher technologisch und technisch orientierten Betrachtungsebene der **Mangel an Innovationen** selbst nebst den damit verbundenen und bisher gerade im mittelständischen Segment der Bau- und Immobilienwirtschaft fehlenden Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten.³² Als eine zentrale Determinante zur Verbesserung der Baunachfrage und zur Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit auf internationalen Märkten wird daher ganz zu Recht die Förderung umsetzungs-

³² Sofern im Folgenden von technologischen und technischen Innovationen gesprochen wird, schließt dieses Begriffsverständnis auch baukulturelle und organisatorische Gesichtspunkte mit ein.

orientierter Forschungs- und Innovationsprozesse in der Baubranche gesehen.³³

- (2) Zweitens existiert jedoch auch eine **Vielzahl begleitender Faktoren**, für welche Vertreter der **Baubranche** - wenn überhaupt - **nur indirekt verantwortlich** zeichnen. Zu diesen Faktoren gehören eine hohe Regulierungsdichte und fehlende Harmonisierung auf nationaler und internationaler Ebene (z.B. fehlende Vergleichbarkeit baurechtlicher Vorschriften) oder ökonomische Grundsatzfragen des Marktes für Bauleistungen (z.B. Prognoseunsicherheiten bei Trendvorhersagen) ebenso wie soziologische Gesichtspunkte (z.B. demographische Veränderungen, geringes Vertrauen zu Baubeteiligten) oder Problemlagen in der Professionalisierung der Bauwerksbewirtschaftung (z.B. Einsatzmöglichkeiten von Wirtschaftlichkeitsberechnungen über den gesamten Objektlebenszyklus). Gerade der engen Verknüpfung technologischer und technischer Entwicklungen mit den sie begleitenden ökonomischen Vorgängen kommt daher eine Schlüsselfunktion zu, um die Bau- und Immobilienwirtschaft strukturell zu festigen und die Nachfrage nach gleichermaßen modernen wie auch zukunftsfähigen Bauleistungen zu unterstützen.

Im **Ergebnis** gilt es somit nicht nur, **technische Innovationen** durch geeignete Forschungs- und Entwicklungsprozesse branchenintern zu begünstigen. Von einer gleichen hohen Bedeutung ist **deren integrative und marktorientierte Begleitung** durch die jeweiligen Akteure anderer Wirtschaftszweige.

3.2 Reaktionsnotwendigkeit für Finanzmarktakteure

Für die Akteure der **Baubranche** stellt die Gewährleistung einer zukunftsfähigen Entwicklung auf der Basis technologischer Innovationen einen kontinuierlichen und zyklischen Innovationsprozess dar, welcher in verschiedenen Schritten durchlaufen wird. Dieser **Innovationsprozess** reicht von der Verarbeitung der anfänglichen Innovationsimpulse bis hin zur marktbreiten Einführung prob-

³³ Als ein Beispiel hierfür kann die Umsetzung der aktuellen Hightech-Strategie (HTS) der Bundesregierung durch das Bundesministerium für Bildung und Forschung (BMBF) genannt werden. Vgl. auch die Quelle BMBF, 2007.

lemorientierter Lösungen und der daran anschließenden Identifikation neuer Innovationsimpulse.³⁴

Den Innovationsprozess marktorientiert zu begleiten, ist für Akteure anderer Wirtschaftszweige nicht immer problemfrei. Sei es, dass technologische Innovationen auf Grund ihres frühen Entwicklungsstadiums geheim gehalten werden, oder, im Fall der Publizität, bedingt durch ihre Neuheit noch nicht umfassend eingeschätzt werden können. Auch die Entwicklung von Produkt-, Marketing- oder Kommunikationsstrategien setzt im Innovationsprozess oft vergleichsweise spät an, so dass **im Bausektor die Marktdurchdringung** von Innovationen erst **mit zeitlicher Verzögerung** einsetzt. Für **Finanzdienstleister** als eine der **zentralen Akteursgruppen** außerhalb der Bau- und Immobilienwirtschaft **verstärkt** sich diese Aussage noch in zweifacher Weise.

Erstens führt eine bisher tradierte ökonomische Sicht- und Handlungsweise dazu, dass die für die **Marktumsetzung einer Innovation** erforderlichen Finanzplanungen in einem Innovationsvorhaben erst zu einem späten Zeitpunkt im Innovationsprozess erfolgen. Dies begründet, dass auch **Finanzdienstleister spät** und in einer **vornehmlich passiv orientierten Rolle** in die Umsetzung einbezogen werden. Finanzinstitute sehen sich dabei in der Situation, reaktiv zu einer bereits weitgehend vorhandenen technischen Innovation Leistungen aus ihrem Produktportfolio anzubieten. Zweitens sind gerade Finanzinstitute gehalten, Risikoüberlegungen bei der Herauslage von Finanzmitteln eine besondere Beachtung zu schenken. Eine zukunftsfähige und auch technologisch tragfähige Innovation läuft daher durchaus Gefahr, dass sie auf Grund fehlender Erfahrungswerte als zu risikoreich eingeschätzt wird und finanzielle Mittel daher nicht oder nur zu wenig attraktiven Konditionen zur Verfügung stehen.

³⁴ Aktuelle Innovationsimpulse sind Herausforderungen bei der Energieeffizienz von Gebäuden, der Klimawandel oder die planerischen Anforderungen an neue Bau- und Siedlungsstrukturen. Vgl. auch WBCSD, 2007, S. 6 ff., UNEP SEFI, 2007, S. 40 ff. sowie UNEP SBCI, 2007, S. 17 ff.

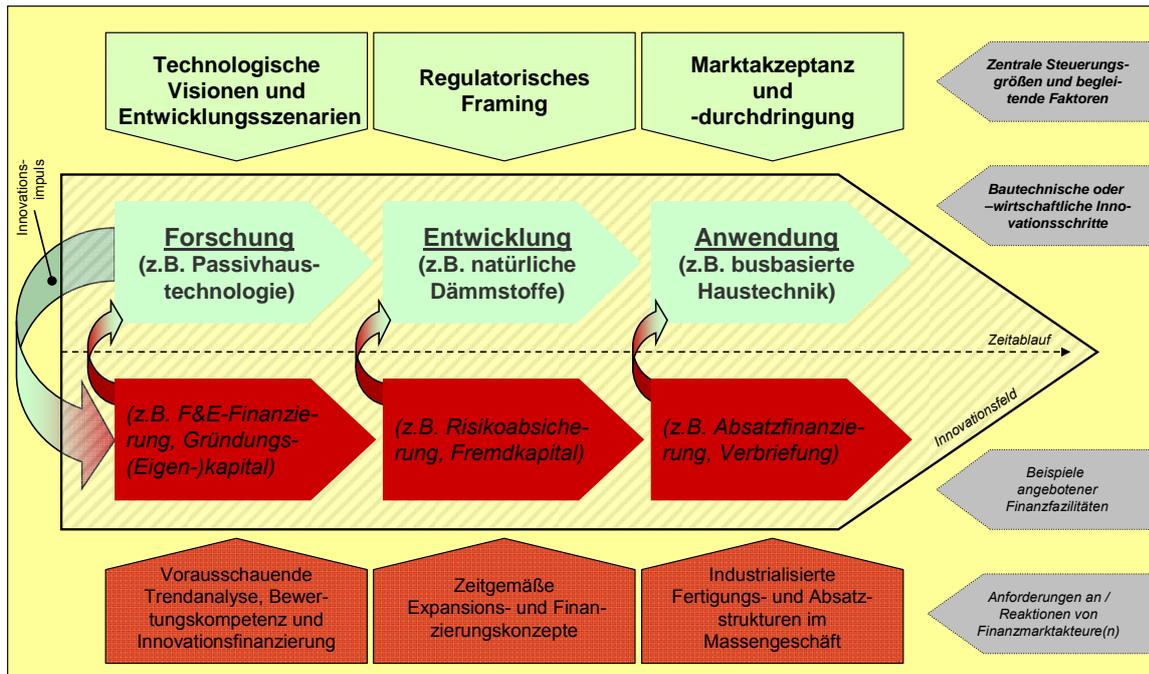


Abbildung 7: Impulse durch Innovationen in der Baubranche
 Quelle: in Anlehnung an EBS, 2007 und Scholand, 2006

Die Abbildung 7 veranschaulicht diesen **Wirkungszusammenhang zwischen Innovationen in der Baubranche und Reaktionen von Finanzmarktakteuren**, vor allem Finanzdienstleistern. Die obere Bildhälfte stellt die drei zentralen Innovationsschritte in einem technologisch und technisch orientierten Innovationsprozess dar. Für Finanzdienstleister ergibt sich aus jedem Innovationsschritt der Impuls zum Angebot oder aber der Entwicklung erforderlicher Finanzfazilitäten. Um sich in fachlicher wie auch in zeitlicher Hinsicht so nah wie möglich am Innovationsprozess zu bewegen, sind bestimmte Kompetenzen und Reaktionsmuster, die im unteren Bildbereich dargestellt sind, bei Finanzdienstleistern erforderlich.

Ohne Anspruch auf Vollständigkeit können verschiedene **Gesichtspunkte** genannt werden, die es für Finanzdienstleister jedoch bisher und abweichend von der vorgehenden, eher modellhaften Beschreibung erschweren, angemessen auf **Innovationen in der Bau- und Immobilienwirtschaft** zu reagieren:

- **Fehlende Methoden oder Benchmarks**, die es gestatten, die unterschiedlichen technische, ökologische, soziale oder funktionale Qualitäten traditioneller sowie innovativer Bauleistungen monetär abzugrenzen.
- **Häufig nationale Ausrichtung** von Bauinnovationen steht im Widerspruch mit Anforderungen an eine internationale Vergleichbarkeit und Standards, wie sie an globalen Finanzmärkten gefordert werden.
- **Ökonomische Wirkungen** einer Innovation auf die zunehmend wichtiger werdende Gebäudebewirtschaftung durch Dritte sind über den Lebenszyklus eines Objekts **nicht abzuschätzen**.
- **Abhängigkeit des Innovationserfolgs** von einer Vielzahl von Faktoren und Akteuren mit Bezug zur Wertschöpfungskette ist schwer einzuschätzen.

Vor diesem Hintergrund verwundert es nicht, dass Umfang und Geschwindigkeit der Reaktion von **Finanzdienstleistern** auf nachhaltige Innovationen der Baubranche, etwa bei der Bereitstellung von privatem Kapital für Infrastrukturvorhaben, **zurückhaltend** sind und damit sowohl die inhaltliche Entwicklung der Vorhaben als auch die Schaffung neuer Projektstrukturen, etwa in der Form von Public Private Partnerships (PPP), beeinträchtigen. Zwar wachsen seit dem Jahr 2006 Banken übergreifende Initiativen, welche das genannte Themenfeld adressieren.³⁵ Auch finden sich vermehrt Aktivitäten aus der Beratungs- und Prüfungsbranche.³⁶ Allerdings sind diese **Initiativen** in der Mehrzahl bisher **primär** auf eine **Grundsensibilisierung** finanzwirtschaftlicher Akteure und qualitativer Betrachtungen gerichtet.³⁷ Die für eine angemessene und valide finanzwirtschaftliche Bewertung erforderlichen „Metrics“ werden unbenommen der Existenz vieler technischer Standards bisher noch kaum aufgegriffen.

Im Ergebnis gilt es daher nicht nur, alle Mitglieder der Wertschöpfungskette, die durch Innovationen im Baubereich angestoßen wird, in ihrem Handeln strenger zu vernetzen. Es gilt insbesondere für die Gruppe der Finanzdienstleister, Ansätze und Instrumente bereitzustellen oder zu optimieren, die es gestatten, **In-**

³⁵ Vgl. etwa die Quellen Eurosif, 2007b sowie UNEP FI, 2007a sowie ein Dokumentationsvorhaben unter dem Titel „Handbook of Responsible Investment Across Asset Classes“.

³⁶ Vgl. etwa die Quelle Linklaters, 2007.

³⁷ Vgl. auch Malin, 2007, S. 11 ff und Pivo, 2004, S. 2 ff. Diese Aussage gilt ähnlich für einzelne Publikationen, die bereits von Finanzinstituten aufgelegt wurden. Vgl. etwa die Quelle Hermes, 2006 oder mit einem stärkeren Investmentfokus UBS, 2006.

novationen früher als bisher in ihrem Prozess zu **bewerten**, im Idealfall mit zu **gestalten** und **zeitnah** innovationsförderliche Finanzfazilitäten bereit zu stellen. Eine Reaktionsnotwendigkeit für Finanzinstitute auf Innovationen im Baubereich ist daher insbesondere auf eine Entscheidungsunterstützung und Komplexitätsreduktion gerichtet.

4 Positionierung und Rollen zentraler Akteursgruppen

4.1 Akteursmodell und Interaktionen im Finanzmarkt generell

Finanzinstitute nehmen an Finanzmärkten als Intermediäre eine **vermittelnde Position** zwischen den **Anbietern von Kapital** (Investoren) und den **Nachfragern von Kapital** (Schuldnern) ein. Mit Blick auf Innovationen in der Baubranche betrifft diese Vermittlungsfunktion alle Typen von Finanzmärkten: Sie reicht vom kurzfristig orientierten Geldmarkt bis hin zum Handel langfristiger Kapitalbeteiligungen.³⁸ Finanzmärkte und die an ihnen vertretenen Finanzinstitute übernehmen in diesem Zusammenhang im herrschenden Marktverständnis drei zentrale **Transformationsfunktionen**³⁹:

- **Risikotransformation:** Investoren und Schuldner besitzen eine unterschiedliche Risikobereitschaft, die am Finanzmarkt zur Übereinstimmung gebracht wird.
- **Fristentransformation:** Die Laufzeitinteressen der einzelnen Finanzmarktakteure werden am Finanzmarkt ausgeglichen.
- **Losgrößentransformation:** Am Finanzmarkt findet eine Kumulation häufig kleinerer Investitionsbeträge zu größeren Finanzierungsvolumina statt.

Die Abbildung 8 skizziert einen finanzwirtschaftlichen Funktionskreis, seine Akteure und deren primäre Beziehungen unter besonderer Berücksichtigung von nachhaltigen Innovationen in der Baubranche.⁴⁰ Der untere Bildbereich stellt in grüner Farbe drei unterschiedliche potenziell innovationsbetroffene Objektarten dar. Nach ihrer originären Nutzungsform kann es sich um private oder gewerbliche Immobilien handeln sowie um Objekte, die im Rahmen komplexer Infrastrukturvorhaben selbst zentrales Element einer leistungswirtschaftlichen Tätigkeit sind. Beispiele für diese Objektart sind Vorhaben zum Straßenbau im Rahmen eines Public Private Partnership oder die Erstellung und der Betrieb

³⁸ Vgl. zu unterschiedlichen Finanzmarkttypen einfürend Peridon/Steiner, 1995, S. 157 ff. sowie zu den Grundlagen leistungs- und finanzwirtschaftlicher Funktionskreise zusammenfassend bereits Hahn, 1983, S. 29 ff. und Schäfer, 2002.

³⁹ Vgl. hierzu Benston/Clifford, 1976 oder Diamond, 1984. Einen instruktiven Überblick über die Theorie der Finanzintermediation liefert u.a. Hartmann-Wendels *u.a.*, 2004, S. 131 ff.

⁴⁰ Der Anhang dieser Untersuchung enthält auf Seite 43 eine detailliertere Darstellung des finanzwirtschaftlichen Funktionskreises unter besonderer Berücksichtigung von Finanz- und Informationsströmen.

einer Hafenanlage in Form des „Build Operate Own Transfer“ (BOOT). Für die Planung, die Erstellung und den Betrieb zeichnen bei allen drei genannten Objektarten bau- und immobilienwirtschaftliche Akteure verantwortlich, zu denen Raumplaner ebenso gehören wie Architekten und Bauunternehmungen.

Zur **Erstellung und zum Unterhalt** ihrer **Immobilien** benötigen deren Eigner **Kapital**, das, sofern es nicht in Form von Eigenmitteln vorhanden ist, am Finanzmarkt im Allgemeinen oder aber bei Finanzdienstleistern im Besonderen zu beschaffen ist. Die Eigner werden zu Kapitalnehmern. An dieser Stelle veranschaulicht sich die **Intermediationsfunktion** der **Finanzdienstleister**. Finanzdienstleister ihrerseits refinanzieren sich, was im oberen Bildbereich dargestellt wird, bei einer Gruppe von Akteuren, die an der Anlage ihrer liquiden Mittel interessiert sind – den Investoren (Kapitalgeber).

Aus dieser Gegenüberstellung wird deutlich, dass **Finanzdienstleister** eine **zentrale Interaktions- und Transformationsfunktion** zwischen den Nachfragern und Anbietern von Kapital übernehmen und durch ihr Handeln entscheidenden **Einfluss auf die Marktdurchdringung nachhaltiger Innovationen im Baubereich** nehmen können. Die Gegenüberstellung verdeutlicht aber auch, dass Finanzdienstleister zur Erfüllung dieser Funktion hinreichende Informationen der finanzierten Objekte benötigen.

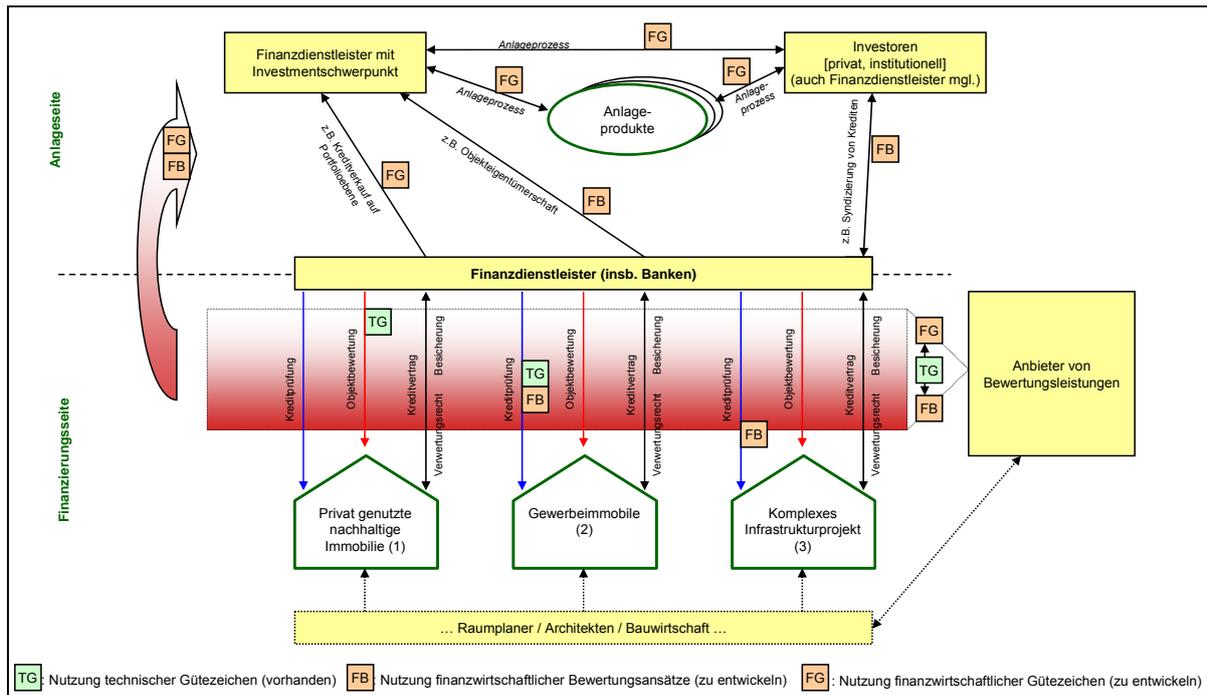


Abbildung 8: Akteursbeziehungen im finanzwirtschaftlichen Funktionskreis
Quelle: eigene Darstellung

Die **Finanzierungsentscheidungen** der Finanzdienstleister aber auch die Investitionsentscheidungen der Anleger **basieren auf** umfassenden **Bewertungsprozessen**, welche Rentabilitätsüberlegungen ebenso beinhalten wie Fragen der Liquidität oder Sicherheit. Je nach der zu Grunde liegenden Objektart wird bei der Bewertung in diesem Zusammenhang auch in unterschiedlichem Umfang auf die von einer nachhaltigen Innovation betroffenen Eigenschaften des Objekts abgestellt. In Abhängigkeit vom jeweiligen Detaillierungsanspruch können diese Eigenschaften des Objekts sowohl in der **Kreditprüfung** als auch in der direkten Objektbewertung durch die Bezugnahme auf technische Gütezeichen, **finanzwirtschaftliche Bewertungsansätze** oder finanzwirtschaftlicher Gütezeichen Berücksichtigung finden.⁴¹

Mit Blick auf die Aussagen im Absatz 3.1 ist allerdings nachvollziehbar, dass gerade die Entwicklung finanzwirtschaftlicher Bewertungsinstrumente und da-

⁴¹ Im Bewertungsprozess der einzelnen Objektarten ist zwischen der Nutzung vorhandener technischer Standards und entsprechender Gütezeichen (TG), der dedizierten finanzwirtschaftlichen Bewertung einzelner Objekteigenschaften im Rahmen umfassenderer Bewertungsmethoden (FB) sowie der Nutzung vereinfachter finanzwirtschaftlicher Signalisierungsinstrumente (FG) zu unterscheiden. Welches Instrument im Einzelfall eingesetzt wird, hängt vom Umfang der Bewertungsaufgabe sowie der Stellung eines Akteurs zum Objekt (Objektnähe) ab. Mit dem Ziel eines Ausbaus nachhaltiger Bewertungsansätze bedürfen vor allem FB und darauf aufbauend FG einer intensiven Betrachtung, damit Finanzdienstleister ihre Geschäftstätigkeit besser auf die Unterstützung nachhaltiger Innovationen ausrichten und Nachhaltigkeitsaspekte stärker in ihre vorhandenen Prozesse integrieren können.

mit die Möglichkeit, nachhaltige Innovationen in der Bau- und Immobilienwirtschaft hinsichtlich ihrer einzelwirtschaftlichen Wirkungen monetär einzuschätzen, noch in den Kinderschuhen steckt. Um dieses innovationshinderliche Entwicklungsdilemma zu überwinden, ist sowohl eine stärker transdisziplinäre Zusammenarbeit bau- und finanzwirtschaftlicher Akteure denkbar als auch der unterstützende Einbezug der Anbieter von Bewertungsleistungen, zu denen etwa technische Gutachter aber auch Ratingagenturen gezählt werden können. Um die für eine fachübergreifende Zusammenarbeit wichtigen Faktoren angemessen zu berücksichtigen, ist es ferner entscheidend, Spezifika der einzelnen genannten Akteursgruppen zu berücksichtigen.

4.2 Spezifika einzelner Akteursgruppen

4.2.1 Gruppe der Immobilieneigner

Zur Gruppe der Immobilieneigner zählen **private oder gewerbliche Eigentümer** von Immobilien. Eine ihrer **vorrangigen Zielsetzungen** ist es, einen (leistungswirtschaftlichen) Erfolg durch die **Erstellung oder Nutzung** einer Immobilie zu erreichen.⁴² Dem liegt in einer vereinfachten Betrachtung ein Planungsprozess zu Grunde, in dem zunächst die nutzungsorientierte Gestaltung der Immobilie erfolgt. Der sich daraus ergebende Kapitalbedarf ist eines von mehreren Resultaten dieses Planungsprozesses. Der **Kapitalbedarf** ist mithin erst zu einem vergleichsweise späten Zeitpunkt bekannt. Seine Deckung folgt dem Postulat der **Minimierung der Finanzierungskosten** bei gegebenem Risiko.

Eine Bewertung nachhaltiger Innovationen an Finanzmärkten kann durch die Gruppe der Immobilieneigner, aber auch durch ausführende Akteure wie Planer oder Bauunternehmungen, insofern erleichtert werden, wenn es gelingt, Finanzintermediäre zu einem frühen Zeitpunkt in den Planungsprozess einzubeziehen und ihnen die bewertungsrelevanten Informationen in geeigneter Form zur Verfügung zu stellen.

⁴² Vgl. ergänzend auch Klug, 2004, S. 7 und Prosch, 2007, S. 54 f.

4.2.2 Gruppe der Finanzintermediäre

Die Geschäftstätigkeit von Finanzintermediären, insbesondere von **Finanzdienstleistern**, ist im Regelfall darauf ausgerichtet, durch ein kontinuierliches Angebot Ertrag bringender Bankleistungen, den Fortbestand der jeweiligen Unternehmung zu sichern und dabei den Eigentümern die Verzinsung ihres Kapitals zu ermöglichen. Da Finanzdienstleister in der Verknüpfung von Anlage- und Kreditgeschäft durch ihre **Intermediationsfunktion** eine **vornehmlich passive Position** einnehmen, ist auch ihre Rolle bezüglich der Innovationen in Branchen, für welche sie Bankleistungen erbringen, bisher eher reaktiv. Die aktuelle Marktbetrachtung bestätigt diese Aussage insofern, als Veränderungen, welche eine hinreichende Innovationshöhe besitzen, eher auf die Strukturebene der Unternehmungen (z.B. bei Fusionen) oder die Übereinstimmung mit regulativen Vorgaben (z.B. Konformität mit BASEL II) gerichtet sind.⁴³

Eine Bewertung nachhaltiger Innovationen kann durch die Gruppe der Finanzintermediäre dadurch gestärkt werden, dass insbesondere den eigenen Innovationsprozessen aber auch der Erweiterung traditioneller finanzwirtschaftlicher **Analyseansätze** um so genannte „**Extra Financials**“ eine stärkere Beachtung geschenkt wird.⁴⁴

4.2.3 Gruppe der Investoren

Ein verbreitetes Erklärungsmodell für das Verhalten von Investoren sieht deren vornehmliches Interesse in einer ertragsoptimierten Anlage freier finanzieller Mittel. Ergänzt um die Verfügbarkeit der angelegten Mittel (**Liquidität**) sowie den Verlustausschluss (**Sicherheit**) als Nebenbedingungen bilden diese drei handlungsbestimmenden Faktoren von Investoren das so genannte „magische Dreieck“.⁴⁵ Neuere Forschungsergebnisse zeigen jedoch, dass diese auf rein ökonomische Kenngrößen reduzierte Betrachtungsweise kein hinreichendes Totalerklärungsmodell sowohl für den Anlageentscheidungsprozess privater als

⁴³ Vgl. Scholand/Kruschinski, 2005, S. 376 ff.

⁴⁴ Der Begriff „Extra Financials“ bezeichnet Faktoren oder Einflussgrößen, die bisher in ökonomischen, vor allem finanzwirtschaftlichen Betrachtungen, keine Berücksichtigung finden, sehr wohl aber Einfluss auf den Erfolg von Aktivitäten, z.B. Bauvorhaben, besitzen. Häufig handelt es sich um ökologische oder soziale Einflussgrößen, deren Wirkungen in der ökonomischen Modellbildung erst schrittweise und zögerlich Berücksichtigung finden.

⁴⁵ Vgl. Sondermann, 2001, S. 25 f.

auch institutioneller Investoren darstellt. Vor allem auf wissenschaftlicher Ebene findet daher eine Erweiterung der bisherigen Betrachtungsweise um verschiedene Gesichtspunkte der Investitionsentscheidung statt.⁴⁶ Ganz analog zur Gruppe der Finanzintermediäre scheinen dabei „**Extra Financials**“ für Investoren eine nicht unbedeutende Rolle zu spielen.

Eine Bewertung nachhaltiger Innovationen kann mit Blick auf die Gruppe der Investoren insofern unterstützt werden, wenn deren **heterogene Determinanten von Anlageentscheidungen** sowie die damit verbundenen Prozesse bei der Entwicklung von Produkten eine stärkere Beachtung finden und in der anschließenden Kommunikation auf eine zielgruppenadäquate Bereitstellung von Informationen gewährleistet wird.

4.2.4 Gruppe beratender Akteure

Sowohl bei Finanzierungsentscheidungen der Finanzintermediäre als auch bei Anlageentscheidungen der Investoren erfolgt ein unterstützender Rückgriff auf **Informationsinstrumente meist finanzmarktexterner Akteure**. Diese Informationinstrumente dienen in wohlfahrtsökonomischer Betrachtung dazu, die negativen Allokationswirkungen fehlender Informationen an Finanzmärkten zu reduzieren. Je nach Umfang und Tiefe der vermittelten Informationen reichen diese Instrumente von Fachgutachten, wie sie im Bereich der Finanzierung komplexer Infrastrukturvorhaben häufig eingesetzt werden, bis zu einfachen Qualitäts- und Gütezeichen, wie sie bei der Absatzmittlung von Anlageprodukten im Massengeschäft Anwendung finden. Vor allem solche Informationen, die nicht originär der finanzwirtschaftlichen Sphäre zuzuordnen sind, werden durch beratende Akteure aufbereitet. Hierzu zählen Baugutachter ebenso wie Ratingagenturen oder Fachmedien.

Eine Bewertung nachhaltiger Innovationen kann mit Blick auf die Gruppe beratender Akteure insofern unterstützt werden, wenn diese **geeignete Metriken** entwickeln, um den Innovationsanspruch und die Zukunftsperspektiven einer Innovation schlüssig in existierende finanzwirtschaftliche Bewertungs- sowie

⁴⁶ Vgl. hierzu sowohl die zusammenfassende Darstellung in der Quelle Shefrin, 2000 als auch exemplarisch das Konzept des Sustainable Shareholder Value, welches eine Erweiterung des bekannten und weitgehend akzeptierten Shareholder Value-Ansatzes um nicht finanzielle Bewertungsfaktoren vornimmt, in Figge/Hahn, 2004, S. 173 ff.

Vertriebskonzepte zu integrieren. Dabei gilt es auch, die **Zweckbezogenheit** der jeweiligen Instrumente zu beachten, um dem möglicherweise aufkommen- den Vorwurf zu begegnen, dass der im Eigeninteresse erfolgende wenig sach- verständige, willkürliche und intransparente Gebrauch der Instrumente durch einige Finanzmarktakteure einer nachhaltigen und vor allem marktbreiten Inno- vationspolitik eher entgegen steht.⁴⁷

⁴⁷ Vgl. ähnlich auch Bartelmus, 2001, S. 23.

5 Herausforderungen für die Finanzmarktpartner

5.1 Bewertungssituation

Aus Blick der Finanzmarktpraxis sind Aspekte der Bewertung nachhaltiger Innovationen im Baubereich als Ergebnis der bisherigen Unterkapitel die zentrale Herausforderung, um dortige Innovationsprozesse unterstützend begleiten zu können.

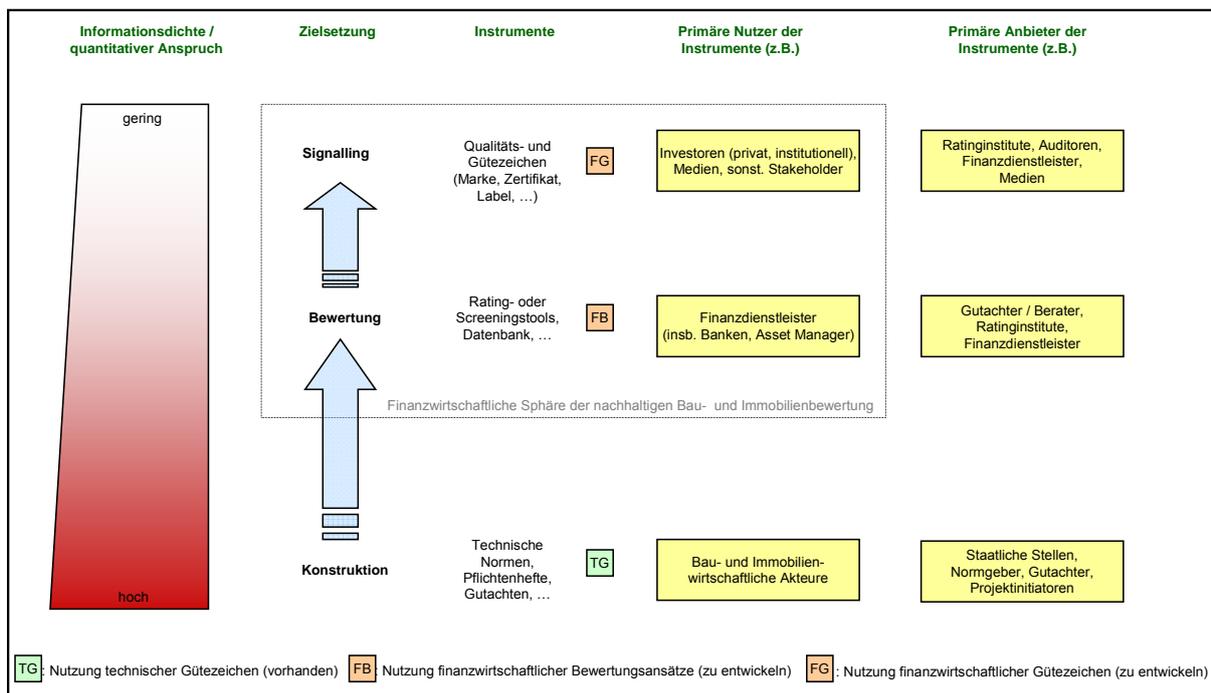


Abbildung 9: Bewertungsansätze nachhaltiger Bau- und Immobilienleistungen
Quelle: eigene Darstellung

Die Abbildung 9 skizziert hier, wie eine **hohe Informationsdichte** für die Verwendung in der finanzwirtschaftlichen Sphäre zunächst durch **entsprechende Bewertungsansätze** quantifiziert und einer **monetären Beurteilung** zugeführt werden muss. Die hierbei verwendeten finanzwirtschaftlichen Bewertungsansätze gestatten Finanzintermediären beispielsweise eine Optimierung der Entscheidungsprozesse bei der Herauslage von Mitteln für Immobilieninvestitionen. In diesem Zusammenhang auftauchende zentrale Bewertungsfragestellungen werden später in diesem Unterkapitel noch am Beispiel von privaten Bauvorhaben und Projektfinanzierungen beschrieben.

Im anschließenden Schritt werden die **Bewertungsergebnisse weiter aggregiert**, um auch solche Akteurgruppen zu erreichen, die lediglich einer Kenntnis von Kernindikatoren bedürfen oder diese abfordern. Dies betrifft etwa den Einsatz von Qualitäts- und Gütezeichen zum **Signalling** im Bereich der Absatzmittlung. Ein Aspekt, dessen besondere Herausforderungen das folgende Unterkapitel anspricht.

Die Herauslage von Darlehen zur Finanzierung privat genutzter Immobilien stellt für Finanzintermediäre ein ebenso häufiges wie stark standardisiertes Geschäft dar. Dies gilt gleichermaßen für den Neubau oder den Kauf eines Objekts oder die Umschuldung sowie die Ablösung von Finanzierungen. Finanziert werden im Regelfall bis zu 70% der angemessenen Gesamtkosten oder des Verkehrswertes eines Objekts. Das entspricht in etwa 80% des banküblichen Beleihungswertes eines Objekts, welches im Regelfall gleichzeitig das Sicherungsobjekt ist.

Vor der Herauslage der Finanzierungsmittel stellt die **Kreditprüfung** zentral auf die Kreditfähigkeit und Kreditwürdigkeit des Kreditnehmers ab, da an diesen über die gesamte Laufzeit der Finanzierung die Erwartung gestellt wird, Zins- und Tilgungsleistungen fristgerecht zu erbringen.⁴⁸ Darüber hinaus gibt die Bewertung des Objekts selbst Aufschluss über die Höhe des maximalen Finanzierungsbetrages sowie die Eignung eines Objekts zur Besicherung der Finanzierung. Die nachfolgende Aufzählung verdeutlicht, dass Angaben zu den wirtschaftlichen Verhältnissen des Kreditnehmers bei der Kreditprüfung und den darin angewandten Bewertungsverfahren mit Abstand die zentrale Position einnehmen:

- Quantitativer Teil: Einkommensdaten, Vermögensdaten
- Qualitativer Teil (so weit relevant):
 - Unternehmerische Erfahrung

⁴⁸ Die Kreditwürdigkeitsprüfung umfasst alle Untersuchungen hinsichtlich der Beurteilung eines möglichen Kreditrisikos. Sie ist mithin auch eine wichtige Determinante für die Höhe des Kreditzinses. Wenn in diesem Zusammenhang bei privaten Immobilienvorhaben vor allem auf den Kreditnehmer abzustellen ist, erklärt sich dies damit, dass der Kreditausfall und die für den Finanzdienstleister damit verbundene Sicherheitenverwertung eben nicht den Regelfall, sondern eine mit hoher Wahrscheinlichkeit zu vermeidende Ausnahme darstellt.

- Beschäftigungsdauer / Bestand des eigenen Betriebes / Erfahrung
- Einkommenserwartung
- Familienstand
- Alter
- Nachfolgeregelung
- Informationsverhalten
- Konjunktur (Marktumfeld)

Auf Grundlage der vorhandenen Daten wenden **Finanzdienstleister** anschließend **Bewertungsverfahren** mit dem Ziel an, eine **Kreditentscheidung** zu **fundieren**, die **Begrenzung und Verringerung von Kreditrisiken** zu unterstützen und eine **Steuerung ihres Gesamtkreditportfolios** zu ermöglichen. Gängige Verfahren orientieren sich am Konzept eines Ratings, welches, ausgehend von den Einkommens- und Vermögensverhältnissen des zu ratenden Kreditnehmers Aussagen über dessen Schulddienstfähigkeit gestattet. Das **Ratingergebnis** bildet gleichzeitig die Grundlage für die Entscheidung, ob und zu welchen Konditionen ein Darlehen darstellbar ist. Insbesondere quantitative Daten, welche mit einem Anteil von etwa 50% in das Ergebnis eingehen, erlauben entscheidende Aussagen zur Schulddienstfähigkeit eines potenziellen Kreditnehmers. Übliche Kenngrößen, die im Bewertungsprozess Berücksichtigung finden, sind die Debt Service Coverage Ratio (DSCR) sowie der Loan to Value (LTV).

Sicherungsobjekt Objekt zur Besicherung des Darlehens	Straße	Hausnummer	PLZ	Ort/Ortsteil	
	<input type="text"/>		<input type="text"/>	<input type="text"/>	
	Grundstück m ²	umbauter Raum m ²	Wohnfläche m ²	davon vermietet m ²	Gewerbefläche m ²
	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
	Baujahr(e)	Modernisierungsjahr(e)	Modernisierungsmaßnahmen		
	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>		
	Erbbaurecht	Erbbauzins € pro Jahr	Garagen	Stellplätze	Anzahl Zimmer
	<input type="checkbox"/> ja	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
nur bei Eigentumswohnungen	WE-Nr.	Anz. Wohneinheiten laut	Teilungs-	Lage/Geschoss	Lage zur Straße
	<input type="text"/>	<input type="text"/>	erklärung	<input type="text"/>	<input type="text"/>
Bauart	<input type="checkbox"/> konventionell	<input type="checkbox"/> Fertighaus	<input type="checkbox"/> teilunterkellert	<input type="checkbox"/> vollunterkellert	<input type="checkbox"/> Dachgeschoss ausgebaut
nur bei Eigentumswohnungen	<input type="checkbox"/> Balkon	<input type="checkbox"/> Terrasse	<input type="checkbox"/> Loggia	<input type="checkbox"/> Aufzug	
Lage	<input type="checkbox"/> Stadtkern	<input type="checkbox"/> Stadtrand	<input type="checkbox"/> Vorort	<input type="checkbox"/> Wohngebiet	<input type="checkbox"/> Wohn- und Gewerbegebiet
Erschließungszustand	Straße <input type="checkbox"/> ausgebaut <input type="checkbox"/> nicht ausgebaut		<input type="checkbox"/> Kanalanschluss	<input type="checkbox"/> Gasanschluss	<input type="checkbox"/> Stromanschluss

Abbildung 10: Darlehensanfrage für eine private Baufinanzierung (Auszug)
Quelle: WestLB

Anhand der Abbildung 10 verdeutlicht sich exemplarisch die **Relevanz der Objekteigenschaften** im Rahmen einer Darlehensanfrage. Zwar werden zu einem späteren Zeitpunkt der Geschäftsabwicklung weitere Objektdaten erhoben, etwa zu bautechnischen Fragen, Baumaterialien oder zur Energienutzung. Im Vordergrund steht jedoch die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Kreditnehmers. Mit Blick auf die Zielsetzung, **nachhaltige** Innovationen im Bereich privat genutzter **Immobilien** fördernd zu begleiten, ist daher bisher festzustellen, dass **entsprechende Aspekte**, wie beispielsweise die Energieeffizienz, sofern sie **nicht bereits in existierende Bewertungsansätze** einbezogen sind, eher **geringen Einfluss auf die Objektbewertung** besitzen oder auf Grund ihrer geringen Sensitivität gegenüber anderen Finanzierungsparametern zur Verfahrensstandardisierung im Massengeschäft bewusst unbeachtet bleiben (müssen). Besonders gilt dies etwa für gesellschaftlich-soziale Aspekte, z.B. die Funktion von Immobilien als Gestaltungselemente im öffentlichen Raum.

Die Herauslage von Darlehen oder anderer Kapitalformen für **komplexe Infrastrukturprojekte** wird häufig als strukturierte Finanzierung in Form einer Projektfinanzierung abgewickelt. Beispiele hierfür sind der Kraftwerksbau oder die Konstruktion von Hafenanlagen, deren Finanzierungsvolumina regelmäßig Beträge von 50 Mio. Euro überschreiten. Unter dem Oberbegriff der **Projektfinanzierung** werden hierzu alle Bankleistungen subsumiert, welche der Finanzierung eines wirtschaftlich und rechtlich abgegrenzten Vorhabens dienen, das durch drei zentrale Merkmale gekennzeichnet ist.⁴⁹ Das erste kennzeichnende Merkmal ist die Tatsache, dass die Zins- und Tilgungsleistungen für die Finanzierung durch das Projekt selbst erwirtschaftet werden.⁵⁰ Das zweite kennzeichnende Merkmal ist die Tatsache, dass eine Absicherung der Finanzierung lediglich auf die Ertragskraft und die Sicherheiten des Projekts selbst, nicht aber auf die der Projektspensoren, abgestellt wird.⁵¹ Der Einsatz zur Finanzie-

⁴⁹ Vgl. zur Charakterisierung von Projektfinanzierungen m.w.N. auch Höpfer, 1995, S. 8 ff.

⁵⁰ Es handelt sich um eine so genannte Cash Flow-basierte Finanzierung, welche primär auf die Ertragskraft des zu finanzierenden Vorhabens abstellt. Der potentielle Liquidationserlös für den Fall des Kreditausfalls tritt dem gegenüber in den Hintergrund.

⁵¹ Dies geschieht durch die Gründung einer eigenständigen Projektgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV), welche bilanziell von den Projektspensoren unabhängig ist („Off Balance Sheet-Finanzierung“).

nung großvolumiger Investitionsvorhaben führt zum dritten zentralen Merkmal – einer (internationalen) Risikoteilung zwischen mehreren Banken.⁵²

Projektfinanzierungen, die dem Bereich der Infrastrukturfinanzierung zuzuordnen sind, erfordern **teilweise die Bewertung von Immobilien**. Die gilt etwa, wenn die Finanzierung der Errichtung eines Hotels oder eines Einkaufszentrums dient. Vorhaben zur Immobilienentwicklung werden dabei von einer Vielzahl von Erfolgsparametern beeinflusst.⁵³ Finanzintermediäre, vor allem Finanzdienstleister, die sich an einer Projektfinanzierung beteiligen, besitzen dann in Abhängigkeit von ihrer Funktion innerhalb der Finanzierung verschiedene **Bewertungsanforderungen**:

- Bei einer Tätigkeit als so genannter Advisor oder Mandated Lead Arranger (MLA) unternimmt der Finanzdienstleister eine detaillierte technische und ökonomische Bewertung des zu finanzierenden Objekts. Durch den Umfang der Bewertung wird diese Aufgabe häufig durch externe Gutachter unternommen.
- Bei einer Tätigkeit als so genannter Participant unternimmt der Finanzdienstleister in Abhängigkeit von der Projektstruktur teilweise eigene Bewertungen, greift aber oft auf vorhandene Bewertungen oder Gutachten zurück.
- Ähnliches gilt, wenn Finanzdienstleister im Rahmen von Syndizierungen am Markt nicht als Finanzierer sondern als Investoren auftreten.

In die **Bewertung einer Projektfinanzierung** im Bereich der **Infrastruktur** kommen ähnlich anderen Finanzierungstypen, Ratingsysteme zum Einsatz. Sie sind, etwa im Vergleich mit der Finanzierung privat genutzter Immobilien, jedoch an einer wesentlich komplexeren Datenstruktur und Algorithmik orientiert. Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über häufig eingesetzte Risikokategorien. Objektbezogene Bewertungsparameter fließen mit prozentualer

⁵² Eine Syndizierung und Risikoteilung für die bereit gestellten Mittel erfolgt zwischen den beteiligten Banken meist auf internationaler Ebene und sowohl hinsichtlich der Laufzeit einzelner Finanzierungstranchen als auch hinsichtlich deren Höhe.

⁵³ Vgl. auch die exemplarischen Betrachtungen bei Höpfner, 1995, S. 225 ff. Zur Gegenüberstellung mit Investmentprozessen bei der Konzeption von offenen Immobilienfonds vgl. auch Klug, 2004, S. 72 ff.

Gewichtung vor allem aus den Kategorien „Construction“ und „Operation“ sowie „Off-take“ in die Due Diligence ein.

Risk category	Infrastructure impact
Sponsor	X%
Construction	X%
Operation	X%
Supply	X%
Off-take	X%
Legal Structure	X%
Financial Strength	X%
Other Risk Adjustments	+ / -
Transfer Risk	+ / -
Engagement volume	+ / -
Collaterals/securities	+ / -

Tabelle 3: Risikokategorien bei Projektfinanzierungen
Quelle: eigene Darstellung

Auf Grund des **projektindividuellen Bewertungsansatzes** werden **nachhaltige Innovationsprozesse**, in Sonderheit auch die Bewertung ökologischer sowie sozial-gesellschaftlicher Nachhaltigkeitsparameter von Infrastrukturprojekten, die auf Immobilien basieren, **aus zwei Gründen** in den Projektbewertungsprozess einbezogen:

- Die Finanzierung stellt ausschließlich auf die **Schulddienstfähigkeit** des Special Purpose Vehicle (SPV) und damit die Ertragskraft der Immobilie ab. Alle für diese Ertragskraft erforderlichen Parameter (z.B. Energieverbrauch, Genehmigungsverfahren, ...) werden im Rahmen der ökonomischen und technologischen Due Diligence detailliert überprüft.⁵⁴ Hierzu werden spezialisierte (Bau-)Gutachter hinzugezogen. Ergänzend wird eine Objektverwertbarkeit als Sicherheit geprüft, da die Spezifität der Vorhaben zu einem geringen Liquidationserlöspotenzial führt.
- Für Finanzdienstleister, die sich den **Equator Principles** verpflichtet haben, erfolgt ferner eine separate Überprüfung dahin gehend, ob die Performance Standards der IFC und weitere im Einzelfall anzuwendende

⁵⁴ Der Begriff Due Diligence bezeichnet allgemein die Gesamtheit aller Prüfungsaktivitäten, die vor Abschluss eines Geschäfts (z.B. Kreditfinanzierung, Aktienemission) erforderlich sind. Hierzu gehören (fallabhängig) z.B. Profilanalysen eines Unternehmens, Prognosen seiner Ertragskraft, aber auch Untersuchungen zur Rolle ökologischer oder sozialer Einflussgrößen auf die Unternehmensentwicklung.

Regelwerke (z.B. Pollution Prevention and Abatement Handbook Industrial Estates der World Bank Group) oder nationale Vorschriften eingehalten werden.⁵⁵ Auch hierzu werden nach Art des Projekts externe Gutachter eingeschaltet.

Zusammenfassend stellt sich die Ausgangssituation aus Sicht der **kreditwirtschaftliche Praxis** mit Blick auf Bewertungsfragen hinsichtlich **Nachhaltigkeitsaspekte** daher ausgesprochen **heterogen** dar. Da sich eine Berücksichtigung oder Nichtberücksichtigung von Innovationsaspekten im Bereich von Projektfinanzierungen signifikant auf die wirtschaftliche Tragfähigkeit des finanzierten Projekts auswirken kann und detaillierte wirtschaftliche sowie technische Prüfungen durch externe Sachverständige bereits Bestandteil im Kreditprozess sind, werden innovationsbezogene Größen, sofern relevant, bereits aktuell im Kreditprozess berücksichtigt. Herausforderungen liegen aktuell jedoch vor allem darin, existierende Bewertungsansätze zukunftsbezogen auszubauen, um Risikofaktoren, zu denen bisher kein greifbarer Track Record existiert (z.B. CO₂-Pricing, Biodiversitätsproblematik) vorausschauend in Wirtschaftlichkeitsbetrachtungen zu integrieren.⁵⁶ Darüber hinaus bedarf es zur Verschlinkung der Kreditprozesse und zum Mainstreaming innovationsbezogener Fragestellungen des Ausbaus relevanten Wissens, sowohl bei Kreditrisikomanagern als auch bei Beschäftigten im Vertriebs- und Strukturierungsbereich von Projektfinanzierungen. Dem gegenüber gilt für die Finanzierungen privat genutzter Immobilien, dass die wirtschaftliche Bedeutung technologiebasierter Innovations- und Qualitätsmerkmale, wie sie z.B. der Gebäudeenergiepass abbildet, in standardisierter Form in Kreditprüfungen im Massengeschäft übertragen werden können. Aus einer eher akademischen Sicht erscheint es ferner wünschenswert, auf aktueller Basis die Sensitivität einer größeren Zahl nachhaltigkeitsrelevanter Kenngrößen analytisch zu hinterfragen, da deren Bedeutung in der Zukunft eventuell wachsen wird und sich so, anders als bisher, die Möglichkeit einer vorausschauenden Berücksichtigung und Parametrisierung im Rahmen finanzwirtschaftlicher Bewertungsansätze eröffnet.

⁵⁵ Vgl. die Verweise auf der Internetseite www.equator-principles.com.

⁵⁶ Vgl. analog bereits die Arbeit von Bönning, 2003, S. 6 ff. sowie ähnlich die Empfehlungen bei UNEP SBCI, 2007, S. 57.

5.2 Absatzsituation

In der vorliegenden Studie leitet sich die zweite Verknüpfung zwischen Innovationen in der Bau- und Immobilienwirtschaft, finanzwirtschaftlichen Tatbeständen und dem Themenfeld nachhaltiger Entwicklung aus den originären Veränderungsprozessen im Umfeld der Finanzintermediäre selbst ab. Diese **Veränderungsprozesse** sind unter anderem geprägt durch das fortdauernde Streben der Institute nach der Reduktion administrativer Aufwendungen, der Kompensation sinkender Margen, unternehmensstrukturellen Informationsproblemen, technologischen Anpassungsbedarfen, das Aufkommen neuer Wettbewerber sowie ein verändertes Kundenverhalten.⁵⁷ Die Veränderungsprozesse werden begleitet durch zunehmende externe Rahmensetzungen, wie beispielsweise die Richtlinien zur Eigenkapitalunterlegung von risikobehafteten Krediten (Basel II) oder die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID). Insofern ist auch die bereits tradierte These, die Finanzdienstleistungsbranche sei trotz ihrer vergleichsweise guten Ertragslage die „Stahlindustrie der 90er Jahre“, in ihren zentralen Teilen nicht mehr von der Hand zu weisen.⁵⁸

Diese **geschäftspolitische Umbruchphase** stellt an das **Bankmanagement neue Herausforderungen**. Diese betreffen übergeordnete Fragestellungen, zum Beispiel das Rollenverständnis von Finanzintermediären in einem zunehmend durch ethisch motivierte Gesichtspunkte geprägten Umfeld, in gleichem Maß wie vertriebs- und absatzpolitische Herausforderungen, welche sich etwa aus der veränderten Marktstruktur ergeben. Letztere hat sich in den vergangenen Jahrzehnten von einem durch die Institute geprägten Anbietermarkt hin zu einem klaren Nachfragermarkt entwickelt.⁵⁹ „Overbanking“ ist hier ein ebenso häufig verwendetes wie treffendes Schlagwort für ein kennzeichnendes Merkmal dieses Nachfragermarktes.⁶⁰

Vor dem Hintergrund dieses neuen geschäftspolitischen Paradigmas wird der **erfolgreiche Absatz von Finanzdienstleistungen** dauerhaft nur solchen An-

⁵⁷ Vgl. statt vieler Deloitte, 2001, S. 4 f.; Funke, 2000, S. 49 ff; Priewasser, 2000, S. 167 ff.

⁵⁸ Vgl. auch Middelmann, 2003, S. 234 f.

⁵⁹ Vgl. Weingart, 1999, S. 12.

⁶⁰ „Overbanking“ bezeichnet gleichermaßen eine gemessen an der Kundendichte vielfach zu hohe Vertriebsstellenzahl als auch eine unter inhaltlichen sowie qualitativen Gesichtspunkten für Kunden kaum noch überschaubare Palette an Finanzdienstleistungsangeboten.

bietern gelingen, die eine weitgehend **standardisierte Leistung zu geringen Kosten kundenindividuell und bedürfnisorientiert** anbieten.⁶¹ Das Schlagwort des „Overbanking“ unterstreicht hierbei ebenfalls, dass es für jedes zukunftsorientierte Institut einer signifikanten Differenzierung gegenüber Wettbewerbsangeboten bedarf, um überhaupt Zugang zu den jeweiligen Ziel- und Kundengruppen zu finden.

Mit Blick auf die in den drei vorigen Absätzen genannten Veränderungsprozesse **fällt es sowohl Finanzdienstleistern schwer, neue (und komplexe) Produktkonzepte an den Massenmarkt zu bringen**, als auch ihren Kunden, diese **Produkte zu identifizieren** und hinsichtlich ihrer Bedürfniserfüllung zu bewerten.⁶² Dieser Befund verstärkt sich bei der Betrachtung innovativer und nachhaltiger Bauleistungen sowie der hierfür bereit gestellten Finanzfazilitäten. Verschiedene Ursachengruppen sind ausschlaggebend dafür. Mit Blick auf die Absatzsituation ist zunächst hervorzuheben, dass es an entsprechenden Bewertungsinstrumenten, die bereits im vorigen Abschnitt angesprochen wurden, mangelt. Insofern liegt auch ein so genannter „Track Record“ nicht vor, welcher Grundlage einer Produktentwicklung sein könnte.⁶³ Mit Blick auf die **ökologischen und sozialen Aspekte nachhaltiger Bauleistungen** ist ferner festzustellen, dass es sich bei dem hier subsumtionslogisch anzuwendenden Begriff der Nachhaltigkeit um einen sog. **Containerbegriff** handelt. Dieser ist nicht exakt zu definieren, kann jedoch zum Zweck seiner Operationalisierung enger eingegrenzt und auf überprüfbare Kriterien fixiert werden.⁶⁴ Die Bereitstellung nachvollziehbarer und praxisgängiger Bewertungskriterien für nachhaltigkeitsrelevante Aspekte bau- und immobilienwirtschaftlicher Aktivitäten würde diesem Operationalisierungsziel entsprechend und einen Beitrag dazu leisten, auch die Grundlagen der Absatzsituation entsprechender Finanzfazilitäten zu verbessern.

⁶¹ Vgl. m.w.N. bereits Betsch, 1998, S. 1280.

⁶² Symptomatisch für diese Problemlage sind sowohl Flopquoten bei der Produktentwicklung, die bei Finanzdienstleistern über 80% liegen als auch häufige Klagen über die schlechte Beratungsqualität und Bedürfniserfüllung beim Absatz von Finanzdienstleistungen.

⁶³ Als „Track Record“ werden vergangenheitsbezogene Erfahrungswerte und Datenreihen bezeichnet, die es gestatten, Aussagen über zukünftige Chancen und Risiken von Finanzprodukten oder Einzelinvestments zu treffen.

⁶⁴ Vgl. Gehrlein, 2000, S. 15 ff. Die Unbestimmbarkeit des Begriffs hält einen Deutungsspielraum offen, der nur so den Eingang des Begriffes in einen breiten Diskursraum ermöglicht.

Allerdings stehen der hiermit **verbundene Aufwand und Umfang** der Datenaufbereitung den Anforderungen einiger Finanzmarktpartner, insbesondere aus der Gruppe der Investoren, entgegen. Vor allem die hohe Komplexität von Bewertungsansätzen deckt sich nicht mit dem häufigen Anspruch von privaten wie auch institutionellen Investoren, zentrale Kenngrößen einer Anlageoption in klarer, einfacher und über verschiedene Anlageklassen vergleichbarer Form zu erhalten. Insofern existiert eine **informations- und kommunikationsbezogene Dilemmasituation**, da eine Finanzfazität im Zusammenhang mit einer innovativen und nachhaltigen Bauleistung zwar einen erheblich größeren Daten- und Bewertungsumfang mit sich bringt, sich das Augenmerk der Investoren jedoch nur auf wenige Kenngrößen richtet.

Beispielsweise würde ein Finanzdienstleister bei der Entwicklung eines Immobilienfonds, der in Objekte mit einem besonders hohem Nachhaltigkeitsanspruch investiert, bei der Auswahl dieser Objekte eine detaillierte Prüfung und Bewertung der einzelnen Immobilien vornehmen. Beim Absatz des Immobilienfonds an Investoren wären am Markt jedoch nur wenige zentrale Kenngrößen gegenüber den Anlegern vermittelbar. Die **individuelle Urteilsbildung jedes einzelnen Anlegers** würde zudem noch durch die Anwendung von **Vereinfachungsheuristiken** beeinflusst, bei denen sich das Käuferverhalten an wenigen monetären (quantifizierbaren) und darüber hinaus auch nicht monetären (qualitativen) persönlichen Nutzensvorstellungen orientiert.⁶⁵ Um die zunächst komplexe Bewertungssituation für den Produktabsatz am Markt „aufzulösen“ und zu vereinfachen, könnte es sich daher aus Sicht der Vertriebspraxis als sinnvoll erweisen, **Qualitäts- und Gütezeichen** sowohl zur Produktkennzeichnung als auch zur Differenzierung im Wettbewerb einzusetzen. Hierbei kann es sich beispielsweise um Marken, Ratings, Zertifikate oder Label handeln.

Der **Einbezug von Nachhaltigkeitsinformationen** in die Entwicklung von Qualitäts- und Gütezeichen ist allerdings weder unproblematisch noch unumstritten. Dies gilt auch und in besonderer Form für die Anwendung von Qualitäts- und Gütezeichen auf Finanzdienstleistungen. Zwar ist der Einsatz von Ratings für die rein ökonomische Bewertung von Anlageobjekten vor allem bei

⁶⁵ Vgl. zur Anwendung von Heuristiken zur Komplexitätsreduktion allgemein Payne *u.a.*, 1992, S. 98 f. sowie m.w.N. Michaelsen, 2001, S. 12 f.

börsennotierten Wertschriften weit verbreitet.⁶⁶ Werden jedoch nicht finanzielle Größen, wie sie bei der Betrachtung von Nachhaltigkeitsaspekten häufig sind, in die Entwicklung von Qualitäts- und Gütezeichen einbezogen, schränkt dies deren Anwendungsbereich auf Grund eines **fehlenden einheitlichen Verständnisse** für den Begriff **Nachhaltigkeit** sowie der Bezugnahme auf **individuell unterschiedliche Wertvorstellungen** der Adressaten eines Zeichens notwendig auf einen bestimmten Anwendungsbereich ein. Studien zeigen, dass den Informationsbedürfnissen einiger Anspruchsgruppen durch bestimmte nachhaltigkeitsorientierte Qualitäts- und Gütezeichen sehr wohl entsprochen wird, während die Bedürfnisse anderer Gruppen unberücksichtigt bleiben.⁶⁷

Der marktweite Einsatz von Qualitäts- und Gütezeichen zur Kennzeichnung nachhaltiger Finanzfazilitäten im Vertrieb wurde in den letzten zwei Jahrzehnten daher sowohl in der Bankpraxis als auch von wissenschaftlicher Seite mit guten Gründen zurückhaltend und im Ergebnis eher kritisch diskutiert. Auf Grund einer hohen und mit einem aktuellen Nachhaltigkeitsverständnis nicht verträglichen Informationsreduktion ergab sich ein Votum vor allem gegen eine Zertifizierung und den Einsatz von Labeln. Erfahrungen anderer Branchen zeigten darüber hinaus, dass der Einsatz von Qualitäts- und Gütezeichen klarer Regelungen und transparenter Prozesse bedarf, um zielgerichtet erfolgen zu können. Die als solche bezeichnete Inflation von Qualitäts- und Gütezeichen in der Lebensmittelbranche wird hierzu häufig als Negativbeispiel genannt, da sie der eigentlichen Zielsetzung dieser Kennzeichnungssysteme, negative Allokationseffekte fehlender Informationen zu reduzieren, entgegen läuft und eher zur Verwirrung der in ihrer Breite angesprochenen Zielgruppen beiträgt.⁶⁸ Erfahrungen bei der Zertifizierung von Ökostrom veranschaulichen ferner, dass sich selbst eine überschaubare Zahl von **Qualitäts- und Gütezeichen nur be-**

⁶⁶ Hierzu zählen einzeltitelorientierte Bonitätsratings (z.B. Moody's Investor Service) ebenso wie die Qualitätsbewertung von Finanzprodukten (z.B. Scope Fondsrating).

⁶⁷ Vgl. m.w.N. Goetz/Czymmek, 2002, S. 8 ff.

⁶⁸ Nach Auskunft des Umweltbundesamtes (UBA) beläuft sich die Zahl der konsumentenorientierten Qualitäts- und Gütezeichen zu Umweltthemen auf über 300. Bezieht man unternehmenseigene Kennzeichen und Marken mit ein, steigt der Wert auf über 1.000. Vgl. auch Hermes, 2007, S. 160 ff.

grenzt eignet, Markttransparenz herbeizuführen und Kundenentscheidungen zu beeinflussen.⁶⁹

Erneut aufgegriffen wurde die Diskussion aus verschiedenen Gründen in jüngerer Zeit, wobei das Forum Nachhaltige Geldanlagen e.V. (FNG) im deutschen Sprachraum die zentrale Koordinationsfunktion übernommen hat. Ein Grund für das neuerliche Interesse ist das so genannte Mainstreaming von Nachhaltigkeitsthemen im Finanzdienstleistungsbereich, etwa im Umfeld des Klimawandels, das sowohl eine wachsende Zahl an Finanzprodukten als auch einen zunehmenden Bedarf nach Orientierungsmaßstäben mit sich gebracht hat. Dieser Bedarf wächst vor allem seitens der Anbieter erstens, um nun auch solche Ziel- und Kundengruppen zu erreichen, die nur eine begrenzte Nachhaltigkeitsaffinität besitzen, dem Themenfeld jedoch grundsätzlich aufgeschlossen gegenüber stehen. Der Bedarf wächst aber auch zweitens, um sich gegenüber Wettbewerbern, speziell „Trittbrettfahrern“, die Nachhaltigkeit als ein ausschließlich marketingpolitisches Thema ohne qualitativ-inhaltliche Fundierung verstehen, abzugrenzen.⁷⁰ Aus Sicht der Produktentwicklung sprechen Nachhaltigkeitsaspekte ferner vor allem die Vertrauenseigenschaften einer Finanzdienstleistung an. Im Einsatz von Qualitäts- und Gütezeichen wird daher auch eine Möglichkeit gesehen, das grundsätzliche Immaterialitätsproblem bei der Dienstleistungserstellung zu überwinden. Letztlich werden auch in der Weiterentwicklung internationaler handelsrechtlicher Normen und zunehmenden Berichterstattungspflichten zu Umwelt- und Sozialthemen begünstigende Rahmenbedingungen eines konstruktiven Dialogs zur Einführung entsprechender Zeichen gesehen.⁷¹ Auch aus Sicht der Investoren könnten Qualitäts- und Gütezeichen Vorteile mit sich bringen, da diese Gruppe der Marktpartner eher auf marketing-, kommunikations- und imageorientierte Ansätze anspricht und nur eine begrenzte Aufgeschlossenheit für detaillierte Bewertungsansätze, beispielsweise auf Basis von Lebenszyklusanalysen einer Immobilien besitzt. Dieser Aspekt wird

⁶⁹ Vgl. Scholand/Dubberke, 2002, S. 32 ff.

⁷⁰ Vgl. auch Ulrich *u.a.*, 1998, S. 18 ff.

⁷¹ Ohne Anspruch auf Vollständigkeit können hier Anforderungen genannt werden, die sich beispielsweise aus den Indikatoren der Global Reporting Initiative (GRI), der Normreihe ISO 14001 ff, dem AA1000 Assurance Standard oder der §§ 289 und 315 des HGB für Unternehmungen ergeben.

im Rahmen des Forschungsprojekts und mit Bezug auf das konkrete Anlageobjekt „offener Immobilienspezialfonds“ in Kapitel 22 diskutiert.

Zusammenfassend stellt die Ausgangssituation aus Sicht der Bankpraxis mit Blick auf die Absatzsituation vor allem eine Herausforderung an die Information und Kommunikation mit den Adressaten von Anlageprodukten dar. Unter Berücksichtigung der Akteurskonstellationen in der Bau- und Immobilienwirtschaft ist daher zukünftig zumindest ein ergebnisoffener aber auch kritischer Diskurs über die Einführung entsprechender Qualitäts- und Gütezeichen zu befürworten. Hierbei sind zentrale Grundprinzipien für Diskussions- und den Entwicklungsprozesse zu berücksichtigen, um eine marktweite Akzeptanz zu sichern.⁷² Ferner ist auf vorhandene Erfahrungen anderer Branchen mit ähnlichen Zeichen abzustellen.

5.3 Akteurskonstellation im Bereich nachhaltiger Immobilieninvestments

Die Grundüberlegungen der Akteursbeziehungen auf Finanzmärkten bezüglich der Wertschöpfung von Finanzprodukten im Allgemeinen und nachhaltigen Geldanlagen im Besonderen sowie die besonderen Herausforderungen im Bereich von Finanzprodukten lassen sich mit erforderlichen Anpassungen auf die Wertschöpfung nachhaltiger Immobilienanlagen und den dabei relevanten Akteursgruppen übertragen. Abbildung 11 gibt hiervon im Überblick eine Vorstellung. Sie dient für das gesamte Forschungsprojekt als analytische Benchmark zur Positionierung der entsprechenden Aufgaben- und Fragestellungen, mit denen die Einzelaspekte des Projekts bearbeitet werden.

Kernelement der Akteurskonstellation ist die Verbindung zwischen der **Bauwirtschaft** und den Planern als zentrale Akteursgruppen der Gebäudeerstellung und des –betriebs – also die reale Seite der Akteursbeziehung und der

⁷² Als Grundprinzipien werden vor allem der Einbezug aller relevanten Anspruchsgruppen in Diskursprozesse, die methodisch fundierte und langfristige Ausrichtung eines möglichen Qualitäts- oder Gütezeichens, sein Bezug auf die gesamte Wertschöpfungskette bzw. den Lebenszyklus einer Immobilie, die Freiwilligkeit eines Kennzeichnungssystems, seine unabhängige Überwachung und seine Vergleichbarkeit mit anderen (internationalen) Systemen und eine transparente Kommunikation gesehen. Vgl. auch Löwe, 2007, S. 8, der anmerkt, dass die erfolgreiche Einführung von Qualitäts- und Gütezeichen einer klaren Verfahrensdefinition und einer entsprechenden Institutionalisierung bedarf.

Finanz-, resp. **Kreditwirtschaft**. Die korrespondierende monetäre, d.h. finanzielle Seite der Akteursbeziehung ist für die Aufbringung der für die Gebäudeerstellung erforderlichen Finanzmittel zuständig. Hier liegt der Schwerpunkt des Forschungsprojekts „ImmoInvest“. Indem **Allokations- und Anreizstrukturen** zur Mobilisierung von **zusätzlichem Anlagekapital** aus dem Finanzmarkt speziell für die Finanzierung nachhaltiger Immobilien aufgezeigt werden, gehen **für** die reale Seite – die Bauwirtschaft – **zusätzlich** Impulse zu **Immobilienerschließungen** und damit zur Auslastung und Ausweitung von Produktionskapazitäten aus (mit all den damit verbundenen indirekten Folgewirkungen vor allem im gesamtwirtschaftlichen Sektor wie Anstieg der Beschäftigten, höhere Auslastung der Produktionskapazitäten etc.).

Von besonderer Bedeutung im Kontext des Forschungsprojekts ist also, dass diese Impulse auf die Bauwirtschaft aufgrund der besonderen Ausrichtung der Kapitalvergaben auf solche Immobilien geschieht, die den Erfordernissen der Nachhaltigkeit entsprechen. Diese Anforderung enthält bereits eine beachtliche Innovationskraft auf die bisherige Qualität von Gebäuden, der zu ihrer Herstellung notwendigen Technologien etc., darüber hinaus werden gesellschaftliche Innovationen durch damit einhergehende positive externe Effekte vor allem im Bereich erhöhter Umweltqualität und schonenden Umgangs mit erschöpfbaren Ressourcen bewirkt. Allerdings erhöht sich dabei der Komplexitätsgrad in der Allokation der aufzubringenden Finanzmittel und deren Zuweisung zu entsprechenden nachhaltigen Immobilien.

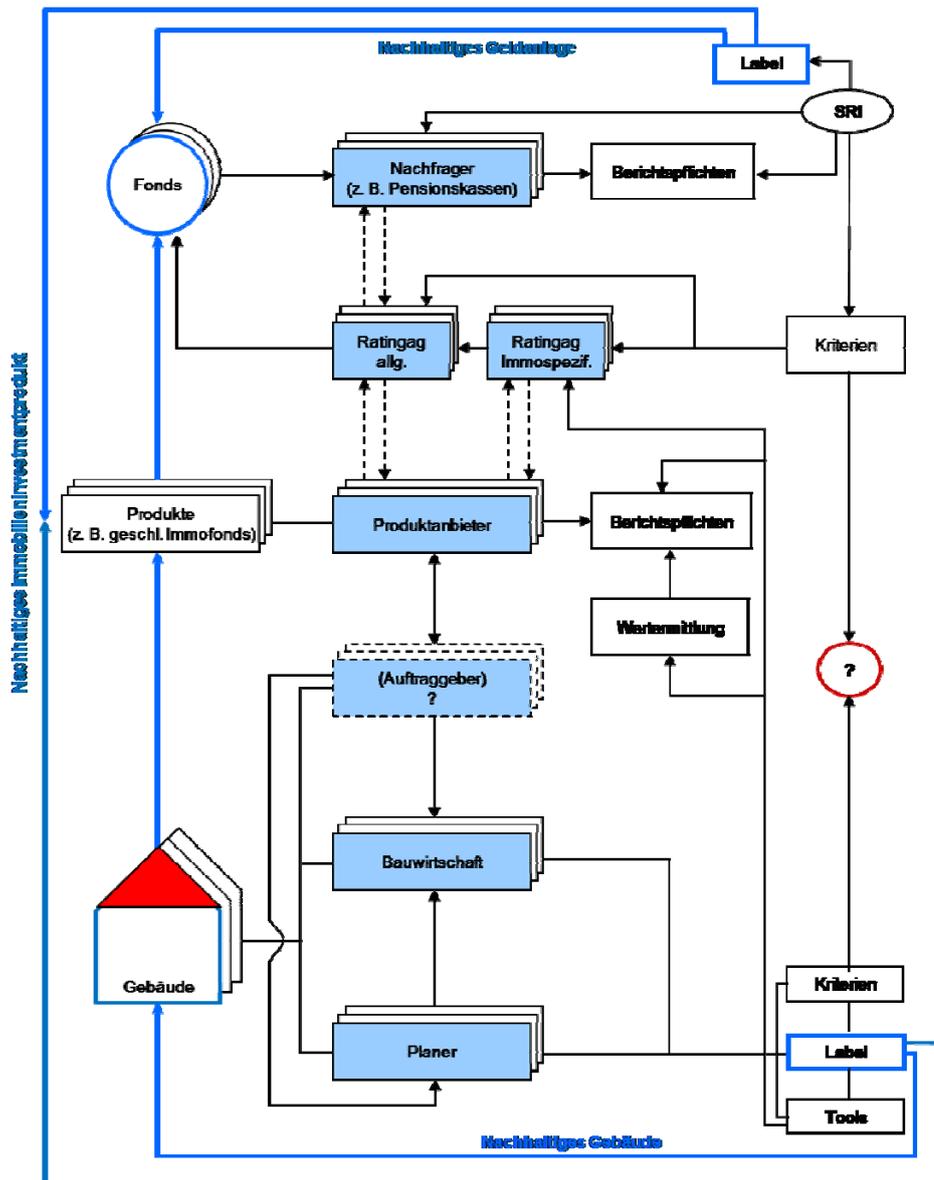


Abbildung 11: Mögliche Akteurskonstellation bei der Entwicklung von Produkten für nachhaltige Immobilieninvestments,
Quelle: eigene Darstellung

Insbesondere die in der Akteurskonstellation eingebetteten Intermediäre – Finanzdienstleister als Produkthanbieter, Rating-Agenturen als Gutachter oder als Informationsbroker – haben über ihre Allokationsfunktion hinsichtlich des Lotens von Kapital erhebliche Funktionen im Informationsaustausch, der Informationsbereitstellung, deren Auswertung sowie dem Qualitätsmanagement zu übernehmen. Dies resultiert unmittelbar aus der hohen Informationskomplexität von Nachhaltigkeit auf der Ebene des Immobilienobjekts, der Erklärungsbedürftigkeit entsprechend konstruierter Anlageprodukte auf der Ebene des Investmentfondsprodukts und der Qualitäts- sowie Reportingeinrichtungen in Bezug auf die Immobilie, das Finanzprodukt und evtl. einzelner involvierter Akteure.

6 Immobilien als Anlageklasse in Deutschland

Die in Kapitel 2 erwähnten Immobilienfonds sind nur ein Ausschnitt aus einer ganzen Palette am Markt existierender Anlageformen im Immobilienbereich. In diesem Kapitel werden die unterschiedlichen Anlageformen näher erläutert.

6.1 Die Beteiligungsformen

Grundsätzlich existieren die zwei Beteiligungsformen direkte und indirekte Immobilienanlage. In der folgenden Abbildung sind die beiden Beteiligungsformen sowie die in Deutschland existierenden Immobilienanlageanbieter dargestellt.

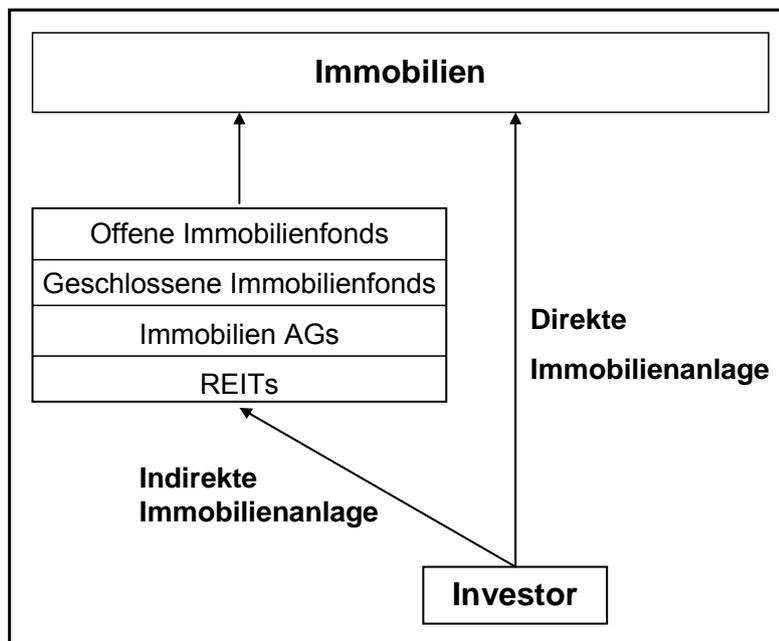


Abbildung 12: Die Immobilienbeteiligungsformen
Quelle: eigene Darstellung

Bei der **direkten Immobilienanlage** erwirbt ein Investor eine oder mehrere Immobilien direkt. Der Vorteil dieser Investitionsform ist die direkte Kontrolle, die der Besitzer über die Immobilie hat. Auf Grund dieser Kontrolle besteht die Möglichkeit der aktiven Wertsteuerung und Wertschöpfung, die bei anderen Anlageformen wie beispielsweise Aktien oder Anleihen nicht gegeben ist. Die Nachteile der direkten Immobilienanlage sind eine *geringe Flexibilität*, hervorgerufen durch eine *geringe Marktliquidität* des Immobilienmarktes, ein *hoher Ver-*

*waltungsaufwand und hohe Such-, Bewertungs- und sonstige Transaktionskosten.*⁷³

Eine weitere Problematik der direkten Immobilienanlage ist das *Klumpenrisiko* im Portfolio des Investors. Durch die hohe Kapitalintensität von Immobilieninvestitionen ist es für einen einzelnen Investor sehr schwierig ein Portfolio aufzubauen, das den gesamten Immobilienmarkt repräsentiert. Zumeist ist nur eine *geringe Diversifikation* nach Lage, Typen und Objekten möglich.⁷⁴ Feinere Diversifikationsstrategien würden zu den bereits genannten Auswahlkriterien, noch eine Diversifikation nach Branchenzugehörigkeit der Mieter, der Mietvertragsgestaltung, der Kapitalstruktur und dem Anlagestil beinhalten.⁷⁵

Die **indirekte Immobilienanlage** ist das Pendant zur direkten Immobilienanlagen. Hier kauft der Anleger Anteile einer Gesellschaft, die Immobilien entwickelt, baut und betreibt. Bei einer indirekten Immobilienanlage erwirbt der Investor eine Finanzanlage und kein Sachvermögen.⁷⁶ Der Investor hat die Möglichkeit, sich bereits mit einem geringen Kapitaleinsatz an Immobilienanlagen zu beteiligen. Allerdings hat der Investor im Gegensatz zur direkten Immobilienanlage eine geringe bzw. keine Kontrolle auf die aktive Wertsteuerung und Wertschöpfung.⁷⁷ Die Vorteile der indirekten Kapitalanlage sind eine *höhere Flexibilität* und eine *bessere Diversifikation*. Des Weiteren haben die Anbieter von indirekten Immobilienanlagen einen *geringeren Verwaltungsaufwand* pro Objekt und *niedrigere Informationskosten*. Die Investoren haben über einen Intermediär Zugang zu neuen Märkten und zu spezifischen Immobilientypen.⁷⁸ Die hier genannten Vorteile der indirekten Immobilienanlagen treffen auf das gesamte Angebot zu, allerdings unterscheiden sich die jeweiligen Ausprägungen der Vorteile nach Immobilienanlage.

⁷³ Vgl. Schulte/Holzmann, 2005, S. 37 f.

⁷⁴ Vgl. Schulte/Holzmann, 2005, S. 38.

⁷⁵ Vgl. hierzu Del Casino, 1995, S. 924-964.

⁷⁶ Vgl. Rehkugler *u.a.*, 2005, S. 6.

⁷⁷ Vgl. Schulte/Holzmann, 2005, S. 39.

⁷⁸ Vgl. Häggi, 2000, S. 3.

6.2 Die indirekten Immobilienanlageprodukte

Zur indirekten Immobilienanlage bieten sich offene sowie geschlossene Immobilienfonds, Immobilien AGs und seit neuestem REITs (Real Estate Investment Trusts) an. Im Folgenden werden die einzelnen Anlageformen und ihre Unterschiede beschrieben.

6.2.1 Offene Immobilienfonds

Wie der Name offener Immobilienfonds bereits andeutet, unterliegen offene Immobilienfonds keinen Begrenzungen im Bezug auf das Fondsvermögen, die Laufzeit sowie die Anzahl der umlaufenden Anteilsscheine und der Anteilsinhaber⁷⁹. Diese drei Größen variieren ständig aufgrund der Neuausgabe von Anteilsscheinen, mit der neue Anteilsinhaber akquiriert und neue Immobilienprojekte finanziert werden können sowie dem Rücklauf und dem Handel mit bereits ausgegebenen Anteilsscheinen.⁸⁰

Offene Immobilienfonds sind *Dienstleistungsunternehmen*, deren Dienste aus der Anlage und Verzinsung von Kapital bestehen. Für diese Werterhaltung bzw. Vermehrung des Kapitals hat der Investor Gebühren zu bezahlen.⁸¹ Offene Immobilienfonds zeichnen sich dadurch aus, dass Investoren mit einem geringem Kapitaleinsatz Anteile an einem diversifizierten Portfolio erwerben können. Durch dieses diversifizierte Portfolio kommt es zu einer *Verringerung des Risikos* und somit zu einer *Ertragsstabilisierung*. Ein Portfolio, das diesem Anspruch der hohen Diversifizierung gerecht wird, setzt eine gewisse Größe voraus, woraus eine entsprechend hohe Kapitalbindung resultiert. Die Diversifizierung des Portfolios kann über eine Verteilung der Investitionen nach geografischen Regionen und nach unterschiedlichen Nutzungsarten erfolgen. Zur Verdeutlichung sind diese Verteilungen in der folgenden Abbildung dargestellt.

⁷⁹ Dies gilt nur für offenen Immobilienpublikumsfonds.

⁸⁰ Vgl. Gondring, 2004, S. 748.

⁸¹ Vgl. Abromeit-Kremser, 1986, S. 107 f.

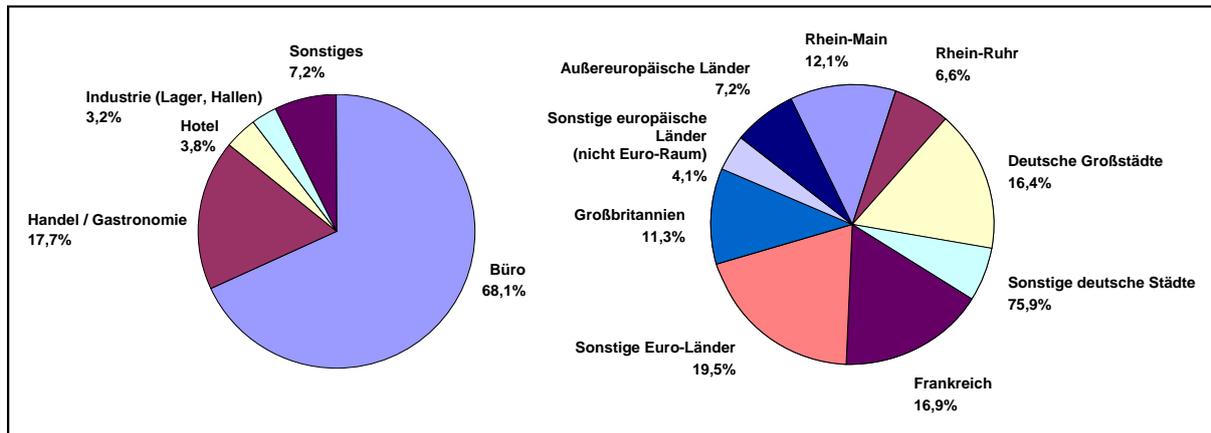


Abbildung 13: Verteilung des Portfolios der offenen Immobilienfonds, nach Nutzungsart und nach geografischer Lage, in 2006
 Quelle: BVI, 2007a, S. 60 und BVI, 2007b, S. 1.

Das Kapital, das für die Investitionen des Fonds in Immobilien benötigt wird, besteht aus der Summe der Kapitalanlagen der einzelnen Investoren.⁸² Dies hat zur Folge, dass offene Immobilienfonds erst *nach* dem *Mittelzufluss*, der durch den Verkauf der Anteilsscheine entsteht, mit der *Beschaffung von Immobilien* und der daraus folgenden Leistungserstellung, der Erzielung von Renditen, beginnen können.⁸³ Neben der Risikominderung und Ertragsstabilisierung sind weitere Merkmale des offenen Immobilienfonds der Inflationsschutz, die Kontinuität in der Wertentwicklung, steuerliche Effekte und die Liquidität aufgrund der Rückgabegarantie für die Anteile.⁸⁴

Die offenen Immobilienfonds hatten am Ende des Jahres 2006 insgesamt ein *Fondsvolumen* von ca. 98 Mrd. Euro. Offene Immobilienfonds können in *Immobilienpublikumsfonds* und *Immobilienfondsspezialfonds* unterteilt werden. Von der Gesamtsumme entfielen 78 Mrd. Euro auf offene Immobilienpublikumsfonds und 20 Mrd. Euro auf offene Immobilienfondsspezialfonds.⁸⁵

Die Investorengruppe der **offenen Immobilienpublikumsfonds** besteht aus privaten und institutionellen Anlegern. Die Investoren können **jederzeit Anteilsscheine erwerben und** diese mit der Ausnahme, dass der Fonds ausge-

⁸² Vgl. Alda/Lassen, 2005, S. 92 f.

⁸³ Vgl. Loos, 2005, S. 27.

⁸⁴ Vgl. Alda/Lassen, 2005, S. 93.

⁸⁵ Vgl. Deutsche Bundesbank, 2007b, S. 52 f.

setzt wird⁸⁶, an die Kapitalanlagegesellschaft (KAG) **zurückgeben**. Die KAG ist verpflichtet, vorübergehend die Ausgabe der Anteile auszusetzen, wenn eine Verletzung der Anlegergrenzen oder der Vertragsbedingungen droht. Nach dem Investmentgesetz von 2007 kann die KAG einen Schwellenwert für die Ausgabe von Anteilen in den Vertragsbedingungen definieren. Bei Überschreitung dieses Schwellenwerts erfolgt die Rücknahme der Anteile nur einmal monatlich zu einem bestimmten Termin.⁸⁷ Damit die Liquidität eines offenen Immobilienfonds jederzeit gewährleistet ist, sind mindestens 5%, maximal jedoch 49% des Sondervermögens, in fungiblen Geldanlagen wie Bankguthaben, Geldmarktinstrumente, Wertpapiere und andere Investmentanteile vorzuhalten. Die Verwaltung dieses Vermögens obliegt der Depotbank.⁸⁸ Weitere Aufgaben der Depotbank sind die Ausgabe und Rücknahme der Anteilsscheine, die Bewertung der Anteilscheine und die Überwachung des Fondsvermögens.⁸⁹ Neben der Depotbank hat ein offener Immobilienpublikumsfonds drei weitere Akteure. Dies sind die Kapitalanlagegesellschaft (KAG), der Sachverständigenausschuss und die BaFin. In der folgenden Abbildung sind die Akteure und ihr Aufgabenspektrum dargestellt.

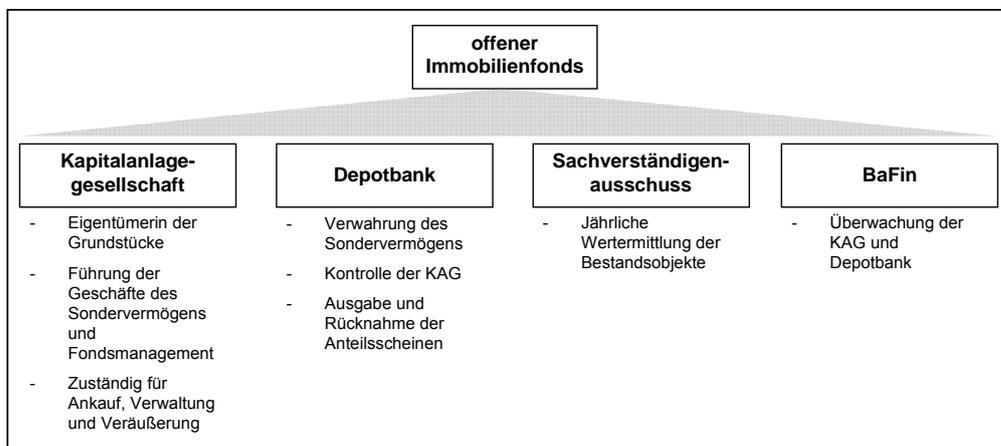


Abbildung 14: Akteure eines offenen Immobilienfonds
Quelle: eigene Darstellung

Die Aufgabe der KAG eines offenen Immobilienpublikumsfonds ist die Verwaltung des Immobiliensondervermögens. Das *Immobiliensondervermögen* setzt

⁸⁶ Zu solch einer Aussetzung der Anteilrücknahme, kam es bislang dreimal. Im Dezember 2005 wurde beim DB Real Estate sowie im Januar 2006 bei den Kanam Fonds US-Grundinvest und Grundinvest die Anteilrücknahme ausgesetzt. Vgl. DEGI, 2007, S. 54.

⁸⁷ Vgl. InvG § 80c, BVI, 2007a, S. 117.

⁸⁸ Vgl. Alda/Lassen, 2005, S. 102 f.

⁸⁹ Vgl. Alda/Lassen, 2005, S. 99.

sich aus den Immobilien und Immobiliengesellschaften, an denen der Fonds zu 100 Prozent beteiligt ist, zusammen.⁹⁰ Das Sondervermögen ist Eigentum der KAG, allerdings ist eine Trennung vom Vermögen der Kapitalanlagegesellschaft vorzunehmen.⁹¹ Bei der Verwaltung des Immobiliensondervermögens sind bestimmte Auflagen zu erfüllen, so darf der Wert eines Einzelobjekts im Portfolio, einen Anteil von 15% am Fondsvermögen nicht übertreffen und maximal 20% des Fondsvermögens dürfen sich im Bau befinden bzw. unbebaut sein.⁹²

Der *Sachverständigenausschuss* besteht aus drei Mitgliedern, die für gewöhnlich öffentlich bestellte und vereidigte Sachverständige der Industrie- und Handelskammer sind oder über eine ähnliche Qualifikation verfügen. Ihre Aufgabe ist die jährliche Ermittlung des Verkehrswerts von Immobilien, die sich länger als zwölf Monate im Portfolio befinden. Eine Immobilie ist vor ihrem Erwerb von einem Sachverständigen, der nicht in einem von der KAG gebildeten Sachverständigenausschuss vertreten ist, zu bewerten. Der Wert des Immobilienvermögens setzt sich aus den vom Sachverständigenausschuss ermittelten Verkehrswerten, den Kaufpreisen der Immobilien⁹³, die sich nicht länger als zwölf Monate im Portfolio des Fonds befinden, und den Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften zusammen.

In Abbildung 15 ist der schematische Aufbau eines offenen Immobilienspezialfonds dargestellt.

⁹⁰ Vgl. InvG §73 Abs. 6, BVI, 2007a, S. 105.

⁹¹ Vgl. Loos, 2005, S. 30 f.

⁹² Vgl. Bulwien, 2005b, S. 52.

⁹³ Falls sich der Kaufpreis aufgrund einer Änderung der wesentlichen Bewertungsfaktoren als nicht mehr sachgerecht erweist, ist nach dem InvG § 79 der Verkehrswert neu zu ermitteln. Da dieses Vorgehen ein Ausnahmetatbestand darstellt, ist die Entscheidung einer Zwischenbewertung von der KAG nachvollziehbar zu dokumentieren. Vgl. BVI, 2007a, S. 112.

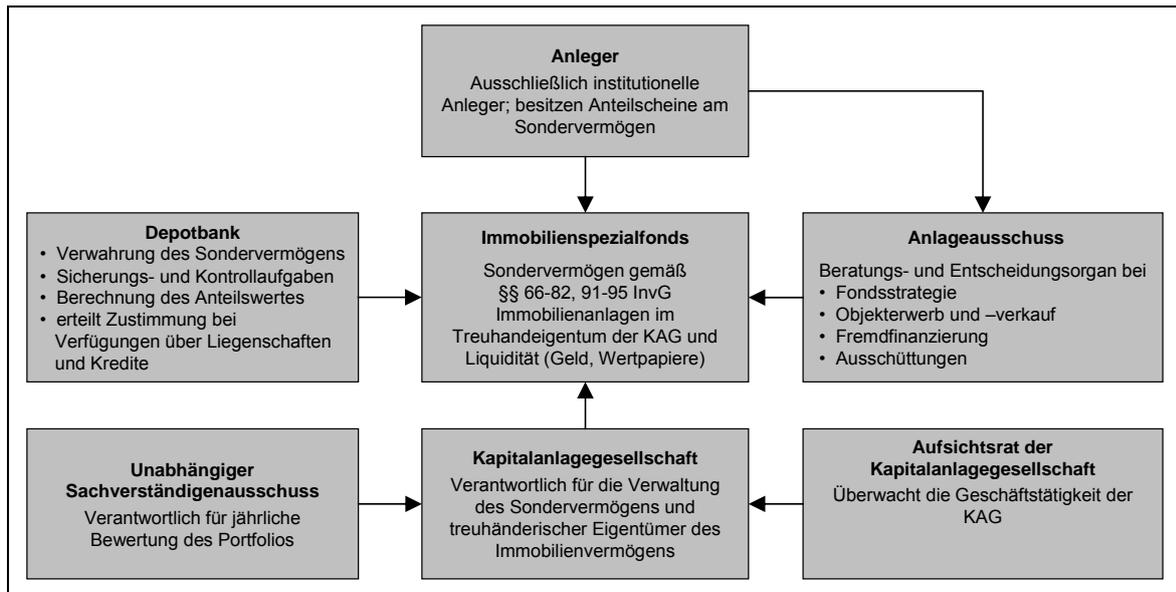


Abbildung 15: Konstruktion des offenen Immobilienspezialfonds

Quelle: in Anlehnung, an Alda/Lassen, 2005, S. 112.

Der Aufbau eines **offenen Immobilienspezialfonds** weist große Ähnlichkeiten mit dem offenen Immobilienpublikumsfonds auf. Die markantesten *Unterscheidungsmerkmale* sind die *Eingrenzung* der Investorengruppe des offenen Immobilienspezialfonds *auf* ausschließlich *institutionelle Anleger*. Die Anlegerstruktur der offenen Immobilienspezialfonds im Jahr 2006 ist in der folgenden Darstellung aufgeführt. Hierbei fällt auf, dass die *Versicherungsunternehmen* mit einem Anteil von über 60% die mit Abstand *größte Anlegergruppe* darstellen.

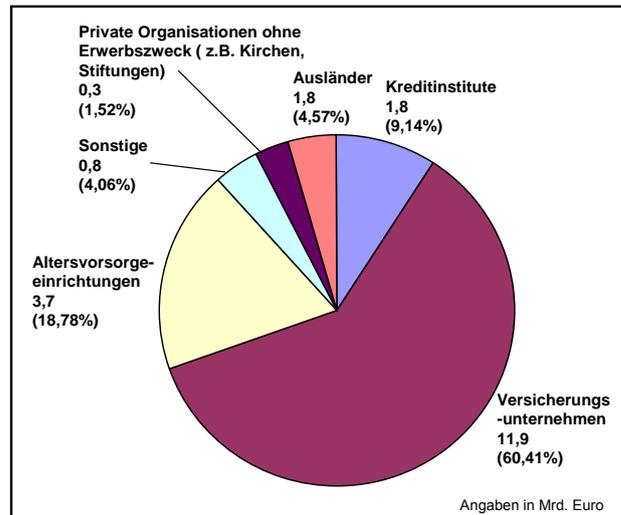


Abbildung 16: Anlegerstruktur der offenen Immobilienspezialfonds in 2006
 Quelle: Deutsche Bundesbank, 2007b, S. 61.

Das Fondsvermögen der offenen Immobilienspezialfonds hat sich, wie aus der folgenden Abbildung 17 ersichtlich ist, im Zeitraum zwischen 1993 und 2006 *versiebenfacht*. Im gleichen Zeitraum ist die Anzahl der Immobilienspezialfonds von neun auf 109 angestiegen.⁹⁴

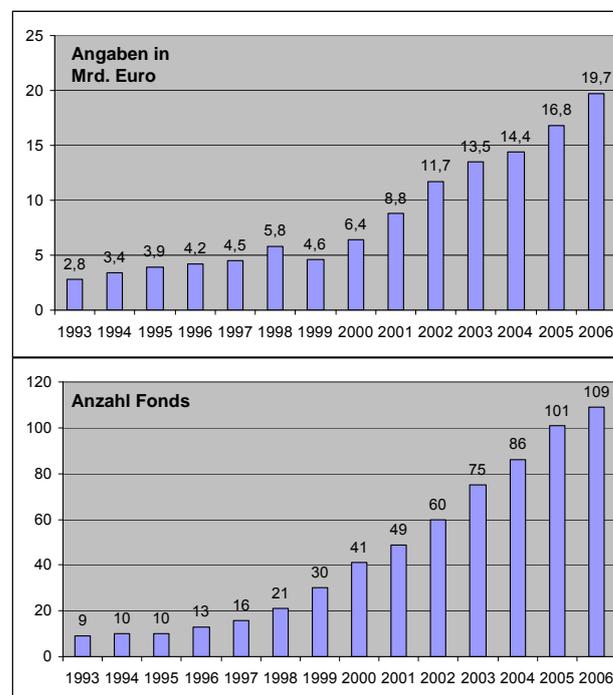


Abbildung 17: Das Fondsvermögen und die Anzahl der offenen Immobilienspezialfonds zwischen 1993 und 2006
 Quelle: Deutsche Bundesbank, 2000, S. 52 und Deutsche Bundesbank, 2007b, S. 53.

⁹⁴ Vgl. Deutsche Bundesbank, 2000, S. 52 und Deutsche Bundesbank, 2007b, S. 53.

Dieser Anstieg des Fondsvermögens resultiert unter anderem aus den *Vorteilen* der offenen Immobilienspezialfonds *gegenüber* anderen Immobilienanlagen, insbesondere der *Direktanlage*. So haben sie einen geringen Verwaltungsaufwand, da die institutionellen Anleger nur ein Wertpapierdepot mit den Anteilscheinen zu verwalten haben. Die Verwaltung der Immobilien erfolgt über die KAG. Des Weiteren besitzen offene Immobilienspezialfonds eine hohe Transparenz, die Anleger werden über jeden wichtigen Schritt informiert. Im Vergleich zum Immobilienpublikumsfonds ist die Anzahl der Anleger eines Fonds in der Regel um ein vielfaches geringer, wodurch die Investoren eines offenen Immobilienspezialfonds über einen größeren Einfluss auf strategische Belange, z.B. über den Anlageausschuss, als bei einem offenen Immobilienpublikumsfonds verfügen. Durch die Beteiligung von mehreren Anlegern kann ein größeres Portfolio, das auch eine höhere Diversifizierbarkeit aufweist, aufgebaut werden.⁹⁵ Die Rückgabe der Anteilsscheine ist, obwohl theoretisch keine Liquidität vorgeschrieben ist⁹⁶, auch bei offenen Immobilienspezialfonds garantiert. Möchte ein Anleger seine Anteile verkaufen, wird dies in der Regel rechtzeitig angekündigt, so dass entweder Immobilien aus dem Portfolio verkauft werden oder ein anderer Anleger die Anteilsscheine übernehmen kann.⁹⁷ Hieraus ergibt sich für Immobilienspezialfonds ein *höheres Verhältnis zwischen Immobilien und Sondervermögen* als bei den Publikumsfonds. In der folgenden Tabelle sind die Vermögenszusammensetzungen der Immobilienspezialfonds und der Publikumsfonds aufgeführt.

⁹⁵ Vgl. Entzian, 2003, S. 444 f.

⁹⁶ Vgl. Rottke/Schlump, 2007, S. 44.

⁹⁷ Vgl. Entzian, 2005, S. 570 und Alda/Lassen, 2005, S. 112.

Position	Insgesamt		Immobilienpublikumsfonds		Immobilien Spezialfonds	
	in Mio Euro	in %	in Mio Euro	in %	in Mio Euro	in %
Grundstücke	87.250	89,4%	65.147	83,6%	22.103	112,4%
Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften	11.522	11,8%	9.720	12,5%	1.802	9,2%
Wertpapiere (einschl. Geldmarktpapiere)	9.616	9,9%	8.587	11,0%	1.029	5,2%
Bankguthaben	12.249	12,6%	10.503	13,5%	1.746	8,9%
Sonstiges Vermögen	7.335	7,5%	5.889	7,6%	1.446	7,4%
Verbindlichkeiten	30.425	-31,2%	21.958	-28,2%	8.467	-43,1%
Fondsvermögen insgesamt	97.547	100,0%	77.888	100,0%	19.659	100,0%

Tabelle 4: Zusammensetzung des Vermögens der offenen Immobilienfonds für das Jahr 2006

Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an Deutsche Bundesbank, 2007b, S. 56.

Des Weiteren zeichnet sich der Immobilien Spezialfonds durch einen geringeren Verwaltungsaufwand aus. So muss beispielsweise der Anteilswert nicht börsentäglich ermittelt werden.

6.2.2 Geschlossene Immobilienfonds

Obwohl eine semantische Nähe zwischen den beiden Immobilienanlageformen offene und geschlossene Immobilienfonds besteht, sind Aufbau und Eigenschaften sehr unterschiedlich. Beim geschlossenen Immobilienfonds sind die **Anzahl der Anleger**, das **Investitionsvolumen**, das **Eigenkapital** und die **Laufzeit begrenzt**.⁹⁸

Der *Grundgedanke* des geschlossenen Immobilienfonds ist die *Bündelung* des *Kapitals mehrerer Anleger*, um damit *größere Investitionen* zu tätigen. Sobald die angestrebte Investitionssumme durch die Anleger einbezahlt ist, wird der Fonds geschlossen. Dies bedeutet, dass sich danach keine neuen Anleger an dem Fonds beteiligen können. Zumeist besitzt ein geschlossener Immobilienfonds eine *geringe Anzahl an Objekten*. Manche geschlossene Fonds finanzieren nur ein Objekt wie beispielsweise ein Einkaufszentrum. Dieser Umstand erschwert die Möglichkeiten der Diversifikation solcher Portfolios. Die Rendite der Anleger resultiert aus der Differenz der laufenden Einnahmen und Ausgaben. Zu den laufenden Einnahmen zählen der Wertzuwachs und der Verkaufserlös der Immobilie, Zinserträge aus eventuellen Liquiditätsüberschüssen und Steuerrückzahlungen aufgrund negativer Einkünfte aus Vermietung und Ver-

⁹⁸ Vgl. Kunath, 2005, S. 153.

pachtung. Dem gegenüber stehen die Ausgaben, die aus den laufenden Kosten für das Objekt und der Fondskosten sowie Kosten für die Fremdfinanzierung bestehen.⁹⁹ Die Gewinne sowie die Verluste werden an die Anleger weitergeleitet.

Neben den Kapitaleinlagen, die das Eigenkapital des geschlossenen Immobilienfonds darstellen, besteht die Möglichkeit, das Fondsvolumen mithilfe von Fremdkapital zu erhöhen. Im Jahr 2006 hatten die geschlossenen Immobilienfonds ein Investitionsvolumen von 11,2 Mrd. Euro, wobei das Eigenkapital ein Volumen von 4,96 Mrd. Euro aufwies. Diese Fondsvolumen beziehen sich auf das gesamte Spektrum der geschlossenen Fonds. Innerhalb dieses Spektrums haben sich Immobilienfonds auf unterschiedliche Länder spezialisiert. So investieren Immobilienfonds, die in Deutschland ansässig sind, zum Beispiel in den USA, Großbritannien, Ungarn und den Niederlanden. Die Deutschlandimmobilienfonds hatten 2006 ein Fondsvolumen von 5,07 Mrd. Euro, hiervon waren 2,12 Mrd. Euro Eigenkapital. Dadurch stellen die Immobilienfonds, die Objekte in Deutschland halten, mit einem Anteil von 45% (beim Eigenkapital 42%) die größte Gruppe dar. Die Portfolios dieser Fonds beinhalten sehr unterschiedliche Objekte wie beispielsweise Hotels, Sozialimmobilien, Einkaufszentren und Büroimmobilien, die 2006 mit 44,1% den größten Anteil an den Portfolios hatten.¹⁰⁰ Insgesamt belief sich das kumulierte Fondsvolumen 2006 aller geschlossenen Fonds auf 190,7 Mrd. Euro, wovon die deutschen Fonds einen Anteil von 140,5 Mrd. Euro, hatten. Somit stellen die *geschlossenen Fonds* die *größte Gruppe der indirekten Immobilienanlagen* dar.¹⁰¹

Für die Strukturierung eines geschlossenen Immobilienfonds stehen die zwei Gesellschaftsformen der *Gesellschaft bürgerlichen Rechts* (GbR) und der Kommanditgesellschaft (KG) zur Verfügung. Bei der Gesellschaft bürgerlichen Rechts haftet jeder Anleger mit seiner Kapitaleinlage und falls ein oder mehrere Gesellschafter ihre Verluste nicht ausgleichen können, mit dem Privatvermögen. Ein Anleger der bei einer Kommanditgesellschaft als Kommanditist auftritt haftet, lediglich mit seiner Kapitaleinlage. Die KG besteht aus einer oder mehre-

⁹⁹ Vgl. Gondring, 2004, S. 765.

¹⁰⁰ Vgl. Loipfinger, 2007a, S. 21 u. 23.

¹⁰¹ Vgl. Loipfinger, 2007b, Kapitel 2, S. 42 u. 44.

ren Personen. Neben den Kommanditisten existiert ein Komplementär, der die volle Haftung für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft hat. Aus steuerlichen Gründen, da ansonsten die Gewinne der Gesellschaft der Gewerbesteuer unterliegen würden, wird die Geschäftsleitung eines Fonds in der Regel von einem Kommanditisten übernommen. Die Vorteile einer KG im Vergleich zur GbR ist die begrenzte Haftung der Anleger, allerdings hat die GbR, aufgrund der persönlichen Haftung der Anleger, einen höheren Kreditrahmen (positiver Leverage-Effekt) als die KG. Ein größerer Fremdfinanzierungsanteil, der durch einen erhöhten Kreditrahmen möglich wird, kann allerdings auch zu einer höheren Verlustzuweisung für die Anleger und somit zu einem negativen Leverage-Effekt führen. Durch den Leverage-Effekt erhöht sich somit auch das Risiko für die Anleger.¹⁰²

Die Investition in einen geschlossenen Immobilienfonds setzt eine langfristige Kapitalanlage voraus. Bei dieser Immobilienanlage existieren, im Gegensatz zum offenen Immobilienfonds, keine Ansprüche auf die Rückgabe der Anteile bzw. deren Auszahlung vor Ablauf der Laufzeit. Dies führt zu einer *geringen Fungibilität* dieser Anlageklasse. Problematisch für den Handel mit den Anteilen der geschlossenen Immobilienfonds sind das Fehlen einer fairen Preissetzung der Anteile und steuerliche Fragen wie die Gewinnerzielungsabsicht und die Haltedauer. Trotz dieser Problematiken existieren mehrere Möglichkeiten für die Rückgabe der Fondsanteile. So bieten manche Fondsiniiatoren einen Zweitmarkt für den jeweiligen Fonds an. Hierbei agiert der Fondsiniiator entweder als Vermittler zwischen Käufern und Verkäufern oder er kauft die Fondsanteile direkt zurück. Des Weiteren existieren *Zweitmärkte* zum Handel mit Anteilen von geschlossenen Immobilienfonds, wie beispielsweise an der Deutschen Börse Hamburg und an der Börse Düsseldorf (Gefox). Allerdings müssen die Fonds an beiden Börsen gelistet sein. Die zuvor beschriebenen Problematiken können auch mit Hilfe eines Zweitmarkts nicht vollständig überwunden werden.¹⁰³

Geschlossene Fonds werden von freien Initiatoren und Fondsiniiatoren mit Bankhintergrund aufgelegt. 2006 haben Initiatoren mit Bankhintergrund einen

¹⁰² Vgl. Bartlsperger *u.a.*, 2007, S. 96 ff.

¹⁰³ Vgl. Kunath, 2005, S. 168 f.

Initiatorenanteil von 48,4%.¹⁰⁴ Dieser hohe Anteil der banknahen Fondsinitalatoren lässt sich unter anderem mit der Reputation dieser Unternehmen begründen.¹⁰⁵

6.2.3 Immobilien Aktiengesellschaften

Im Gegensatz zu den zuvor beschriebenen Immobilienfonds handelt es sich bei Immobilien Aktiengesellschaften um *eigenständige Unternehmen*, die über ein eigenes Management, eine eigene Unternehmensstrategie verfügen und die an der Börse gehandelt werden.¹⁰⁶ Die Bewertung der Immobilien AGs wird, wie bei Aktiengesellschaften üblich, durch die Marktteilnehmer vorgenommen. Hierdurch ist der Aktienpreis einer Immobilien Aktiengesellschaft stärker vom Markt, bzw. dem Angebot und der Nachfrage am Markt, abhängig als bspw. der Preis für einen Anteil eines offenen Immobilienfonds, der ausschließlich auf dem Wert des Immobilienportfolios und des Sondervermögens basiert. Als Bewertungsgrundlage einer Immobilien AG bietet sich gemäß Rehkugler der Net Asset Value¹⁰⁷ (NAV) an, "der weltweit als ein gut geeigneter Näherungswert und als Kontrollgröße zur Beurteilung von Aktienkursen bestandshaltender Immobiliengesellschaften benutzt wird. Abweichungen des gesetzten bzw. am Markt sich ergebenden Aktienkurses vom NAV können fundamental, d.h. durch im NAV nicht (korrekt) erfasste Wertkomponenten, oder durch Marktineffizienzen begründet sein"¹⁰⁸.

Immobilien AGs sind Unternehmen, deren **Kernkompetenzen und dominante Ertragsquelle das Entwickeln und/oder Verwalten von Immobilien** darstellt. Sie können in Projektentwicklungsgesellschaften und Bestandhalter unterschieden werden. Während das Kerngeschäft einer *Projektentwicklungsgesellschaft* aus dem Ankauf, der Weiterentwicklung und dem unmittelbaren Verkauf der Immobilien zu einem höheren Preis besteht, generiert ein *Bestandhalter* seine Umsätze aus der Verpachtung bzw. der Vermietung von Immobilien. Die

¹⁰⁴ Vgl. Loipfinger, 2007a, S. 21.

¹⁰⁵ Vgl. Kunath, 2005, S. 154.

¹⁰⁶ Vgl. Cadmus/Bodecker, 2005, S. 129.

¹⁰⁷ Der NAV setzt sich aus der Summe der Verkehrswerte der einzelnen Immobilien, einer Immobilien AG, zuzüglich sonstiger Vermögensgegenstände abzüglich des Fremdkapitals zusammen. Vgl. Rehkugler, 2005, S. 308 ff.

¹⁰⁸ Rehkugler, 2006, S. 91.

meisten Immobilien AGs haben eine Marktkapitalisierung von unter 0,5 Mrd. Euro und bei wenigen übersteigt der Streubesitz 50% der Anteile.¹⁰⁹ Private sowie institutionelle Investoren haben die Möglichkeit, sich an Immobilien AGs zu beteiligen. Immobilien AGs haben keine rechtlichen und steuerlichen Besonderheiten gegenüber Aktiengesellschaften. Das Bankhaus Ellwanger und Geiger hat 1995 den E&G Dimax für Immobilien AGs aufgelegt. Dieser Index enthielt zum 01.01.2007 71 Gesellschaften, die zusammen eine Marktkapitalisierung von 21 Mrd. Euro aufwiesen.¹¹⁰

6.2.4 Real Estate Investment Trusts (REITs)

Am 23.03.2007 bzw. am 30.03.2007 wurde die Gesetzesgrundlage für den deutschen Real Estate Investment Trust (G-REIT) rückwirkend zum 01.01.2007 im Bundestag bzw. Bundesrat verabschiedet.

Ein REIT ist prinzipiell eine börsennotierte Immobilienkapitalgesellschaft mit dem Ziel der Verpachtung bzw. Vermietung seines Immobilienvermögens, um auf diese Weise Gewinn zu erzielen. Im Vergleich zu den üblichen Immobilien AGs unterliegt ein REIT einer *besonderen Art der Besteuerung und Investitionsrestriktionen*. Ein REIT muss für seine Gewinne weder Körperschafts- noch Gewerbesteuer abführen. Im Gegenzug sind 90% des nach HGB berechneten ausschüttungsfähigen Gewinns bis zum folgenden Jahr als Dividende auszuführen. Dafür sind die Dividenden der Gesellschafter voll steuerpflichtig. Das Mindestkapital eines G-REITs beträgt 15 Mio. Euro. Immobilien die vor dem Jahr 2007 gebaut wurden und zu mehr als 50% der Nutzfläche dem Wohnzweck dienen, dürfen nicht Bestandteil eines REITs sein. Des Weiteren müssen sich mindestens 15%, zum Zeitpunkt der Börsenzulassung 25% der Aktien eines G-REITs im Streubesitz befinden, d.h. der jeweilige Anteil des Streubesitzes eines Gesellschafters liegt unter 3%. Die Obergrenze des maximalen Anteils eines Anlegers liegt bei 10%. Das Eigenkapital des G-REITs darf 45% des bilanzierten Immobilienvermögens nicht unterschreiten. Als *Anreiz* zur Einbringung von unbeweglichem Vermögen in einen REIT hat der Gesetzgeber eine

¹⁰⁹ Vgl. Rehkugler *u.a.*, 2005, S. 13.

¹¹⁰ Vgl. Bankhaus Ellwanger & Geiger, 2007.

Steuerbegünstigung, die so genannte *Exit Tax*¹¹¹, für die Aufdeckung stiller Reserven geschaffen.¹¹² Ein Unternehmen kann den Status eines REITs direkt oder mit dem Zwischenschritt der Erlangung des **Vor-REIT** Status erreichen. Auch für einen Vor-REIT ist es zwingend notwendig, dass das Unternehmen die Rechtsform einer Aktiengesellschaft mit Sitz in Deutschland besitzt. Des Weiteren muss der Vor-REIT, entsprechend den Regularien eines REITs, bestimmten Vermögensanforderungen entsprechen, kann aber im Gegenzug von der Exit Tax profitieren. Der Börsengang eines Vor-REITs muss spätestens nach drei Jahren erfolgen. Um den REIT-Status zu erhalten, muss auf einer Hauptversammlung gegebenenfalls das Grundkapital auf 15 Millionen Euro angehoben werden und der Firmennamen um den Zusatz „REIT“ ergänzt werden.¹¹³

Die *Bewertung* des **G-REITs** erfolgt wie bei den *Immobilien AGs* über den Markt bzw. über den NAV. Aufgrund der nicht vorhandenen Erfahrungen mit REITs in Deutschland sind auf Erfahrungen aus dem Ausland, wie den USA oder Großbritannien zurückzugreifen. Hierbei kann davon ausgegangen werden, dass die G-REITs eine höhere Volatilität als offene Immobilienfonds aufweisen werden. Des Weiteren zeigte sich in der Vergangenheit, dass US-REITs auch über einen längeren Zeitraum unterhalb des NAV lagen und manche US-REITs deswegen vom Markt genommen werden mussten.¹¹⁴

Der G-REITs zeichnet sich durch eine hohe Fungibilität, eine hohe Transparenz und Steuervorteile aus. Speziell für die Anlage in Portfolios erweisen sich seine Eigenschaften, eine beinahe beliebige Stückelung und Aufteilung des Immobilienrisikos sowie eine kostengünstige Handelbarkeit, als vorteilhaft.¹¹⁵

¹¹¹ Durch die Exit Tax wird die Differenz zwischen dem Verkaufspreis und dem Buchwert oder die Betriebsvermögensvermehrung beim Verkauf von Immobilien, die von einem Unternehmen länger als fünf Jahre gehalten wurde, an einen REIT bzw. einen Vor-REIT nur mit dem halben Einkommen- und Körperschaftsteuersatz belastet. Die Exit Tax ist bis zum 31. Dezember 2009 befristet und gilt nur für den Verkauf an REITs bzw. Vor-REITs. Bei der Umwandlung einer Immobilien AG in einen REIT sind stille Reserven aufzudecken und zu versteuern. Vgl. Pilz, 2007, S. 67.

¹¹² Vgl. Bundesministerium der Finanzen, 2007, S. 65 ff. und Meichssner, 2007, S. 80 ff.

¹¹³ Vgl. Steinbach, 2007, S. 29.

¹¹⁴ Vgl. Riesmeier, 2007, S. 550.

¹¹⁵ Vgl. Riesmeier, 2007, S. 549.

Eine Umfrage der Feri Rating & Research GmbH von *institutionellen Investoren* ergab, dass ein *großes Interesse* dieser Investorengruppe für die Investition in REITs besteht. 96% der deutschen Versicherungsgesellschaften und 69% der Altersversorger hätten Interesse an REITs. 65% aller Befragten dieser Studie würden es bevorzugen, dass die REITs ein höheres Renditepotenzial, bei leicht erhöhtem Risiko, als die bislang vorhandenen indirekten Immobilienanlagen bieten. Die Hälfte der Befragten würde eine Marktkapitalisierung der REITs zwischen 500 Mio. und 1 Mrd. Euro bevorzugen.¹¹⁶ Trotz des hohen Interesses, welches diese Umfrage aufzeigt, vollzogen bislang nur zwei Unternehmen die Umwandlung zur REIT-AG.¹¹⁷ Bis Herbst 2007 sind nur zehn Anträge auf die Gewährung des Vor-REIT-Status gestellt worden. Eine mögliche Ursache für diesen trägen Start der REITs könnte die in 2008 bevorstehende Unternehmenssteuerreform, die eine Reduzierung des Unternehmenssteuersatzes auf unter 30% vorsieht, sein.¹¹⁸

6.2.5 Fazit der indirekten Immobilienanlagen

Abschließend ist festzustellen, dass es zwischen den einzelnen Möglichkeiten der indirekten Immobilienanlage teilweise große Unterschiede gibt. Die Differenzen beziehen sich nicht nur auf die Unternehmensform, sondern auch auf die Restriktionen, wie dem Vorbehalt für institutionelle Anleger bei offenen Immobilienspezialfonds bis zu unterschiedlichen Ansprüchen der Risikominimierung bzw. Diversifikation und der Renditeerwartungen. In der folgenden Abbildung sind die Renditen sowie die Volatilität für den Zeitraum von Dezember 1989 bis Dezember 2005 der offenen Immobilienfonds, der Immobilien AGs und der **US-REITs** zum Vergleich untereinander, aber auch **im Vergleich zum Geldmarkt, DAX und S&P 500** dargestellt.

¹¹⁶ Vgl. Feri, 2007b, S. 1 ff.

¹¹⁷ Die alstria office REIT-AG hat sich als erstes Unternehmen in Deutschland am 11. Oktober 2007, rückwirkend zum 01. Januar 2007 in eine REIT-AG umgewandelt. Vgl. Hein, 2007, S. 14 f. Ihr folgte die Fair Value-REIT AG die am 06.12.2007 rückwirkend zum 01.01.2007 als REIT in das Handelsregister eingetragen wurde. Vgl. DGAP, 2007.

¹¹⁸ Vgl. Entzian, 2007, S. 540.

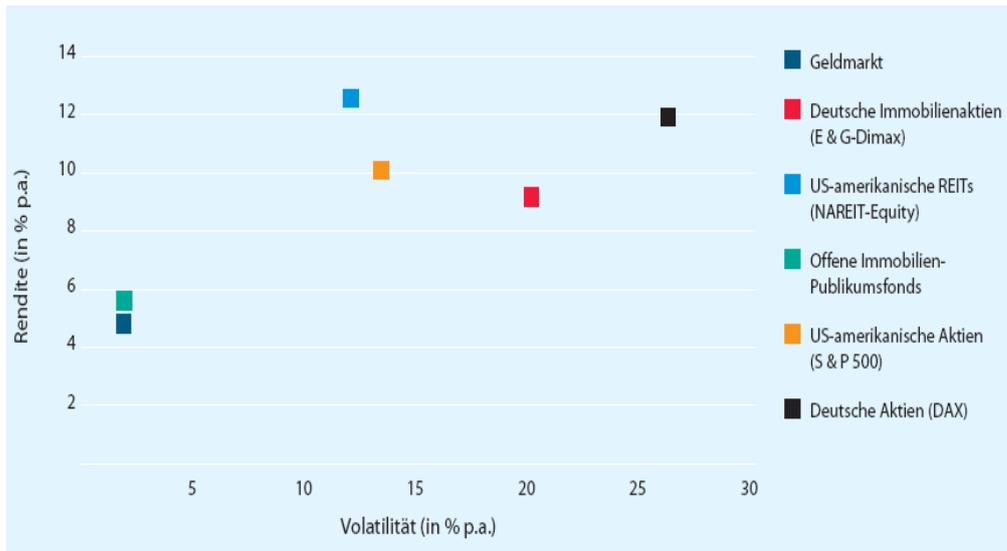


Abbildung 18: Rendite und Risiko verschiedener Anlageklassen
Quelle: BVI, 2006, S. 81.

Aus der Grafik ist ersichtlich, dass offene Immobilienfonds beinahe dieselbe Volatilität wie der Geldmarkt bei höheren Renditen aufweist. Diese geringe Volatilität der offenen Immobilienfonds ist auf die hohe Diversifikation innerhalb ihrer Portfolios zurückzuführen. Im Gegensatz zu den offenen Immobilienfonds weisen die US-REITs eine höhere Volatilität und eine höhere Rendite auf. Ein Grund hierfür ist die Spezialisierung der US-REITs auf geografische Regionen bzw. Gebäudearten. Hierdurch hat diese Immobilienanlagen zwar ein höheres Risikopotenzial, allerdings ist diese Spezialisierung von den Investoren dieses Marktes durchaus gewünscht. Sie bevorzugen, die Diversifikation durch den Kauf unterschiedlicher Aktien selbst vorzunehmen.

7 Anlegergruppen im Immobilienbereich und SRI Potenziale

Die Investoren auf dem Immobilienmarkt bestehen aus den zwei Gruppen der privaten und der institutionellen Anleger. Unter **institutionellen Anlegern** werden „juristische Personen verstanden, die im Sinne von Kapitalsammelstellen **für Dritte Gelder professionell anlegen und verwalten**, wobei die Kapitalanlage-tätigkeit Haupt- und Nebenzweck der unternehmerischen Tätigkeit sein kann“¹¹⁹. Diese Definition beinhaltet außerdem die wesentlichen Unterscheidungskriterien institutioneller und privater Anleger. Während institutionelle Anleger juristische Personen sind, die Gelder für Dritte anlegen, sind **private Anleger** zumeist **natürliche Personen**, die die Investitionen zur **eigenen Renditeerzielung** tätigen.¹²⁰ Innerhalb dieses Kapitels werden zunächst die institutionellen und im Anschluss die privaten Anleger beschrieben.

7.1 Anlegergruppe I: institutionelle Investoren

Das **Gesamtimmobilienvolumen der institutionellen Immobilieninvestoren**¹²¹, wie die institutionellen Investoren im Immobilienbereich genannt werden, belief sich **2006** in Deutschland auf **394,8 Mrd. Euro**.¹²²

Innerhalb der Gruppe der institutionellen Immobilieninvestoren wird zwischen Single-Asset-Investoren und Multi-Asset-Investoren unterschieden. Während **Single-Asset-Investoren** auf den Immobilienbereich spezialisiert sind und ihr Portfolio ausschließlich oder zum überwiegenden Teil aus Immobilien besteht, setzt sich das Portfolio der **Multi-Asset-Investoren** aus mehreren unterschiedlichen Asset-Klassen zusammen.¹²³ Diese Anlagestrategie führt zwar zu einer besseren Risikodiversifizierung, erhöht aber auch die Anlage- und Manage-

¹¹⁹ Walbröhl, 2001, S. 9.

¹²⁰ Vgl. Schulte/Holzmann, 2005, S. 28.

¹²¹ Als Immobilieninvestoren werden alle Institutionen verstanden, „die in professioneller Weise und in signifikantem Umfang ihnen zur Verfügung gestellte Finanzmittel in Immobilien investieren, das heißt entweder Immobilien kaufen oder entwickeln, um sie zu bewirtschaften und/oder zu verkaufen und aus der Bewirtschaftung, dem Verkauf und der Wertsteigerung Profit zu erzielen“ Loos, 2005, S. 21.

¹²² Vgl. Abbildung 29, S. 127.

¹²³ Vgl. Walbröhl, 2001, S. 12.

mentkomplexität.¹²⁴ Die folgende Darstellung zeigt die Unterteilung der institutionellen Immobilieninvestoren und die zugehörigen Institutionen.

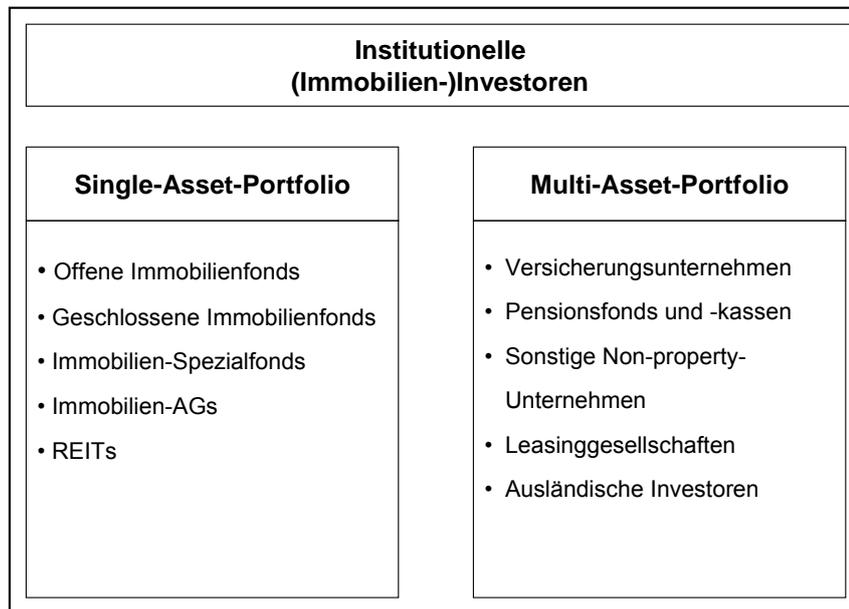


Tabelle 5: Institutionelle Investoren im Immobilienbereich
Quelle: in Anlehnung an Loos, 2005, S. 22.

Aus der Tabelle ist ersichtlich, dass sich die Gruppe der Single-Asset-Investoren aus den im vorherigen Abschnitt beschriebenen indirekten Immobilienanlageprodukten zusammensetzt. Zur folgenden Ermittlung des Investorenpotenzials werden die **Single-Asset-Investoren nicht näher betrachtet**, da sie **hauptsächlich als Intermediär** zur indirekten Anlage in Immobilien fungieren. Des Weiteren genießen die Leasinggesellschaften innerhalb der Gruppe der Multi-Asset-Investoren eine Sonderstellung. Im Gegensatz zu den übrigen institutionellen Immobilieninvestoren streben Immobilienleasinggesellschaften ihre Gewinnerzielung nicht aus der Kapitalanlage, sondern aus dem Finanzierungsgeschäft an.¹²⁵ Obwohl Leasinggesellschaften eine wichtige Rolle bezüglich nachhaltiger Immobilien spielen, wird in den folgenden Ausführungen auf ihr Anlageverhalten nicht näher eingegangen.

7.1.1 Der Immobilienbestand der institutionellen Immobilienanleger

Die **Versicherungsunternehmen** sind mit einem Kapitalanlagevolumen von **1.199,7 Mrd. Euro** in 2006 die **größte Gruppe** der institutionellen Immobilien-

¹²⁴ Vgl. Loos, 2005, S. 21.

¹²⁵ Vgl. Loos, 2005, S. 24.

investoren. Insgesamt haben alle Versicherungsunternehmen einen **Immobilienbestand von ungefähr 23 Mrd. Euro**. In der folgenden Abbildung sind die Immobilienbestände der einzelnen Versicherungsgruppen dargestellt.¹²⁶

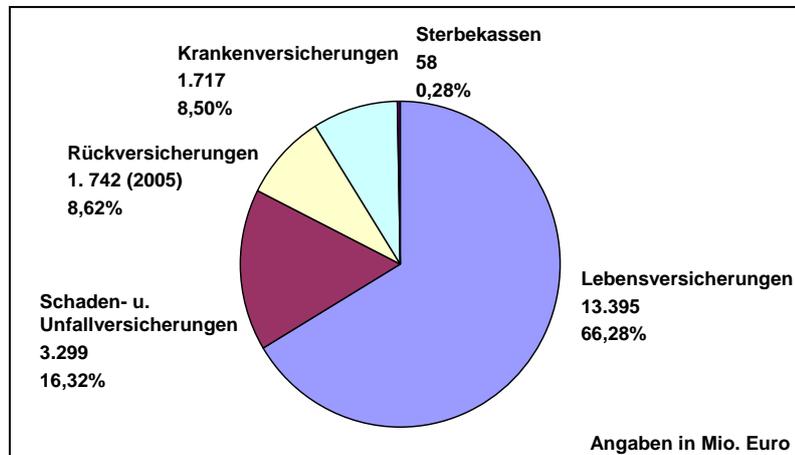


Abbildung 19: Der Immobilienbestand der einzelnen Versicherungsgruppen
Quelle: in Anlehnung an BaFin, 2007b S. 13, 116, 137, 144 u. 153.

Aus Abbildung 19 ist ersichtlich, dass die **Lebensversicherungen** den größten Immobilienbestand der Versicherer haben. Die Gründe hierfür liegen zum einen in ihrer Größe¹²⁷, aber auch in ihrer Anlagestrategie, die sie von den anderen Versicherungsunternehmen unterscheidet. Während die Anlagestrategie der übrigen Versicherer auf einen erhöhten Liquiditätsbedarf aufgrund von unvorhersehbaren Leistungsfällen ausgelegt ist, verfolgt die **Anlagestrategie** der Lebensversicherungen **längerfristige Ziele**. So streben die Lebensversicherungen mit dem Kapital, das aus den Einlagen der Versicherer besteht, Renditen und dadurch einen Überschuss an. Da bei dieser Strategie der Liquiditätsbedarf nicht im Vordergrund steht, eignet er sich besser als bei den anderen Versicherern für die Immobilienanlage.¹²⁸

Eine **ähnliche Anlagestrategie** wie die Lebensversicherer verfolgen auch die Pensionskassen und -fonds. Die **Pensionskassen** hatten im Jahr 2006 ein

¹²⁶ Vgl. BaFin, 2007b, S. 13.

¹²⁷ So haben die Lebensversicherungen einen Anteil von 55,5% an den gesamten Kapitalanlagen aller Versicherungen.

¹²⁸ Loos, 2005, S. 61 u. Walz/Walbröhl, 2005, S. 179.

Volumen von ungefähr 92,2 Mrd. Euro, hiervon entfielen 3,1% bzw. 2,8 Mrd. Euro auf Immobilien.¹²⁹

Die **Pensionsfonds** hatten 2006 im Vergleich zu den Pensionskassen ein geringes Kapitalanlagevolumen von 512,24 Mio. Euro. Allerdings wurden die Pensionsfonds erst 2001 von der BaFin zugelassen, seitdem wurden 26 Pensionsfonds registriert.¹³⁰ Innerhalb der letzten Jahre ist das Kapitalvolumen beträchtlich gestiegen, so belief es sich 2005 auf 329,67 Mio. Euro und im Jahr davor auf 260 Mio. Euro.¹³¹ Im Gegensatz zu den Pensionskassen und Lebensversicherungen unterliegen die Pensionsfonds **keinen Regulierungen bzgl.** der Auswahl und Zusammensetzung ihrer **Kapitalanlagen**. Hierdurch haben die Pensionsfonds bspw. die Möglichkeit, ihr gesamtes Kapital in Aktien anzulegen, wodurch die Anlagestrategien der Pensionsfonds **renditeorientierter** als bei den Pensionskassen und Lebensversicherungen ausgerichtet werden kann. Dieser Umstand und die verhältnismäßig kleine Größe der noch relativ jungen Pensionsfonds, wodurch die Finanzierung einer direkten Immobileinbeteiligung erschwert wird, ist eine mögliche Erklärung, warum die **Pensionsfonds** im Jahr **2006 keine Immobilienanlagen** besaßen.

Diese Analyse der Immobilienanlagen der institutionellen Investoren basiert auf den Statistiken der BaFin. Hierbei sei erwähnt, dass diese **Statistiken nicht den Zeitwert der Immobilien, sondern den Buchwert** wiedergeben. Des Weiteren werden nicht nur die direkten Immobilienanlagen sondern auch Grundstückssondervermögen, wie z.B. die Beteiligungen an offenen Immobilienfonds zum Immobilienbestand gezählt. Andere indirekte Immobilienanlagen wie eine Beteiligung an einem Unlisted Vehicle, einer Beteiligungsgesellschaft, die Ähnlichkeiten mit einem geschlossenen Immobilienfonds hat, wird in der BaFin Statistik unter Beteiligungen geführt.¹³² Diese Verflechtungen erschweren die eindeutige Identifizierung der direkten und indirekten Immobilienanlagen.

Neben den Lebensversicherungen, Pensionskassen und -fonds, die von der BaFin beaufsichtigt werden, existieren noch die Unterstützungskassen und die

¹²⁹ BaFin, 2007b, S. 127.

¹³⁰ Vgl. BaFin, 2007a, S. 88 u. BaFin, 2007b, S. 210.

¹³¹ Vgl. BaFin, 2005, S. 40 u. BaFin, 2006, S. 210.

¹³² Walz/Walbröhl, 2005, S. 182.

Contractual Trust Arrangements (CTAs). Diese beiden Altersversorgungseinrichtungen unterstehen nicht der Kontrolle der BaFin.¹³³ Die **Unterstützungskassen** besitzen in Deutschland eine lange Tradition, teilweise sind sie aus den Versorgungswerken der Großbetriebe und Konzerne entstanden. In den letzten Jahren nahm die Anzahl der Unterstützungskasse zu. So bieten Gruppenunterstützungskassen heutzutage auch die Verwaltung und Organisation der betrieblichen Altersversorgung von mehreren kleineren Unternehmen an. Die Unterstützungskassen besitzen meistens die Gesellschaftsform eines eingetragenen Vereins, einer Gesellschaft mit begrenzter Haftung oder einer Stiftung. Ihr Leistungsspektrum besteht aus der Bezahlung von Alters-, Invaliditäts- und Hinterbliebenenrente. Finanziert werden die Unterstützungskassen aus Zuwendungen der Unternehmen, der Rendite des angelegten Kapitals und durch Entgeltumwandlung.¹³⁴

Wie bei den Unterstützungskassen und Pensionsfonds handelt es sich bei den **CTAs** um ein Modell des „**Outsourcing**“, d.h. die Übertragung der **betrieblichen Altersversorgungspflichten** aus den Unternehmen auf externe Versorgungsträger. Durch diesen Vorgang kann, nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen, die Konzernbilanz um den Wert der Versorgungspflicht gekürzt werden, was zu einer Verbesserung der vertikalen Bilanzrelation der Konzernbilanz führt.¹³⁵ Die Versorgungsverpflichtungen werden hierbei auf einen Treuhänder übertragen. Im Falle eines CTAs verbleiben die Verpflichtungen zur Erbringung der versprochenen **Versorgungsleistungen** beim *Arbeitgeber*, ausschließlich die **Assets** werden auf einen externen **Dritten** übertragen. Oftmals ist der Treuhänder ein unternehmensseitig gegründeter Verein, der das ihm angetraute Vermögen nach den Grundsätzen des Trägers anlegt und verwaltet. Solch eine Auslagerung mit einem CTA wird auch als virtuelle Verpflichtungsauslagerung bezeichnet.¹³⁶ So besteht neben der Verwaltungstreuhand gegenüber dem Arbeitgeber auch eine Sicherungstreuhand gegenüber den

¹³³ Unterstützungskassen unterstehen generell nicht der Kontrolle der BaFin. Einzelne Tätigkeiten der CTAs unterliegen der Aufsichtspflicht und aus diesem Grund sind CTAs grundsätzlich verpflichtet ihre Tätigkeit gegenüber der Aufsichtsbehörde anzuzeigen und eine entsprechende Lizenz zu beantragen. Allerdings ist eine Lizenz nicht erforderlich, falls sich die Tätigkeiten der CTAs ausschließlich auf das eigene Unternehmen beschränken. Vgl. aba, 2005, S. 20 f. u. BVI, 2005, S. 62.

¹³⁴ Vgl. aba, 2005, S. 20 f.

¹³⁵ Vgl. Höfer/Ververs, 2007, S. 1365.

¹³⁶ Vgl. Best u.a., 2007, S. 876.

begünstigten Mitarbeitern bzw. deren Hinterbliebenen.¹³⁷ Einer der größten Unterschiede des CTAs gegenüber dem Pensionsfonds besteht in der Auslagerung. Im *Gegensatz zum CTA* handelt es sich bei der **Verpflichtungsauslagerung an einen Pensionsfonds** um eine **reale Auslagerung** an eine rechtlich selbständige Versorgungseinrichtung. Vorteile der Auslagerung mit einem Pensionsfonds sind um 80 % reduzierte Beiträge zum Pensionsversicherungsverein, ein geringerer Verwaltungsaufwand und dass sich die bilanziellen Effekte nicht nur nach IFRS, sondern auch nach HBG ergeben.¹³⁸ Andererseits ist ein **Pensionsfonds** nach dem Versicherungsgesetz ein **Versicherungsunternehmen** und hat hierdurch aufsichtsrechtliche und weitere Restriktionen, wie beispielsweise einen Garantiezins von 2,75% zu erfüllen was zu einem höheren Finanzierungsbedarf als bei CTAs, die keinen Regulierungen unterliegen, führt.¹³⁹

Durch den Wegfall der Aufsichtspflicht und das nicht vorhanden sein einer zentralen Auskunftsstelle für Unterstützungskassen sowie für CTAs ist eine Analyse der Kapitalanlagen im Rahmen dieser Studie nicht möglich.

Ähnliches trifft auf die **Non Profit Organizations** (NPOs) zu. Trotz intensiver Recherche waren keine Informationen über die Immobilienanlage erhältlich. Zu den NPOs zählen auch die Kirchen. In Deutschland besteht ein Gleichgewicht bzgl. der Mitgliederzahl der zwei großen christlichen Kirchen, so sind ungefähr 50% der Mitglieder der **Katholischen Kirche** und 50% der **Evangelischen Kirche** zuzuordnen. Deshalb kann von ähnlichen Besitztümern beider Kirchen ausgegangen werden. Insgesamt wird der Besitz beider Kirchen zusammen auf 150.000 Immobilien geschätzt (vgl. Tabelle 6). Hierunter befinden sich neben den Immobilien zur Religionsausübung, wie Kirchen und Gemeindehäusern, auch Verwaltungsgebäude, Kindertagesstätten, Wohnungen und Schulen. In der folgenden Abbildung sind die Immobilienbestände der Evangelischen Kirchen genauer dargestellt. Ergänzt werden die Immobilienbestände durch die

¹³⁷ Vgl. Klemm, 2006, S. 132 f.

¹³⁸ Vgl. Best u.a., 2007, S. 876.

¹³⁹ Vgl. BVI, 2005, S. 62 u. König, 2005, S. 1.

Immobilien der Caritas, Diakonie, Immobilienbeteiligungen und indirekte Immobilienanlagen, wie beispielsweise offene Immobilienspezialfonds.¹⁴⁰

Immobilienart	Anzahl
Kirchen	21.088
Friedhofskapellen	2.536
Gemeindezentren mit Gottesdienstraum	3.148
Gemeindehäuser mit Gemeindesaal	9.409
Pfarrhäuser	17.186
Sonstige Wohnhäuser	6.650
Eigentumswohnungen	1.320
Verwaltungsgebäude	808
Kindertagesstätten	5.156
Allgemeinbildende Schulen	143
Sonstige Gebäude	7.618
Ingesamt	75.062

Tabelle 6: Immobilieninventur für die verfassten Evangelischen Kirchen
Quelle: Meier/Blickle, 2005, S. 258.

Stiftungen sind in diesem Bericht die letzt behandelte Gruppe der institutionellen Investoren. Eine exakte statistische Erfassung ihrer Vermögensbestände ist aufgrund des Fehlens einer übergreifenden amtlichen Stiftungsstatistik und einer nichtvorhandenen Verpflichtung zur Transparenz äußerst problematisch.¹⁴¹ So sind an dieser Stelle lediglich statistische Daten aus dem Jahr 2004 darstellbar. Innerhalb des Artikels „Stiftungslandschaft in Deutschland – Das aktuelle Erscheinungsbild der deutschen Stiftungen“ kommt Mecking zu dem Schluss, dass es im Jahr 2004 15.000 bekannte Stiftungen mit einem Gesamtvermögen von geschätzten 60 Milliarden Euro gibt.¹⁴² Eine andere Studie der Dr. Dr. Heissmann GmbH ermittelte innerhalb einer Studie einen Immobilienanteil von ca. 27% am Gesamtvermögen.¹⁴³ Hieraus lässt sich ein Immobilienvermögen der Stiftungen in 2004 von ca. 16 Milliarden Euro ableiten. In der folgenden Abbildung ist die Zusammensetzung des Stiftungsvermögens dargestellt.

¹⁴⁰ Vgl. Meier/Blickle, 2005, S. 257 f.

¹⁴¹ Vgl. Mecking, 2005, S. 2.

¹⁴² Vgl. Mecking, 2005, S. 10.

¹⁴³ Vgl. Dr. Dr. Heissmann GmbH, 2004, S. 14.

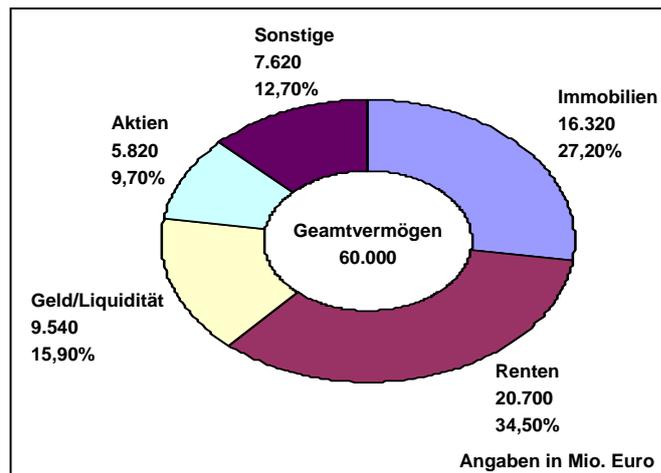


Abbildung 20: Die Zusammensetzung des Stiftungsvermögen, 2004
 Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an Mecking, 2005, S. 10 und Dr. Dr. Heissmann GmbH, 2004, S. 14.

Insgesamt fällt bei der Betrachtung der **institutionellen Investoren**, insbesondere der Versicherungen und Pensionskassen, auf, dass sich die Bestände an **direkten Immobilienanlagen** in den vergangenen Jahren **kontinuierlich verringert** haben. Gemäß einer Umfrage der Feri Rating & Research GmbH wird sich dieser Trend auch in den nächsten Jahren fortsetzen. Im Allgemeinen planen, nach dieser Umfrage, 80% der Versicherungen und 81% der Altersversorger, ihre gesamten Immobileinanlage zu erhöhen. Als **Gründe** für die Erhöhung des Immobilienanteils gaben die Befragten vor allem die **größere Diversifikation in der Gesamtanlage**, die Stabilität der Erträge und eine positive mittelfristige Performanceeinschätzung an. Die Erhöhung der Immobilienanlagen, bei einer gleichzeitigen Reduzierung des direkten Immobilienbestandes, müsste durch eine Erhöhung der indirekten Immobilienanlagen, vornehmlich den Immobilien-Spezialfonds bzw. zukünftig auch REITs, erfolgen.¹⁴⁴

7.1.2 Das SRI-Marktpotenzial der institutionellen Investoren

Im Hinblick auf die Frage nach dem **Marktpotenzial** von institutionellen Investoren des Immobilien-Anlagebereichs für ein Marktsegment „nachhaltige Immobilienanlage, -resp. -fonds“ ist man bisher auf **Vermutungen und Extrapolationen aus dem SRI-Markt Deutschlands** angewiesen. Zusammen mit den in Tabelle 5 aufgeführten Investoren und den bekannten SRI-affinen Anlegern, kommen NPOs, Stiftungen, Pensionskassen, Pensionsfonds und Lebensversi-

¹⁴⁴ Vgl. Feri, 2007a, S. 1 ff.

cherungen grundsätzlich als potenzielle Anleger für nachhaltige Immobilienanlageprodukte in Frage, so lassen sich folgende Aussagen treffen:

- Im Bereich von deutschen NPOs ergab eine Umfrage der Universität Siegen aus dem Jahr 2000, dass dreiviertel der befragten **NPOs** für ökologische bzw. ethische Kapitalanlagen ansprechbar sind. Knapp 60% der befragten NPOs betrieben prinzipiengeleitete Kapitalanlagen.¹⁴⁵
- Laut der Studie „Anlageverhalten von **Stiftungen** im Umfeld ethischer Determinanten – eine empirische Untersuchung“ der Universität Stuttgart von 2002 sind vier Prozent der Stiftungen bereit, in Zukunft ökologische bzw. ethisch-soziale Kapitalanlagen vorzunehmen. Begründet wurde diese Ablehnung mit zu gering erwarteten Renditen, einem zu hohen Anlagerisiko, den Anlagerestriktionen und keinem adäquaten SRI-Angebot – insbesondere fehlender Immobilienanlagen im Nachhaltigkeitsbereich.¹⁴⁶

Eine weitere Gruppe von tatsächlichen und potenziellen SRI-Investoren sind in allen Ländern die **Altersvorsorgeeinrichtungen**. Der gesamte Erfolg der SRI-Märkte im Ausland wird sogar fast ausschließlich durch derartige Anlegerkreise getragen. Ihnen kommt somit auch für Deutschland die zentrale Rolle in der Etablierung eines Marktsegments „nachhaltige Immobilienanlagen“ zu.

In Deutschland bestehen die für die hier anstehende Fragestellung **zentralen Kapitalmarktakteure** des Altersvorsorgebereichs aus Pensionskassen, Pensionsfonds und Lebensversicherungsunternehmen. Im Jahr 2002 wurde die ökologisch-ethische Berichtspflicht, gemäß Art. 7 § 1 Ziffer 9 **Altersvorsorgeverträge-Zertifizierungsgesetz** (AltZertG), in Deutschland eingeführt. Diese Berichtspflicht gilt sowohl für die Anbieter privater wie auch betrieblicher Altersvorsorgeprodukte. Demnach sind sie verpflichtet, jährlich in schriftlicher Form, die Anleger über die Verwendung der eingezahlten Beiträge, zu informieren. Hierzu zählt auch die Information, ob und in welchem Umfang ethisch, soziale und ökologische Aspekte bei der Verwendung der eingezahlten Beträge berücksich-

¹⁴⁵ Vgl. Schäfer, 2004a.

¹⁴⁶ Vgl. Schäfer, 2003a.

tigt wurden.¹⁴⁷ Hier ergibt sich quasi rein rechtlich ein Marktpotenzial auch für Immobilienanlagen des Nachhaltigkeitsbereichs:

- Bei näherer Betrachtung der **Pensionsfonds** fällt auf, dass die Pensionsfonds bei den Anlagen „Investmentanteile“ und „Verträge bei Lebensversicherungsunternehmen“ großes Socially Responsible Property Investment (SRPI)-Potenzial besitzen. Zusammen betrug das Volumen dieser beiden Anlagen im Jahr 2006 309 Mio. Euro. Die Kapitalanlagen „Schuldscheinforderungen und Darlehen“ und „Inhaberschuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere“, die zusammen über ein Volumen von 106 Mio. Euro verfügen, haben ein geringeres SRPI-Potenzial.¹⁴⁸
- Die **Pensionskassen** hatten 2006 ein Gesamtvolumen von 92,2 Mrd. Euro. Sie haben die größten SRPI-Potenziale in den Anlageklassen „Immobilien“, „Investmentanteile“ und „Namensschuldverschreibungen“, deren Anteil am Gesamtvermögen zusammen 61,8% beträgt, was ungefähr 57 Mrd. Euro entspricht. Ein geringeres SRPI-Potenzial besitzt die Klasse „Inhaberschuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere“, mit einem Anteil von 6,4% am gesamten Volumen.¹⁴⁹
- In Deutschland gab es 2006 113 Gesellschaften, die **Lebensversicherungen** anboten. Zusammen hatten diese im selben Jahr ein Kapitalanlagevolumen von 666 Mrd. Euro.¹⁵⁰ Die Lebensversicherungen haben in den Bereichen „Hypotheken, Grundschuld- und Rentenschuldforderungen“, „Investmentanteile“, „Aktien“, „Grundstücke, Grundstücksgleiche Rechte und Bauten“ und den „Inhaberschuldverschreibungen und andere festverzinslichen Wertpapiere“ das größte SRPI-Potenzial. Die soeben genannten Kapitalanlagen hatten zusammen einen Wert von 295 Mrd. Euro¹⁵¹.

¹⁴⁷ Vgl. Schumacher-Hummel, 2005, S. 210 f.

¹⁴⁸ Vgl. BaFin, 2007b, S. 209.

¹⁴⁹ Vgl. BaFin, 2007b, S. 127.

¹⁵⁰ Vgl. BaFin, 2007a, S. 88 u. BaFin, 2007b S. 116.

¹⁵¹ Vgl. BaFin, 2007b, S. 116.

In der folgenden Abbildung sind die Kapitalanlagen der Pensionsfonds, -kassen und Lebensversicherungen mit den möglichen SRPI-Potenzialen grafisch dargestellt.

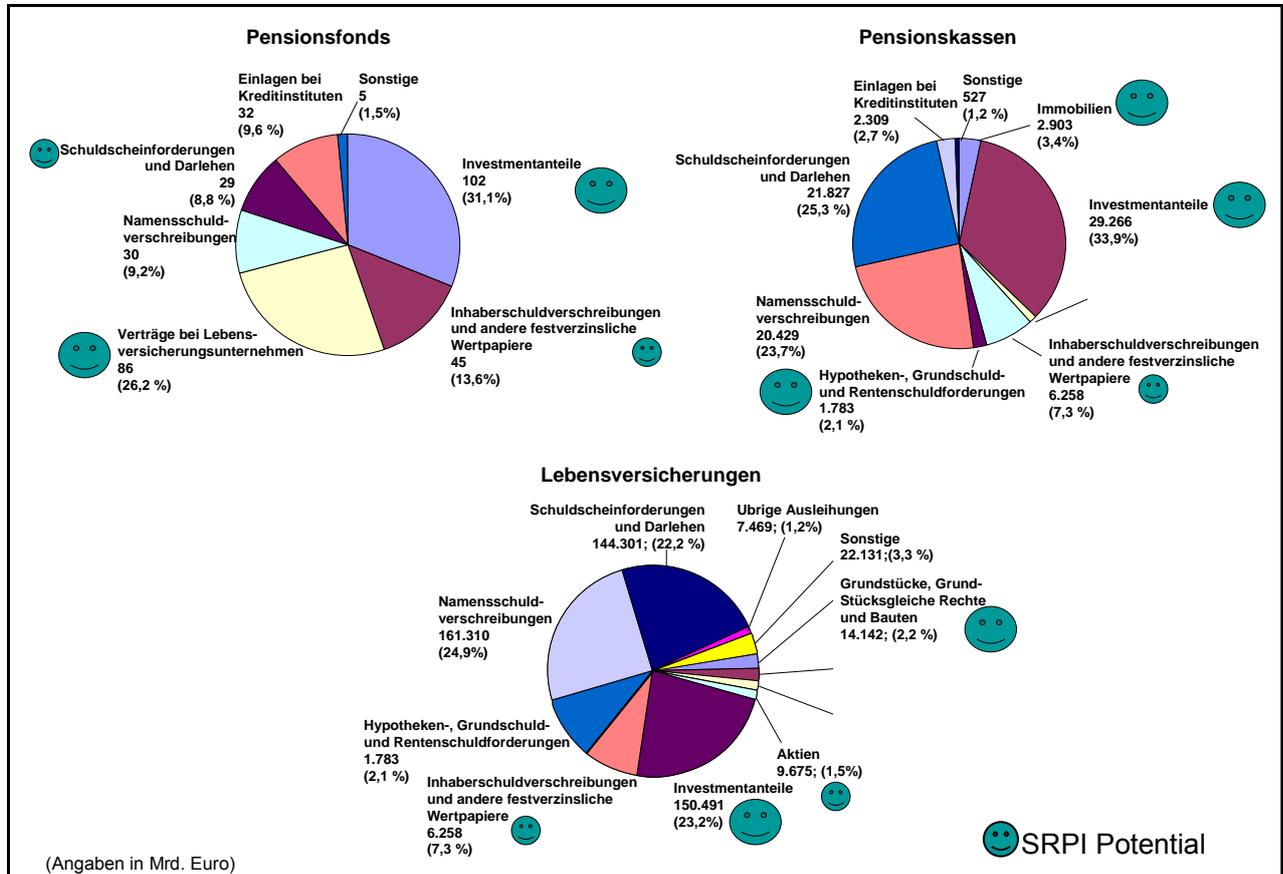


Abbildung 21: Zusammensetzung der Kapitalanlagen, der Pensionsfonds, -kassen und Lebensversicherungen in 2005
 Quelle: in Anlehnung an BaFin, 2007b, S. 116, 127 u. 210.

Eine in Deutschland weitere wichtige Gruppe potenzieller SRI-Anleger, auch für Immobilien, sind ausländische Anleger. Im Jahr 2006 hatten **ausländische Investoren** Immobilieninvestitionen im Wert von 29,1 Mrd. Euro in Deutschland getätigt. Ungefähr 40% dieser Investitionen stammten aus anderen europäischen Ländern und ca. 36% aus Nordamerika. Investoren aus diesen Ländern investierten zusammen 22,4 Mrd. Euro in Deutschland, womit sie die deutschen Investoren, die 2006 17 Mrd. Euro investierten, übertrafen.¹⁵² Unabhängig vom Herkunftsland waren die **nicht-börsennotierten Immobilienunternehmen** mit

¹⁵² Vgl. DEGI, 2007, S. 50.

einem Volumen von ungefähr 15 Mrd. Euro, gefolgt von den Opportunity Fonds und REITs die **größten Investoren** im Jahr 2006.¹⁵³

Die ausländischen Investoren lassen sich nach Herkunftsländer in unterschiedliche Gruppen und Länder aufteilen. So investierten beispielsweise aus den Niederlanden Fondsgesellschaften, Versicherungen und Pensionskassen, aus Großbritannien waren es vor allem Developer, mittelgroße Versicherungen und börsennotierte Property Companies, aus Skandinavien institutionelle Anleger und Privatunternehmen und aus Frankreich überwiegend Bauunternehmen und Banken.¹⁵⁴ Neben diesen Investoren sorgten die **Private-Equity Funds** wie Blackstone, Fortress, Lonestarr und Carlyle, wie beim Kauf der WOBA Dresden durch Fortress, für Aufmerksamkeit. Abbildung 22 zeigt die im Jahr 2006 in Deutschland getätigten Immobilieninvestitionen nach Herkunftsländern.

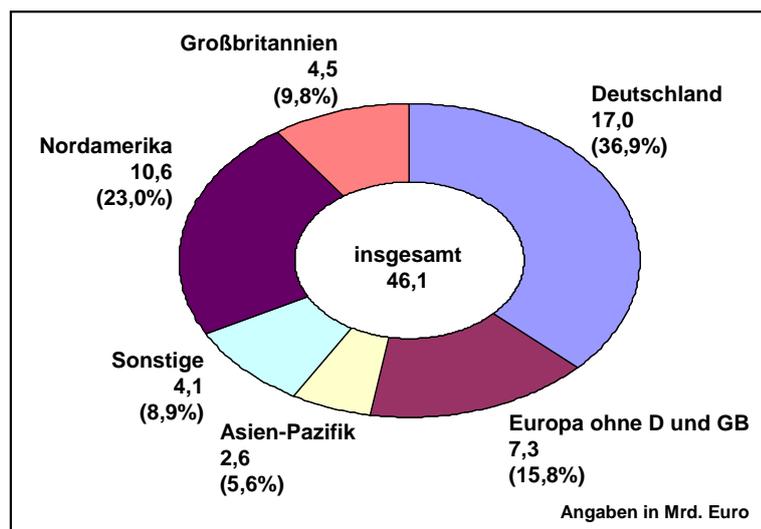


Abbildung 22: Immobilieninvestitionen nach Herkunftsländer in 2006
Quelle: DEGI, 2007, S. 50.

7.2 Anlegergruppe II im Immobilienbereich: Privathaushalte und SRI-Potenzial

Im Gegensatz zu den institutionellen Investoren, die die Kapitalanlage für Dritte übernehmen, erfolgt die Kapitalanlage der privaten Investoren zur eigenen Gewinnerzielung.¹⁵⁵ Die Anlageziele der privaten Investoren sind innerhalb dieser

¹⁵³ Vgl. Jones Lang LaSalle, 2007, S. 3.

¹⁵⁴ Vgl. Bulwien, 2005b, S. 64.

¹⁵⁵ Vgl. Kapitel 7, S. 80.

Gruppe sehr unterschiedlich. So erstreckt sich das Anlageuniversum von einer kleinen Eigentumswohnung über Wohnanlagen und Gewerbeobjekte bis zu großvolumigen Betreibermodellen. Der **Immobilienbesitz** variiert zwischen nur einem Objekt bis zu umfangreichen Portfolios, die mehrere tausend Objekte umfassen. Trotz dieser Unterschiede bevorzugen private Investoren Objekte in etablierten Lagen, die über eine gute Bausubstanz verfügen, um hierdurch die Grundlage für längerfristige, stabile Miterträge zu erschaffen.¹⁵⁶

Eine Unterteilung nach dem Anlagemotiv der SRI-Anleger in Deutschland aus dem Bereich privater Haushalte wurde in einer viel beachteten empirischen Studie des imug-Instituts im Jahr 2002 in fünf Segmenten durchgeführt. Die **renditefokussierten Anleger** sind mit 36,57% die größte Gruppe. Im zweitgrößten Segment befinden sich die **risikoscheuen** Anleger. Die Idealisten, für die das sozial-ökologische Engagement am wichtigsten ist, bilden mit einem Anteil von 17,91% die drittgrößte Gruppierung. In den zwei verbleibenden Segmenten befinden sich die ertragsorientierten Anleger (8,71%), die über eine ethische Orientierung verfügen, und die verantwortungsbewussten Anleger (9,95%).¹⁵⁷

	Wichtigster Faktor	Zweitwichtigster Faktor	Unwichtigster Faktor
Segment 1 „Die Renditefokussierten“ (36,57%)	Rendite (0,58)	Risiko (0,26)	Sozial- ökologisches Engagement (0,16)
Segment 2 „Die Ertragsinteressierten mit ethischer Orientierung“ (8,71%)	Rendite (0,54)	Sozial- ökologisches Engagement (0,34)	Risiko (0,12)
Segment 3 „Die Risikoscheuen“ (26,87%)	Risiko (0,50)	Rendite (0,30)	Sozial- ökologisches Engagement (0,20)
Segment 4 „Die Verantwortungsbewussten“ (9,95%)	Sozial- ökologisches Engagement (0,51)	Rendite (0,33)	Risiko (0,16)
Segment 5 „Die Idealisten“ (17,91%)	Sozial- ökologisches Engagement (0,59)	Risiko (0,24)	Rendite (0,17)

Abbildung 23: Segmente SRI-Anleger in Deutschland
Quelle: imug-muk, 2001, S. 23.

¹⁵⁶ Vgl. Brübach, 2005, S. 69 f.

¹⁵⁷ Vgl. imug-muk, 2001, S. 22-25.

8 Befragung institutioneller Investoren

8.1 Problemstellung

Im Rahmen dieses Forschungsprojektes stellen die Potenziale von Immobilieninvestments, insbesondere unter Berücksichtigung des Nachhaltigkeitsaspektes, eine zentrale empirische Fragestellung dar. Allerdings hat das vorangegangene Kapitel gezeigt, dass es bisher nur eingeschränkt Daten gibt, die eine Nachfrage von institutionellen Investoren diesbezüglich verlässlich abbilden. Aus diesem Grund wurde hierfür durch die IW Consult ergänzend eine Befragung durchgeführt, die dieses Thema zum ersten Mal aus Sicht ausgewählter Gruppen von institutionellen Investoren näher beleuchtet.

In diesem Kapitel wird zuerst ein kurzer Überblick über die Methodik und Stichprobenstruktur der Umfrage gegeben. Auf Basis der Ergebnisse wird dann die **Bedeutung von Immobilieninvestments** sowie von nachhaltigen Geldanlagen für institutionelle Investoren dargestellt. Ergänzend werden dann die **aktuelle Bedeutung und Interesse an nachhaltigen Immobilieninvestments** dargestellt. Abschließend werden einige hypothetische Untersuchungen bezüglich der möglichen Entwicklung des Marktes für nachhaltige Immobilieninvestments sowie möglicher Zielgruppen unternommen.

8.2 Vorgehensweise und Stichprobenstruktur

Im September und Oktober 2007 wurden über 116 institutionelle Investoren zu folgenden Themen befragt (siehe auch den Fragebogen im Anhang 1):

- Organisation und Finanzstruktur
- Bedeutung von Immobilienanlagen
- Bedeutung von nachhaltigen Geldanlagen (im Folgenden SRI genannt)
- Bedeutung von nachhaltigen Immobilienfonds

Die **Zielgruppe** bestand aus folgenden wichtigen **institutionellen Investorengruppen**:

- Kapitalanlagegesellschaften
- Vorsorgeeinrichtungen
- Stiftungen, kirchliche und wohltätige Einrichtungen

Bei der **Befragung** wurde ein **hybrides Vorgehen** angewandt, da dadurch eine möglichst hohe Ausschöpfung für diese heterogene Gruppe institutioneller Investoren erreicht werden konnte. Die Probanden hatten die Möglichkeit, die **Fragen entweder telefonisch oder alternativ online zu beantworten**. Dabei handelte es sich um computergestützte Telefoninterviews mit strukturiertem Fragebogen (CATI). Insgesamt wurden 848 Anrufe im Rahmen dieser Befragung getätigt und es haben 116 institutionelle Investoren teilgenommen. Somit beträgt die **Rücklaufquote ca. 13 Prozent** (Tabelle 7). Darunter waren 23 Kapitalanlagegesellschaften, 59 Vorsorgeeinrichtungen unterschiedlicher Art sowie 34 Non-Profit-Organisationen, unter denen sowohl Stiftungen als auch kirchliche und wohltätige Einrichtungen befragt wurden. Aufgrund der eingeschränkten Anzahl an Kapitalanlagegesellschaften, CTAs sowie Pensionsfonds in Deutschland wurden in diesen drei Gruppen alle vorhandenen Adressen in Deutschland verwendet. Dort belief sich die Rücklaufquote auf ca. 30 Prozent. In den restlichen Gruppen wurde jeweils eine geeignete Zufallsstichprobe gewählt. Dabei wurde sehr niedrige Rücklaufquoten bei den Unterstützungskassen und Versorgungskassen / -kammern mit ca. sechs Prozent verzeichnet.

	Anzahl
Kapitalanlagegesellschaften	23
Vorsorgeeinrichtungen	69
Lebensversicherungen	13
Pension Trusts e.V. / Contractual Trust Arrangements	7
Unterstützungskassen	8
Versorgungskassen/-kammern	9
Pensionskassen	16
Pensionsfonds	6
Non-Profit-Organisationen	34
Stiftungen	17
Kirchen / Wohlfahrtseinrichtungen	17
Gesamt	116

Tabelle 7: Stichprobenstruktur der Befragung
Quelle: IW Consult

Die **folgenden Ergebnisse** werden jeweils für die **drei Obergruppen Kapitalanlagegesellschaften, Vorsorgeeinrichtungen (Vorsorge) und Non-Profit-Organisationen** dargestellt. Bei Abweichungen der Antworten von einzelnen Institutionstypen innerhalb einer Obergruppe wird darauf hingewiesen.

Aufgrund der eingeschränkten Fallzahl und der mangelnden Möglichkeit einer repräsentativen Hochrechnung der Ergebnisse auf eine Grundgesamtheit, müssen die Ergebnisse als eine erste wichtige, aber **explorative Trendidentifikation** betrachtet werden, die erstmals das Thema der nachhaltigen Immobilieninvestments untersuchen.

8.3 Die Bedeutung von Immobilienanlagen im Portfolio

Zur Abschätzung der möglichen Bedeutung nachhaltiger Immobilieninvestments ist es notwendig, zuerst herauszufinden, welche **Rolle** überhaupt **direkte und/oder indirekte Immobilienanlagen** in den Portfolios institutioneller Anleger spielen. Dafür muss das allgemeine Anlageverhalten dieser Investoren näher betrachtet werden (Abbildung 24). Das Anlageverhalten der verschiedenen

Investorentypen überrascht dabei nicht und entspricht dem für die jeweilige Gruppe erwarteten Anlageverhalten.

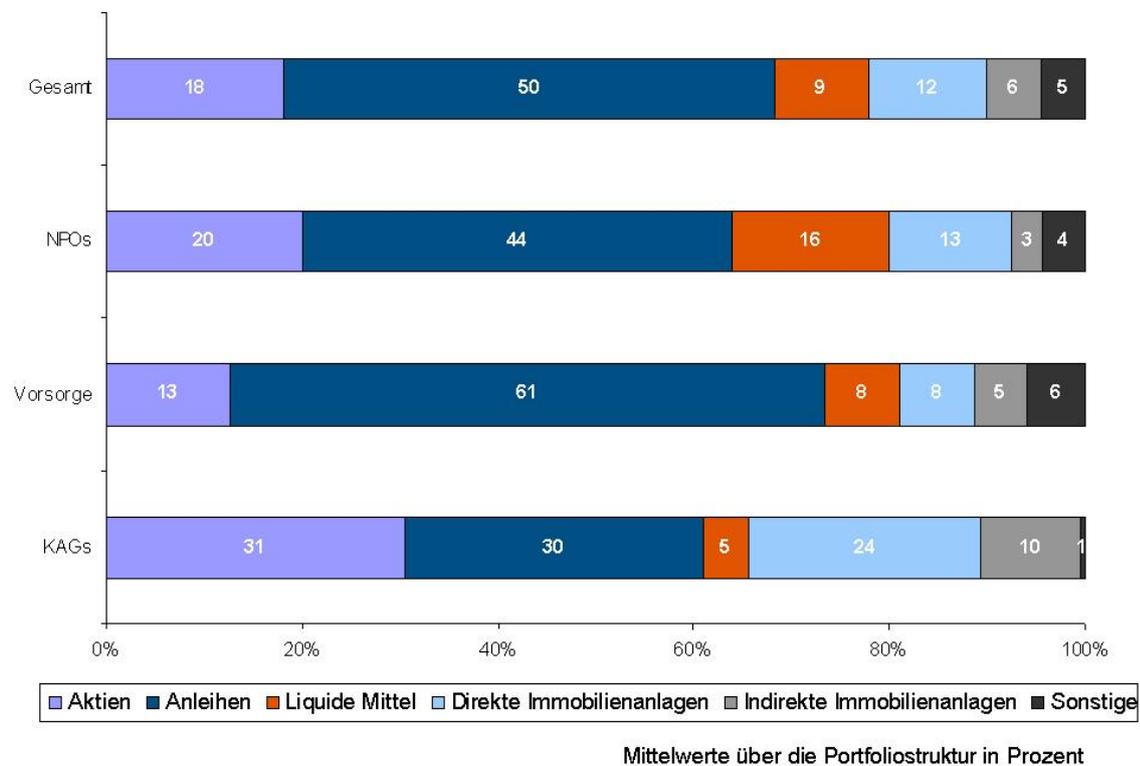


Abbildung 24: Vermögensverteilung nach Anlageformen
Quelle: eigene Darstellung

Zu den Gruppen im Einzelnen lassen sich aus der Erhebung folgende **Erkenntnisse** ziehen:

Kapitalanlagegesellschaften diversifizieren in der Regel ihre Portfolios. Aktien, Anleihen und Immobilienanlagen machen durchschnittlich jeweils rund ein Drittel aus. Rund 70 Prozent ihrer Kapitalanlagen haben eine geplante Haltedauer von mindestens fünf Jahren. Die restlichen ca. 31 Prozent der Anlagen teilen sich in mittelfristig (18 Prozent) und kurzfristig (13 Prozent) angelegte Kapitalanlagen auf. Die Beimischung verschiedener Anlageformen mit unterschiedlichen Haltedauern führt somit zu einer **breiten Risikostreuung**, welches für Kapitalanlagegesellschaften typisch ist.

Wie aus der sekundärstatistischen Analyse des Kapitels 2 hervorging, verfügen Kapitalanlagegesellschaften über ein sehr hohes Vermögensvolumen. Aufgrund der mangelnden Möglichkeit einer repräsentativen Hochrechnung sowie einigen Ausreißern, kann hier sinnvoll nur der **Median von 1.675 Millionen**

Euro angegeben werden. Gleichzeitig wächst das Anlagevermögen von Kapitalanlagegesellschaften jährlich sehr stark mit 15 Prozent. Die Angaben zum jahresdurchschnittlichen Wachstum variieren von 4 bis 75 Prozent bei einer Standardabweichung von 16. Da die zweithöchste Angabe 30 Prozent beträgt und die 75 Prozent für sehr hoch angesehen werden, wurde der Durchschnitt auch noch ohne diesen Maximalwert von 75 Prozent berechnet. In diesem Fall wächst das Anlagevolumen von Kapitalanlagegesellschaften jährlich weiterhin um satte 11 Prozent.

Bei den **Vorsorgeeinrichtungen** zeigt sich eher ein risikoaverses und langfristig orientiertes Anlageverhalten. Im Durchschnitt machen **Anleihen rund 60 Prozent** des Anlagevermögens aus. Bei den **Lebensversicherungen und Pensionsfonds** wird aufgrund von gesetzlichen Vorgaben mit 70 Prozent sogar noch stärker auf Anleihen gesetzt. Rund **drei Viertel der Anlagen** sind bei den Vorsorgeeinrichtungen **langfristig** (mehr als fünf Jahre) angelegt. Besonders stark wird bei Pension Trusts und Versorgungskassen in langfristige Anlagen investiert. Nur jeder zehnte Euro wird bei der gesamten Gruppe der Vorsorgeeinrichtungen kurzfristig (weniger als ein Jahr) angelegt. Einen besonders hohen Anteil mit Aktien haben innerhalb dieser Gruppe die Pension Trusts mit rund einem Fünftel. **Immobilienanlagen** spielen mit ca. 13 Prozent des Vermögens eher eine **geringere Rolle**. Das jahresdurchschnittliche Vermögenswachstum beträgt ca. sechs Prozent bei einem beträchtlichen Vermögensvolumen. Der Median beträgt hier 220 Millionen Euro. Ein Abgleich der Portfoliostrukturen für Pensionsfonds, Pensionskassen sowie Lebensversicherungen aus Abbildung 23 mit denen aus der Befragung zeigt, dass die Strukturen der befragten Lebensversicherungen sowie Pensionskassen zumindest strukturell ähnlich sind.

In der dritten Gruppe, der **Non-Profit-Organisationen** liegen durchschnittlich rund 16 Prozent des Vermögens in **liquiden Mitteln** vor und rund ein Fünftel der Anlagen wird **kurzfristig** angelegt. Dies entspricht den Angaben zur Zusammensetzung des Stiftungsvermögens in Abbildung 21. Allerdings machen hier bei den Stiftungen liquide Mittel nur rund fünf Prozent aus, während es bei karitativen und kirchlichen Einrichtungen aufgrund von laufenden Zahlungsverpflichtungen rund ein Drittel ist. Ähnlich ist der Unterschied bei der Haltedauer

der Kapitalanlagen. **Stiftungen** legen tendenziell ihr Vermögen **eher** in Anlagen **mit langfristiger Haltedauer** an als kirchliche und karitative Einrichtungen. Dies zeigt sich auch darin, dass bei Stiftungen Anleihen ca. 41 Prozent ausmachen – der Vergleichswert dazu aus Abbildung 21 liegt bei 35 Prozent. Direkte sowie indirekte Immobilienanlagen machen laut der Aussagen insgesamt ca. 16 Prozent aus. Bei einem relativ kleinen Vermögensvolumen – der Median beträgt 60 Millionen Euro - wächst das Vermögen dieser Gruppe der Non-Profit-Organisationen um ca. drei Prozent jährlich an.

Der **Fokus** dieses Projektes liegt auf der Anlageform **Immobilienanlagen**. Aus diesem Grund wird dieser Bereich mit Hilfe einer detaillierten Aufschlüsselung der Portfolioanteile verschiedener Immobilienanlageformen näher beleuchtet (Tabelle 8).

Kapitalanlagegesellschaften sind aufgrund ihrer hohen Portfolioanteile mit indirekten Immobilieninvestments **sowie ihres hohen Vermögensvolumens potenziell wichtige Nachfrager für nachhaltige Immobilieninvestments**. Knapp jeder vierte Euro wird jedoch weiterhin in direkte Immobilienanlagen investiert. Für indirekte Immobilieninvestmentprodukte sind sie aber auch ein wichtiger Markt. Jeder **zehnte Euro** geht laut Angaben der befragten Kapitalanlagegesellschaften durchschnittlich **in indirekte Immobilienanlagen**. Darunter sind bisher insbesondere ausländische Fonds (REITs) sowie offene Publikums- und Spezialfonds relevant.

	KAGs	Vorsorge	NPOs	Gesamt
Direkte Immobilienanlagen	23,7	7,6	12,6	12,0
Indirekte Immobilienanlagen	10,0	5,4	3,1	6,0
darunter				
Offene Publikumsfonds	2,6	0,5	0,1	0,7
Offene Spezialfonds	2,6	1,6	1,1	1,9
Geschlossene Immobilienfonds	1,1	2,1	0,6	1,9
Immobilien AGs	0,9	0,1	0,0	0,2
Ausländische Fonds (REITs)	2,9	0,3	0,0	0,6
Sonstige	0,0	0,5	1,2	0,8

Mittelwerte über die Portfoliostruktur in Prozent

Tabelle 8: Bedeutung von Immobilienanlagen
Quelle: eigene Darstellung

Immobilieninvestments spielen bei der Gruppe der **Vorsorgeeinrichtungen** eine geringere Rolle im Portfolio. Bei den Vorsorgeeinrichtungen sind **indirekte Immobilienanlagen** bisher relativ **unbedeutend** mit ca. fünf Prozent. Darunter zeigt sich vor allem eine Präferenz für geschlossene Immobilienfonds und offene Spezialfonds. Innerhalb der Gruppe der Vorsorgeeinrichtungen, die durchschnittlich ca. acht Prozent an direkten Immobilienanlagen hat, sind jedoch direkte Immobilienanlagen bei den Lebensversicherungen und Unterstützungskassen kaum vorhanden. Dafür liegen diese Anteile bei Pensionskassen, Pensionsfonds sowie CTAs über dem Durchschnitt.

Non-Profit-Organisationen legen ihr Vermögen **eher in direkte als in indirekte Immobilienanlagen** an. Insbesondere bei den Stiftungen ist der Anteil mit direkten Immobilienanlagen weitaus höher mit 22 Prozent als im Durchschnitt dieser Gruppe mit 13 Prozent. Direkte und indirekte Immobilienanlagen machen bei Stiftungen ca. 27 Prozent des Portfolios aus. Dieser Anteil entspricht den Statistiken aus Abbildung 20. Bei karitativen und kirchlichen Einrichtungen spielen direkte Immobilienanlagen dagegen kaum eine Rolle. Allerdings ist zu befürchten, dass bei einigen Befragten, z.B. bei den Stiftungen und Versorgungskassen der Term „direkte Immobilienanlagen“ falsch verstanden wurde, indem er im Sinne von selbst genutzten Immobilien interpretiert wurde. Indi-

rekte Immobilieninvestments spielen bei Non-Profit-Organisationen, insbesondere bei kirchlichen und karitativen Einrichtungen, eigentlich keine Rolle. Einige dieser Einrichtungen haben offene Spezialfonds aber dies macht durchschnittlich nur einen kleinen Anteil im Portfolio aus.

Bis auf die Kapitalanlagegesellschaften haben die anderen Gruppen von institutionellen Investoren eher geringe Anteile mit direkten und/oder indirekten Immobilienanlagen.

Werden aber **Immobilieninvestments in Zukunft mehr an Bedeutung** gewinnen? Auf die Frage, wie sich die Anteile mit Immobilieninvestments in den nächsten drei Jahren entwickeln werden, antworteten die Investoren eher verhalten. Insgesamt ein Fünftel aller befragten institutionellen Investoren sieht mittelfristig eine Zunahme von Immobilienanlagen im Portfolio. Die **Mehrheit** (ca. 75 Prozent), darunter vor allem Kapitalanlagegesellschaften, gehen von **in Zukunft gleich bleibenden Anteilen mit Immobilienanlagen** aus. Diejenigen Investoren, die in den nächsten drei Jahren mehr investieren wollen, planen dies vor allem in direkte Immobilienanlagen, REITs, geschlossene Immobilienfonds und Immobilien AGs zu tun. Da **nur 24 Investoren von steigenden Immobilienanteilen** ausgehen, sind diese Angaben zu den geplanten Anlageformen eher vorsichtig zu interpretieren. Bei den **einzelnen** Gruppen wurden folgende **Immobilienanlagen** genannt:

- **Kapitalanlagegesellschaften:** Immobilien AGs, REITs, offene Publikumsfonds und direkte Immobilienanlagen
- **Vorsorgeeinrichtungen:** Geschlossene Immobilienfonds, REITs
- **Non-Profit-Organisationen:** direkte Immobilienanlagen

Eine unterschiedliche Wahrnehmung der Renditen und Risiken von Immobilienanlagen kann bei den drei verschiedenen Gruppen von institutionellen Investoren aufgrund des unterschiedlichen Bedeutungsgrades von Immobilienanlagen festgestellt werden. Bei den **Kapitalanlagegesellschaften** sind die **Risikoinschätzungen** stark **von** der zum Befragungszeitpunkt gerade im vollen Gange befindlichen **Subprime-Krise geprägt**. Neben überdurchschnittlichen Risiken geben Kapitalanlagegesellschaften, bei denen rund ein Drittel des Vermögens aus direkten und indirekten Immobilienanlagen besteht, aber auch

überdurchschnittliche Renditeerwartungen an. Vorsorgeeinrichtungen, die eher in direkte Immobilienanlagen oder geschlossene Immobilienfonds investieren, sehen hohe Renditen bei eher durchschnittlichen Risiken für Immobilieninvestments. **Non-Profit-Organisationen**, die die klassischen Vorteile von direkten Immobilienanlagen wahrnehmen, schätzen die **Renditen und Risiken** von Immobilien eher **durchschnittlich** ein.

Zusammengefasst kann gesagt werden, dass **indirekte Immobilieninvestments** bisher eher eine **untergeordnete Rolle** bei den befragten institutionellen Investoren spielen. Lediglich die Kapitalanlagegesellschaften verzeichnen hier einen beträchtlichen Portfolioanteil mit indirekten Immobilienanlagen bei einem sehr hohen Vermögensvolumen. Auch in der **Zukunft** wird **kein erheblicher Bedeutungszuwachs** erwartet. In Kapitel 8.6 wird darauf im Rahmen einer Szenarioanalyse noch näher eingegangen.

8.4 Die Bedeutung von nachhaltigen Geldanlagen

Neben den ökonomischen Kriterien Rendite, Risiko und Liquidität achten institutionelle Anleger häufig auch auf **ökologische Kriterien** wie z.B. Energieeffizienz, Ressourcenschutz oder Erhaltung der Artenvielfalt und/oder auf soziale Kriterien z.B. Arbeitsschutz, Mitbestimmung usw. Andere ethische Kriterien spielen vorrangig bei den **Non-Profit-Organisationen**, insbesondere bei den **karitativen und kirchlichen Einrichtungen**, häufiger eine **bedeutende Rolle**. Letzteres Ergebnis stimmt überein mit den Ergebnissen einer im Jahr 2000 von der Universität Siegen durchgeführten Befragung von Non-Profit-Organisationen aus den Bereichen Religion sowie Umwelt-, Natur- und Tierschutz. Dort dominierten ethisch-soziale Kriterien über ökologische Kriterien bei religiösen Einrichtungen. Bei karitativen Einrichtungen waren ethisch-soziale und ökologische Kriterien gleichbedeutend.¹⁵⁸

Einige institutionelle Investoren berücksichtigen ökologische, soziale und/oder ethische Kriterien bei ihren Anlageentscheidungen, weil sie einer Berichtspflicht hinsichtlich der Anwendung solcher Kriterien unterstehen. Eine **Berichtspflicht** bedeutet, dass der Anbieter verpflichtet ist, darüber schriftlich zu informieren,

¹⁵⁸ Vgl. Schäfer, 2004, S. 281.

ob und wie er ökologische, soziale und/oder ethische Kriterien bei der Verwendung der eingezahlten Beiträge berücksichtigt.

Einige Institutionen unterstehen einer Berichtspflicht hinsichtlich der Anwendung solcher ökologischer, sozialer und/oder ethischer Kriterien (Tabelle 9). Besonders häufig kann eine Berichtspflicht aufgrund von gesetzlichen Vorgaben in der Gruppe der Vorsorgeeinrichtungen, insbesondere bei CTAs, Unterstützungskassen sowie Pensionsfonds, festgestellt werden. Bei den gesetzlichen Vorgaben handelt es sich um die ökologisch-ethische **Berichtspflicht gemäß des Altersvorsorgeverträgezertifizierungsgesetz** aus dem Jahr 2002 (siehe auch Kapitel 7.1.2). Knapp jede vierte Kapitalanlagegesellschaft untersteht auch einer Berichtspflicht, während es bei den Non-Profit-Organisationen nur ca. 15 Prozent sind.

SRI haben bei den verschiedenen Typen von institutionellen Investoren einen unterschiedlichen Bedeutungsgrad, was sich im Bestand und Volumen von nachhaltigen Geldanlagen zeigt. Kapitalanlagegesellschaften haben häufig als Teil einer sehr diversifizierten Anlagestrategie geringe Portfolioanteile mit nachhaltigen Geldanlagen. Auch wenn zwei Drittel der **Kapitalanlagegesellschaften** angeben, dass sie **SRI** haben, machen diese **nur ca. vier Prozent** des Geldvermögens aller befragten Kapitalanlagegesellschaften aus¹⁵⁹. In der Gruppe der Kapitalanlagegesellschaften, die bereits SRI haben, beträgt der durchschnittliche Portfolioanteil mit nachhaltigen Geldanlagen lediglich sechs Prozent.

Bei den **Vorsorgeeinrichtungen** ist das Thema **Nachhaltigkeit** in vielen Fällen **unbedeutend**. Obwohl Vorsorgeeinrichtungen häufiger einer Berichtspflicht unterstehen, haben durchschnittlich nur zwei Fünftel der Vorsorgeeinrichtungen SRI. Dieser Anteil liegt bei den Lebensversicherungen und Pensionsfonds sogar bei jeweils drei Fünftel. Der **Portfolioanteil mit nachhaltigen Geldanlagen** über alle Vorsorgeeinrichtungen beträgt hier **fünf Prozent**. Betrachtet man nur die Gruppe der Vorsorgeeinrichtungen, die bereits SRI haben, erhöht sich der

¹⁵⁹ Durchschnitt berechnet inklusive der Kapitalanlagegesellschaften ohne nachhaltige Geldanlagen.

durchschnittliche Portfolioanteil auf 13 Prozent. Dies bedeutet, dass Investoren bei einer Entscheidung für SRI mäßige Anteile davon ins Portfolio aufnehmen.

	KAGs	Vorsorge	NPOs	Gesamt
So viel Prozent der jeweiligen Institutionen haben...				
...eine Berichtspflicht (Nachhaltigkeitskriterien)	23	42	15	31
...nachhaltige Geldanlagen	68	41	45	48
So viel Prozent des Kapitalanlagevermögen sind...				
...nachhaltige Geldanlagen	4	5	13	7

Tabelle 9: Bedeutung von Nachhaltigkeitsaspekten bei der Vermögensanlage
Quelle: eigene Darstellung

Den **höchsten Portfolioanteil** mit nachhaltigen Geldanlagen haben die **Non-Profit-Organisationen mit 13 Prozent**. Bei den 45 Prozent der Non-Profit-Organisationen, die bereits SRI haben, beträgt der durchschnittliche Portfolioanteil sogar knapp 30 Prozent. Hier können also sehr hohe Anteile festgestellt werden, wenn sich eine Non-Profit-Organisation für SRI entscheidet.

Auch wenn die Non-Profit-Organisationen hohe Portfolioanteile mit nachhaltigen Geldanlagen verzeichnen, muss berücksichtigt werden, dass Kapitalanlagegesellschaften und Vorsorgeeinrichtungen trotz geringer Anteile über ein sehr hohes Vermögensvolumen mit nachhaltigen Geldanlagen verfügen.

SRI beziehen sich bei **allen drei Gruppen** bisher vor allem auf die Bereiche **Anleihen und Aktien**. Nachhaltige Immobilienanlagen sind bisher kaum vorhanden. Dieses Ergebnis trifft zumindest für die befragte Gruppe zu. Nur wenige Kapitalanlagegesellschaften sowie Vorsorgeeinrichtungen haben bereits nachhaltige indirekte Immobilienanlagen in ihrem Portfolio.

Ein **Grund** dafür, warum nachhaltige Immobilieninvestments bisher noch nicht als Anlageprodukt erkannt wurden, ist, dass die institutionellen Investoren **nicht ausreichend darüber informiert** sind. Dies zeigt eine Abfrage des Wissens-

tandes bezüglich SRI im Allgemeinen und nachhaltiger Immobilienanlagen im Speziellen (Abbildung 25). Während die meisten institutionellen Investoren mehrheitlich angeben, zumindest gut über SRI Bescheid zu wissen, sieht das Bild ganz anders beim Thema nachhaltige Immobilienanlagen aus. Allerdings kann bei den Kapitalanlagegesellschaften ein „**Over-Confidence**“ erkannt werden, da jeweils 45 Prozent angeben, sowohl bei nachhaltigen Geldanlagen als auch bei nachhaltigen Immobilienanlagen „sehr gut“ informiert zu sein. Dies liegt sicherlich daran, dass dieses Thema im Rahmen der Klimadebatte aktuell diskutiert wird. Das sieht bei den Vorsorgeeinrichtungen anders aus: die Mehrheit der Vorsorgeeinrichtungen ist nur gering bis gut informiert. Dagegen haben die meisten Non-Profit-Organisationen nur ein geringes Wissen zum Thema nachhaltige Immobilienanlagen.

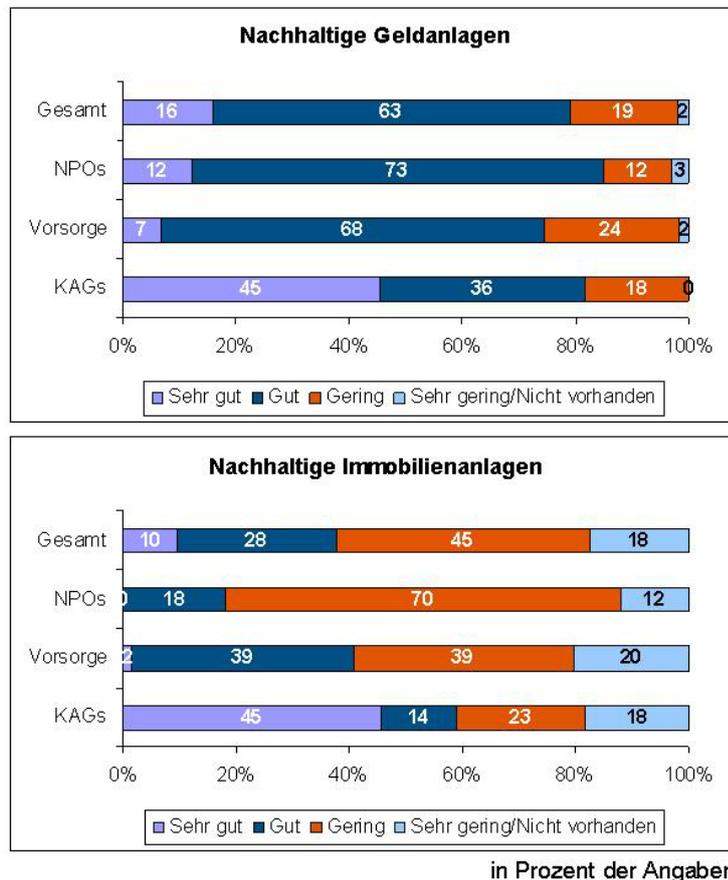


Abbildung 25: Wissensstand zum Thema Nachhaltigkeit
Quelle: eigene Darstellung

Im Rahmen von Korrelationsanalysen zeigen sich folgende Zusammenhänge zum **Wissensstand von institutionellen Investoren**:

- Der Wissensstand bezüglich nachhaltiger Geldanlagen, darunter auch Immobilienanlagen, steigt, wenn institutionelle Investoren bereits SRI in ihrem Portfolio haben.
- Je höher der Portfolioanteil mit nachhaltigen Geldanlagen, desto besser die Kenntnisse bezüglich nachhaltiger Geldanlagen. Dieser Zusammenhang trifft allerdings nicht für nachhaltige Immobilienanlagen zu.
- Je höher der Portfolioanteil mit Immobilienanlagen, desto besser das Wissen bezüglich nachhaltiger Immobilienanlagen.

Diese Ergebnisse weisen darauf hin, dass das Thema **nachhaltige Immobilieninvestments** bisher vor allem **bei folgenden Gruppen noch nicht angekommen** ist:

- **Institutionelle Investoren**, die bisher **keine SRI** haben
- **Institutionelle Investoren**, die bisher **keine bzw. geringe Immobilienanlagen** haben

8.5 Bedeutung nachhaltiger Immobilieninvestments

In diesem Abschnitt werden nun die bisherige Bedeutung und das Interesse an nachhaltigen Immobilieninvestments dargestellt. Die Institutionen wurden dafür befragt, welche an Nachhaltigkeitskriterien orientierte Immobilienanlageformen für die Institution in Frage kommen würden (Tabelle 10). Es zeigt sich für die verschiedenen Institutionsgruppen jeweils ein etwas **unterschiedliches Bild**. Insgesamt **dominieren** hier **direkte Immobilienanlagen** sowie **geschlossene Immobilienfonds**. Nicht überraschend sind bei den Kapitalanlagegesellschaften die häufigen Nennungen von Immobilien AGs sowie REITs. Dagegen kommen bei Non-Profit-Organisationen eher offene Publikumfonds in Frage.

	KAGs	Vorsorge	NPOs	Gesamt
Direkte Immobilienanlagen	55	34	33	38
Offene Publikumsfonds	27	14	33	22
Offene Spezialfonds	27	15	24	20
Geschlossene Immobilienfonds	27	29	27	28
Immobilien AGs	32	5	15	13
REITs	41	12	18	19
Fallzahl	22	59	33	114

in Prozent der Angaben (Mehrfachnennungen)

Tabelle 10: Vorstellbare nachhaltige Immobilienanlagen
Quelle: eigene Darstellung

Für **über die Hälfte** der befragten institutionellen Investoren kommen nachhaltig orientierte geschlossene oder offene **Immobilienfonds** überhaupt **nicht in Frage**. Diejenigen Institutionen, für die geschlossene oder offene Immobilienfonds relevant sein könnten, wurden des Weiteren zu ihrem Interesse an nachhaltigen Immobilienfonds befragt. Bei ca. der Hälfte dieser Gruppe kann nur ein **durchschnittliches Interesse** festgestellt werden. Es überrascht nicht, dass hier die Mehrheit der Vorsorgeeinrichtungen nur ein mäßiges Interesse zeigt. Denn Vorsorgeeinrichtungen haben nur geringe Portfolioanteile mit indirekten Immobilienanteilen sowie mit nachhaltigen Geldanlagen. Allerdings handelt es sich bei den Vorsorgeeinrichtungen trotz niedriger Anteile um ein beträchtliches Vermögensvolumen.

Für **Kapitalanlagegesellschaften**, für die Immobilienfonds in Frage kommen, zeigt sich **am ehesten** noch ein **Interesse** für nachhaltige Immobilienfonds. Auch dies passt zur Anlagestruktur, da jeder zehnte Euro in indirekte Immobilienanlagen angelegt wird. Auch wenn der Portfolioanteil mit nachhaltigen Geldanlagen eher gering ist, handelt es sich um ein sehr hohes Vermögensvolumen.

Das **Interesse** an Immobilienfonds ist bei **Non-Profit-Organisationen** nur **gering** bis **durchschnittlich**. Bisher spielen indirekte Immobilienanlagen bei dieser Gruppe kaum eine Rolle, aber anteilmäßig spielen SRI eine sehr wichtige Rolle. Berücksichtigt werden muss aber, dass es sich hier um ein relativ geringes Volumen handelt.

Eher **verhalten** ist die **langfristige** (zehn Jahre) **Renditeabschätzung** von nachhaltigen Immobilienfonds im Vergleich zu herkömmlichen Immobilienfonds. Dafür wurden wieder nur diejenigen institutionellen Investoren gefragt, für die Immobilienfonds überhaupt in Frage kommen. Die **Mehrheit** erwartet hier **gleich große Renditen**. Während Non-Profit-Organisationen weiterhin eher noch eine „Grün kostet Geld- Mentalität“ haben, sehen einige Vorsorgeeinrichtungen und insbesondere Kapitalanlagegesellschaften auch bessere Renditechancen für nachhaltige Immobilienfonds gegenüber herkömmlichen Immobilienfonds. Als Hauptgrund für die bessere Rendite wird überwiegend die erhöhte Nachfrage nach nachhaltigen Produkten gesehen.

Je geringer das Wissen bezüglich nachhaltiger Immobilienanlagen, desto weniger glauben die befragten institutionellen Investoren, dass nachhaltige Immobilienfonds bessere Renditen als herkömmliche Immobilienfonds in den nächsten zehn Jahren erreichen können. Auch bei einem guten Wissensstand über SRI im Allgemeinen, sind die Erwartungen eher pessimistisch.

Die Ergebnisse bezüglich der **Anforderungen an einen nachhaltigen Immobilienfonds** zur Akzeptanz als attraktive Anlage zeigen kein eindeutiges Bild für die Entwicklung eines Gütezeichens. Aufgrund geringer Fallzahlen (57) können hier nur Tendenzaussagen gemacht werden. Am **häufigsten** wurden als notwendige Anforderung in allen Gruppen **regelmäßige Nachhaltigkeitsberichte** genannt. Zudem fordern Kapitalanlagegesellschaften und Non-Profit-Organisationen häufig auch **Zertifizierungen**. Vorsorgeeinrichtungen tendieren dagegen eher zu **Ratings**. Staatliches oder privates **Labeling** spielt jedoch bisher **kaum eine Rolle**.

Abschließend konnten die Institutionen noch die **Bedeutung von Eigenschaften von Immobilien** im Rahmen eines nachhaltigen Immobilienfonds auf einer 4-er Skala von sehr wichtig bis unwichtig bewerten. Auf Basis der Durchschnitte

auf dieser Skala wurde eine Punktebewertung in der Tabelle 11 durchgeführt. Neben **technischen, funktionalen sowie ökonomischen Qualitäten** werden bei einer Immobilie im Rahmen eines nachhaltigen Immobilienfonds vor allem die **Umweltqualität und Standortqualität** als **wichtig** eingestuft. Unter Umweltqualität werden Aspekte wie Energieverbrauch sowie Wirkungen auf die lokale und globale Umwelt durch Immobilien verstanden. Die Wichtigkeit der Standortqualität wird sicherlich auch unabhängig vom Thema Nachhaltigkeit als wichtig bewertet. Soziale Aspekte wie Komfort, Gesundheit und Barrierefreiheit sowie gestalterische Aspekte spielen dagegen bisher eine untergeordnete Rolle.

	KAGs	Vorsorge	NPOs	Gesamt
Gestalterische Qualität	++	++	+	+
Technische Qualität	+++	++	++	++
Funktionale Qualität	+++	++	++	++
Soziale Qualität	++	+	+	+
Ökonomische Qualität	+++	++	++	++
Umweltqualität	+++	++	++	++
Standortqualität	+++	+++	++	++

Durchschnitte auf der Skala (sehr wichtig (4) bis unwichtig (1)); + = bis 2,5; ++= 3 bis 3,5; +++= über 3,5

Tabelle 11: Gewünschte Eigenschaften von Immobilien im Rahmen eines nachhaltigen Immobilienfonds

Quelle: eigene Darstellung

8.6 Potenziale im Bereich nachhaltige Immobilienanlagen

Aufgrund der fehlenden Repräsentativität der Daten ist es **nicht möglich**, auf Basis der Befragungsergebnisse die **Marktpotenziale** von nachhaltigen Immobilieninvestments **in absoluten Werten** zu berechnen. Allerdings ist es möglich, **explorative Szenariorechnungen** auf Grundlage des bisherigen Anlageverhaltens, der Anlageabsichten und der avisierten Anlageformen für die befragten institutionellen Investoren durchzuführen, um erste Hinweise auf Marktpotenziale zu erhalten. Hervorgehoben werden muss aber, dass es sich hier

lediglich um eine *erste Trendidentifikation* auf *Basis* von **Tendenzaussagen** handelt, die aufgrund der Stichprobengröße nicht statistisch abgesichert werden können. Abschließend werden, soweit möglich, relevante Zielgruppen für nachhaltige Immobilieninvestments identifiziert, um Impulse für eine zielgerichtete Bedienung der Nachfrage zu geben.

Um die **Potenziale nachhaltiger Immobilienanlagen** in der Zukunft abschätzen zu können, müssen **zwei Entwicklungen** betrachtet werden. Erstens, wie entwickelt sich der Markt für Immobilienanlagen insgesamt? Zweitens, welcher Anteil davon geht in das Investment nachhaltiger Anlagen und hier insbesondere in die indirekten Anlageformen?

Aus der Kombination dieser beiden Trends ergeben sich verschiedene Szenarien, die im Folgenden kurz vorgestellt werden (siehe Abbildung 26). Im Anschluss kann ein wahrscheinliches Szenario anhand der Befragungsergebnisse identifiziert werden.

Die **Entwicklung des Gesamtmarkts für Immobilienanlagen** hängt von der Beurteilung von zukünftigen Chancen und Risiken im Vergleich zu alternativen Anlageformen ab. In Abhängigkeit davon entscheiden sich die institutionellen Anleger, ihr Engagement in Immobilien auszuweiten, beizubehalten oder abzubauen. Die Einschätzungen können jedoch in unterschiedlichen Anlegergruppen unterschiedlich ausfallen. Je homogener eine positive Einschätzung der Immobilienanlage ist desto wahrscheinlicher ist ein starkes Wachstum. Ein bereits stark in Immobilien investierter Anleger kann jedoch in der Abschätzung des Verhältnisses von Ertrag zu Risiko zu anderen Ergebnissen kommen als ein schwach investierter Anleger. Zur **Potenzialabschätzung** des Gesamtmarktes unterscheiden wir deshalb zwischen **drei Gruppen** von Akteuren: **Gruppe eins investiert bisher nicht in Immobilien, Gruppe zwei hält weniger als die Hälfte ihres Anlagevolumens in Immobilien, Gruppe drei mehr als die Hälfte.**

Starkes Wachstum ist im linearen Szenario zu erwarten, in dem alle drei Gruppen von Akteuren planen, mehr als bisher in Immobilien zu investieren. Dabei können die einzelnen Akteursgruppen unterschiedliche Wachstumsraten planen, diese sind jedoch durch die Bank weg positiv. Entscheidungsgrundlage ist

hier die allgemeine positive Einschätzung der Anlage in Immobilien, die mehr als bisher als lohnenswertes Investment gesehen wird.

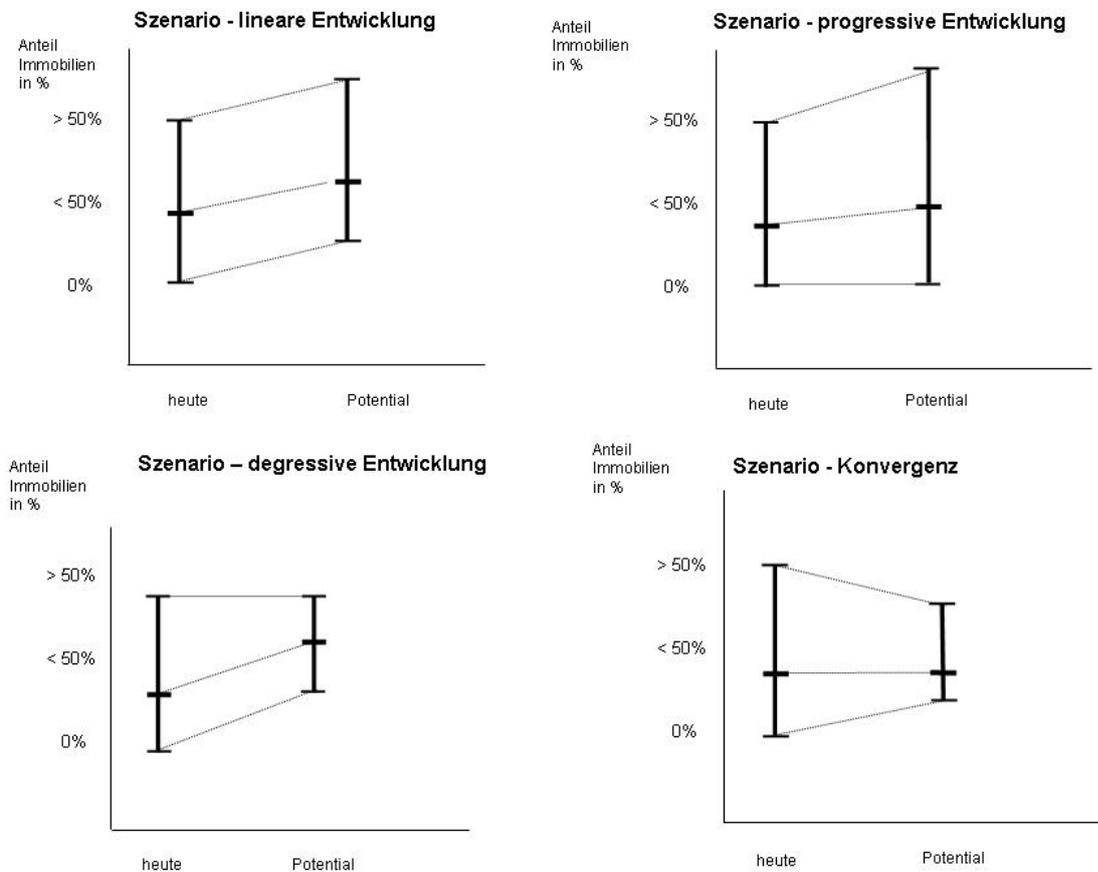


Abbildung 26: Zukunftsszenarien für den Immobilienmarkt
Quelle: eigene Darstellung

Moderates Wachstum ist wahrscheinlich, wenn unterschiedliche Investitionsabsichten vorliegen. Mindestens eine Teilgruppe beabsichtigt, ihren Anteil konstant zu belassen, während die anderen Akteure eine Ausweitung planen. Hier sind Szenarien der degressiven oder der progressiven Entwicklung möglich. Im ersten Fall ist für bereits stark investierte Akteure eine gewisse Sättigung zu beobachten, während Gruppen, die weniger als 50 Prozent Immobilienanlagen in ihrem Portfolio halten, diesen Anteil ausweiten wollen. Im progressiven Fall nimmt die Divergenz zwischen den Gruppen zu. Akteure, die bisher nicht im Immobilienmarkt aktiv sind, haben kein Interesse, dieses in Zukunft zu ändern. Entscheidungstheoretische Grundlage könnte hier eine gewisse Spezialisierung der Akteure sein, die sich aufgrund von internen Statuten oder einem Wissensvorsprung in einem Markt auf bestimmte Anlageformen (Aktien, festverzinsliche Anlagen oder eben Immobilien) beschränken.

Schließlich ist kaum oder kein Wachstum zu erwarten, falls es zu einer Konvergenz in Richtung des Mittelwertes der Immobilienanteile in den Portfolios kommt. Bereits stark engagierte Anleger reduzieren ihren Immobilienanteil, schwach investierte bauen ihn dagegen aus. Der Anteil der mittleren Gruppe stellt dann so etwas wie die optimale Portfoliostruktur dar, an die sich die anderen Akteure annähern.

Für den Fall eines insgesamt rückläufigen Volumens an Immobilienanlagen sind analoge Szenarien abzuleiten.

Für eine gegebene Entwicklung des Gesamtmarktes kann sich der Markt für nachhaltige Immobilienanlagen entsprechend dem Durchschnitt, besser oder schlechter als der Gesamtmarkt für Immobilienanlagen entwickeln. Dies hängt in erster Linie mit einer sich verändernden Wahrnehmung nachhaltiger Anlagen zusammen, so dass aufgrund eines veränderten Bewusstseins oder veränderter Renditeerwartungen zukünftig ein steigender, konstanter oder fallender Anteil des Portfolios in nachhaltige Anlagen investiert werden soll.

Das zukünftige Potenzial für nachhaltige Immobilienanlagen ergibt sich schließlich aus der kombinierten Betrachtung des Gesamtmarktes für Immobilienanlagen und dem Interesse an nachhaltigen Anlageprodukten:

Potenzial = (zukünftiges Marktvolumen Immobilien) x (zukünftiger Anteil nachhaltiger Immobilien)

Folgende Matrix fasst die **zweistufige Potenzialabschätzung** zusammen und kombiniert die Erwartungen für den gesamten Immobilienmarkt (Spalten) mit der Einschätzung über das zukünftige Interesse an nachhaltigen Anlageformen (Zeilen) (siehe Tabelle 12:).

Relativer Anteil nachhaltiger Immobilienanlagen	Entwicklung des gesamten Marktes für Immobilienanlagen		
	linear	degressiv /progressiv	konvergierend
steigend	+++	++	+
konstant	++	+	~
fallend	+ ~	~	-

Szenario mit sehr starken (+++), uneindeutigen (~) bis negativen (-) Wachstumserwartungen

Tabelle 12: Wachstumsszenarien für nachhaltige Immobilienanlagen
Quelle: eigene Darstellung

Das **größte Potenzial** (+++) für Anlagen in nachhaltige Immobilien kann offensichtlich erwartet werden, wenn sowohl der **Immobilienmarkt insgesamt stark wächst** (lineares Szenario) und **gleichzeitig SRI an Bedeutung gewinnen**. Trotz unveränderten Interesses an nachhaltigen Anlagen insgesamt kann von einem (deutlichen) Wachstum im Anlagevolumen von nachhaltigen Immobilien (++/+) ausgegangen werden, solange sich der gesamte Immobilienmarkt (sehr) positiv entwickelt.

Die folgende umfragegestützte Abschätzung des Potenzials von Anlagen in nachhaltige Immobilien folgt dieser zweistufigen Logik. Zunächst soll eine Trendbestimmung für den Immobilienmarkt erfolgen, in einem zweiten Schritt folgt die Trendbestimmung der Entwicklung nachhaltiger Immobilienanlagen.

Auf Basis der Befragungsergebnisse lässt sich folgende Entwicklung des gesamten Immobilienmarktes für die oben beschriebenen **Teilgruppen** feststellen (Tabelle 13):

- Diejenigen institutionellen Investoren, die **bisher keine Immobilienanlagen** haben, **planen auch keine**. Die meisten geben an, dass es in den nächsten drei Jahren keine Veränderung im Bereich direkte und indirekte Immobilienanlagen geben wird.
- Institutionelle Investoren mit einem **hohen Immobilienanteil** (>50 Prozent) wollen diesen Anteil auf jeden Fall **halten oder steigern**. Allerdings ist diese **Gruppe** mit einer Fallzahl von 15 **sehr klein**.
- Wenn bisher nur **geringe Immobilienanteile** im Portfolio vorhanden sind (1 bis 50 Prozent), dann soll dieser in den nächsten drei Jahren überwiegend gehalten werden. Tendenziell kann gesagt werden, dass

mehr Investoren eine Zunahme als eine Abnahme von Immobilienanteilen planen.

	Aktueller Portfolioanteil mit Immobilienanlagen (direkt und indirekt)		
	0%	1 bis 50%	über 50%
Erwartete mittelfristige Entwicklung von Immobilienanlagen (direkt und indirekt)			
Starke Zunahme	0	1	0
Leichte Zunahme	5	14	4
Keine Veränderung	46	21	11
Leichte Abnahme	0	5	0
Starke Abnahme	0	1	0
Gesamt	51	42	15

absolute Angaben (Anzahl)

Tabelle 13: Entwicklung des Immobilienmarktes
Quelle: IW Consult

Diese **Ergebnisse weisen darauf hin**, dass zumindest die befragten **institutionellen Investoren** sich in einem **Szenario des moderaten Wachstums** befinden, in dem **unterschiedliche**, aber **keine** sich **verringenden Investitionsabsichten** vorliegen. Diese wenn auch sehr explorativen Ergebnissen deuten auf den progressiven Fall hin, indem die Divergenz zwischen den Gruppen zunimmt. Akteure, die bisher nicht im Immobilienmarkt aktiv sind, haben kein Interesse, dieses in Zukunft zu ändern.

In einem zweiten Schritt wird untersucht, wie sich der **Markt für nachhaltige Immobilienfonds in Zukunft** entwickeln wird. Dies wird an dem bekundeten Interesse an nachhaltigen Immobilienfonds ermittelt:

- **Investoren**, die bisher in **keine Immobilienanlagen** investieren und dies auch nicht in den kommenden drei Jahren planen, haben ein **geringes Interesse an nachhaltigen Immobilienfonds** bzw. sehen dies nicht als relevant für ihre Institution an.
- **Investoren**, die bereits **Immobilienanlagen in ihrem Portfolio** halten bzw. dies planen, haben tendenziell eher ein **mäßiges Interesse** an nachhaltigen Immobilienfonds.

Dies zeigt sich auch darin, dass es nur eine sehr schwache Korrelationsbeziehung zwischen steigenden Portfolioanteilen mit Immobilienanlagen und dem Interesse an nachhaltigen Immobilienfonds gibt.

Zusammengefasst bedeutet dies, dass der Markt für nachhaltige Immobilienfonds nicht durch ein größeres Interesse an dieser Art von Produkt wachsen wird, sondern nur durch ein insgesamt moderates Wachstum des gesamten Immobilienmarkts erfolgen kann. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass die Ergebnisse nicht repräsentativ hochgerechnet sind, sondern lediglich Tendenzaussagen darstellen.

Bei nachgewiesener heterogener Einschätzung von Immobilienanlagen im Allgemeinen und SRI im Besonderen stellt sich die Frage nach der **relevanten Zielgruppe für nachhaltige Immobilienfonds**. Zur Beantwortung dieser Frage wurden die institutionellen Investoren in verschiedene Typen unterteilt und die Frage nach dem Interesse an nachhaltigen Immobilienfonds kreuztabelliert. Im Folgenden präsentieren wir die wichtigsten Ergebnisse:

Rund **40 Prozent** der befragten institutionellen Investoren **haben oder planen Immobilienanlagen** und geben an, dass sie neben ökonomischen Kriterien wie Rendite, Risiko und Liquidität **auch auf ökologische, sozialen oder andere ethische Kriterien** achten. Bei dieser Gruppe ist die Wahrscheinlichkeit am höchsten, dass sie nachhaltige Immobilienanlagen in ihr Portfolio aufnehmen. Dies ist eine **wichtige Zielgruppe** für nachhaltige Immobilienfonds.

Der Markt für nachhaltige Immobilienfonds liegt auch **eher bei Investoren**, die **bereits SRI haben**. Typisiert man die befragten institutionellen Investoren nach ihrem Portfolioanteil mit nachhaltigen Geldanlagen, haben diejenigen ohne SRI eher ein geringes bis durchschnittliches Interesse an nachhaltigen Immobilienfonds bzw. diese Anlageform ist nicht relevant für sie. Investoren mit SRI im Portfolio haben mehrheitlich ein durchschnittliches Interesse an SRI. Keine Unterschiede im Interesse ergeben sich zwischen Investoren mit niedrigen (<5 Prozent) und hohen (>5 Prozent) Portfolioanteilen bzgl. SRI.

Das **Interesse für nachhaltige Immobilienfonds** liegt **eher bei größeren Investoren**. Unterteilt man die Investoren in drei Vermögensgrößenklassen (bis

100 Mio. Euro, 100 bis 1.000 Mio. Euro und über 1.000 Mio. Euro), dann zeigt sich bei den Investoren mit einem Vermögen bis 100 Mio. Euro ein deutlich geringes Interesse an nachhaltigen Immobilienfonds bzw. dieses Thema ist nicht relevant als bei den größeren Investoren, die tendenziell zumindest ein durchschnittliches Interesse haben.

Des Weiteren wurden folgende Unterteilungen gemacht, bei denen allerdings **keine bzw. nur sehr schwache** Unterschiede im **Interesse** an nachhaltigen Immobilienfonds festgestellt wurden:

- Investoren mit keinem, schwachen und starkem Wachstum des Kapitalanlagevermögens haben kein unterschiedliches Interesse an nachhaltigen Immobilienfonds
- Investoren, die überwiegend längerfristig anlegen, haben kein größeres Interesse an nachhaltigen Immobilienfonds. Hier konnte nur ein sehr schwacher Zusammenhang festgestellt werden.
- Investoren mit einem hohen Portfolioanteil von SRI haben auch keine größeren Präferenzen für nachhaltig orientierte direkte und/oder indirekte Immobilienanlagen.

Zusammengefasst lässt sich sagen, dass das **Interesse für nachhaltige Immobilienfonds** bisher eher bei **größeren institutionellen Investoren sowie bei Investoren**, die bereits wenn auch kleine Teile ihres Vermögens *in SRI investiert* haben, vorzufinden ist. Ein ähnliches Ergebnis zeigte sich auch in Kapitel 8.4, da auch diejenigen Investoren besser über nachhaltige Immobilienanlagen informiert sind, die bereits SRI haben. Diese Investorengruppen könnten potenzielle Zielgruppen für nachhaltige Immobilieninvestments sein.

8.7 Fazit

Die Befragungsergebnisse erlauben eine Untersuchung des bisherigen Anlageverhaltens sowie des beabsichtigten Anlageverhaltens in den Bereichen Immobilienanlagen und SRI, darunter insbesondere den indirekten Immobilienanlagen.

Das Thema „**nachhaltige Immobilienanlagen**“ ist laut der Befragung ausgewählter **institutioneller Investoren bisher kaum verbreitet**. Vor dem Hintergrund der aktuellen Debatten zum Klimawandel ist zu erwarten, dass die Bedeutung nachhaltiger Geldanlagen und darunter auch nachhaltiger Immobilienanlagen zunehmen wird. Eine explorative Szenariorechnung auf Basis der Umfrageergebnisse zeigt jedoch, dass der **Markt für nachhaltige Immobilienfonds nicht durch ein größeres Interesse an diesem Anlageprodukt wachsen wird, sondern durch ein insgesamt moderates Wachstum des Marktes für Immobilienanlagen**. Die Mehrheit der Befragten geht mittelfristig von konstanten Portfolioanteilen mit Immobilienanlagen aus, so dass kein erheblicher Nachfrageanstieg zu erwarten ist. Bereits besonders hohe Anteile mit indirekten Immobilieninvestments haben Kapitalanlagegesellschaften, die auf Basis ihres hohen Vermögensvolumens wichtige Nachfrager für nachhaltige Immobilieninvestments sein können.

Neben den üblichen ökonomischen Kriterien achten institutionelle Investoren häufig auch auf ökologische und soziale Kriterien. Andere ethische Kriterien spielen nur bei den befragten Non-Profit-Organisationen eine bedeutende Rolle. Obwohl die Befragung nicht repräsentativ für alle institutionellen Investoren stehen kann, ergeben sich Hinweise bezüglich möglicher Zielgruppen für nachhaltige Immobilieninvestments. Immerhin **haben oder planen rund 40 Prozent** der befragten institutionellen Investoren **Immobilienanlagen** und achten **auch auf ökologische, soziale oder andere ethische Kriterien** neben den klassischen ökonomischen Kriterien. Bei dieser Gruppe ist die Wahrscheinlichkeit am höchsten, dass sie nachhaltige Immobilienanlagen in ihr Portfolio aufnehmen. Generell kann auch gesagt werden, dass Anleger, die sich bereits mit dem Thema Nachhaltigkeit im Kontext von Kapitalanlagen beschäftigt und darin investiert haben, eher ein Interesse an einem nachhaltig orientierten Immobilienfonds haben.

Die Ergebnisse geben Hinweise darauf, dass der **Grund** dafür, warum **nachhaltige Immobilieninvestments bisher noch nicht als ein attraktives Anlageprodukt** erkannt worden sind, vor allem am **geringen Wissensstand** der Anleger zu diesem Thema liegt. Während die Mehrheit der Anleger zumindest gut über SRI im Allgemeinen informiert ist, trifft das nicht auf das Thema Immo-

bilienanlagen im Speziellen zu. Dabei zeigt sich auch, dass Anleger, die bereits SRI in ihrem Portfolio haben, besser über dieses Thema informiert sind.

Einige der befragten institutionellen Investoren haben bereits in **SRI** investiert, allerdings sind die Anteile außer bei den Non-Profit-Organisationen eher gering. Bei den **Kapitalanlagegesellschaften** werden solche Anlagen innerhalb einer **Diversifikationsstrategie beigemischt**; bei den Vorsorgeeinrichtungen können sie in der gesetzlich vorgeschriebenen ökologisch-ethischen Berichtspflicht begründet sein. Dennoch ist bei den befragten Vorsorgeeinrichtungen die **Bedeutung SRI bisher noch gering**. Berücksichtigt man die Vermögensvolumen der Kapitalanlagegesellschaften sowie einiger Vorsorgeeinrichtungen handelt es sich hier jedoch um ein hohes Vermögensvolumen, das bereits nachhaltig angelegt ist. **Bisher dominieren im Bereich SRI Anleihen und Aktien. Immobilienanlagen** hingegen sind **kaum vorhanden**. Für über die Hälfte der befragten Anleger kommen geschlossene oder offene nachhaltige Immobilienfonds bisher nicht in Frage. Die Mehrheit der Anleger, die sich eine derartige Investition vorstellen können, zeigt jedoch nur ein **durchschnittliches Interesse** und erwartet langfristig gleich große Renditen wie bei herkömmlichen Immobilienfonds. **Notwendig** scheinen einerseits eine **gezielte Ansprache geeigneter Zielgruppen durch attraktive Anlageprodukte** sowie eine **bessere Informationsverbreitung** zur Generierung einer Nachfrage auch bei denjenigen Investoren, die bisher nur wenige Berührungspunkte mit diesem Bereich haben.

Bei der Gestaltung eines geeigneten nachhaltigen Immobilienfonds zeigen die Ergebnisse, dass neben den ökonomischen, technischen und funktionalen Eigenschaften die Umwelt- und Standortqualität gewünschte Eigenschaften von Immobilien im Rahmen eines solchen Fonds sind. Für die Entwicklung eines **Gütezeichens** ergibt sich **kein eindeutiges Bild**. Am häufigsten wurden **regelmäßige Nachhaltigkeitsberichte** als eine **notwendige Anforderung** zur Akzeptanz der Anlage genannt. Während Non-Profit-Organisationen eher noch zu Zertifizierungen neigen, sehen die Kapitalanlagegesellschaften und Vorsorgeeinrichtungen Ratings als wichtiger an.

9 Auswahl einer geeigneten Anlegergruppe und eines Immobilienanlageprodukts für nachhaltige Immobilien

Die **finale Zielsetzung** des Projekts „ImmoInvest – Grundlagen nachhaltiger Immobilieninvestments“ besteht in dem **Entwurf eines Immobilienanlageprodukts für nachhaltige Immobilien**. Zu diesem Zweck ist es notwendig, eine Auswahl bezüglich der Zielgruppe, die in solch ein Anlageprodukt investieren wird, und das für diese Investorengruppe entsprechende Anlagevehikel zu treffen.

9.1 Auswahl der potenziellen Anlegergruppe

In Kapitel 7 wurden bereits die beiden zentralen Anlegergruppen auf dem Kapitalmarkt, die institutionellen sowie die privaten Investoren, vorgestellt. Für das Projektvorhaben haben beide Investorengruppen unterschiedliche Eignung. So ist beispielsweise das Volumen des Immobilienbestands der Privathaushalte gegenüber den institutionellen Investoren betragsmäßig signifikant höher einzustufen. Somit hätten **Privathaushalte** im Vergleich zu institutionellen Investoren voraussichtlich ein **größeres Marktpotenzial** für Immobilieninvestments. **Allerdings** spricht für die **institutionellen Investoren**, dass sie aus ihrer **Affinität zur Nachhaltigkeit** heraus, dokumentiert durch ihre international hohen Investitionsvolumina auf dem SRI-Markt eine übergeordnete Rolle spielen dürften.¹⁶⁰ So sind die institutionellen Investoren, wie beispielsweise Kirchen, andere religiöse Organisationen, Stiftungen als auch Pensionsfonds, auch auf dem deutschen SRI-Markt am stärksten engagiert.¹⁶¹

Die vorhandene SRI-Affinität der institutionellen Investoren und die relativ hohe Kapitalbindungen bzw. die in Abschnitt 7.1.1 aufgezeigten hohen Immobilienbestände sprechen eindeutig für diese Anlegergruppe als Zielgruppe innerhalb dieses Projekts.

¹⁶⁰ vgl. Eurosif, 2003, S. 7.

¹⁶¹ vgl. Hamm, 2006, S. 27.

9.2 Auswahl des Immobilienanlageprodukts

Für die **Auswahl des geeigneten Immobilienanlageprodukts** spielt vor allem die **Eignung des Anlageprodukts für institutionelle Investoren** eine bedeutende Rolle. So unterliegt diese Investorengruppe in der Regel **aufsichtsrechtlichen und satzungsmäßigen Auflagen** bei ihrer Kapitalanlage. Beispielsweise sind die Versicherungen und Pensionskassen, die institutionellen Investoren mit dem größten Immobilienbesitz, bei der Kapitalanlage zum Schutz der Interessen der Versicherten an das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) gebunden. Aus §54 VAG leiten sich vier markante Anlagegrundsätze für die Kapitalanlage ab: möglichst große Sicherheit, angemessene Rentabilität, jederzeitige Liquidität, angemessene Mischung und Streuung.¹⁶²

Diese Auflagen betreffen alle in Frage kommenden Anlageprodukte und haben deshalb auch Einfluss auf die Auswahl des entsprechenden Immobilienanlageprodukts, die grundsätzlich aufgrund der Ausführungen in Kapitel 6.2 aus den Gruppen geschlossene Fonds, REITs, Immobilien-AGs und offene Immobilienfonds bestehen kann. Hieraus ist im nächsten Schritt die geeignete Form zur Institutionalisierung des für die Bereitstellung von Investorenkapital benötigten Anlageprodukts zu entwickeln. Die **Eignungsfähigkeit** einer Form der Produktgestaltung aus den vorgenannten Alternativen wird nachfolgend sequentiell durch eine qualitative **Stärken-/Schwächen-Analyse** geprüft.

Wie bereits zuvor beschrieben, besitzen institutionelle Investoren neben der direkten Immobilienanlage auch indirekte Immobilienanlagen, wobei die offenen Immobilienfonds den größten Anteil ausmachen. **Geschlossene Fonds sowie Immobilien-AGs** spielen bei institutionellen Investoren dagegen eher eine **untergeordnete Rolle**. Ein **Grund** für die untergeordnete Rolle der Immobilien-AGs ist das **geringe Angebot an liquiden AGs**, d.h. solchen mit einer signifikanten Marktkapitalisierung und ausreichendem Freefloat.¹⁶³ G-REITs spielen wegen der erst kurzen Zeit ihrer rechtlichen Zulässigkeit, kaum vorhandenen Kapazitäten zu ihrem Aufbau und ihrem geringen Angebot noch keine Rolle.¹⁶⁴

¹⁶² vgl. Berg/Deisenrieder, 2007, S. 469.

¹⁶³ vgl. Reul/von Stengel, 2007, S. 412.

¹⁶⁴ Näheres hierzu auf S. 76.

Somit **grenzt** sich die **Auswahl auf die offenen und geschlossenen Fonds ein**. In der folgenden Tabelle sind die maßgeblichen Eigenschaften dieser beiden Immobilienanlageprodukte zum Vergleich gegenübergestellt.

Merkmal	Geschlossener Immobilienfonds	Immobilienpublikumsfonds	Immobilienfondsspezialfonds
Anlegergruppe:	Private u. Institutionelle	Hauptsächlich Private	Institutionelle
Anlegerzahl:	Bis das notwendige Kapital erreicht ist	Unbegrenzt	Unbegrenzt
Laufzeit:	Begrenzt, i.d.R. 10-20 J.	Unbegrenzt	Unbegrenzt
Immobilien:	Fix	Kann variieren – an- bzw. verkauf	Kann variieren – an- bzw. verkauf
Einlage:	i.d.R. 10.000 Euro	-	-
Einzahlung:	Volleinzahlung o. 2-3 Tranchen	Durch Kauf von Anteilen	Volleinzahlung o. Cash call
Fondsvolumen:	5 – 250 Mio.	Min. 250 Mio.	Min. 250 Mio.
Verkauf:	Evtl. Zweitmarkt o. Rücknahme durch Initiator – sehr problematischer Prozess	Rückgabe der Anteile	Übernahme der Anteile durch einen anderen Investor oder Reduzierung des Immobilienvermögens
Rechtsform:	GbR / KG	Fonds	Fonds
Anlegerinformationen:	1 Geschäftsbericht pro Jahr	Jahresbericht Halbjahres bzw. Zwischenberichte Börsentägliche Bewertung der Anteile	Jahresbericht Monatl. Reporting 2 Anlageausschusssitzungen Wöchentl. Bewertung der Anteile

Abbildung 27: Vergleich – geschlossener u. offener Immobilienfonds
Quelle: eigene Darstellung

Während **offene Immobilienfonds** aufgrund der Größe des Portfolios in der Regel ein **hohes Diversifikationspotenzial** besitzen, besteht das Portfolio eines **geschlossenen Immobilienfonds** aus einer geringeren Anzahl an Objekten, üblicherweise **zwischen einem bis fünf Objekten**. Neben der geringen Diversifikation haben geschlossene Immobilienfonds weitere Nachteile. So ist das Portfolio eines solchen Fonds während der Fondslaufzeit fixiert, d.h. es können keine Immobilien zugekauft bzw. verkauft werden. Der Weiterverkauf der Fondsanteile ist und im Vergleich zu den anderen Immobilienanlagen mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden.¹⁶⁵ Speziell für **Versicherungsunternehmen** ist eine Beteiligung an einem **geschlossenen Immobilienfonds problematisch**, da diese zum **Sicherungsvermögen** gezählt wird. Zum einen ist das Sicherungsvermögen auf den **maximalen Anteil von 30%** der gesamten Anlagen des Versicherungsunternehmens begrenzt und zum anderen dürfen ungelistete Beteiligungen, wie z.B. in der Regel geschlossene Fonds einen Ge-

¹⁶⁵ Nähere Erläuterungen hierzu befinden sich in Kapitel 6.2.2 auf S. 72.

samtkapitalanteil von 10% nicht überschreiten. Des Weiteren müssen Beteiligungen an geschlossenen Immobilienfonds im Rahmen von Einzelfallentscheidungen der BaFin genehmigt werden und dürfen einen Fondsanteil von 10% nicht überschreiten. Bei einer Überschreitung dieser Obergrenze darf die Beteiligungen nicht mehr zum Sicherungsvermögen gezählt werden.¹⁶⁶ Ein Vorteil der geschlossenen Fonds ist dagegen ihre Kapitalisierung. So sind im Gegensatz zu offenen Immobilienfonds auch kleinere Fondsvolumen denkbar. Bei einem offenen Immobilienfonds darf der Einzelanteil einer Immobilie nicht mehr als 15% des Fondsvolumens betragen. Deshalb und auch um einen höheren Diversifikationsgrad zu erzielen, verfügen offene Immobilienfonds in der Regel über mindestens zehn Objekte. Des Weiteren bestehen die Verwaltungsgebühr und die Depotbankgebühr aus prozentualen Anteilen des Fondsvolumens.¹⁶⁷ Deshalb wird in der Regel seitens der Kapitalanlagegesellschaften und der Depotbanken ein Mindestvolumen von 250 Mio. Euro angestrebt.

Vorteile der offenen Immobilienfonds sind die **Flexibilität des Portfolios**, d.h. das Portfolio kann jederzeit umgeschichtet und die Fondsanteile können relativ leicht zurückgegeben werden. Aufgrund dieser Vorteile und des hohen Diversifikationspotenzials sind offene Immobilienfonds häufig in den Portfolios der institutionellen Investoren anzutreffen. Deshalb wird innerhalb dieses Projekts die Entwicklung eines offenen Immobilienfonds angestrebt.

Wie in Kapitel 6.2.1¹⁶⁸ dargestellt ist, existieren zwei Arten von offenen Immobilienfonds. Zum einen die Immobilienpublikumsfonds und zum anderen die Immobilienspezialfonds. Während bei Immobilienpublikumsfonds die Mehrheit der Anleger aus privaten Investoren und kleineren institutionellen Investoren besteht, für die eine Beteiligung an einem Spezialfonds aufgrund der erforderlichen Einstiegsvolumina nicht infrage kommt, setzen sich die Anleger der **Spezialfonds ausschließlich aus institutionellen Investoren** zusammen.¹⁶⁹ Die Vorteile des Spezialfonds sind **erleichterte Bedingungen bzgl. der Zulassung** und auch weil die meisten institutionellen Anleger bereits einer Aufsicht unterliegen, im Vergleich zum Publikumsfonds, **weniger anlegerschützenden**

¹⁶⁶ vgl. Nack, 2007, S. 152 ff.

¹⁶⁷ Vgl. Loos, 2005, S. 40.

¹⁶⁸ Vgl. S. 65.

¹⁶⁹ Vgl. Nack, 2007, S. 152.

und aufsichtlichen Regelungen. Vor allem haben die Anleger durch den **Anlageausschuss** ein **Mitspracherecht** bei der Verwaltung und Gestaltung des Fonds. Es existieren auch mehrere Themenfonds, deren Anlageziel aus der Investition in bestimmte geographische Regionen, wie z.B. Länder, oder Immobilienarten besteht. Hieraus lässt sich, unter Einbezug der zuvor erwähnten Vorteile dieser Anlageart begründen, dass die Entwicklung eines **nach Nachhaltigkeitskriterien strukturierten offenen Immobilienspezialfonds** für institutionelle Investoren die beste Eignung zur Produktentwicklung im vorliegenden Forschungsprojekt aufweist.

9.3 Die Auflegung eines offenen nachhaltigen Immobilienspezialfonds

Der **Auflegungsprozess** eines offenen nachhaltigen Immobilienspezialfonds lässt sich grob in die drei Phasen „Initialisierung“, „Realisierung“ und „Geldeinlage“ sowie eine weitere Phase „Umschichtung“, die das eigentliche Bestehen des Fonds beschreiben soll, unterteilen.

Initialisierung	1.	KAG sieht ein Interesse an einem nachhaltigen Immobilienfonds und sucht einen Investor (optimal Lead Investor)
	oder 1.	Investor hat Interesse an einem nachhaltigen Fonds und kontaktiert eine KAG

Realisierung	1.	Dreiervereinbarung zw. KAG, Investoren und der Depotbank. Die Vereinbarung beinhaltet Regelungen, die über die gesetzl. Vorschriften hinausgehen, wie: - Nachhaltigkeit - Gebühren - Managementauftrag
	2.	Verkaufsprospekt , ist anzuzeigen bei der BaFin

Geldeinlage	oder 1.	Vollständige Geldeinlage
	1.	Cash call

Umschichtung (maßgeblich vom Anlageausschuss beeinflusst)	1.	An- und Verkauf
	2.	Strategieänderungen

Abbildung 28: Entstehung eines offenen Immobilienspezialfonds
Quelle: eigene Darstellung

In Abbildung 28 sind diese vier Phasen dargestellt, die nachfolgend verbal erläutert werden:

- (1) Den Ausgangspunkt markiert die **Initialisierung** des Fonds. Der Anstoß kann entweder von der Anlegerseite oder dem Anbieter, in diesem Fall einer Kapitalanlagegesellschaft, ausgehen. So geht im ersten Fall ein Anleger (**optimal** wäre ein **Lead Investor**), auf eine KAG zu und regt die Auflegung eines solchen Fonds an. In diesem Fall würde die KAG, falls erforderlich, versuchen weitere Investoren zu akquirieren. Falls die KAG das Marktpotenzial eines nachhaltigen Immobilienspezialfonds zuerst sieht, wird sie versuchen einen oder mehrere Investoren (im Idealfall ebenfalls einen Lead Investor) für den Fonds zu gewinnen.
- (2) Nachdem die Suche nach Investoren bzw. einer KAG abgeschlossen ist, beginnt die zweite Phase, die **Realisierung** des Fonds. Zunächst wird hierbei eine Dreiervereinbarung zwischen der KAG, der Depotbank und den Investoren ausgearbeitet. Für gewöhnlich enthält diese Dreiervereinbarung Konditionen, die ergänzend zu den allgemeingültigen Investmentgesetzen wie beispielsweise die Regelung der Gebühren und der Managementauftrag für den Fonds zu gelten haben. Für die Auflegung eines nachhaltigen Immobilienfonds werden innerhalb der Dreiervereinbarung auch die Nachhaltigkeitsrichtlinien festgelegt. So können hierbei Nachhaltigkeitsstandards für die Immobilien oder Anlagekriterien für das Sondervermögen definiert werden. Des Weiteren ist innerhalb dieser Phase der Verkaufsprospekt bei der BaFin anzuzeigen. Die Genehmigung des Fonds ist im Gegensatz zum Publikumsfonds bei einem Spezialfonds nicht notwendig.
- (3) In der dritten Phase, in der die **Geldeinlage** erfolgt, wird seitens der Investoren das Kapital zum Ankauf von Immobilien und für das Sondervermögen übergeben. Dies kann entweder mittels einer vordefinierten fixen Geldeinlage oder einem Cash Call, d.h. das Geld wird unmittelbar vor dem Kauf der Immobilien seitens der KAG bei den Investoren abgerufen, bereitgestellt werden.
- (4) In der letzten Phase existiert der Fonds bereits. Es erfolgt das **Portfoliomanagement**, indem Immobilien zum Portfolio hinzugekauft oder veräußert werden können. Durch den Anlageausschuss haben die Investo-

ren direkten Einfluss auf die Verwaltung des Portfolios. Im Regelfall liegt die Anzahl der Investoren unter der rechtlichen Begrenzung von 30 Investoren, so dass einzelne Investoren einen relativ großen Einfluss auf die Verwaltung des Portfolios haben.

10 Eine vorläufige Potenzialabschätzung

Für eine Marktpotenzialabschätzung werden die Immobilienbestände der einzelnen institutionellen Investoren, die in den vorangegangenen Kapiteln näher erläutert worden sind, zu einem Gesamtimmobilienbestand der institutionellen Investoren zusammengefasst. Wobei die Gruppen der **CTAs, NGOs und Stiftungen** aufgrund der **mangelnden statistischen Daten** bzw. Daten aus den Vorjahren, **nicht** in die Bestandsaufnahme **aufgenommen** werden können. Der **Immobilienbestand der institutionellen Investoren** setzt sich somit aus den **Immobilienvermögen der geschlossenen Fonds, der Immobilienleasinggesellschaften, der ausländischen Investoren, der Erstversicherungsunternehmen**¹⁷⁰, der **offenen Immobilienpublikumsfonds** sowie der **offenen Immobilienspezialfonds** zusammen. Wobei hier zwischen dem in Kapitel 6 erwähnten Fondsvolumen und dem Immobilienbestand, mit Ausnahme der geschlossenen Fonds, deren Fondsvolumen sich in der Regel ausschließlich aus Immobilien zusammensetzt, zu unterscheiden ist.

So haben die deutschen geschlossenen Fonds gemäß der **Marktanalyse** von **Loipfinger** ein **kumuliertes Fondsvolumen** von **140,5 Mrd. Euro**, im Jahr **2006**.¹⁷¹ Die offenen Immobilienpublikumsfonds bzw. die offenen Immobilienspezialfonds verfügen gemäß den Statistiken der Deutschen Bundesbank einen Immobilienbestand von 65,15 bzw. 22,1 Mrd. Euro.¹⁷² Wobei ca. 60 Prozent des Fondsvolumens der Immobilienspezialfonds von den Versicherungsunternehmen stammt¹⁷³ und dieser Anteil, da er bereits bei den Versicherungsunternehmen berücksichtigt wird, innerhalb dieser Potenzialabschätzung von dem Immobilienbestand subtrahiert wird. Somit haben die Immobilienspezialfonds hier ein Volumen von 13,3 Mrd. Euro. Der Bestand zum Neuwert der Immobilienleasingunternehmen belief sich auf ein Volumen von 89,67 Mrd. Euro im Jahr 2006.¹⁷⁴ Der Immobilienbestand der Immobilienaktiengesellschaften wurde anhand der Bilanzposition „als Finanzinvestition gehaltene Immobilien“ der Jah-

¹⁷⁰ In dieser Statistik enthalten die Versicherungen bereits die Pensionskassen.

¹⁷¹ Vgl. Loipfinger, 2007b, Kapitel 2, S. 44.

¹⁷² Vgl. Tabelle 4, S. 72.

¹⁷³ Vgl. Abbildung 16, S. 70.

¹⁷⁴ Nach telefonischer Auskunft des Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen, am 29.11.2007.

resabschlussberichte, der zum 01.01.2007 im E&G Dimax enthaltenen Immobilien-AGs, ermittelt.¹⁷⁵ Von den 71 Unternehmen, die in diesem Index gelistet sind, konnten die Bilanzen des Jahres 2006 von 54 bzw. 76,1% der Immobilien-AGs eingesehen werden und ein Immobilienbestand von ca. 8,5 Mrd. Euro ermittelt werden. Hochgerechnet auf alle Immobilien-AGs ergibt dies eine Immobilienvermögen von ca. 11,1 Mrd. Euro. Eine **Statistik**, die den **Immobilienbestand ausländischer Investoren** ausweist, besteht **nur für das Jahr 2005**. Aufgrund dessen wird der Wert von 45 Mrd. Euro auch für das Jahr 2006 als übertragbar angenommen. Der Immobilienbestand der Erstversicherungsunternehmen (ohne Pensions- und Sterbekasse) im Jahr 2006 belief sich auf einen Zeitwert von ca. 26 Mrd. Euro.¹⁷⁶ Dies ergibt einen Anteil der Stillen Reserven an den Buchwerten von 40,9 %. Da die Zeitwerte der Immobilienbestände der Pensionskassen und Sterbekassen nicht in den Statistiken der BaFin aufgeführt sind, wird an dieser Stelle von ähnlichen Strukturen für die Pensions- und Sterbekassen wie bei den übrigen Versicherungsunternehmen ausgegangen und ein Anteil von 40,9% der Buchwerte als Stille Reserven vorausgesetzt.¹⁷⁷ Somit haben die Pensions- und Sterbekassen ein Immobilienvermögen zum Zeitwert von 4,2 Mrd. Euro. Dies ergibt für alle Erstversicherungsunternehmen einen Immobilienbestand von 30,2 Mrd. Euro.

In Abbildung 29 ist die Zusammensetzung des gesamten Immobilienbestands der institutionellen Investoren veranschaulicht.

¹⁷⁵ Vgl. Bankhaus Ellwanger & Geiger, 2007.

¹⁷⁶ Bei diesen Angaben handelt es sich im Gegensatz zu den Angaben in Kapitel 7.1.1 um den aktuellen Marktwert und nicht um den Buchwert. Vgl. BaFin, 2007b, S. 15.

¹⁷⁷ Dies ergibt bei einem Buchwert von ca. 3 Mrd. Euro auf Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und Bauten der Pensions- und Sterbekassen, Stille Reserven in Höhe von 1,2 Mrd. Euro.

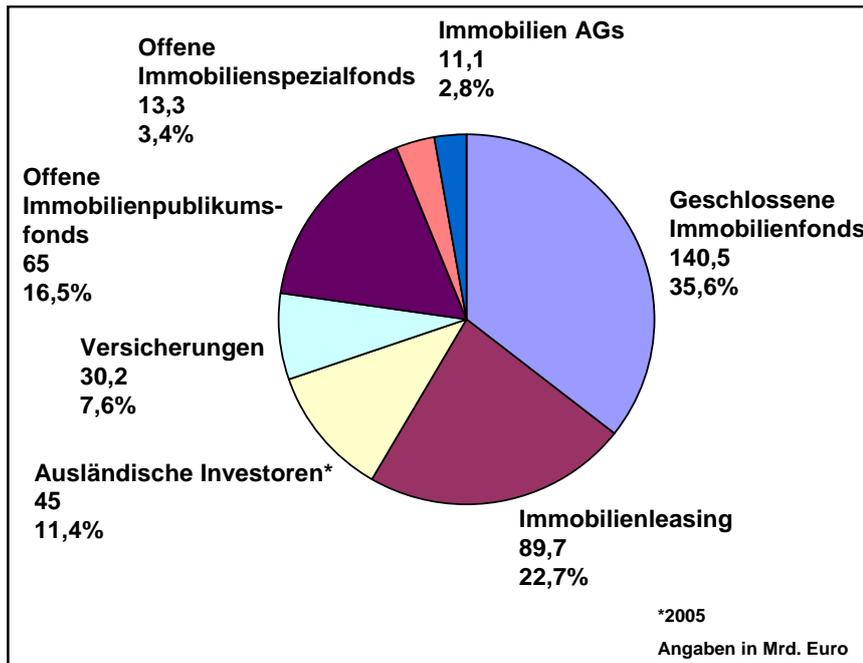


Abbildung 29: Immobilienbestand institutioneller Investoren, 2006
Quelle: eigene Darstellung

Wie die vorangegangenen Ausführungen zeigen, ist der **Immobilienbereich** zwar gesamtwirtschaftlich von hoher Bedeutung, **auf der Geldvermögensebene** spielen Immobilienanlagen in Form von Investmentfonds jedoch eine eher **mittelstarke Rolle**. Um nun eine vorläufige, statistisch völlig unverbindliche Einschätzung des möglichen Potenzials eines Marktes für „nachhaltige Immobilienanlagen“ zu erhalten, bietet sich an, mit dem für deutsche SRI-Anlagen verfügbaren Anteil am gesamten Markt für professionell gemanagte Anlagen (sog. Assets under Management) zu operieren.

Momentan beläuft sich der Anteil der SRI-Anlagen in Deutschland an den gesamten Assets under Management auf nicht ganz ein Prozent.¹⁷⁸ Gemäß vorangegangenen Ausführungen belief sich das **gesamte in Immobilien investierte Volumen institutioneller Anleger für das Jahr 2006 auf 394,8 Mrd. Euro**. Somit ergibt sich für eine **nachhaltige Immobilienklasse in Deutschland ein Potenzial von einem Prozent des Immobilienbestands der institutionellen Investoren**, was ein potenzielles Volumen von ca. **4 Mrd. Euro bedeutet**. Dieser Wert ist durch verlässlichere empirische Schätzungen und Erhebungen in nachfolgenden Abschnitten des Forschungsprojekts zu überprüfen und in seiner Güte zu verbessern.

¹⁷⁸ Vgl. Schäfer, 2005d, S. 1 ff.

11 Wertschöpfungsprozess im Bereich nachhaltiger Immobilienanlagen

Nach einer ersten Abschätzung des Marktpotenzials nachhaltiger Immobilienanlagen vor dem Hintergrund der Vermögens- und Anlegerstrukturen in Deutschland besteht die Notwendigkeit, die zentralen Akteursbeziehungen in einem neu zu schaffenden **Absatzmarkt für nachhaltige Immobilienfonds** zu entwickeln. Hier kann auf die bereits bestehenden Wertschöpfungsstrukturen für SRI-Anlagen zurückgegriffen und für den Bereich nachhaltiger Immobilien adaptiert bzw. transferiert werden. Abbildung 30 stellt schematisch die allgemeine **SRI-Wertschöpfungskette** dar.

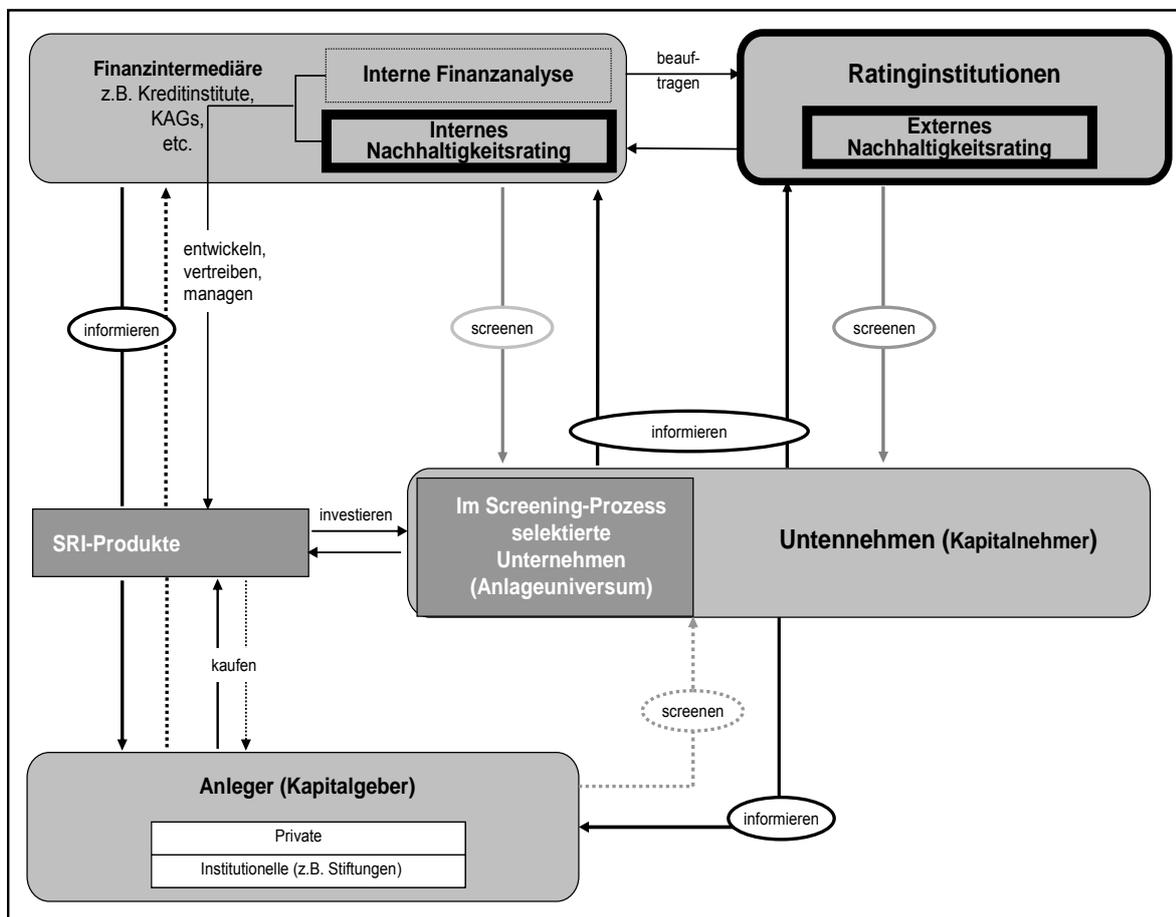


Abbildung 30: Der Wertschöpfungsprozess im SRI-Markt
 Quelle: in Anlehnung an Schoenheit, 2005b, S. 112.

Innerhalb der Forschungsarbeit der Universität Karlsruhe wurde eine Adaption der oben dargestellten Wertschöpfungskette auf den Immobiliensektor durchgeführt. Weitere Ausführungen hierzu sind S. 62 zu entnehmen. Abbildung 30

wurde diesbezüglich in Abbildung 11 auf den Bereich nachhaltiger Immobilienanlagen weiterentwickelt.

Ausgangspunkt in Abbildung 30 bilden die privaten und/oder institutionellen **SRI-Anleger**, die als „(Kapital-)Überschusseinheiten“ Kapital gemäß ihren individuellen Präferenzen und Prinzipien anlegen. Zweck dieser **SRI-Anlageentscheidungen** ist die Befriedigung der Kapitalbedarfe der Kapitalnachfrager. Dies sind die nach spezifischen sozialen und/oder ökologischen Gesichtspunkten selektierten Unternehmen, die mit dem zur Verfügung gestellten Kapital Investitionen durchführen. Aufgrund von Transaktionskosten und Informationsasymmetrieproblemen werden die SRI-Finanzinvestoren bzw. Finanziers ihr Kapital den Kapitalnehmern i. d. R. nicht direkt, sondern indirekt über einen „Umweg“, d. h. über Finanzintermediäre zukommen lassen. Hierzu bedienen sie sich üblicherweise spezifischer SRI-Anlageprodukte, insbesondere Investmentfonds, die von Finanzintermediären entwickelt, vertrieben und verwaltet werden. Institutionelle Investoren haben darüber hinaus die Möglichkeit, ein professionelles Anlage-Management zu beauftragen, das in ihrem Sinne kundenspezifische Kapitalanlagen tätigt. Große institutionelle Investoren, wie z.B. Pensionsfonds, große Stiftungen, etc. verfügen oftmals über ein eigenes organisationsinternes Anlage-Management, sodass eine Delegation faktisch nicht erfolgt.

Wie in Abschnitt 4.1 ausgeführt wurde erfüllen **Finanzintermediäre Transformationsleistungen** hinsichtlich der Losgrößen, Fristen und Risiken von Finanztransaktionen, ohne die die divergierende Präferenzen der originären Kapitalgeber und Kapitalnehmer nicht ausgeglichen und damit Angebot an und Nachfrage nach Kapital nicht zusammengeführt werden könnten. Darüber hinaus erfüllen Finanzintermediäre eine wichtige **Informationsfunktion**, indem sie Informationen über Aktien bzw. Anleihen bzw. über die sie emittierenden Marktakteure sammeln, analysieren, bewerten und verbreiten. Diese Informationen, die sich im hier untersuchten Fall einerseits auf konventionelle Finanzdaten (z.B. Cash Flow, Eigenkapitalquote, etc.) beziehen, andererseits aber auch spezifische Nachhaltigkeitsbezüge aufweisen, werden sowohl zur Produktion von nachhaltigen Anlagen als auch für SRI-basiertes kundenindividuelles Anlage-Management und somit final von den Kapitalgebern benötigt. Die Bereitstel-

lung derartiger Informationen, also die Beurteilung der sozialen, ökologischen und/oder ethischen Qualitäten von Unternehmen, auch **SRI-Research** genannt, kann hierbei sowohl intern vom Produkthanbieter bzw. vom Anlage-Management selbst als auch extern von **eigenständigen, unabhängigen Rating-Organisationen** im Bereich Nachhaltigkeit erbracht werden. Aus Sicht der Finanzintermediäre sind im letztgenannten Fall die Rating-Organisationen als externe Finanzdienstleister zu verstehen, an die Researchaufträge vergeben bzw., von denen Researchergebnisse eingekauft werden.¹⁷⁹

¹⁷⁹ Vgl. Schäfer, 2005d, S. 1 ff.

12 SRI/SRPI-Rating-Institutionen als zentrale Akteure im SRI/SRPI-Anlageprozess

Ein zentraler Bestandteil der Investition in SRI-basierte-Assets ist das Bewerten und die anschließende Selektion von Unternehmen nach ökologischen, sozialen und/oder ethischen Kriterien. Dieses „**Nachhaltigkeitsrating**“¹⁸⁰ wird aufgrund der hohen Komplexität der Dimensionen, dem hieraus resultierenden Aufwand und prohibitiven Kosten nicht von den einzelnen Anlegern, sondern von **spezialisierten Rating-Institutionen** (eigenständige Rating-Agenturen, Inhouse Research Teams insbesondere von Kreditinstitutionen und Betreiber von Wertpapierindizes) durchgeführt.¹⁸¹ Anhand dieses Ratings haben diese Institutionen einen massiven Einfluss, durch die Vorauswahl, die bei diesem Vorgang getroffen wird, auf das Anlageverhalten der Investoren.

12.1 Grundmodell des SRI-Ratings

Im Zentrum für die Konstruktion eines nach ethischen/sozialen und/oder ökologischen strukturierten Anlageprodukts steht die Analyse der Erfüllung zuvor gesetzter Mindestmaße an solchen Kriterien durch die potenziellen Anlagetitel. Im **typischen SRI-Anlageprodukt „Aktieninvestmentfonds“** bedeutet dies, dass vor dem erstmaligen und während des laufenden Portfoliomanagements regelmäßig die Unternehmen der im Fonds enthaltenen Aktien auf ihre soziale und/oder ökologische Qualität überprüft werden müssen. Ein solches **Screening und Monitoring** wird im Rahmen des **Nachhaltigkeitsratings** durchgeführt. Es kann von den Finanzintermediären und/oder von unabhängigen externen Rating-Organisationen durchgeführt werden. Aus Erfahrung mit bestehenden SRI-Märkten ist der Verlauf und Aufbau des Nachhaltigkeitsratings bekannt.

¹⁸⁰ Vgl. Schäfer, 2004b, S. 4.

¹⁸¹ Vgl. Schäfer, 2003b, S. 34.

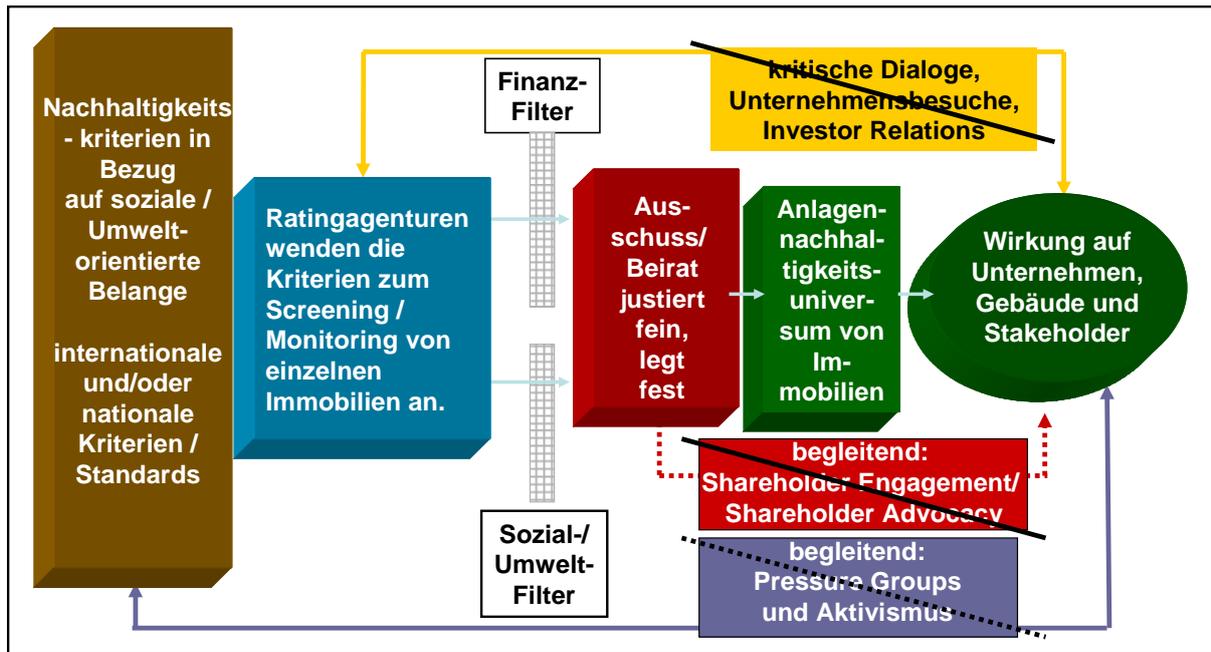


Abbildung 31: Schematische Darstellung bekannter Nachhaltigkeitsratings mit möglichen Veränderungen für die Immobilienbewertung¹⁸²
Quelle: in Anlehnung an Schäfer, 2005b, S. 54.

Ausgangspunkt des Modells ist die Spezifikation, Qualifizierung und Quantifizierung relevanter Finanz-, Sozial- und Umweltkriterien. Hierbei finden bereits signifikante Prozesse statt, die das spätere **Rating-Urteil** prägen. Die Analysebasis für die nichtfinanziellen Kriterien liefern in fast allen Nachhaltigkeits-Ratings mittelbar oder unmittelbar Vorstellungen von NGOs. Teilweise haben einzelne **NGOs** hier **Standards** gesetzt. Grundlage für diese Kriterienformulierung, oftmals gerade auch mit normativem Anspruch, sind die Erfahrungen von NGOs im Umgang mit Unternehmen auf ganz spezifischen Konfliktfeldern zwischen Gesellschaft und Unternehmen.

¹⁸² Anmerkung: Die gestrichelten Felder in Abbildung 31 sind ihrer Herkunft nach im Bereich von Aktienfonds zutreffend. Im Bereich von Immobilienfonds ist derzeit nicht erkennbar, inwiefern diese Felder ebenfalls eine Rolle spielen dürften.

Rating-Organisationen zeichnen sich in diesem Prozess im Wesentlichen dadurch aus, dass sie eine bestimmte Produktionsfunktion haben, mit der sie über einzelne Unternehmen/Branchen Daten mit Umwelt-/Sozial-Relevanz erheben, zu einem Gesamturteil verdichten und eine relative Vergleichbarkeit von Unternehmen ermöglichen. Je nach **Ausgestaltung der Rating-Systeme** kann die Auswahl von Unternehmen auf Filtern basieren, denen

- entweder ausschließlich Sozial- und Umweltkriterien (oder auch nur eine Kriteriengruppe) zugrunde gelegt werden, oder
- zusätzlich zu Sozial- und Umweltkriterien auch Finanzkriterien integriert werden (wobei hier noch unterschieden werden kann, ob der Finanzfilter dem Sozial- und Umweltfilter vor- oder nachgelagert ist bzw., ob eine gleichrangige Berücksichtigung stattfindet).

Das **endgültige Urteil** hinsichtlich der Erfüllung der von einer einzelnen Rating-Institution gesetzten Anforderungen durch ein Unternehmen wird in den überwiegenden Rating-Systemen und –Institutionen durch ein Gremium erledigt, das als **Beirat oder Ausschuss** installiert ist. Die diesem Gremium eingeräumte Kompetenz kann in einigen Rating-Organisationen so weitreichend sein, dass es sich in seiner Entscheidung völlig von der dem Gesamturteil zugrunde liegenden Analyse entfernen darf. Resultat dieses Prozessschrittes ist dann ein Universum verantwortungsvoller Unternehmen (z.B. einer Branche), auf denen dann Adressaten des Ratings ihre Entscheidungen und Handlungen (wie die Bestückung eines Anlageportfolios im Rahmen des Anlage-Management) basieren können.

Während beim **SRI-Markt** die Ratings fast ausschließlich als „**Unsolicited Rating**“ durchgeführt werden¹⁸³, beginnt der Bewertungsprozess eines **Gebäudes** mit der Beantragung des Ratings bei der jeweiligen Organisation durch den Architekten, Projektentwickler, Bauherren, Besitzern oder Mietern des Gebäudes (vergleichbar dem **Solicited Rating** im Unternehmensbereich wie z.B. bei Credit Ratings). Dies kann entweder bei den Organisationen selbst oder bei von den Organisationen zertifizierten Sachverständigen geschehen. In Kapitel 15 werden diesbezüglich die Übertragungen des Nachhaltigkeitsratings auf das

¹⁸³ Beim „Unsolicited Rating“ besteht in der Regel kein explizites Auftragsverhältnis zwischen einem beurteilten Unternehmen und einer Ratingagentur. Vgl. Schäfer, 2005b, S. 54.

Objekt bezogene Nachhaltigkeitsrating im Immobilienbereich ausführlich erläutert.

12.2 Bewertungsmethoden des SRI-Ratings

Die einem SRI-Rating zugrunde liegenden Bewertungsmethoden stellen die **Regeln und Verfahren** dar, mit die Erfüllung der Beurteilungskriterien geprüft werden und somit zwischen nachhaltigen und nicht-nachhaltigen Anlagen unterschieden werden kann. Neben den Kriterien haben die Bewertungsmethoden entscheidenden Einfluss auf das Rating, das Rating Urteil und hierdurch auch auf das Anlageuniversum. Prinzipiell kann zwischen Negativ und Positiv Screening unterschieden werden, wobei unter Screening im Allgemeinen „the practise of including or excluding companies from portfolios based on social and/or environmental criteria“¹⁸⁴ verstanden wird.

12.2.1 Negative Screening

Unter Negative Screening wird die Überprüfung von Unternehmen, aber auch Branchen und sogar Ländern auf zuvor festgelegte **Beurteilungskriterien**, die die **Nachhaltigkeitsperformance negativ beeinflussen**, verstanden. Innerhalb der Gruppe der Bewertungsmethoden des Negative Screenings gibt es unterschiedliche Ausprägungen. So führt das Erfüllen eines Kriteriums, wie beispielsweise die Tabak- oder Waffenindustrie, beim „**Simple Screening**“ zum Ausschluss aus dem Anlageuniversum. Im Gegensatz hierzu werden die Unternehmen beim „**ethischen Ausschluss**“ nicht nur auf ein negatives Kriterium, sondern auf eine ganze Reihe von negativen Kriterien überprüft. Falls die Negativkriterien von einem Unternehmen erfüllt werden sollten, führt dies beim „ethischen Ausschluss“ ebenfalls zum Ausschluss aus dem Anlageuniversum.¹⁸⁵ Neben diesen strengen Verfahren des Negative Screenings, die zum Ausschluss aus dem Anlageuniversum führt, existieren auch Verfahren bei denen die Erfüllung negativer Kriterien nicht automatisch zum Ausschluss aus dem Anlageuniversum führen. Bei diesen Verfahren wirkt sich das Erfüllen negativer Kriterien lediglich negativ auf das Gesamtrating, d.h. die Rating-Note

¹⁸⁴ Schueth, 2003, S. 190.

¹⁸⁵ Vgl. Eurosif, 2006, S. 3.

verschlechtert sich insgesamt, aus. Der Anleger hat daraufhin selbst über den Verbleib des Unternehmens im Anlageuniversum zu entscheiden.

12.2.2 Positive Screening

Beim Positive Screening werden von den Rating-Institutionen Kriterien untersucht, die **positive Rückschlüsse auf die Nachhaltigkeitsperformance** eines Unternehmens zulassen. Ähnlich wie beim Negative Screening, gibt es beim Positive Screening unterschiedliche Verfahren. Zum einen können sich Unternehmen durch eine besondere ökologische und/oder soziale Innovationsstärke für eine gezielte finanzielle Förderung qualifizieren. Diese Art des Positive Screening wird durch das Bewertungsinstrument „Pioneer Screening“ erreicht. Das „Pioneer Screenings“ eignet sich zur Erstellung von Themenfonds, wie beispielsweise eines Fonds für erneuerbare Energien.¹⁸⁶

Die andere Art des Positive Screenings ist der „**Best-in-Class-Ansatz**“, der dominierende Bedeutung bei den Rating-Institutionen findet.¹⁸⁷ Hierbei werden jeweils die besten Unternehmen einer Klasse, z.B. einer Branche, nach ökologischen, sozialen und/oder ethischen Kriterien beurteilt und anhand des Ergebnisses in eine Rangfolge gebracht. Ziel dieses Bewertungsansatzes ist es jeweils die besten Unternehmen einer Klasse herauszufiltern. Die jeweils Besten einer Branche werden mittels einer eingebauten Hürde „ermittelt“, die von den Unternehmen übersprungen werden muss, um ins Anlageuniversum aufgenommen zu werden. Somit handelt es sich bei dem „Best-in-Class-Ansatz“ um **keine absolute, sondern eine relative Einordnung** innerhalb der jeweiligen Klasse.¹⁸⁸

In der Regel wird von den Rating-Institutionen eine Mischung aus Positive und Negative Screening durchgeführt. So wird häufig der „Best-in-Class-Ansatz“ mit einem Negative Screening kombiniert. Allerdings existieren weder für die Bewertungsinstrumente, die Gewichtung noch die Bewertungskriterien einheitliche Standards, so dass die Ratingergebnisse zwischen den Rating-Institutionen stark variieren können.

¹⁸⁶ Vgl. Eurosif, 2006, S. 3.

¹⁸⁷ Vgl. Schäfer/Lindenmayer, 2004, S. 97.

¹⁸⁸ Vgl. Schäfer/Lindenmayer, 2004, S. 14 ff.

In der Eurosif Studie von 2006 findet sich eine Auflistung der **SRI-Anlageprinzipien**. Diese Auflistung enthält sowohl Bewertungsinstrumente wie auch Managementansätze. In Tabelle 14 sind diese sechs Prinzipien mit den Unterscheidungen in positives- und negatives Screening sowie in aktive und passive Managementansätze¹⁸⁹ unterteilt.¹⁹⁰

Anlageprinzipien	Negativ Screening	Positiv Screening	Aktiver Ansatz	Passiver Ansatz
Ethischer Ausschluss	X			X
Positiv Screening		X		X
Best-in-Class		X		X
Pionier Screening		X		X
Norm-based Screening	X			X
Simple Screens	X			X
Engagement			X	
Integration	X	X		X

Tabelle 14: SRI – Anlageprinzipien gemäß Eurosif
Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an Eurosif, 2006, S. 3.

12.3 SRI-Rating und SRI-basiertes Asset-Management

Am Konzept der **Nachhaltigkeit ausgerichtete Kapitalanleger** verfolgen eine ihren spezifischen **ethischen Ansprüchen entsprechende Anlagepolitik**. Anlagefähige Finanzmittel werden dementsprechend nur in Aktien (oder Anleihen) solcher Unternehmen investiert, die bestimmten ökologischen, sozialen und/oder ethischen Anlagekriterien genügen. Die **individuelle SRI-Politik** hat damit stets **unmittelbare Auswirkungen auf das jeweilige Anlageportfolio** eines SRI-Investors bzw. eines SRI-Anlageprodukts, indem es die Selektion der geeigneten Unternehmen bzw. Unternehmenstitel determiniert.

Im Bereich des **Managements von SRI-Anlagen** ist zwischen **Aktiv- und Passiv-Strategien** in zweierlei Hinsicht zu unterscheiden: zum einen hinsichtlich des Kapitalanlageprozesses im Sinn des Portfoliomanagements und zum anderen bezüglich der Art und Weise, mit der soziale und/oder ökologische Kriterien

¹⁸⁹ Siehe hierzu den nächsten Abschnitt.

¹⁹⁰ Vgl. Eurosif, 2006, S. 3.

in den gesamten Anlage-Managementprozess einer nachhaltigen Kapitalanlage integriert werden (**SRI-Managementansatz**). Auf sie wird im Weiteren näher eingegangen.

- Bei den **passiven** SRI-Managementansätzen werden die bereits zuvor beschriebenen Ansätze des Positiv- und Negativ-Screenings in ihren spezifischen Ausprägungen isoliert oder kombiniert angewendet, um nicht nachhaltige Unternehmen aus dem Anlageuniversum aus- und nachhaltige Unternehmen einzuschließen. In der Literatur wird entsprechend auch von „**Exklusions-**“ bzw. „**Inklusions-**“ **Strategien** gesprochen. Derartige SRI-Strategien werden überwiegend **extern** durch die Rating-Organisationen implementiert. Anleger und Portfoliomanager delegieren hier sehr oft die Bestimmung des nach Positiv- oder/und Negativ-Kriterien bestimmten Anlageuniversums an darauf spezialisierte Rating-Organisationen.
- Neben diesen passiven, Exit orientierten Ansätzen können SRI-Anleger **aktive, governance-orientierte Ansätze** verfolgen. Dabei wird seitens der SRI-Anleger die Voice-Option ausgeübt. Man spricht dann vom Engagement-Ansatz, bei dem der Aktionär seine Stimmrechte ausübt, um auf die Unternehmenspolitik direkt im Sinne sozialer und ökologischer Ziele einzuwirken. Gemäß der Regel „One Share, One Vote“ wächst die Anzahl der Stimmrechte und damit das bedeutendste Mitsprache- und Entscheidungsrecht (bei Stammaktien) proportional mit der Höhe der Kapitalbeteiligung. Dadurch ist prinzipiell, eine wirksame Implementierung von aktiven Ansätzen faktisch auf den Bereich von Großanlegern, also institutionellen Investoren, beschränkt.

In Abbildung 32 sind die unterschiedlichen SRI-Anlagestrategien und die daraus resultierenden Eigenschaften des Anlageuniversums grafisch dargestellt.

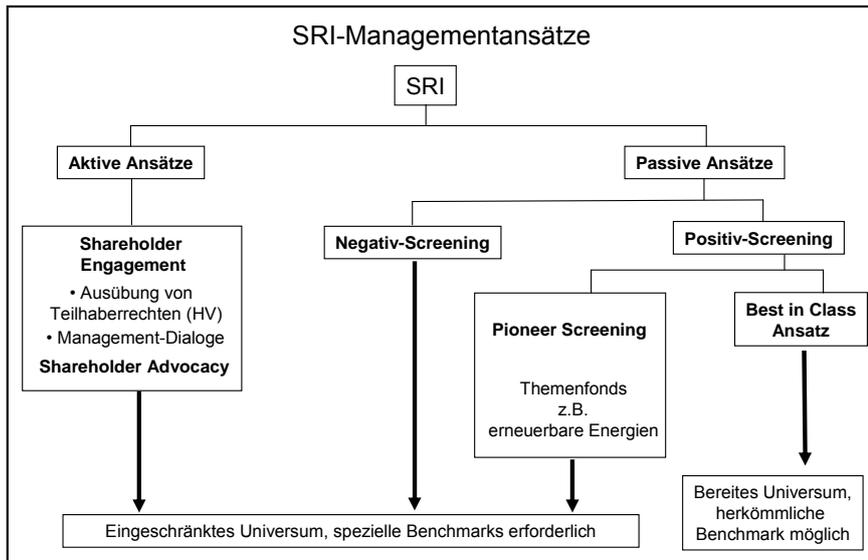


Abbildung 32: SRI-Anlagestrategien
Quelle: in Anlehnung an Schäfer, 2006, S. 149.

13 Einfluss des SRI-Ratings auf das Asset - Management

13.1 Performance Effekte

Durch die **Selektion der Nachhaltigkeitsfilter**, bei der nur bestimmte Anlageti-
tel zugelassen werden, wird das **Titeluniversum** automatisch **eingeschränkt**.
In der folgenden Abbildung ist diese Reduzierung schematisch dargestellt.

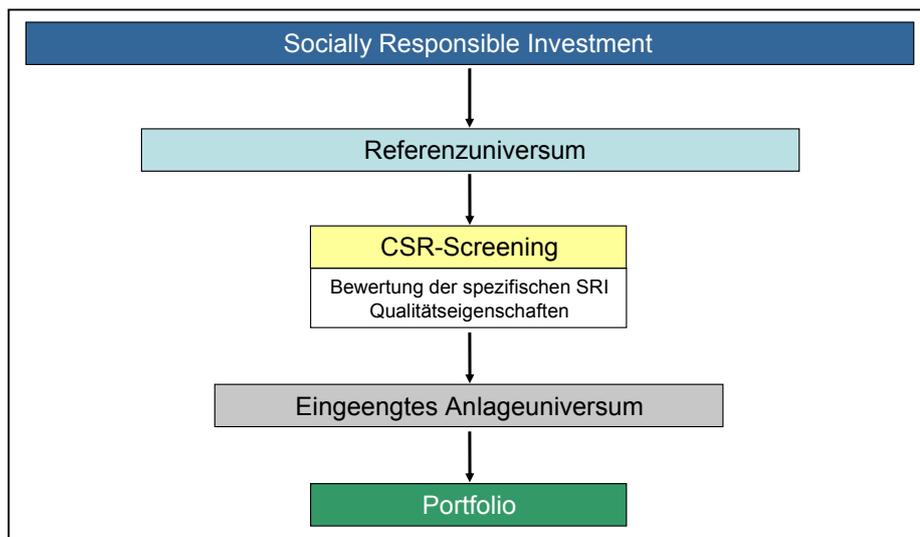


Abbildung 33: Einengung des Anlageuniversums durch SRI-Anlagestrategien
Quelle: Schäfer/Lindenmayer, 2007, S. 37, in Anlehnung an Armbruster, 2000, S. 253.

Zur Herausstellung **finanzieller Effekte**, die durch die Eingrenzung verursacht werden, wird zunächst ein **ungeschränktes Portfolio**, im Folgenden als **Referenzuniversum** (vgl. Abbildung 33) bezeichnet, dargestellt. Im Hinblick auf performancebezogene Fragestellungen sind hieraus und im Rekurs auf die **Portfolio-Selection-Theorie**¹⁹¹ folgende Erkenntnisse ableitbar: Gemäß dieser Theorie ist das Renditerisiko eines Portfolios, im folgenden als Portfoliovarianz $\text{Var}(r_p)$ bezeichnet, das aus zwei Aktien besteht, in der Regel geringer als der gewichtete Durchschnitt der Renditerisiken der Einzelaktien.¹⁹² Dieser Effekt wird durch die Kovarianz, der Risikoverbund der Aktien untereinander, die neben den Varianzen der jeweiligen Einzelaktien zum Gesamtrisiko des Portfolios

¹⁹¹ Vgl. hierzu z.B. Schäfer, 2005c, S. 277 ff.

¹⁹² Nur falls beide Aktien vollständig positiv miteinander korreliert sind, entspricht das Portfoliorisiko dem Durchschnittsrisiko.

beiträgt, hervorgerufen. Falls die einzelnen Aktien nicht vollständig miteinander korreliert sind, lässt sich auf diese Weise das **unsystematische Risiko reduzieren bzw. bestenfalls vollständig eliminieren**. Diese Reduktion des Risikos wird auch als Diversifikationseffekt bezeichnet. Neben dem unsystematischen Risiko existiert auch das systematische Risiko, auch Marktrisiko genannt. Das systematische Risiko betrifft alle Märkte gleichermaßen und ist durch die Diversifikation nicht reduzierbar. In der folgenden Abbildung ist der **Diversifikationseffekt** nochmals grafisch dargestellt.

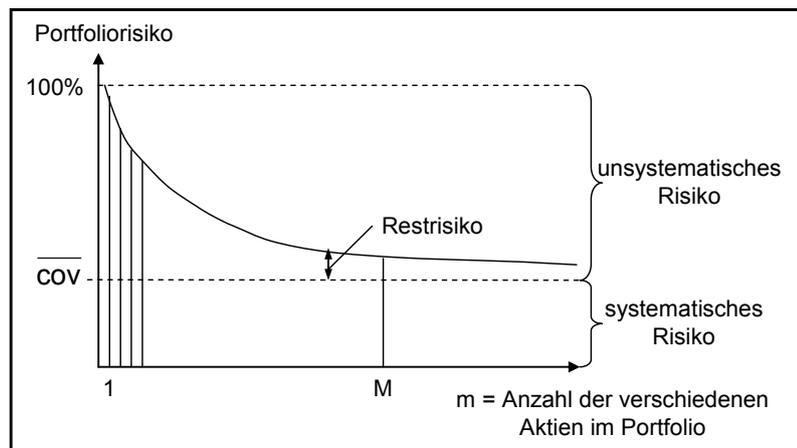


Abbildung 34: Trennung von systematischem und unsystematischem Risiko
Quelle: Thomas/Wellner, 2007, S. 94.

Im Folgenden wird mathematisch bewiesen, dass sich das **Portfolio** durch die Ergänzung von verschiedenen Aktien bzw. bei steigendem m , wie in der oberen Abbildung **stetig verringert** und **im Extremfall vollständig reduziert** wird. Hierzu wird folgende Ausgangssituation betrachtet¹⁹³, wobei wiederum davon ausgegangen wird, dass die Renditen der m Aktien nicht perfekt positiv miteinander korreliert sind:

- Die Varianz der Renditen aller einem Portfolio angehörenden m Aktien seien identisch: $\sigma_i^2 = \overline{\text{Var}}$
- Ebenfalls seien alle Kovarianzen der Aktienrenditen identisch: $\text{cov}(r_i, r_j) = \overline{\text{cov}}$
- Darüber hinaus soll gelten: $\overline{\text{Var}} > \overline{\text{cov}}$.

¹⁹³ Vgl. Ross u.a., 2007, S. 260 ff.

Alle m Aktien haben denselben Anteil am Portfolio, d.h. sie gehen alle mit der gleichen Gewichtung in das Portfolio ein. Bei einer Anzahl m verschiedener Aktien, ergibt sich hieraus ein Portfolioanteil von $x_i = 1/m$ pro Aktie.

Unter diesen Bedingungen hat die Portfoliovarianz folgende Definition¹⁹⁴:

$$(13-1) \quad \text{Var}(r_p) = m * \left(\frac{1}{m^2}\right) \overline{\text{Var}} + m(m-1) * \left(\frac{1}{m^2}\right) \overline{\text{cov}} .$$

Nach Umstellung ergibt sich:

$$(13-2) \quad \text{Var}(r_p) = \left(\frac{1}{m}\right) \overline{\text{Var}} + \left(1 - \frac{1}{m}\right) \overline{\text{cov}} .$$

Gemäß Gleichung (13-2) besteht die Portfoliovarianz aus der Summe der Einzelrisiken der Aktien und der Kovarianzen. Durch eine Erhöhung der Anzahl der ins Portfolio aufgenommenen Aktien, resultiert für die Portfoliovarianz für den Grenzfall, dass die Anzahl der Aktien gegen unendlich strebt ($m \rightarrow \infty$):

$$(13-3) \quad \text{Var}(r_p) = \lim_{m \rightarrow \infty} \left[\left(\frac{1}{m}\right) \overline{\text{Var}} + \left(1 - \frac{1}{m}\right) \overline{\text{cov}} \right] = \overline{\text{cov}}$$

Wie aus Gleichung (13-3) ersichtlich ist, strebt der Anteil der Einzelrisiken an der Portfoliovarianz bei einer unbegrenzten Anzahl Aktien gegen null. Somit kann bei vollständig diversifizierten Portfolios davon ausgegangen werden, dass die Portfoliovarianz ausschließlich aus dem Risikoverbund zwischen den Aktien gebildet wird.¹⁹⁵ Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass mit zunehmender Zahl der Aktien kontinuierlich bessere (erwartete) Rendite/Risiko-Kombinationen im $(\mu - \sigma)$ -Raum erreicht werden können. Effiziente Kombinationen werden dann erreicht, wenn alle zur Verfügung stehende risikotragende Titel bzw. alle Titel des Referenzuniversums in das Portfolio aufgenommen

¹⁹⁴ Vgl. z.B. Elton *u.a.*, 2007, S. 58.

¹⁹⁵ Dieser Erkenntnis entsprechend, geht im Capital Asset Pricing Model, dessen methodische Grundlage die Portfolio Selection Theorie darstellt, lediglich das systematische Risiko, also der Risikoanteil des zu bewertenden Wertpapiers am Risiko des gesamten Marktes, ausgedrückt als Marktportfolio, in die Bepreisung eines riskanten Wertpapiers ein. Unsystematische Risiken werden vom Kapitalmarkt nicht vergütet, gehen also nicht in die Risikoprämie ein, da sie vom Anleger „wegdiversifiziert“ werden können; vgl. z.B. Schäfer, 2005c, S. 311 ff.

werden. Dieses vollständig diversifizierte Portfolio gibt je nach anteilmäßiger Zusammensetzung, d.h. Portfoliostruktur, die „Kurve guter Handlungsmöglichkeiten“¹⁹⁶, im englischen auch „**Efficient Frontier**“¹⁹⁷ genannt, an.

Betrachtet man nun das **Anlageuniversum eines SRI-Investors**, wie in Abbildung 33 gezeigt, bei dem das **Anlageuniversum** durch das Screening eingengt wird, d.h. m **künstlich reduziert** wird. Ist dieser Investor, aufgrund der Einschränkung, nicht mehr in der Lage ein vollkommen diversifiziertes Portfolio aufzubauen, d.h. das **unsystematische Risiko** kann durch die Begrenzung von m nicht **mehr vollständig eliminiert** werden und somit ergibt sich die Portfoliovarianz zusätzlich zu den Kovarianzen aus den verbleibenden Einzelrisiken.¹⁹⁸ Dieser „Trade-off zwischen erwarteter Rendite und Risiko verschlechtert sich damit.“¹⁹⁹ Dieser Effekt wird in der wissenschaftlichen Literatur auch als „**Moskowitzeffekt**“ bezeichnet.²⁰⁰ Wie in der unteren Abbildung dargestellt verschiebt sich die Effizienzlinie nach unten.²⁰¹ Dieser Effekt wird auch als Umhüllungseffekt bezeichnet, hierbei umhüllt die Effizienzkurve eines Portfolios mit m Aktien stets die Effizienzkurve eines Portfolios mit m-1 Aktien und somit kann sich die Rendite/Risiko Konstellation durch die Erweiterung des Portfolios um ein Asset niemals verschlechtern.

¹⁹⁶ Schneider, 1992, S. 476. Synonym zu „Kurve guter Handlungsmöglichkeiten“ wird der Terminus Effizienzkurve bzw. -linie verwendet; vgl. Schäfer, 2005c, S. 305.

¹⁹⁷ Sharpe, 1970, S. 33 oder Elton *u.a.*, 2007, S. 79.

¹⁹⁸ Vgl. hierzu Merton, 1987. Dieser Effekt entsteht bei sämtlichen Einschränkungen des Anlageuniversums, wie beispielsweise bei regionalen Beschränkungen und Investmentstilen. Dies kann somit nicht als spezielles Argument gegen nachhaltige Investments verwendet werden.

¹⁹⁹ Garz *u.a.*, 2003, S. 4.

²⁰⁰ Vgl. Moskowitz, 1972.

²⁰¹ Diese theoretische abgeleitete Reaktion resultiert in ihrer Eindeutigkeit allerdings nur dann, wenn die der Theorie zugrunde liegenden Annahmen vollständig zutreffen. Insbesondere müssen die Kapitalmärkte informationseffizient sein, damit es tatsächlich zu einer Verschlechterung des Trade-offs zwischen erwarteter Rendite und Risiko kommt. Zur Informationseffizienz von Kapitalmärkten vgl. Fama, 1970, sowie Fama, 1991.

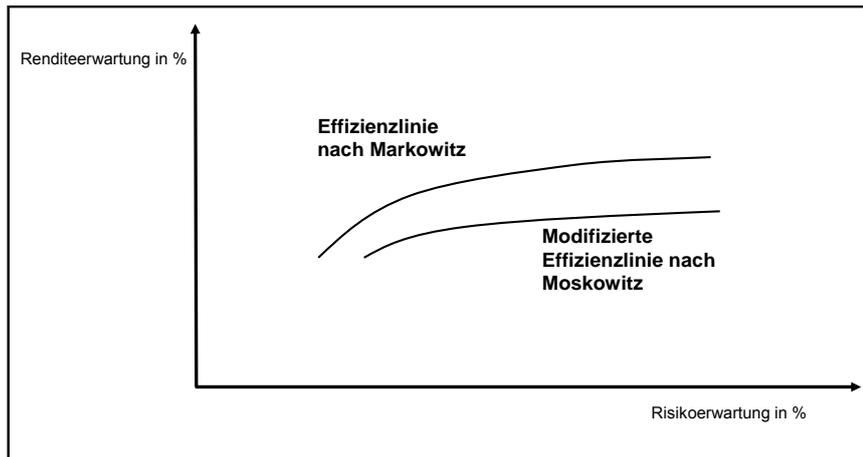


Abbildung 35: Die Verschlechterung des Rendite/Risiko Trade-offs durch SRI-Screenings

Quelle: Schäfer/Lindenmayer, 2007, S. 40.

Werden zusätzlich zu risikotragenden auch risikofreie Assetklassen bei der Kapitalanlageentscheidung berücksichtigt und wird das normative Portfolio Selection-Modell in das auf Marktgleichgewichten beruhende **Capital Asset Pricing Model (CAPM)** überführt, so lassen sich die Konsequenzen für ein SRI-fokussiertes Portfolio-Management eindeutig ableiten:

Durch die Implementierung von SRI-Anlagestrategien werden systematisch geringere risikoadjustierte Renditen erwirtschaftet, d.h. es werden stets suboptimale Portfolios generiert!

In der folgenden Abbildung werden die **Kapitalmarktklinien des SRI-Investors** (KML_{SRI}) und die des konventionellen Investors (KML_K) zum Vergleich dargestellt, wobei r_f hier für eine risikolose Anlagefazilität steht, üblicherweise Bundesanleihen. Die Kapitalmarktklinie berührt lediglich die Effizienzkurve in einem Punkt und stellt somit eine Tangente, die ihren Ursprung in r_f hat, dar. Der Berührungspunkt zwischen der Kapitalmarktklinie und der Effizienzkurve markiert gleichzeitig das riskante Marktportfolio. Durch beimischen von risikobehafteten Anlagen und risikolosen Anlagefazilitäten kann der Investor seiner Risikopräferenz entsprechend, sein Mischportfolio auf der Kapitalmarktklinie verschieben. Aus Abbildung 36 ist ersichtlich, dass sich die Kapitalmarktklinie des SRI-Investors stets unterhalb der des konventionellen Investors befindet und somit von einer geringeren finanziellen Performance des SRI-Investors auszugehen ist.

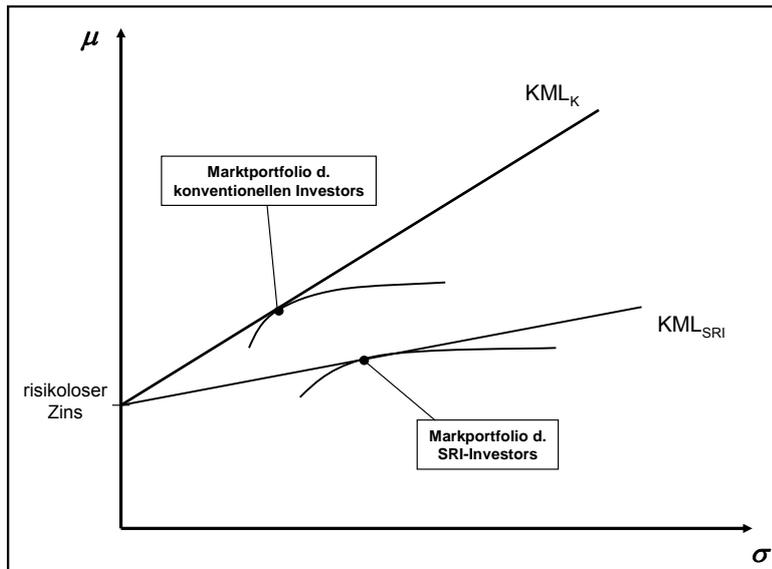


Abbildung 36: Vergleich der Kapitalmarktklinien eines SRI-Investors und eines konventionellen Investors
Quelle: Schäfer/Lindenmayer, 2007, S. 41.

Die **Stärke der Verschiebung der Effizienz- und damit der Kapitalmarktklinie** und somit der **Stärke der Effizienzeinbußen hängen** im Sinne des Umhüllungseffekts **vom Ausmaß der Verkleinerung des Anlageuniversums** ab. Diese Verkleinerung wird wiederum von den SRI-Anlagestrategien maßgeblich beeinflusst. So verursachen Kombinationen aus Negativ- und Pioneer-Screening oftmals die größten Einschränkungen des Anlageuniversums. Einerseits werden durch das Pioneer-Screening bestimmte Unternehmen oder Branchen durch das schwerpunktmäßig zusammengestellte Portfolio unterstützt, andererseits werden Unternehmen bzw. Branchen, die diesen Themen nicht zuzuordnen sind, aufgrund des Negative Screenings aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen. Des Weiteren können Negative Screenings, besonders Verfahren bei denen das strenge Ausschlussverfahren angewendet wird, das Anlageuniversum signifikant und ausgewogen einengen. Maßgebend sind hierbei die Anzahl der Kriterien sowie die Anwendungsregeln der Ausschlussverfahren.

Aus Sicht des **Portfoliomanagements** weist der **Best-in-Class eine Reihe von Vorzügen** auf. So wird im Gegensatz zu den zuvor erwähnten Ansätzen beim Best-in-Class Ansatz nicht a priori eine Beschränkung möglicher zur Kapi-

talanlage geeigneter Assets vorgenommen.²⁰² Vielmehr werden die „nachhaltigsten“ Unternehmen einer Klasse bzw. Branche selektiert. **Prinzipiell** könnten so **alle Branchen und alle Unternehmen ins Anlageuniversum** aufgenommen werden und somit ein vollständig diversifiziertes Portfolio zusammengestellt werden. Allerdings widerspricht ein solches Vorgehen dem SRI-konformen Anlageverhalten. Somit ist beim Best-in-Class Verfahren eine „Hürde“, die von Unternehmen zur Aufnahme in das Anlageuniversum zu überspringen ist, einzubauen. Mit zunehmender Strenge der Hürdendefinition wird das Anlageuniversum zunehmend eingeengt.

13.2 Struktureffekte

Neben den im vorigen Abschnitt erwähnten Performance-Effekten gehen von den SRI-Ratingkonzepten auch spezifische Struktur- bzw. Kompositionseffekte auf das zugrunde liegende SRI-Portfolio aus. Hiermit werden die Wirkungen von spezifischen Screening-Ansätzen auf die **Gewichtung von Einzeltiteln, Branchen, Länder usw. innerhalb eines Portfolios** gemeint. Abhängig von den gewählten SRI-Anlagestrategien, besonders von den passiven Ansätzen, ergeben sich für das Portfolio mehr oder weniger starke **Abweichungen**, die sog. **Tilts**, zum Referenzportfolio bzw. dem Marktportfolio. Diese Tilts stellen wiederum ein Abweichungsrisiko gegenüber dem Benchmark dar. In der folgenden Abstellung werden Branchenstrukturen des Dow Jones STOXX Sustainability Index und des Dow Jones STOXX600 gegenübergestellt. Hieraus sind die branchenspezifischen Über- bzw. Untergewichtung ersichtlich.

²⁰² Vgl. Schäfer, 2003b, S. 33.

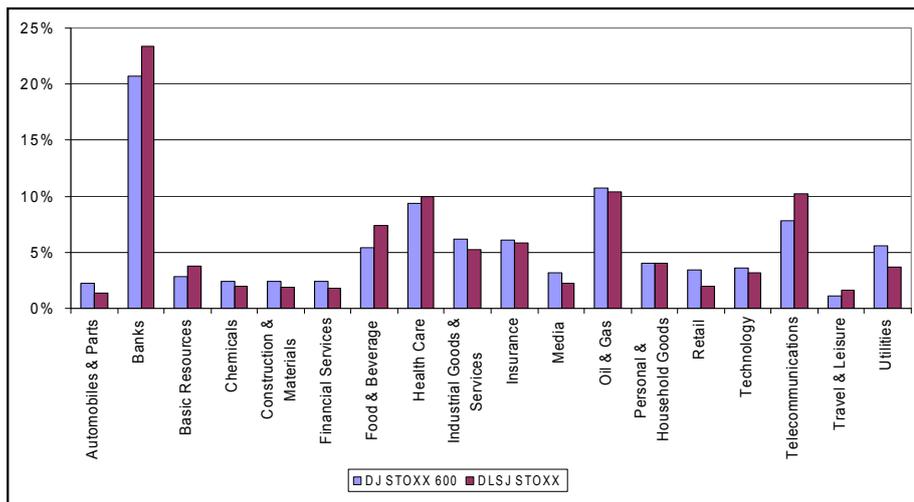


Abbildung 37: Branchengewichtung 2005 – DJ STOXX Sustainability vs. DJ STOXX 600

Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an SAM Index, 2005, S. 34.

Analog zum vorigen Abschnitt sind von Negative Screening und Pioneer Screening die größten Auswirkungen auf die Zusammenstellung des Portfolios zu erwarten. Durch die Konzentration des Pioneer Screenings auf spezifische und Unternehmenstypen ergibt sich innerhalb des Portfolios ein Übergewicht dieser Titel, während andere Branche durch das Negative Screening ausgeschlossen werden und diese Branchen extrem untergewichtet sind. Hierdurch entsteht ein **Branchentilt**. Genauso können Negative Screening mit strengen Ausschlusskriterien zu erheblichen Strukturabweichungen vom Marktportfolio führen. So können beispielsweise ganze Branchen (Sin Stock-Branchen) oder Länder vom Negative Screening ausgeschlossen werden.²⁰³ Sowohl Negative als auch Pioneer Screeningansätze können zu starken strukturellen Abweichungen vom Referenz- bzw. Marktportfolio führen, so dass eine Orientierung an herkömmlichen, im Sinne von den den Gesamtmarkt repräsentierenden Benchmarks, unmöglich ist. Dies führt zu der Notwendigkeit von speziellen Benchmarks.

Auch bei Anwendung des Best-in-Class Ansatzes kann dies zu Branchen- und **Ländertilts** führen, allerdings sind diese in der Regel weniger schwerwiegend und das von ihnen ausgehende Abweichungsrisiko ist mit Hilfe von Portfolio-Optimierungsverfahren in den meisten Fällen deutlich reduzierbar. Eine Orien-

²⁰³ Vgl. Garz u.a., 2002, S. 28.

tierung an herkömmlichen Benchmarks ist daher weiterhin möglich.²⁰⁴ Dies ist möglich, weil ein Portfolio beim Best-in-Class Ansatz grundsätzlich die Marktstruktur abbilden kann, da sich die Beschränkungen nicht auf die Branchen, sondern auf die Repräsentanten der einzelnen Branchen beziehen.

Strukturelle Unterschiede zwischen SRI-Portfolios und dem Marktportfolio **implizieren** auch **Performance Effekte**, da alle effizienten Mischportfolios aus einer Kombination aus risikofreien Anlagemöglichkeiten und dem Marktportfolio bestehen (Tobin-Separation). Gewichtungsunterschiede bei dem risikobehafteten Portfolio führen zu Verschiebungen auf der Kurve effizienter Handlungsmöglichkeiten. Hierdurch ist ein tangieren der Kapitalmarktklinie mit der Effizienzlinie nicht mehr möglich, somit hat die Kapitalmarktklinie die Effizienzlinie zu schneiden. Dadurch können nur ungünstigere, tiefer liegende (erwartete) Rendite/Risiko Konstellationen erreicht werden (vgl. auch Abbildung 38 diese Reaktion wird als Moskowitz-Effekt bezeichnet.²⁰⁵

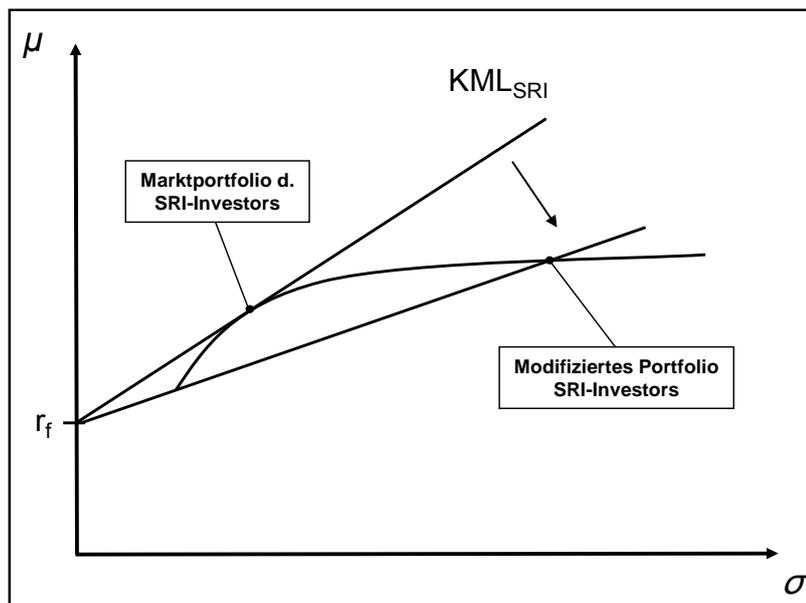


Abbildung 38: Drehung der SRI-Kapitalmarktklinie durch Strukturveränderungen des riskanten Portfolios
Quelle: Schäfer/Lindenmayer, 2007, S. 46.

²⁰⁴ Vgl. Garz u.a., 2002, S. 29.

²⁰⁵ Vgl. Moskowitz, 1972.

13.3 Fazit des SRI-Managements und des Asset Managements

Abschließend kann festgestellt werden, dass das **SRI-Ratings** einen **erheblichen Einfluss auf SRI**, genauer auf die Konstruktion bzw. Struktur eines an Prinzipien der Nachhaltigkeit ausgerichteten und damit auch auf dessen Performance, indem die Ratings das dem Portfolio zugrunde liegende Anlageuniversum bestimmen. Die so **modifizierten Anlageuniversen** verkörpern insofern nicht den Einfluss, die die Nachhaltigkeit an sich auf das Referenzuniversum besitzt, sondern den Einfluss einer ganz bestimmten, auf spezifischen Kriterien und Bewertungsmethoden beruhenden (Rating-)Prozedur, die für sich in Anspruch nimmt, Nachhaltigkeit korrekt wiederzugeben. Folglich dürften sich auch die Anlageuniversen der jeweiligen SRI-Portfolio-Manager bzw. SRI-Investmentprodukte, die ihrerseits auf Basis des Research spezifischer Rating-Institutionen konstruiert wurden, mehr oder weniger voneinander unterscheiden und entsprechend auch zu unterschiedlichen Performance-Ergebnissen führen. Es ist somit entscheidend nach welchen spezifischen Methoden die Rating-Institutionen operieren und auf welchen Researchs die Konstruktionen der Anlageuniversen der SRI-Portfolio-Manager bzw. der SRI-Investmentprodukte basieren.

Innerhalb einer Meta-Studie von Schäfer/Stederoth werden 33 empirische, kapitalmarkttheoretische Studien, bei denen die Ethikkomponente mit sozialen und/oder ökologischen Kriterien spezifiziert wird und als Grundlage zur ethisch ausgerichteten Portfolio dient, betrachtet. Insgesamt konnte keine eindeutige Underperformance von ethisch-ökologischen und ethisch-sozial gefilterten Portfolios nachgewiesen werden. In zahlreichen Studien konnte eine Outperformance festgestellt werden. Wobei innerhalb dieser Studie festgestellt wird, dass es mehreren Studien methodische Mängel, wie bspw. die Betrachtung einer kleinen Grundgesamtheit, kurze Betrachtungszeiträume, Verwendung unterschiedlicher Approximationen für das Marktportfolio sowie der Verwendung von unzureichenden Performance-Maßen gibt und dass eine objektive

Beurteilung relativ schwierig ist, da es den betrachteten Studien an einheitlichen qualitativen Charaktere der ethischen Selektionskriterien fehlt.²⁰⁶

²⁰⁶ Vgl. Schäfer/Stederoth, 2002, S. 129.

14 Immobilienanlagen als Teil der Gesamtanlagestrategie

Die vorangegangenen Ausführungen zum Performance- bzw. Struktureffekt hatten einführenden Charakter und sich daher hauptsächlich auf von Unternehmen emittierte, verbriefte Finanzkontrakte wie beispielsweise Aktien oder Anleihen bezogen. Dies **kann** wie ausgeführt dann **zu Minderungen in der Performance führen, wenn** das Anlageuniversum durch **SRI-Filter signifikant** eingeschränkt wird. Ein **umgekehrter Effekt** und somit eine **Performancesteigerung** ist aus theoretischer Sicht zu erwarten, wenn **bestehende Portfolios mit Immobilienanlagen ergänzt** werden.

14.1 Einfluss von Immobilien im Portfolio

Der Performance Einfluss von offenen Immobilienfonds²⁰⁷ in einem Portfolio ist Gegenstand von Untersuchungen der Universität Stuttgart. Hierzu werden zunächst die Effizienzl原因en eines Referenzportfolios, das sich ausschließlich aus den Assetklassen Aktien und Bonds zusammensetzt, gebildet, um dann in einem weiteren Schritt die Effizienzl原因en des Referenzportfolios und eines Portfolios, das zusätzlich zum Referenzportfolio offene Immobilienfonds enthält, zu vergleichen. Bei dieser Untersuchung ist berücksichtigt worden, dass es sich bei der potenziellen Investorengruppe innerhalb dieses Projekts um vornehmlich deutsche institutionelle Anleger handelt²⁰⁸ und somit davon auszugehen ist, dass diese Investorengruppe aufgrund eventueller Präferenzen und des Wechselkursrisikos verstärkt in europäische Aktien bzw. Bonds investiert. Um diesem Umstand gerecht zu werden, basieren die Berechnungen der Effizienzlinie auf europäischen Indizes. Als Benchmarkindex für die Assetklassen Aktien und Bonds wurde somit der DJ EURO STOXX bzw. der WGBI EURO GOVT gewählt. Als Datengrundlage für die offenen Immobilienfonds wird, da keine Daten für einen Index diese Anlageklasse zur Verfügung stehen, ein Index aus den historischen Daten der fünf größten Immobilienfonds gebildet. Die Zeitreihen der gewählten Indizes sind in der folgenden Abbildung 39 für den Zeitraum zwischen 1993 und 2008 dargestellt.

²⁰⁷ Hierbei beziehen sich die folgende Ausführungen auf nicht nachhaltige Immobilienfonds

²⁰⁸ Vgl. Abschnitt 9.1, S. 118.



Abbildung 39: Darstellung der Zeitreihen, der für die Untersuchung gewählten Indizes
Quelle: eigene Darstellung

In der Darstellung der Zeitreihen ist ersichtlich, während der DJ EURO STOXX einigen Schwankungen unterliegt, sowohl die Indizes der Bonds als auch der offenen Immobilienfonds einen nahezu linearen Verlauf haben. Dies ist vor allem auf die geringen Volatilitäten der beiden Anlageklasse zurückzuführen.²⁰⁹

Die Berechnungen der Effizienzlinien, wie auch die der Zeitreihen der Indizes, basieren auf den Quartalspreisen und sind in der folgenden Abbildung 40 für den Zeitraum Januar 1993 bis Januar 2008 dargestellt.

²⁰⁹ Vgl. hierzu auch Abschnitt 6.2.5, S. 78.

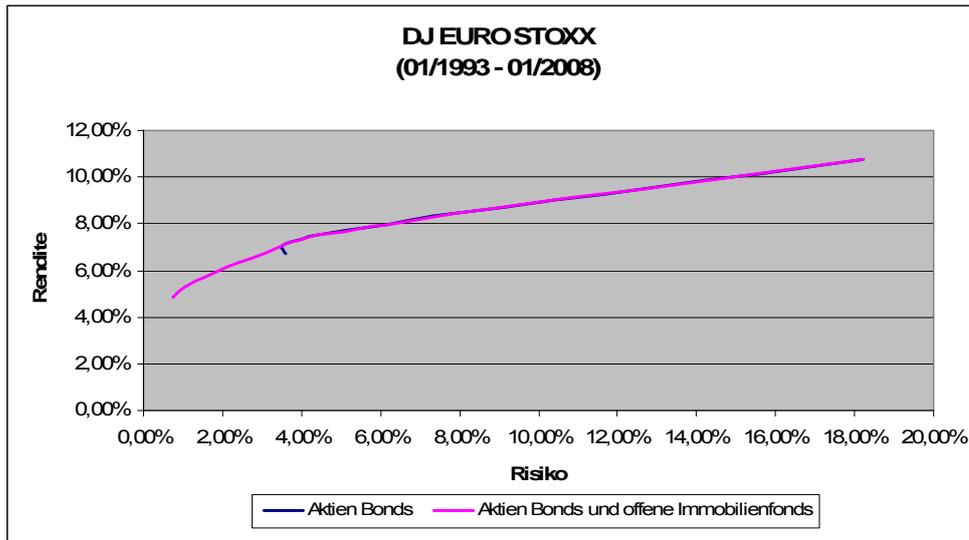


Abbildung 40: Vergleich der Effizienzlinien basierend auf dem Zeitraum 1993 bis 2008

Quelle: eigene Darstellung

In der Abbildung ist erkennbar, dass es aufgrund der Ergänzung der offenen Immobilienfonds zu einer Verlängerung der Effizienzlinien führt. Ab einer Volatilität von vier Prozent dominieren die Portfolios, die ausschließlich aus Aktien und Bonds bestehen. Betrachtet man den Zeitraum der letzten vier Jahre, wie in Abbildung 41 dargestellt, dominieren die Portfolios, die zusätzlich offene Immobilienfonds beinhalten bis zu einer Volatilität bis ungefähr fünf Prozent. Hierbei kommt es nicht nur wie bei der Betrachtung der Gesamtperiode zu einer Verlängerung der Effizienzlinie, sondern auch zu einer Performancesteigerung.

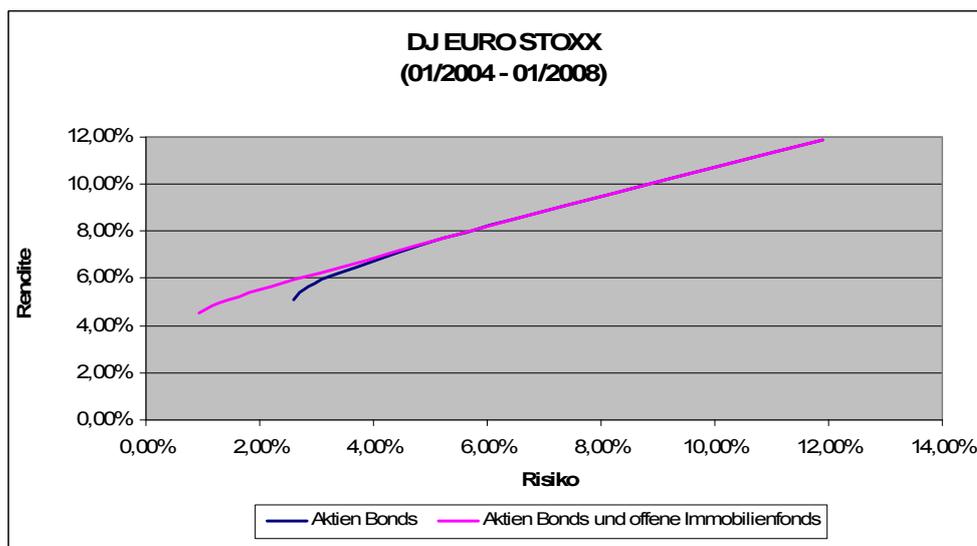


Abbildung 41: Vergleich der Effizienzlinien basierend auf dem Zeitraum 2004 – 2008

Quelle: eigene Darstellung

Eine mögliche Erklärung der unterschiedlichen Performanceauswirkungen der offenen Immobilienfonds in den beiden Betrachtungsperioden ist, dass sich der fallende Aktienkurs zu Beginn des Jahres 2008 bei einer kürzen Betrachtungszeit stärker auswirkt als über die Gesamtperiode. Neben dem positiven Einfluss der offenen Immobilienfonds auf die Performance besteht zwischen dieser Anlageklasse und den Aktien im Allgemeinen eine sehr geringe Korrelation bei positiver Marktlage von 0,17 und eine negative Korrelation von -0,11 bei negativen Märkten, was auf ein sehr hohes Diversifikationspotenzial hinweist.

Neben der Untersuchung der Universität Stuttgart ist die Analyse der Wirkungen einer zusätzlichen Aufnahme von Immobilien in das Anlageportfolio bereits Gegenstand von weiteren Studien. An dieser Stelle wird zusätzlich zu den eigenen Untersuchungen noch auf zwei weitere Studien, von Hübner et al. und vom Institut für Vermögensaufbau (IVA), die im Auftrag der Commerz Grundbesitz-Investmentgesellschaft durchgeführt wurde, näher eingegangen. In beiden Studien wurden die Auswirkungen von zwei unterschiedlichen Immobilienanlagen, bei beiden offene Immobilienfondsanteile und entweder US-REITs oder Immobilienaktien untersucht. Da das Projekt ImmoInvest die Entwicklung eines nachhaltig offenen Immobilienspezialfonds zum Gegenstand hat, fokussieren sich die Ausführungen auf die Performance-Effekte der offenen Immobilienfonds.

Hübner stellt die **unterschiedlichen Anlagestrategien** durch die vier verschiedenen Portfolios, die sich aus **Aktien und Renten** zusammensetzen; **Minimum-Varianz Portfolio, Tangentialportfolio, Naives Portfolio und Naives-Risiko-Portfolio**. Die **Einbeziehung von offenen Immobilienfonds** führt in fast allen Anlagestrategien wenn auch in unterschiedlichen Ausmaßen zu **Performancesteigerungen**. Es können Rendite-Risiko Kombinationen gebildet werden, die nur aus Renten und Aktien nicht konstruierbar sind. Insgesamt zeigt die Studie, dass mit Immobilienfonds speziell aufgrund des geringen Risikobeitrags, vornehmlich als Substitution für Renten, bei risikoaversen Anlegern Performancesteigerung erzielt werden können. Allerdings sinkt die Bedeutung von diesen Immobilienanlagen bei steigendem Risiko.²¹⁰

²¹⁰ Vgl. Hübner u.a., 2004, S. 1 ff.

Innerhalb der Studie des IVA werden Portfolios mit unterschiedlichen Risikopräferenzen für professionelle sowie private Anleger basierend auf den Daten von 15.000 Portfolios nachgebildet. Die unterschiedlichen Risikopräferenzen werden durch einen variierenden Anteil an Aktien erzeugt. So enthalten die beiden risikoaversen Portfolios der professionellen Anleger einen Aktienanteil von 20% und 30%, während das balancierte bzw. offensive Portfolio 54% bzw. 74% enthält. Gegenstand der weiteren Betrachtungen sind ausschließlich die professionellen Anleger, die beiden konservativen und das balancierte Portfolio. Zwischen diesen Portfolios und dem Anlageverhalten der institutionellen Investoren, die die Zielgruppe der Anleger des Projekts sind, existieren die meisten Schnittpunkte. Die Kursreihen der jeweiligen Referenzportfolios ergeben sich mit Hilfe der jeweiligen Marktindizes. Bei der Beimischung der offenen Immobilienfondsanteile wird das Ersetzungsverfahren angewendet, d.h. das Portfoliovolumen wird nicht erhöht, sondern es werden Teile der bestehenden Geldmarkt-/Rentenanteils ersetzt. In der folgenden Abbildung sind die Ergebnisse der Studie grafisch dargestellt.

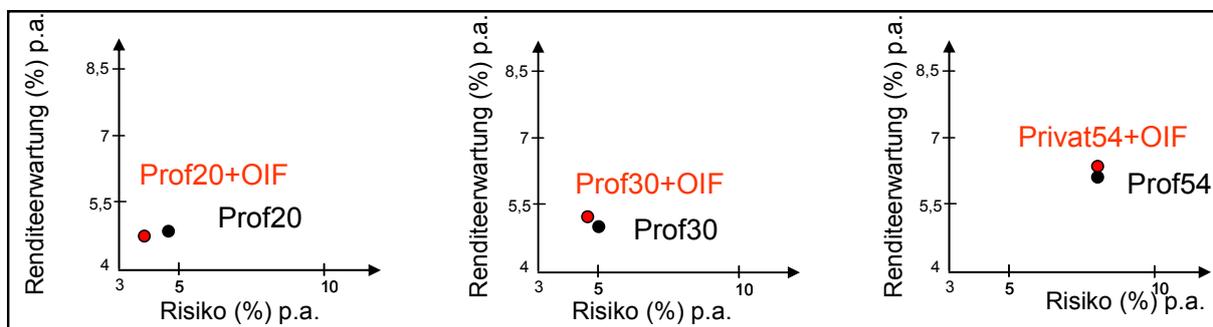


Abbildung 42: Risiko-Rendite-Profile der professionell strukturierten Portfolios mit und ohne Anteile von offenen Immobilienfonds

Quelle: IVA, 2007, S. 15 f.

Durch die **Beimischung von Immobilienfondsanteilen** gibt es in allen drei **Portfolios**, gemessen an der **Sharpe Ratio**, eine **Verbesserung des Risiko-Rendite-Verhältnisses**. Beim konservativsten Portfolio, mit einer Beimischung von 20% Aktien, verringert sich die Rendite um 0,04% und das Risiko um 0,92%. Beim ebenfalls konservativ ausgelegten Portfolio mit einer Aktienbeimischung von 30% verringert sich das Risiko um 0,26%, während sich die Rendite um 0,17% erhöht. Beim balancierten Portfolio verringert sich das Risiko um 0,01%, während die Rendite um 0,12% ansteigt. Insgesamt lässt sich durch die

Beimischung von Immobilienfondsanteil primär eine Risikoabsenkung erwirken. Ähnlich wie bei Hübner kommt es bei den konservativ strukturierten Portfolios zu den deutlichsten Effekten.²¹¹ Aus beiden Studien geht somit hervor, dass die Beimischung von offenen Immobilienfonds, speziell bei konservativen Anlegern, wie in der Regel bei institutionelle Anleger²¹², zu positiven Performance Effekten führt.

Übertragen auf einen Anleger der ausschließlich in SRI-Produkte investiert, ließe sich aus diesen Ergebnissen folgern, dass er eine Performancesteigerung durch die Investition in nachhaltige Immobilienanlagen erzielen könnte und somit die Einführung einer solchen Anlageklasse eine enorme Bedeutung für den gesamten SRI-Markt hat.

14.2 Der Einfluss einer einzelnen Immobilie auf die Rendite und das Risiko eines Immobilienfonds

Die **Performance eines offenen Immobilienfonds** generiert sich aus dem Sondervermögen, d.h. aus den **liquiden Mitteln zuzüglich der Immobilienrendite** abzüglich der Fondskosten.²¹³ Die Immobilienrendite setzt sich hauptsächlich aus den laufenden Bewirtschaftungserträgen, Gewinnen aus dem Verkauf von Objekten und der Wertsteigerung der Bestandsimmobilien zusammen.²¹⁴ Somit besteht die Immobilienrendite aus der Summe der einzelnen Renditen der Immobilien des gesamten Immobilienportfolios eines offenen Immobilienfonds.

14.2.1 Die Renditeberechnung einer Immobilie

Die **Rendite** einer Immobilie ergibt sich aus der **Summe der Wertänderung der Immobilie** und des **Netto-Cashflows** unter Berücksichtigung des **gebundenen**

²¹¹ IVA, 2007, S. 1 ff.

²¹² Institutionelle Anleger agieren als Kapitalsammelstelle für Dritter und haben somit gegenüber den Anlegern die Verpflichtung konstante Erträge zu erwirtschaften. Vor allem bei Versicherungen wird dieser Umstand durch die Auflagen des VAG verdeutlicht. Vgl. hierzu Kapitel 7, S. 80 u. Kapitel 9.2, S. 119.

²¹³ Siehe hierzu die Vermögensaufteilung der Immobilienfonds, Tabelle 4, S. 72.

²¹⁴ Vgl. Loos, 2005, S. 38 f.

Kapitals. Hieraus ergibt sich folgende Formel für die einperiodige²¹⁵ Renditeberechnung:²¹⁶

$$(14-1) \quad r_{\text{Bestand}} = \frac{VW_t - VW_{t-1} - I_t + NM_t}{VW_{t-1} + \frac{1}{2}I_t - \frac{1}{2}NM_t}$$

Bestandteile der Formel sind der Verkehrswert²¹⁷ (VW), der Mittelzufluss Wert erhöhender Investitionen (I) und die Netto-Mieteinnahmen (NM), d.h. Mieteinnahmen abzüglich der nicht umgelegten Bewirtschaftungskosten.²¹⁸

Für die **Ermittlung des Verkehrswerts** werden in Deutschland in der Regel eines der **normierten Verfahren** - das Vergleichswert-, das Ertragswert- oder das Sachwertverfahren - angewendet. Der Wert von unbebauten Grundstücken und Eigentumswohnungen wird hauptsächlich mit dem Vergleichswertverfahren ermittelt. Das **Sachwertverfahren** findet bei Immobilien, bei denen die Preisbemessung maßgeblich auf den Herstellkosten, wie z.B. bei Ein- oder Zweifamilienhäuser, Anwendung. Für Immobilien bei denen sich der Preis maßgeblich aus der Ertragsfähigkeit der Immobilie generiert, wird das **Ertragswertverfahren** angewendet. Hierzu zählen beispielsweise Mietwohnhäuser, gewerblich-industriell genutzte Grundstücke und gemischt genutzte Grundstücke.²¹⁹ Da das Anlageziel offener Immobilienfonds aus der Generierung von Immobilienerträgen besteht, befinden sich in ihren Portfolios Immobilien bei denen vornehmlich das **Ertragswertverfahren** verwendet wird.

²¹⁵ Bei der einperiodigen Renditeberechnung werden die Höhe und Zeitintervalle der wertändernden Investitionen der Nettomieteinnahmen über die Periode als konstant angesehen und zur Periodenmitte gewichtet. Aus diesem Grund gehen diese beiden Werte bei der Ermittlung des durchschnittlichen Kapitals nur zur Hälfte ein. Vgl. Thomas/Piazolo, 2007, S. 211.

²¹⁶ Vgl. z.B. Thomas/Wellner, 2007, S. 88.

²¹⁷ Der Verkehrswert ist laut Baugesetzbuch (BauGB) § 194 als der Wert der Immobilie und des Grundstücks, der bei einer fiktiven Transaktion, unter marktüblichen Bedingungen und am Wertermittlungsstichtag zu erzielen wäre, definiert. Der Wertermittlungsstichtag ist der Zeitpunkt der die fiktive Transaktion. Auf Grund der sich verändernden Wertverhältnisse am Grundstücksmarkt hat ein Gutachten bzw. ein hierbei ermittelter Verkehrswert eine zeitlich begrenzte Gültigkeit, von zwei bis sechs Monaten. Die Ermittlung des Verkehrswertes basiert ausschließlich auf dem Angebot und Nachfrage des Marktes. Wirtschaftliche Interessen oder Belange des fiktiven Verkäufers bzw. Käufers haben keinerlei Einfluss bei der Ermittlung des Verkehrswerts. Bei der Verkehrswertermittlung sind gesetzliche Beschränkungen, grundstücksgleiche Rechte und beschränkt dringliche Rechte zu berücksichtigen. Vgl. Leopoldsberger/Thomas, 2004, S. 139 f.

²¹⁸ Vgl. Thomas/Wellner, 2007, S. 88.

²¹⁹ Vgl. Kleiber, 2006, S. 11.

Für die Ermittlung des Ertragswerts lautet die Formel.²²⁰

$$(14-2) \quad EW = (RE - BW \cdot p) \cdot V + BW$$

Der Ertragswert besteht nach Formel (14-2) aus zwei Teilen, dem **Gebäudewertanteil** und dem **Bodenwert** (BW). Zur Ermittlung des Gebäudewertanteils wird vom Reinertrag (RE) der mit dem Diskontierungssatz (p) multiplizierte Bodenwert subtrahiert und mit dem Vervielfältiger multipliziert.

Die Formel für den Vervielfältiger lautet.²²¹

$$(14-3) \quad V = \frac{q^n - 1}{q^n \cdot (q - 1)}$$

Wobei q hier für den Zinsfaktor und n für die Restnutzungsdauer der Immobilie steht.

In die Berechnung der **Immobilienrendite** geht die **Netto-Mieteinnahme** (vgl. Formel 14-1) direkt und indirekt über den Reinertrag in die Verkehrswertermittlung bzw. über die Ertragswertermittlung (vgl. Formel 14-2) ein. Hieran ist ersichtlich, dass die Netto-Mieteinnahme ein, wenn nicht gar der maßgebliche, Faktor der Immobilienrendite ist.

14.2.2 Das Risiko einer Immobilie

Das Risiko eines offenen Immobilienfonds besteht aus den einzelnen Risiken der Immobilien und ihren **Kovarianzen**. Die Berechnung erfolgt analog der Formel zur Berechnung der **Portfoliovarianz**.²²²

Grundsätzlich ist mit jeder Investition in eine **Immobilie** ein gewisses **Risiko** verbunden. Hierzu gehören u.a. das Mietausfallwagnis und das Standortrisiko. Speziell im Immobilienbereich stellen die Risiken aufgrund der Eigenschaften des Wirtschaftsguts Immobilie²²³, wie die Standortgebundenheit, die hohen Investitionskosten und der langen Lebenszyklus, nicht nur in Bezug auf die Kon-

²²⁰ Vgl. Kleiber/Simon, 2007, S. 1403.

²²¹ Vgl. Kleiber/Simon, 2007, S. 1415.

²²² Vgl. Kapitel 13.1, S. 139 f.

²²³ Vgl. Tabelle 1, S. 20.

stanz der Renditen, sondern auch bzgl. der Finanzierung eine elementare Rolle dar. So stellte Pfnür anhand mehrerer empirischen Studien fest, dass Entscheidungen am Immobilienmarkt mit **hohen Unsicherheiten** verbunden sind.²²⁴

In der folgenden Tabelle sind **wichtige Risikoarten** des Immobilienwesens aufgeführt.

	Systematische Risiken	Unsystematische Risiken
Existentielle Risiken	Administratives Risiko Arbeitsmarktrisiko Beschäftigungsrisiko Einkommensrisiko Inflationsrisiko Kommunikationsrisiko Konjunkturrisiko Kulturrisiko Länderrisiko Naturrisiko Ordnungspolitisches Risiko Politisches Risiko Preisänderungsrisiko Rechtliches Risiko Sozio-demographisches Risiko Steuerliches Risiko	Altlastenrisiko Bausubstanzrisiko Besteuerungsrisiko Betreiberrisiko Bodenrisiko Ertragsrisiko Fertigstellungsrisiko Investitionsrisiko Kostenüberschreitungsrisiko Managementrisiko Markttransparenzrisiko Objekttrisiko Risiko des zufälligen Untergangs Standortrisiko Umweltrisiko Wertänderungsrisiko
Finanzielle Risiken	Basisrisiko Kapitalmarktrisiko Konvertierungsrisiko Transferrisiko Währungsrisiko Wechselkursrisiko Zinsänderungsrisiko Zinsstrukturrisiko Zinsvolatilitätsrisiko	Beleihungsrisiko Beratungsrisiko Bewertungsrisiko Bonitätsrisiko Geschäftspartner Risiko Kapitalstrukturrisiko Know-how-Risiko Konditionsrisiko Kreditausfallrisiko Leverage-Risiko Liquiditätsrisiko Planungsrisiko Verwertungsrisiko Zinsfestschreibungsrisiko Zinsänderungsrisiko

Tabelle 15: Risikokategorien und Risikoarten im Immobilienwesen
Quelle: Maier, 2007, S. 14.

Hierbei wird zum Einen zwischen systematischen sowie unsystematischen als auch zwischen existentiellen und finanziellen Risiken unterschieden. Die existentiellen Risiken (auch sog. Geschäftsrisiken) stellen die operative Unsicherheiten eines einzelnen Immobilienobjekts dar, während finanzielle Risiken Gefahren bzw. Chancen, unabhängig vom eigentlichen Investitionsobjekt im Zusammenhang mit finanziellen Transaktionen bzw. Strategien zum Tragen kommen.²²⁵

²²⁴ Vgl. Pfnür, 2007, S. 1.

²²⁵ Vgl. Maier, 2007, S. 13.

Mittels einer empirischen Studie von institutionellen Investoren ermittelten Pfnür und Armonat die **fünf wichtigsten Gründe für Erfolg und Misserfolg einer Immobilie**. So sind die wichtigsten Faktoren für den **Erfolg** der **Standort**, die **Qualität/Bonität** der **Mieter**, die **Marktentwicklung**, die **Architektur/Nutzungsflexibilität** und das **Timing**. Im Gegenzug sind die wichtigsten Gründe des **Misserfolgs** die Marktentwicklung, der Standort, das Nutzungskonzept, die Qualität/Bonität der Mieter und die fehlende Nutzungsflexibilität. Hieraus ist ersichtlich, dass die richtige Wahl des Standort und der richtigen Mieter elementar für den Erfolg einer Immobilie sind. Des Weiteren müssen Entscheidungen, wie die richtige Architektur/Nutzungsflexibilität und der Investitionszeitpunkt, bereits in der Investitionsphase getroffen werden.²²⁶

14.3 Der Einfluss der Nachhaltigkeit auf die Rendite und das Risiko einer Immobilie

Zur Untersuchung der finanziellen Auswirkung der Nachhaltigkeit auf Immobilien gibt es mehrere Studien mit unterschiedlichen Ansätzen in verschiedenen Bereichen. Das **nachhaltige Immobilien im Vorteil** gegenüber konventionell geplanten, erstellten und bewirtschafteten Immobilien sind, impliziert allein die Begrifflichkeit „nachhaltig“. In der genauen Quantifizierbarkeit dieser Vorteile liegt die Herausforderung kommender immobilienwirtschaftlicher Forschungsvorhaben. Dennoch lassen sich die Bereiche, in denen Vorteile messbar gemacht werden können, eindeutig identifizieren. Der Zusammenhang zwischen Gebäudeeigenschaft und finanziellem Vorteil soll in Abbildung 43 beispielhaft verdeutlicht werden.

²²⁶ Vgl. Pfnür/Armonat, 2001, S. 41 f.

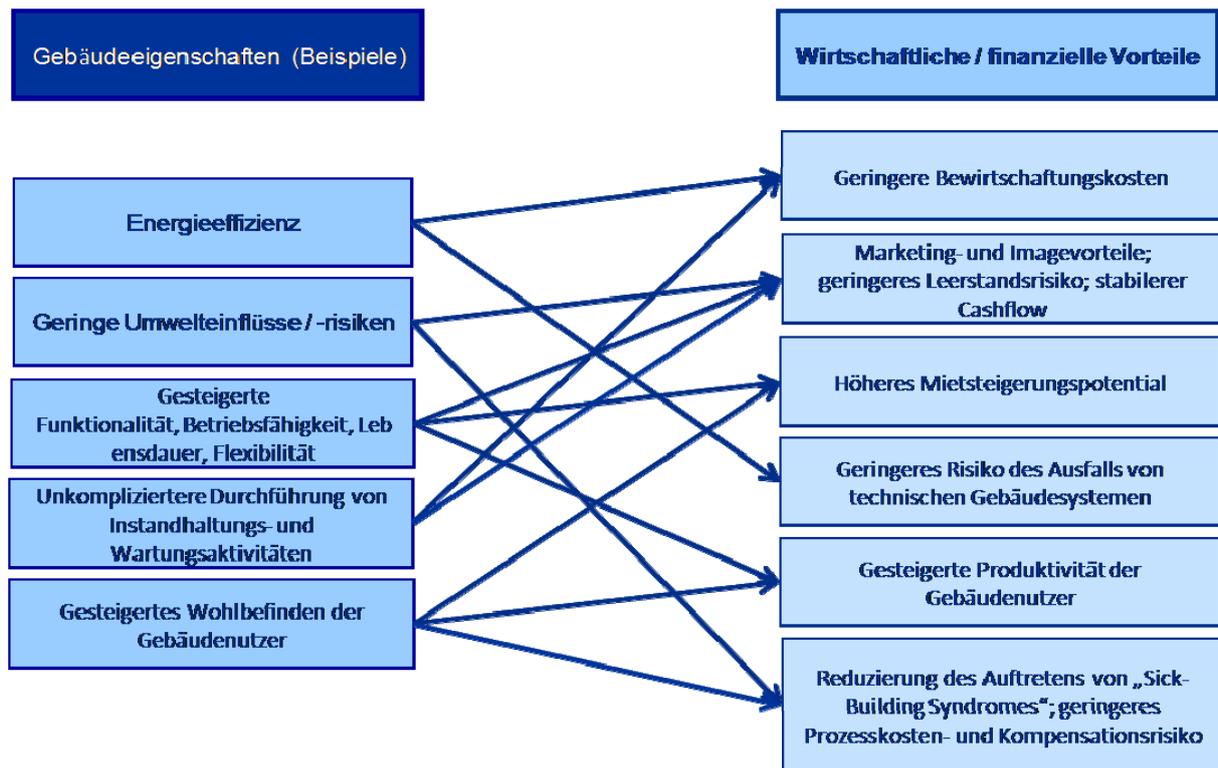


Abbildung 43: Wirtschaftliche Vorteile nachhaltiger Immobilienanlagen
 Quelle: Lützkendorf u.a., 2006.

Da davon ausgegangen wird, dass der **Erfolg** eines **nachhaltigen Immobilieninvestmentfonds** zu einem großen Teil **von der Qualität** der **Immobilien abhängt**, soll hier auf die Vorteilhaftigkeit der Immobilienobjekte eingegangen werden.

Es existieren bisher **nur wenige Untersuchungen**, die den finanziellen Vorteil von nachhaltigen Gebäuden untersuchen. Einige der existierenden sollen hier kurz beschrieben werden.

Nachhaltige Gebäude bieten eine Reihe **finanzieller Vorteile** wie z.B. Kostensenkung durch Energie- und Wassereinsparungen, Kostensenkung durch Abfallreduzierung, Produktivitätssteigerung der Nutzer durch bessere Arbeitsbedingungen und bessere klimatische Bedingungen, Reduzierung des Krankenstandes u.a.. In der Studie von Kats²²⁷ werden zwei dieser Faktoren genauer untersucht: Energieeinsparungen und die Auswirkungen verbesserter Arbeitsbedingungen hinsichtlich Gesundheit und Produktivität der Nutzer.

²²⁷ Vgl. Kats, 2003.

Kats stellt in seiner Studie „Green Building Costs and Financial Benefits“ die Mehrkosten für sog. „Green Buildings“ den Einsparungen gegenüber. Die Mehrkosten werden in Abhängigkeit vom bei LEED²²⁸ erreichten Zertifizierungsergebnis angegeben. Das Zertifizierungssystem LEED vergibt je nach Standard und Bewertungsergebnis eines Gebäudes eine von vier Qualitätsstufen (von „Platinum“ (ausgezeichnet) bis „Mindestanforderungen erfüllt“). Die folgenden Prozentuale Mehrkosten von „Green Buildings“, beschreiben den finanziellen Mehraufwand bei der Erstellung.

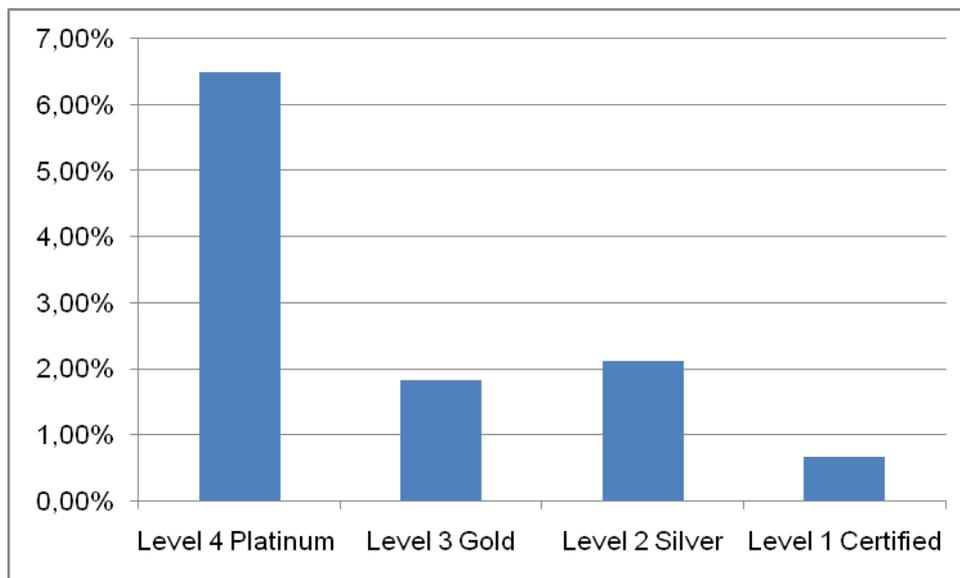


Abbildung 44: Prozentuale Mehrkosten von „Green Buildings“
Quelle: Kats, 2003.

Dem Mehraufwand werden die finanziellen Vorteile resultierend aus Energieeinsparung und Produktivität gegenübergestellt. Die durchschnittlichen Energiekosten in einem Gebäude in Massachusetts liegen bei ca. \$2,00/ft². Im **Durchschnitt** benötigen „Green Buildings“ **30% weniger Energie** als konventionelle Gebäude. Bei einem Gebäude mit 100.000 ft² Fläche würde so eine jährliche Einsparung von \$60.000 erzielt werden.

Eine umfangreiche Untersuchung von 60 LEED zertifizierten Gebäuden hat u.a. gezeigt, dass „Green Buildings“ im Durchschnitt 25-30% weniger Energie in der Nutzungsphase benötigen. Tabelle 16 beschreibt die Energieeinsparung in Abhängigkeit des Zertifizierungsergebnisses. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass

²²⁸ In den USA weit verbreitetes Zertifizierungssystem

in den USA ein völlig anderes Ausgangsniveau bezüglich der energetischen Qualität von Immobilien existiert.

LEED Zertifikat	Certified	Silver	Gold	Durchschnitt
Prozentuale Energieeinsparung gegenüber konventionellen Gebäuden	28,00%	30,00%	48,00%	36,00%

Tabelle 16: Energieeinsparung in LEED – Zertifizierter Gebäude gegenüber konventionell errichteter Gebäude
Quelle: Kats, 2003.

Der Zusammenhang zwischen Gesundheit und Produktivität auf der einen Seite und der Qualität der Räumlichkeiten (u.a. beschrieben durch die Raumluftqualität sowie den thermischen, akustischen und visuellen Komfort), in denen sich die Beschäftigten aufhalten, auf der anderen Seite wird in Zukunft immer wichtiger werden. Durch eine schlechte „Innenraumqualität“ werden Schätzungen zufolge jährlich hunderte Millionen verschwendet. In Anbetracht der Tatsache, dass ein Mensch 90% seiner Zeit in geschlossenen Räumen verbringt, ist dies nicht weiter verwunderlich. Die Luftqualität in geschlossenen Räumen ist oft erheblich schlechter als im Freien.

Der **Zusammenhang** zwischen dem **Wohlbefinden** der Arbeiter und Angestellten einerseits und dem **Gebäude** und seinen wesentlichen Merkmalen und Eigenschaften andererseits ist kompliziert. Folgende Eigenschaften fördern eine „gesündere Arbeitsatmosphäre“ und damit langfristig eine höhere Produktivität.

- höherwertige Baumaterialien
- bessere Beleuchtung, insbesondere mehr Tageslicht
- bessere thermische Behaglichkeit
- verbesserte Belüftungsqualität

Wie groß die Auswirkungen gesteigerter Produktivität durch verbesserte Rahmenbedingungen sind, soll an folgendem Beispiel aufgezeigt werden: Eine einprozentige Zunahme der Produktivität entspricht fünf Minuten Arbeitszeit. Fünf Minuten Arbeitszeit je Mitarbeiter und Jahr entsprechen zwischen \$600 und \$700 mehr. Mit diesem Beispiel soll aufgezeigt werden, dass die direkten und

indirekten Kosten der Beschäftigten die Kosten von Baukonstruktion und Energie übertreffen. Vor allem bei Langzeitbetrachtungen wird dies sehr deutlich.

Der **finanzielle Vorteil** von **Green Buildings** lässt sich mit ungefähr **\$50 bis \$70 pro Quadratfuß** (ca. \$500 bis 600\$ pro m²) und einer **Periode von 10 Jahren** beziffern. Ausgegangen wird hierbei von einem LEED zertifizierten Gebäude.

Eine Untersuchung der Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) identifiziert die Ansatzpunkte für Verbesserungen an Gebäuden, nennt die nötigen Maßnahmen und beschreibt die Auswirkungen. Abbildung 45 stellt ausgewählte Ergebnisse dar.

Kategorien	Strategie	Wertschöpfung	Auswirkungen auf andere Werte
Nachhaltige Grundstücksentwicklung	<ul style="list-style-type: none"> -Reduzierung des Flächenbedarfs -Vermeidung von Bodenverschmutzung -Natürliche Drainagesysteme -Erhalt der lokalen Ökosphäre -Optimale Ausrichtung des Gebäudes 	<ul style="list-style-type: none"> -Verbesserte „Grundstücksästhetik“ -Größere öffentliche Akzeptanz 	<ul style="list-style-type: none"> -Niedrigere Entwicklungskosten -Erhöhte Marktfähigkeit -Höhere Mieten, höhere Preise
	<ul style="list-style-type: none"> -Optimale Ausrichtung des Gebäudes 	<ul style="list-style-type: none"> -Niedrigere Energiekosten 	<ul style="list-style-type: none"> -Höhere Nettoerträge
Wassereffizienz	<ul style="list-style-type: none"> -Nutzung von Regenwasser für z.B. Toiletten -Aufbereitung von Grauwasser -Niederwasserabflüsse -Betrieb von geschlossenen Wasserzirkulären 	<ul style="list-style-type: none"> -Geringerer Wasserverbrauch/-kosten 	<ul style="list-style-type: none"> -Durch niedrigere Kosten, höhere Mieten möglich
Energieeffizienz	<ul style="list-style-type: none"> -Nutzung natürlicher Erwärmung und Lüftung -Natürliche Beleuchtung -Hohe Qualität der Wärmedämmung 	<ul style="list-style-type: none"> -Niedrigere Kapitalkosten -Nutzervorteile -Niedrigere Energiekosten 	<ul style="list-style-type: none"> -Geringere Instandhaltungskosten -Längere Lebenszyklen -Höhere Mitarbeiterproduktivität -Höhere Nettoerträge
	<ul style="list-style-type: none"> -Energie-Management Systeme 	<ul style="list-style-type: none"> -Verbesserte Abläufe 	
	<ul style="list-style-type: none"> -Externer Dienstleister für Energieversorgungssysteme -Schulung der Mitarbeiter im Umgang mit Haustechnik 	<ul style="list-style-type: none"> -Niedrigere Instandhaltungskosten 	<ul style="list-style-type: none"> -Geringere Instandhaltungskosten
Raumqualität	<ul style="list-style-type: none"> -Verwendung schadstofffreier Bauprodukte -Materialien ausdünsten lassen bevor Gebäude genutzt wird -Nutzung der natürlichen Beleuchtung -Arbeitsplätze mit „Aussicht“ schaffen 	<ul style="list-style-type: none"> -Bessere Arbeitsbedingungen -Höhere Produktivität -Geringere Krankenzustände 	<ul style="list-style-type: none"> -Risiko-reduktion -Größere Marktchancen -Höhere Mieterkontinuität
Ressourceninanspruchnahme	<ul style="list-style-type: none"> -Verwendung dauerhafter Materialien -Vermeidung unnützer Gebäude Merkmale -Gegebenenfalls vorhandene Bauwerksstrukturen nutzen (sanieren) -Flexibilität/Anpassbarkeit der Gebäudestruktur 	<ul style="list-style-type: none"> -Längere Lebenszyklen -Geringere Bewirtschaftungskosten 	<ul style="list-style-type: none"> -Geringere Baukosten -Geringere Bewirtschaftungskosten -Geringere Instandhaltungskosten

Abbildung 45: Vereinfachte Darstellung von RICS „Greenvalue“
Quelle: RICS, 2005.

Situation in Deutschland

Auch in Deutschland gibt es erste Ansätze zur Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Kosten und Nutzen von „Ökobauten“. So stellt z.B. Flatz fest, dass zehn Prozent niedrigere Betriebskosten über 30 Jahre um bis zu 25 Pro-

zent höhere Baukosten rechtfertigen.²²⁹ Wenn man bedenkt, dass nachhaltiges Bauen im Durchschnitt fünf bis zehn Prozent höhere Investitionskosten verursacht als konventionelles Bauen wird das hohe wirtschaftliche Potenzial von nachhaltigen Gebäuden deutlich. Doch selbst diese fünf bis zehn Prozent Mehrkosten bei der Erstellung müssen nicht zwangsläufig anfallen wie folgendes Beispiel zeigt. In Ludwigshafen wurde das weltgrößte Passivbürohaus namens lu-teco errichtet, das aufgrund einer Optimierung im Planungsprozess nicht teurer war als ein vergleichbares Gebäude in konventioneller Bauweise.²³⁰

Fazit

Studien wie bspw. von Kats oder von der David Lucile Packard Foundation²³¹ zeigen die Kostenersparnisse, die durch eine Verbesserung der energetischen Qualität von Immobilien erreichbar sind auf. Allerdings kann **keine vollständige Übertragung dieser Ergebnisse auf den deutschen Markt** vorgenommen werden, da die Bauweise, der Standard der technischen Gebäudeausrüstung und die geografische Lage einen großen Einfluss auf die Energiekosten haben. Ausführliche Untersuchungen zur Situation in Deutschland, bei denen sowohl die Merkmalskosten als auch die Einspareffekte erhoben und analysiert werden, erfolgen derzeit im Rahmen des Projektes EnOB – Forschung für energieoptimiertes Bauen (www.enob.info).

Bei vermieteten Objekten ergibt sich bei der Beurteilung von Einspareffekten bei der Energie und einer Reduzierung der Energiekosten ein Problem. I.d.R. profitieren von diesen Kostenreduktionen primär die Mieter und weniger die Besitzer.²³² Es gibt zwar Thesen, wie bspw. von Bartlett oder Edwards, dass die **Nachhaltigkeit auf die Netto-Mieten** und den **Wert der Immobilie** Auswirkungen hat.²³³ Damit wäre ein direkter Zusammenhang zwischen der Nachhaltigkeit, bzw. durch sie ein positiver Einfluss, auf die Rendite einer Immobilie hergestellt. Allerdings gibt es für diese Thesen bisher keine ausreichenden **empirischen Untersuchungen**, welche dies ausdrücklich nachweisen. Inner-

²²⁹ Vgl. Bergius, 2007.

²³⁰ Vgl. GAG, 2007.

²³¹ Vgl. The David and Lucile Packard Foundation, 2002.

²³² Vgl. WBCSD, 2007, S. 10 ff.

²³³ Vgl. Bartlett/Howard, 2000, S. 318 ff u. Edwards, 2006, S. 191.

halb des hier vorgestellten Projektes kann der Einfluss der Nachhaltigkeit auf die Rendite und das Risiko einer Immobilie nicht untersucht werden. Vorgeschlagen wird daher ein Folgeprojekt, in dem diese Auswirkungen der Nachhaltigkeit und hierdurch auch die Möglichkeiten der Performancesteigerung z.B. eines nachhaltigen Immobilienfonds zu untersuchen wären.

15 Identifikation von nachhaltigen Immobilienobjekten I: Rating

Rating und Ratingagenturen wurden bereits als Schlüsselprozesse und Schlüsselakteure herausgearbeitet. In der **Immobilienwirtschaft** wird unterschieden zwischen **Ratings** von **Immobilienmärkten**, **Immobilienobjekten** und **Immobilienanlageprodukten**.²³⁴ Ein typischer Anwendungsfall des Immobilienobjektratings ist die Immobilienprojektfinanzierung. Der Immobilienprojektfinanzierung kommt im Kreditvergabeverfahren eine Sonderrolle zu, da der Cash Flow sich auf ein einzelnes genau definiertes Projekt bezieht. Hier sehen Kreditinstitute das größte Risiko, da zur Kreditabsicherung nur ein einzelnes Gebäude mit allen seinen spezifischen Risiken zur Verfügung steht.

Durch die **Fokussierung auf das Einzelobjekt** sind zuverlässige Aussagen über die **zukünftige wirtschaftliche Tragfähigkeit** des Objektes sehr **wichtig**. Der Vorteil der Immobilie in diesem Zusammenhang ist die zuverlässige Kalkulierbarkeit zukünftiger Erlöse und Kosten. Im Falle eines Immobilienportfolios wie z.B. in einem Immobilienfond relativiert sich das Risiko des Einzelobjektes, bei gleich bleibendem Vorteil. „Diese beiden Besonderheiten, also die Konzentration auf eine einzige Einnahmequelle sowie die Prognostizierbarkeit zukünftiger Erlöse, lässt der Beurteilung der Einnahmeseite eine ungleich größere Bedeutung zukommen als dies beim klassischen Ratingansatz der Fall ist. Somit ist es angebracht, weniger das Unternehmen als vielmehr die Immobilie in den Mittelpunkt der Untersuchung zu stellen.“²³⁵ Die wichtigsten Ratingagenturen im Immobilienbereich sind für den deutschen Bereich: Feri, Scope Group, Fitch, HVB Expertise, Moody's, Standard & Poor's.

Die wichtigste Gruppe von Kapitalmarktakteuren, für die Ratings erstellt werden sind Kreditinstitute.

²³⁴ Knepel, 2005, S. 190.

²³⁵ Bulwien, 2005a, S.2.

15.1 Ratingtypen im Immobilienbereich

Die für den Immobilieninvestmentmarkt relevanten Ratingtypen lassen sich folgendermaßen unterteilen:²³⁶

- **Markt- und Standortrating:** Bewertung des Makro- und Mikrostandortes hinsichtlich der zukünftigen Entwicklungen von Chancen und Risiken
- **Objektrating:** Bewertung von Chancen und Risiken einzelner Gebäude
- **Produktrating:** Bewertung eines Immobilienanlage Produktes wie z.B. Fonds oder REITs

15.1.1 Markt- und Standortrating

Das Markt- und Standortrating bewertet die **Marktgegebenheiten**, den **Mikrostandort** und den **Makrostandort** der jeweiligen Immobilie: „Der Immobilienmarkt als Teil des gesamtwirtschaftlichen Systems, ist der allgemeinen Konjunktur, strukturellen und technologischen Entwicklungen sowie Entwicklungen und Erwartungshaltungen an den Finanzmärkten (u.a. als Alternativmöglichkeit und Finanzierungsquelle) in direktem und indirektem Bezug ausgesetzt.“²³⁷ D.h. die Immobilienbranche trägt auf der einen Seite zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung bei, ist auf der andern Seite aber auch abhängig von der Konjunktur. Mit zunehmender Beschäftigung steigt beispielsweise die Nachfrage nach Büroflächen. Von diesen die **gewerblichen Immobilien** primär kennzeichnenden Einflüssen, sind die für **Wohnimmobilien** zu unterscheiden. Sie stehen eher im indirekten Zusammenhang zur konjunkturellen Entwicklung. Die Nachfrage nach Wohnimmobilien hängt stark mit der demographischen Entwicklung zusammen, die wiederum durch konjunkturelle Faktoren beeinflusst wird.

²³⁶ Knepel, 2005, 2005, S.211.

²³⁷ Vgl. Lechner *u.a.*, 2006.

Über alle Immobilien gesehen können die wichtigsten Marktrisiken benannt werden:

- Inflation/Deflation
- Demographische Entwicklung
- Arbeitsmarktsituation
- Konjunktur
- Entwicklung des Grundstückangebotes
- Konkurrenzsituation am Markt

Die Analyse des **Makrostandortes** verlangt nach einer klaren regionalen Abgrenzung. Gerade in stark verdichteten Wirtschaftsräumen wie z.B. dem Rhein-Main Gebiet ist es sinnvoll anfangs eine Abgrenzung zu definieren. Viele der großen Ratingagenturen verfügen über interne Scoring-Methoden um die einzelnen Wirtschaftsregionen zu bewerten. Die wichtigsten Beurteilungskriterien sind:

- Wirtschaftskraft (pro Kopf Einkommen, Arbeitslosigkeit...)
- Wettbewerbssituation (Miete, Preise, Leerstände, Renditen, Marktteilnehmer...)
- Rechtliche Bedingungen (z.B. Bebauungsplan, Baugenehmigungsverfahren...)
- Politische Bedingungen (z.B. Förderprogramme, Rechtssicherheit...)
- Geographische Bedingungen (z.B. Risiko von Naturkatastrophen...)
- Die **Mikrostandortanalyse** richtet sich in ihrer Aussagekraft nach der Größe der Stadt. Die Abstufung in Teilräume spielt nur bei Städten mit vergleichsweise hohen Beschäftigten- und Bevölkerungszahl oder hohen Marktumsätzen eine Rolle.²³⁸

15.1.2 Immobilienobjektrating

Das Immobilienobjektrating stellt eine umfassende Prüfung und Bewertung aller, die Wertentwicklung einer Immobilie beeinflussenden Faktoren dar und be-

²³⁸ Vgl. Bulwien, 2005a, S.3.

wertet die Wirtschaftlichkeit einer Investition in ein Immobilienobjekt²³⁹, bzw. das Immobilienobjekt-Rating zeigt die wirtschaftlichen und technischen Risiken einer Immobilie auf und legt deren Potenziale dar²⁴⁰. **Anwendungsgebiete** für Objektratings sind:²⁴¹

- Risikoanalyse von Portfolien
- Kreditanalyse bei der Gewährung von Immobiliendarlehn
- Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen
- Portfolioanalyse und –steuerung
- „Internal Rating Advanced Approach“ nach Basel II
- Marktwertermittlung nach IAS/IFRS

Wesentliche **Beurteilungskriterien** für das Immobilienobjektrating sind:²⁴²

- Wettbewerbsfähigkeit, Drittverwendungsfähigkeit und Exit-Chancen (Größe und Zuschnitt, Flexibilität, Raummaß, Belichtungsverhältnisse, Wärmeisolierung...)
- Nutzungsart, Branchenmix (Wohnimmobilie, Büroimmobilie...)
- Ausstattung, Objektqualität
- Objektmanagement Struktur (Facilitymanagement)
- Ausgabenstruktur, Einnahmenstruktur

Die **Ziele** des Immobilien Objektratings sind:²⁴³

- Zusammengefasste, nachvollziehbare Einschätzung der markt- und objektspezifischen Komplexität, Aufzeigen von Schwachstellen und Perspektiven
- Darstellen der Wettbewerbsfähigkeit einer Immobilie oder eines Portfolios über einen definierten Zeitraum

²³⁹ Vgl. FERI, 2006.

²⁴⁰ Vgl. TÜV-Süd, 2007.

²⁴¹ Vgl. Trotz, 2004, S.23ff.

²⁴² Vgl. Lechner *u.a.*, 2006.

²⁴³ Vgl. Lechner *u.a.*, 2006.

- Beurteilen der Wettbewerbsfähigkeit über quantitative und qualitative Kriterien sowie Eintrittswahrscheinlichkeiten von flexibel fixierbaren Benchmarks wie z.B. das Erreichen einer bestimmten Zielrendite
- Schaffung der Vergleichbarkeit von Objektratings in ihrer Beurteilung der Güte und Wettbewerbsfähigkeit eines Objektes auf gleicher Beurteilungs- und Prognosebasis
- Klassifizierung in Ratingklassen

15.1.3 Produktrating

Produktratings bewerten Anlageprodukte wie z.B. offene Immobilienfonds hinsichtlich ihrer Eignung als Investitionsobjekt. Das Rating soll Auskunft über sicherheitsrelevante Eigenschaften des Anlageproduktes geben. Ein Produktrating ist keine Anlageempfehlung, sondern soll vielmehr Vergleichbarkeit zwischen verschiedenen Investitionsalternativen gewährleisten.²⁴⁴ Das Produktrating bewertet zusätzlich zu den im Portfolio enthaltenen Immobilienobjekten auch die Managementqualität.

15.2 Ratingprozess

Der Prozess eines Ratings erfolgt üblicherweise nach **festgelegten Regeln**, die die jeweiligen **Ratingagenturen selbst bestimmen**. Die Prozesse der verschiedenen Agenturen unterscheiden sich nur minimal, die grundsätzliche Vorgehensweise ist weitestgehend identisch. **Beispielhaft** wird hier der Ablauf von **FERI**²⁴⁵ dargestellt:

1. Datenerhebung
2. Objektbegehung
3. Analyse und Bewertung der Ergebnisse
4. Rücksprache mit den Auftraggebern
5. Ratingkomitee legt Ratingergebnis fest
6. Präsentation der Ratingergebnisse

²⁴⁴ Knepel, 2005, S. 216.

²⁴⁵ Vgl. FERI, 2006.

Vergleichsweise das Verfahren von **Moody's**.²⁴⁶

1. Eines oder mehrere informelle Vorgespräche
2. Analytische Vorbereitung
3. Ratinggespräch
4. Analyse und Ratingentscheidung
5. Mitteilung und gegebenenfalls Veröffentlichung

15.3 Methodik des Immobilienobjekt Ratings

Die methodischen Ansätze und Gewichtung der angesetzten **Kriterien** des Immobilienobjekt Ratings **unterscheiden sich zwischen den Ratingagenturen**. Zwar gibt es Leitfäden wie das System der TEGoVA²⁴⁷ (The European Group of Valuers' Associations), dem Europäischen Dachverband nationaler Bewertungsorganisationen, diese werden jedoch nicht einheitlich von den Ratingagenturen übernommen. Das System der TEGoVA beispielsweise wird von der HVB Expertise, die als Projektpartner an der Entwicklung beteiligt war, unter dem Namen „MoriX“ genutzt.

Beispielhaft soll hier kurz die Methodik der **Feri Rating & Research GmbH** erläutert werden. Feri nutzt einen Top-Down-Ansatz um das zentrale Ratingkriterium, die Wirtschaftlichkeit einer Immobilie zu bewerten. Bei diesem Ansatz werden von überregionalen Markttrends bis hin zu spezifischen Merkmalen des Mikrostandortes und des zu bewertenden Objektes, die relevanten Einflussfaktoren analysiert und entsprechend ihrer Bedeutung gewichtet.

Abbildung 46 Feri Immobilienobjekt Rating, verdeutlicht den Ansatz.

²⁴⁶ Vgl. Moody's, 2007.

²⁴⁷ Vgl. Lechner *u.a.*, 2006.

nes Produktes durch bessere Absatzchancen. Der Investor profitiert von einem Rating durch bessere Risikokontrolle.

Befragungsmethodik

Die Befragung der Ratingagenturen wurde in Form eines strukturierten Interviews durchgeführt. Die Fragen wurden gegliedert in die Themenbereiche Allgemein, Immobilienanlage Rating, Immobilienfondsrating und nachhaltige Immobilienfonds. Nach anfänglichen Missverständnissen rund um die Begrifflichkeit „Nachhaltigkeit“ wurde eine Definition des Begriffes vorangestellt. Im Verständnis der Ratingagenturen wird der Begriff „Nachhaltigkeit“ nur in Zusammenhang mit langfristig gesicherten Renditen gebraucht.

Von sechs der großen Ratingagenturen, die sich in Deutschland mit dem Rating von Immobilienprodukten beschäftigen, konnten vier befragt werden. Hierbei soll erwähnt werden, dass sich die Anzahl der Ratingagenturen in Deutschland äußerst übersichtlich gestaltet. Mit den vier interviewten Agenturen konnte eine Mehrheit der „Marktführer“ in Deutschland erreicht werden. In Anhang 2 ist der, bei der Befragung, verwendete Fragebogen dargestellt.

Im Verlauf der Interviews stellte sich heraus, dass bei der behandelten Thematik ein Fragebogen als Leitfaden für bestimmte Themenaspekte dienen kann, jedoch eine sture Abfragung der einzelnen Punkte nicht zweckmäßig ist. So entwickelten sich mit den Vertretern der Ratingagenturen rund um die Fragestellung Nachhaltigkeit bei Immobilieninvestitionen immer wieder interessante Diskussionen.

Ergebnisse der Interviews

Auf eine statistische Auswertung der Antworten wird in Anbetracht der geringen Anzahl an Interviews verzichtet. Vielmehr sollen die im Kontext des Projektes ImmoInvest interessanten Ergebnisse herausgestellt werden. Zur besseren Nachvollziehbarkeit sollen die Ergebnisse hier in gleicher Reihenfolge wie auf dem Fragebogen dargestellt, erläutert werden.

Allgemein

Unter der Rubrik „Allgemein“, sollte geklärt werden welche Anlageklassen von den angesprochenen Agenturen geratet werden, wer die Auftraggeber sind und wie sich die Bewertungsaufgaben regional abgrenzen.

Die Ergebnisse waren unter diesem Überpunkt wenig überraschend, wichtig war, dass alle angesprochenen Agenturen Immobilienprodukte geratet haben. Daher war die Ausgangsbasis für weitere immobilienpezifische Fragen gegeben. Bemerkenswert bei der Frage nach den Anlageklassen war, dass alle Ansprechpartner neben den etablierten Produkten wie offene und geschlossene Fonds auch REIT's erwähnt haben. Das Thema der REIT's erzeugt in der Ratingbranche, wie es in den Gesprächen deutlich wurde, ein großes Interesse. Bei der Frage nach den Auftraggebern konnte festgestellt werden, dass viele Gesellschaften für sich selbst oder für ihre eigenen Produkte, direkt ein Rating im Auftrag geben. Auf der anderen Seite gibt es Ratingagenturen die ihre Ergebnisse in Auszügen veröffentlichen und dann warten bis die Gesellschaften aufgrund des veröffentlichten Ratings auf die Ratingagentur zugehen. Beim Thema der regionalen Abgrenzung war ein deutlicher Schwerpunkt in Deutschland festzustellen.

Zusammenfassend:

- Großes Interesse für REIT's
- Ratingschwerpunkt Deutschland

Immobilienanlage Rating

Bei den allgemeinen Fragen zum Thema Immobilienanlage Rating wurde gefragt welche Immobilienprodukte geratet werden, ob Bewertungsaufgaben an Dienstleister vergeben werden und wenn ja, welche.

Bei der Frage nach den Immobilienanlageprodukten wurden alle klassischen Produkte wie, offene und geschlossene Immobilienfonds und Immobilienaktiengesellschaften genannt. Zusätzlich wurden wie schon im allgemeinen Teil erwähnt die REITS betont. Externe Dienstleister kommen bei den Ratingagenturen dann zum Tragen, wenn es um Immobilienobjekt Rating oder Spezialimmo-

bilien geht. Auch für Immobilien deutscher Gesellschaften im Ausland werden zum Teil Dienstleister in Anspruch genommen.

- Externe Dienstleister werden für Immobilienobjektrating und Spezialimmobilien hinzugezogen

Immobilienfondsrating

An dieser Stelle wurde nach den geographischen Standorten der Immobilien innerhalb des Portfolios gefragt. Weiterhin wurden die wichtigsten Bewertungskriterien zur Beurteilung der Fonds allgemein und der Immobilienobjekte speziell abgefragt. Auch die sog. „Key Performance Indicators“ für ein positives Rating wurden ermittelt.

Die Standorte der Immobilien innerhalb des Portfolios sind hauptsächlich in Deutschland zu finden, jedoch werden aufgrund der Risikodiversifizierung meist Immobilien anderer Märkte beigemischt. Die häufigsten Kriterien an den Fonds, also an das Produkt, waren: Management Struktur und Portfolio Struktur. Bei der Immobilie wurde vor allem Leerstandsniveau und Lage genannt. Die „Key Performance Indicators“ für ein positives Rating sind hauptsächlich: Rendite und Lage.

Zusammenfassend:

- Die Ratingagenturen bewerten hauptsächlich Portfolios, Kriterien die das gesamte Portfolio betreffen wie z.B. Managementqualität überwiegen in der Gewichtung gegenüber Kriterien an einzelne Immobilienobjekte.

Nachhaltigkeit

Dem Frageblock „Nachhaltigkeit“ wurde eine Definition des in der wissenschaftlichen Diskussion verwendeten Nachhaltigkeitsbegriffes (drei Säulen Modell) gemäß dem wissenschaftlichen Dienst des deutschen Bundestages vorgelegt. Bei ersten Gesprächen mit Vertretern der Ratingbranche wurde deutlich, dass der Begriff Nachhaltigkeit wie er in der Ratingbranche verwendet wird, sich ausschließlich auf langfristig sicherbare Erträge bezieht. Gefragt wurde im Block Nachhaltigkeit,

- ob aktuell Produkte geratet werden, die Nachhaltigkeitskriterien berücksichtigen,
- was Nachhaltigkeit für die Ratingagentur bedeutet,
- wie der Kenntnisstand zum Thema nachhaltige Investments in der Ratingagentur und in der gesamten Branche eingeschätzt wird,
- ob das Thema in der Branche diskutiert wird,
- ob aktuell Nachhaltigkeit in irgendeiner Form beim Rating berücksichtigt wird und
- wie die weitere Entwicklung nachhaltiger Anlageprodukte eingeschätzt wird.

Nur eine der interviewten Ratingagenturen hatte bis dato nachhaltige Investmentprodukte bewertet, in diesem Fall handelte es sich um Klimaschutz und Energie Produkte. Das Verständnis des Nachhaltigkeitsbegriffes ging doch recht weit auseinander, zwar nannten alle in erster Linie die langfristige Rendite doch danach wurden auch Faktoren wie Lage oder demographische Daten genannt. An dieser Stelle wurde besonders deutlich, dass sich innerhalb der Ratingbranche keine einheitliche Definition des Nachhaltigkeitsbegriffes etablieren konnte. Die Antworten auf die Frage nach dem Kenntnisstand bezüglich Nachhaltigkeit stützen diese Aussage. So schätzten alle Befragten ihren eigenen Kenntnisstand als gering bis sehr gering, ein und den der gesamten Branche, als tendenziell eher sehr gering. Auf die Frage, ob das Thema in der Branche diskutiert wird, zeigte sich ein eher gespaltenes Bild, woraus zu schließen ist, dass das Thema langsam ins Bewusstsein der Ratingbranche vorstößt. Aktuell bei Ratings berücksichtigt wird Nachhaltigkeit neben der immer untersuchten Wirtschaftlichkeit in Punkten wie z.B. technischer Gebäudeausrüstung. Trotz feststellbar geringem Kenntnisstand bei nachhaltigen Investments, wird die weitere Entwicklung nachhaltiger Investments als durchweg positiv eingeschätzt. Alle Befragten waren der Ansicht, dass sich nachhaltige Investments über Marktdurchschnitt entwickeln werden.

Zusammenfassend:

- Kein einheitliches Verständnis von Nachhaltigkeit
- Geringer Kenntnisstand zum Thema Nachhaltigkeit
- Wachsendes Interesse an der Thematik

Nachhaltige Immobilienfonds

Eine Idee des Blocks „nachhaltige Immobilienfonds“ war es einen ersten Eindruck davon zu bekommen, in wie weit Nachhaltigkeitskriterien schon in Immobilienobjekt Ratingmodelle integriert sind. Ein anderer Gedanke war es, Einschätzungen zum Thema Marktchancen und mögliche Konstruktionen von nachhaltigen Immobilienfonds zu bekommen. Die vorformulierten Fragen hierbei betrafen die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsaspekten in Immobilienfondsratings, die Bekanntheit existierender Bewertungsansätze, die Marktchancen eines nachhaltigen Immobilienfonds und die Nachfrage nach Nachhaltigkeitsaspekten in Zusammenhang mit dem Rating von Immobilienprodukten.

Bei der ersten Frage dieses Blockes sollten verschiedene Eigenschaften nach Relevanz beim Immobilienfondsrating gewichtet werden. Die Befragten konnten Eigenschaften wie z.B. gestalterische Qualität oder technische Qualität Noten von 1 (sehr wichtig) bis 4 (unwichtig) geben. Die Antworten waren von allen Befragten nahezu identisch. So wurde deutlich, dass die wichtigsten Kriterien, technische Qualität, funktionale Qualität, ökonomische Qualität und Lage sind. Mit Abstrichen wurde auch die Umweltqualität als eher wichtig bewertet. Als unwichtig oder eher unwichtig wurden gestalterische Qualität und soziale Qualität bewertet. Bei der Frage nach bekannten Bewertungsansätzen für nachhaltige Immobilienobjekte war nur ein sehr geringer Kenntnisstand festzustellen, einzig das Green Building Assessment Tool (GBTool) war zwei der Befragten ein Begriff. Angesprochen auf die Marktchancen eines nachhaltigen Immobilienfonds war eine vorsichtig optimistische Einschätzung auszumachen, da generell von einem Wachstumsmarkt ausgegangen wird. Im Laufe der Diskussionen wurden aber auch Probleme angesprochen, die die Ratingagenturen momentan vor allem in dem Mangel an geeigneten Immobilienobjekten sehen. Die aktuelle Nachfrage nach Nachhaltigkeitsaspekten bei den Ratings wurde von allen Befragten als „nicht vorhanden“ eingestuft.

Zusammenfassend:

- Technische Qualität, funktionale Qualität, ökonomische Qualität und Lage sind die wichtigsten Bereiche beim Immobilienfondsrating
- Gestalterische Qualität und soziale Qualität sind eher unwichtig
- Existierende Bewertungsansätze zur Nachhaltigkeit sind quasi nicht bekannt
- Die Chance eines nachhaltigen Immobilienfonds wird verhalten optimistisch eingeschätzt
- Aktuell existiert keine Nachfrage nach „Nachhaltigkeitsratings“

Fazit:

Der Vorteil der Ratingagenturen als Ansprechpartner gegenüber anderen Akteuren wie z.B. den Investoren oder den Anbietern ist der, dass sie keinerlei durch Marketing geprägte oder unternehmensphilosophische Beweggründe in ihrer Wertung einfließen lassen. Daher eigneten sich die Ratingagenturen optimal als Ansprechpartner zum Thema; nachhaltige Immobilieninvestments. Der Kenntnisstand der Ratingbranche gegenüber nachhaltigen Investments allgemein ist als sehr gering einzuschätzen dennoch konnte festgestellt werden, dass dieses Defizit langsam erkannt wird und daran gearbeitet wird. Der Hauptgrund hierfür ist das enorme Wachstumspotenzial der SRI Sparte allgemein. Auch einem nachhaltigen Immobilienfond gegenüber hat sich die Branche grundsätzlich aufgeschlossen gezeigt, Marktchancen sehen die Ratingagenturen eines nachhaltigen Immobilienfonds aber eher im Bereich geschlossener Fonds. Das Hauptproblem derartiger Fonds besteht ihrer Ansicht nach in dem noch zu geringen Angebot an geeigneten Objekten.

16 Identifikation von nachhaltigen Immobilienobjekten II: Zertifizierung

Aus der **Aufgabenstellung** des Projektes ImmoInvest heraus lässt sich die Notwendigkeit der Nachhaltigkeitszertifizierung sehr gut begründen. Ein bereits in der Aufgabenstellung formuliertes Hemmnis für die Entwicklung von deutschen Immobilieninvestments zur Stärkung der Nachfrage nach nachhaltigen Immobilien ist das **Fehlen von geeigneten Bewertungsinstrumenten für die Nachhaltigkeit von Immobilien**.

Abhilfe hierfür kann ein auf einem anerkannten Bewertungssystem basierendes **Nachhaltigkeitszertifikat** für Gebäude schaffen.

An einer derartigen Kennzeichnung könnten sich Investoren bei einer Portfoliozusammenstellung orientieren. **International existieren bereits eine Reihe derartiger Bewertungs- und Zertifizierungssysteme**, die jedoch bisher nur selten alle Nachhaltigkeitsaspekte in umfassender Weise berücksichtigen. betrachten. In Deutschland wird derzeit intensiv an der Entwicklung eines Zertifikates zur Beschreibung, Bewertung und Darstellung des Beitrages von Einzelimmobilien zu einer nachhaltigen Entwicklung gearbeitet. Das System soll Mitte 2008 anwendungsbereit zur Verfügung stehen.

16.1 Gegenstand der Zertifizierung

Eine Zertifizierung kann, wie auch in Abbildung 47 dargestellt, die Akteure, die Qualität der Prozesse bzw. die Qualität von Objekten (hier von Einzelbauwerken) zum Gegenstand haben. Die weiteren Untersuchungen konzentrieren sich auf die Bewertung der Objektqualität. Aspekte der Prozessqualität (hier die Qualität der Planung, Errichtung und Bewirtschaftung) werden jedoch einbezogen.

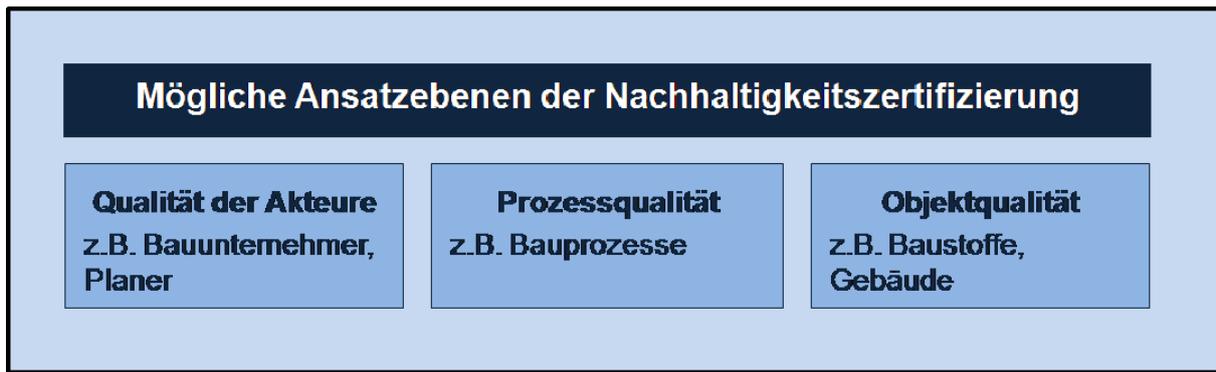


Abbildung 47: Ansatzebenen zur Nachhaltigkeitszertifizierung
Quelle: eigene Darstellung

16.2 Zertifizierer

Die Zertifizierung kann durch unterschiedliche Träger erfolgen. Grundsätzlich können folgende **Zeichengeber** unterschieden werden:

- Private Träger
- Öffentliche Träger
- Eingetragene Vereine
- Ministerien
- Träger öffentlicher Belange

Je nach Träger unterscheidet sich der Umfang des Angebotes an Dienstleistungen gegenüber dem Zeichennehmer.

Analysiert werden sollen hier **nur gebäudebezogene Bewertungssysteme**, die in einer Dokumentation und Bewertung bestimmter Eigenschaften des Gebäudes münden.

Grundsätzlich können die verschiedenen Bewertungsansätze u.a. nach zwei Kriterien unterschieden werden. Einmal sind sie nach **Bearbeitungsaufwand** und **Herangehensweise** zu unterscheiden und einmal nach **Anzahl** verwendeter **Nachhaltigkeitsdimensionen** (3 Säulen Modell). Bei Bearbeitungsaufwand und Herangehensweise kann wiederum unterschieden werden, ob ein überwiegend qualitativer oder quantitativer Ansatz gewählt und mit einfachen Hilfsmitteln (Checklisten, Positiv- und Negativlisten, Empfehlungs- und Ausschlusskriterien) oder komplexen Planungs- und Bewertungshilfsmitteln umgesetzt wird. Die Komplexität der Herangehensweise lässt sich an Art und Anzahl berück-

sichtiger Dimensionen der Nachhaltigkeit messen. Zahlreiche internationale Systeme konzentrieren sich auf Umweltaspekte bzw. auf die ökologische und soziale Dimension der Nachhaltigkeit. In Deutschland wird ein am Runden Tisch für Nachhaltiges Bauen entwickelter Ansatz verfolgt, der die drei Dimensionen in eine Gesamtqualität einordnet und um die technische und funktionale Qualität sowie die Prozessqualität ergänzt.

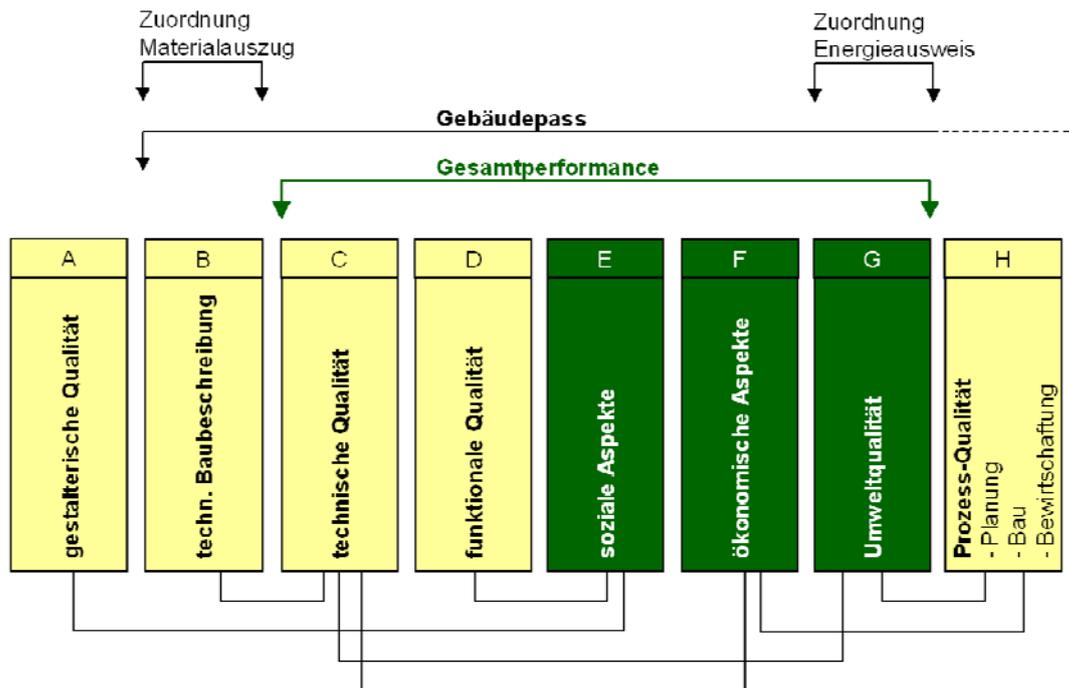


Abbildung 48: Einordnung der Nachhaltigkeitsaspekte in Gesamtsystem
 Quelle: Lützkendorf, 2007.

Für die Beurteilung der Nachhaltigkeit von Immobilien stehen eine Reihe von Informationsquellen, Hilfsmitteln und Ansätzen zur Verfügung. Diese können wie folgt charakterisiert werden:

- **Energiepässe/Energieausweise** beschreiben und bewerten die energetische Qualität von Bauwerken. Die Vergleichbarkeit von Gebäuden bezüglich ihrer energetischen Qualität wird dadurch gewährleistet.
- **Gebäudepässe/Gebäudeausweise** sind eine Objekt-Dokumentation, sie enthalten Angaben zu Geometrie, Art und Menge verwendeter Baustoffe, Wärmeschutz, Schallschutz, Umweltschutz aber auch Soll-Werte für Energie- und Wasserverbrauch sowie Hinweise für die Wartung, Pflege, Erneuerung und Abriss des Gebäudes.

- **Gebäude-Rating Systeme** berücksichtigen eine je nach System unterschiedliche Anzahl von Aspekten, welche die Nachhaltigkeit eines Bauwerkes ausdrücken sollen. Dabei werden meist Haupt- und Teilkriterien definiert, welche mit unterschiedlichen Berechnungsmethoden zu einem Bewertungsergebnis insgesamt oder pro Hauptkriterium führen. Nicht jedes Gebäude-Rating System mündet in einer Zertifizierung²⁴⁸. Aus Sicht eines Investors sind diejenigen, die in einem Zertifikat münden jedoch von größerem Interesse. Mittels eines Zertifikates lassen sich Portfolios einfacher strukturieren und später auch vermarkten.
- **Auf Ökobilanz basierte Bewertungssysteme** (LCA-Systeme) berücksichtigen die Ökobilanzwerte der einzelnen Komponenten (Bauteile/Bauelemente) eines Bauwerkes. Durch die Vielzahl von Einzelbewertungen handelt es sich hierbei um ein sehr detailliertes Verfahren, das dennoch nur eine Dimension der Nachhaltigkeit berücksichtigt.
- **Komplexe Planungs- und Bewertungshilfsmittel** „unterstützen unmittelbar die Entscheidungsfindung. Es handelt sich i.d.R. um interaktive Werkzeuge, die sowohl Berechnungs- als auch Bewertungsmethoden umfassen und teilweise direkt oder indirekt mit Datenbanken verknüpft sind. Komplexe Planungs- und Bewertungshilfsmittel sind teilweise geeignet, benötigte Dokumente (Energiepass, Gebäudepass, Gebäudezertifikat) unmittelbar zu erzeugen.“²⁴⁹

Fazit

Für die Ziele dieses Projektes ist ein Rating, welches auf den Ergebnissen eine Bewertungs- und Zertifizierungssystems aufbaut, ein zweckmässiger Ansatz. Die Art der Integration des Bewertungsergebnisses in das Rating muss sich noch herausbilden.

²⁴⁸ Vgl. Graubner, 2007.

²⁴⁹ Vgl. Lützkendorf, 2002.

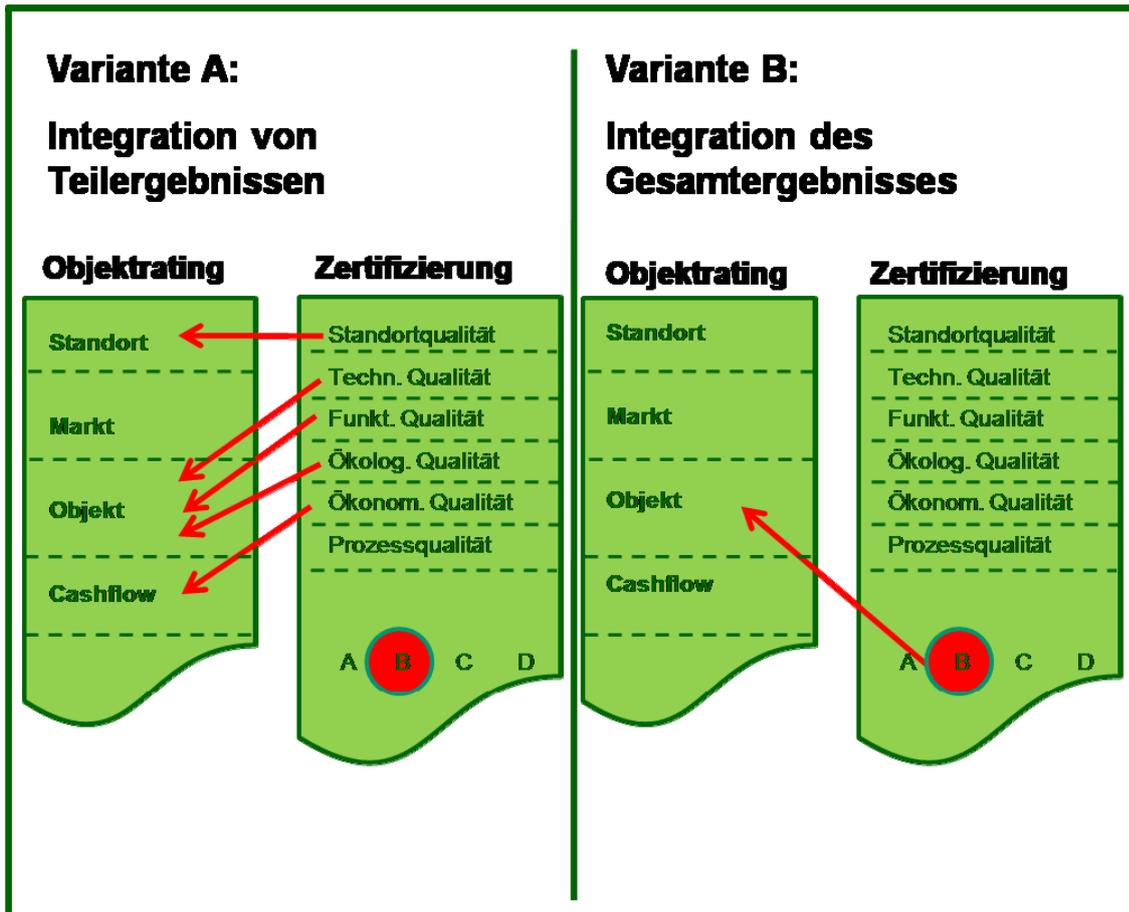


Abbildung 49: Integration der Nachhaltigkeitsbewertung in das Objekt – Rating
 Quelle: Lützkendorf, 2007.

16.3 Kategorien/Kriterien der Zertifizierungssysteme

Im Rahmen des Forschungsprojektes „ImmoInvest“ wurden zahlreiche internationale Bewertungssysteme hinsichtlich ihrer Bewertungskriterien und –ansätze untersucht. Bei der vergleichenden Betrachtung der einzelnen Systeme stellte sich schnell heraus, dass die unterschiedlichen Bewertungssysteme zwar große Ähnlichkeiten in den bewerteten Kategorien aufweisen, jedoch in den dazugehörigen Kriterien und Indikatoren sehr unterschiedlich gestaltet sind. Unter Kategorien sollen hier Überpunkte wie z.B. Energie verstanden werden. Kriterien und Indikatoren zu der Kategorie wären z.B. der Wärmedurchgangskoeffizient der Außenwände (Indikator) oder die Nutzung von erneuerbaren Energien (Kriterium).

Der Vergleich der verschiedenen Zertifizierungssysteme wurde mit Hilfe einer Tabelle durchgeführt, in der den festgelegten Überkategorien: Standort, Grundstück, technische Qualität, funktionale Qualität und Prozessqualität die Katego-

In der folgenden Tabelle 17 wird ein Überblick über die Kategorien der Zertifizierungsinstrumente ohne Darstellung der Kriterien gegeben, den definierten Überkategorien: Standort, Grundstück, technische Qualität, funktionale Qualität und Prozessqualität, wurden die Kategorien der Zertifizierungssysteme zugeordnet.

					Assessment Tool							
					BREEAM: ecohomes	LEED	CASBEE	TQ	minergie eco	LENSE	Green Building Assessm ent Tool	
			Okon.	Okol.	Soz.	Proz.						
I.	Standort											
II.	Transport						x					
	Infrastruktur und Ausstattung								x			
	Lage und Anbindung							x			x	
	Grundstück											
	Flächenverbrauch und Ökologie						x					
	Nachhaltigkeitsaspekte des Grundstückes							x				
	Okosphäre des Grundstückes								x			
	Biodiversität										x	
	Grundstücksauswahl											x
	Technische Qualität											
	Energie						x		x			
	Umweltverschmutzung						x					
	Materialien						x					
	Materialien und Ressourcen							x	x			
	Ressourcenschonung											
	Externe Effekte								x			
	Verminderung der Belastung für Mensch und Umwelt									x		
	Sicherheit									x		
	Rohstoffe											
	Klimawandel									x		
	Energie und Ressourcenverbrauch									x	x	x
	Funktionale Qualität											
	Wasser						x					
	Gesundheit und Wohlbefinden						x					
	Wassereffizienz							x				
	Verminderung der Belastung für Mensch und Umwelt									x		
	Nutzerinnenkomfort							x	x	x		x
	Licht									x		
	Lärm									x		
	Raumluft									x		
	Umweltbelastungen											x
	Umgang mit Ressourcen und Abfall									x	x	
	Wohlbefinden der Bewohner										x	
	Wohlbefinden der Bewohner										x	
	Funktionalität											x
	Sicherheit										x	
	Energie und Atmosphäre							x			x	
	Prozess Qualität											
	Management											
	Innovationen und Design-Prozess								x			
	Aufklärung über nachhaltigkeitsrelevante Gebäudeaspekte								x			
	Finanzierung und Management										x	
	externe Effekte										x	
	Langzeit Performance											x
	Langlebigkeit											x
	Planungsqualität									x		
	Qualitätssicherung bei der Errichtung									x		
	Kosten									x		
	Soziale und ökonomische Aspekte											x
	Herstellung									x		
	Rückbau									x		
	Zusatzfragen									x		
	Umweltmanagement										x	
	Sozialer und Kultureller Wert										x	
	Lebenszeit bezogener Wert										x	
	Servicequalität								x			

Tabelle 17: Überblick über die Kategorie der Zertifizierungsinstrumente ohne Kriterien
Quelle: eigene Darstellung

Die folgenden vier Tabellen zeigen nun eine Übersicht mit allen Kategorien und Kriterien der sieben untersuchten Zertifizierungssysteme.

					Assessment Tool						
					BREEAM: ecohomes	LEED	CASBEE	TQ	minergie eco	LENSE	Green Building Assessment Tool
					Ökon.	Ökol.	Soz.	Proz.			
L	Standort										
	II	Transport									
		LII	Erreichbarkeit des ÖPNV			X	X				
I.	Kategorie		Anzahl der Fahrradgaragen			X	X				
II	Subkategorie		Einkaufsmöglichkeiten in unmittelbarer Umgebung		X	X	X				
LII	Kriterium		Möglichkeiten zur Heimarbeit		X	X	X				
	Infrastruktur und Ausstattung										
	Anbindung an die Infrastruktur						X				
	Ausstattungsmerkmale der Wohnung und der Wohnanlage						X				
	Lage und Anbindung										
	Zugang zu Dienstleistungen und Freizeitmöglichkeiten					X	X				X
	Öffentlicher Personen Nahverkehr					X	X				X
	Fußwege					X	X				X
	Radwege					X	X				X
	Carsharing					X	X				X
	Auswahl des Standortes					X	X		X		
	Infrastruktur				X	X	X		X		
	Zugang zu der kommunalen Infrastruktur					X	X		X		
	Verdichtung des Quartiers					X	X		X		
	Grundstück										
	Flächenverbrauch und Ökologie								X		
	ökologische Aspekte bei der Auswahl des Grundstückes					X	X		X		
	Verbesserung der Ökosphäre des Standortes					X	X		X		
	Schutz der Ökosphäre des Standortes					X	X		X		
	Maßnahmen zum Schutz und zur Verbesserung der Ökosphäre des Standortes					X	X		X		
	Nachhaltigkeitsaspekte des Grundstückes								X		
	Grundstücksverwaltung					X			X		
	Landschaftsgestaltung					X	X		X		
	Verschattung der Gärten						X		X		
	Sickerwasser					X			X		
	Ungiftige Schädlingsbekämpfung					X			X		
	Ökosphäre des Grundstückes								X		
	Erhalten und Ausbauen der Biotope					X		X		X	
	Stadtbild und Landschaft					X	X		X		
	Außenanlagen						X		X		
	Biodiversität										X
	Vermeidung von Eutrophierung					X		X			X
	Minimierung der Einflüsse auf die Grundstücksökologie					X		X			X
	Förderung der Grundstücksökologie					X		X			X
	Grundstücksauswahl										X
	Grundstücksauswahl				X	X	X				X
	Projektplanung				X	X	X	X			X
	Infrastruktur und Grundstücksentwicklung				X	X	X				X

Tabelle 18: Übersicht Zertifizierungssysteme Seite 1
Quelle: eigene Darstellung

					Assessment Tool							
					BREEAM: ecohomes	LEED	CASBEE	TQ	minergie eco	LENSE	Green Building Assessment Tool	
					Ökon.	Ökol.	Soz.	Proz.				
Technische Qualität												
Energie												
	CO ₂ pro Quadratmeter WF											
	U-Wert der Außenbauteile	x	x									
	Vorhandensein eines Trockenraumes						x					
	Einsatz energieeffizienter Haushaltsgeräte	x	x									
	Anteil der Energiesparleuchten Innenraum	x	x									
	Anteil der Energiesparleuchten Außenbereich	x	x									
	Wärmebelastung des Gebäudes		x									
	Anteil erneuerbarer Energien		x									
	Effizienz der Gebäudetechnik	x	x				x					
	Effizienz der Prozesse		x									
Umweltverschmutzung												
	Umweltverträgliche Dämmstoffe		x									
	Reduzieren der Stickoxidemission		x									
	Maßnahmen zum Schutz vor Überschwemmung	x	x									
	Nutzung erneuerbarer Energiequellen		x									
	Reduzierung des Hochwasserrisikos entweder durch Auswahl des Standortes oder durch Gebäudetechnik	x	x									
Materialien												
	Umweltverträgliche Baustoffe		x									
	nachhaltig beschaffte Baustoffe		x			x						
	nachhaltig beschaffte Materialien für den Ausbau		x			x						
	Recyclinganlagen für Hausabfälle		x									
Materialien und Ressourcen												
	Materialeffizienz	x	x									
	Umweltfreundliche Produkte		x									
	Abfallmanagement	x	x									
	Wasserverbrauch		x									
	Umweltfreundliche Materialien		x									
Ressourcenschonung												
	Energiebedarf des Gebäudes	x	x									
	Bodenschutz		x									
	Schonung der Trinkwasserressourcen	x	x									
	Effiziente Nutzung von Baustoffen	x	x									
Externe Effekte												
	Luftverschmutzung		x									
	Umweltfreundliche Materialien		x									
	Wind- und Sonnenschutz		x			x						
	Überschüssiges künstliches Licht	x	x			x						
	künstliche Wärme in einem Stadtgebiet		x			x						
	Einwirkungen auf lokale Infrastruktur					x						
Verminderung der Belastung für Mensch und Umwelt												
	Atmosphärische Emission		x									
	Abfallvermeidung	x	x									
	Abwasser	x	x									
	Reduktion des motorisierten Individualverkehrs	x	x									
	Belastungen durch Baustoffe		x									
	Vermeidung von Radon		x									
	Elektrobiologische Hausinstallation, Vermeidung von Elektromog					x						
	Vermeidung von Schimmel		x			x						
Sicherheit												
	Einbruchschutz	x				x						
	Brandschutz	x				x						
	Sicherheit im Bezug auf Unfälle - Barrierefreiheit					x						
	Umgebungsrisiken					x						
Rohstoffe												
	Flexibilität und Anpassungsfähigkeit	x				x						
	Instandhaltung der Gebäudetechnik	x										
Klimawandel												
	Reduzierung der Treibhausgase		x									
Energie und Ressourcenverbrauch												
	Nicht erneuerbare Energie, lebenszyklusbezogen		x									
	Energiespitzen	x	x			x						
	Erneuerbare Energie		x									
	Überwachung der Gebäudetechnik					x						
	Materialien		x									
	Trinkwasser	x	x									

Tabelle 19: Übersicht Zertifizierungssysteme Seite 2
Quelle: eigene Darstellung

	Ökon.	Ökol.	Soz.	Proz.	Assessment Tool					
					BREEAM: ecohomes	LEED	CASBEE	TQ	minergie eco	LENSE
Funktionale Qualität										
Wasser										
Maßnahmen zur Trinkwassereinsparung	x	x			x					
Maßnahmen zur Brauchwassereinsparung	x	x			x					
Gesundheit und Wohlbefinden										
Tageslicht	x	x	x		x					
Schallschutz			x		x					
Private Grünflächen			x		x					
Wassereffizienz										
Wasseraufbereitung	x	x				x				
Bewässerungssystem	x	x				x				
Brauchwasser Verbrauch	x	x				x				
Verminderung der Belastung für Mensch und Umwelt										
NutzenInnenkornort										
Qualität der Innenraumluft			x				x	x		x
Behaglichkeit (Thermischer Komfort)			x				x	x		x
Tageslicht	x		x					x		
Sonne im Dezember	x		x					x		
Moderne Kochplatten		x	x			x				
Luftfeuchte Kontrolle		x	x			x				
Frischluftzufuhr		x	x			x				x
Absauganlagen		x	x			x				
Luftfilter		x	x			x				
Schadstoff Kontrolle		x	x	x		x				
Schutz vor Radon		x	x			x				
Schutz vor Abgasen		x	x			x				
Temperatur und relative Luftfeuchte			x	x						x
Tageslicht und Beleuchtung			x							x
Akkustische Qualität			x					x		x
Beleuchtung		x	x					x		
Licht										
Lärm										
Raumluft										
Umweltbelastungen										
Treibhausgase		x								x
sonstige Atmosphäre schädigende Emissionen		x								x
Hausmüll		x								x
Abwasser		x								x
Einwirkungen auf das Grundstück		x		x						x
Andere Standortfaktoren	x	x	x							x
Umgang mit Ressourcen und Abfall										
Minimierung von Abfallproduktion		x		x					x	x
Minimierung des Primärenergiebedarfs	x	x		x						x
Einschränkung des Verbrauchs an Rohmaterialien	x	x		x						x
Minimierung des Wasserverbrauchs	x	x		x						x
Minimierung des "Flächenfraases"	x	x								x
Wohlbefinden der Bewohner										
Beleuchtungskomfort			x							x
Klimatische Behaglichkeit			x							x
Schallschutz			x							x
Frischluftversorgung			x							x
Wasserqualität			x							x
Grünflächen			x							x
Privatsphäre			x							x
Reduzierung von Schadstoffen (einschließlich elektromagnetischen Feldern)		x	x							x
Vermeidung von Gefahren am Gebäude			x							x
Vermeidung von eindringenden Schadstoffen		x	x							x
Einführen von "Gesundheitszielen"			x							x
Wohlbefinden der Bewohner										
Funktionalität										
Funktionalität und Effizienz	x	x	x	x						x
Zugänglichkeit der Gebäudetechnik				x						x
Bedienungsqualität der Gebäudetechnik				x						x
Sicherheit										
Sicherheit von Gebäude und Umfeld			x							x
Energie und Atmosphäre										
Energy Star		x								x
Wassereinsparung		x								x
Kühlmittel einsatz		x								x

Tabelle 20: Übersicht Zertifizierungssysteme Seite 3
Quelle: eigene Darstellung

					Assessment Tool						
	Okon.	Okol.	Soz.	Proz.	BREEAM: ecohomes	LEED	CASBEE	TQ	minergie eco	LENSE	Green Building Assessment Tool
Prozess Qualität											
Management											
Gebrauchsanleitung	X	X	X		X						
Verantwortungsvolle Tätigkeit der Bauausführenden	X	X	X		X						
Verantwortungsvoller Umgang der Bauausführenden mit Ressourcen	X	X	X		X						
Sicherheit			X		X						
Innovationen und Design-Prozess											
Aufklärung über nachhaltigkeitsrelevante Gebäudeaspekte											
Aufklärung der Eigentümer		X	X			X					
Aufklärung der Mieter		X	X			X					
Finanzierung und Management											
Verbesserung der Wirtschaftlichkeit	X									X	
Reduzierung von Finanzierungs- und Baukosten	X									X	
Verbesserung von Bau- und Management Standards	X									X	
externe Effekte											
Optimieren der Arbeitsbedingungen der Mitarbeiter			X							X	
Nutzen von lokalen Materialien		X	X							X	
Verbessern des Umgangs der Bewohner mit dem Gebäude				X						X	
Langzeit Performance											
Flexibilität und Anpassungsfähigkeit	X	X	X	X							X
Instandhaltung der Gebäudetechnik	X			X							X
Langlebigkeit											
Flexibilität der Konstruktion bei Nutzungsänderung	X			X			X				
Grundlagen für den Gebäudebetrieb und die Instandhaltung	X			X			X				
Planungsqualität											
Qualitätssicherung bei der Errichtung											
Bauaufsicht	X			X			X				
Übernahme (Endabnahme)	X			X			X				
Kosten											
Soziale und ökonomische Aspekte											
Kosten und Ökonomie	X			X							X
Soziale Aspekte			X	X							X
Herstellung											
Rückbau											
Zusatzfragen											
Umweltmanagement											
Verbessern des Umweltmanagements		X		X					X		X
Vermindern des Klimatologischen Risikos (inkl. Überschwemmung)	X	X		X					X		X
Vermindern des Geologischen Risikos (inkl. Erdbeben)	X	X		X					X		X
Sozialer und Kultureller Wert											
Regelmäßige Bewohnerversammlungen			X							X	
Soziale und ethische Verantwortung			X							X	
Sensibilität im Umgang mit der Kommune			X							X	
Erschwingliche Wohnungen			X							X	
Formschöne Gebäude			X							X	
Lebenszeit bezogener Wert											
Reduzierung der Lebenszykluskosten	X			X						X	
Bewahren und verbessern des Grundstückwertes	X	X		X						X	
Steigern der Behaglichkeit der Gebäudeinstandhaltung			X	X						X	
Steigern der Behaglichkeit der Gebäudeausstattung			X	X						X	
Beitrag zu Image und technischer Innovation			X	X						X	
Servicequalität											
Leistungsfähigkeit des Service				X		X					
Haltbarkeit und Zuverlässigkeit	X			X		X					
Flexibilität und Anpassungsfähigkeit	X			X		X					

Tabelle 21: Übersicht Zertifizierungssysteme Seite 4
Quelle: eigene Darstellung

Nach ausführlicher Analyse der Zertifizierungssysteme wird deutlich, dass die **Gemeinsamkeiten** vor allem in den folgenden **Kategorien** zu finden sind:

- Energieeffizienz
- Wasser
- Materialien und Ressourcenschonung
- Gesundheit und Wohlbefinden
- Behaglichkeit

Bleibt festzuhalten, dass bei sieben im Detail untersuchten Bewertungssystemen 52 verschiedene Bewertungskategorien mit 177 verschiedenen Kriterien gezählt werden konnten. Eine Auffälligkeit hierbei war, dass **fast ausschließlich Kriterien** aus den **Dimensionen Ökologie und Soziales** betrachtet werden. Ökonomische Kriterien sucht man häufig vergebens, obwohl die untersuchten Kriterien sehr wohl eine ökonomische Dimension besitzen, ist diese oft nicht Betrachtungsschwerpunkt des jeweiligen Systems.

16.4 Darstellung von bestehenden Gebäude Zertifizierungssysteme nach Regionen

Die Liste der bestehenden Gebäude Zertifizierungssysteme erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit, vielmehr soll eine Auswahl repräsentativer Zertifizierungssysteme nach Regionen dargestellt werden.

16.4.1 Deutschland

In Deutschland existierte bisher kein allgemein anerkanntes Verfahren zur Zertifizierung von Gebäuden. Grundlagen und Vorarbeiten liegen jedoch mit dem Leitfaden „Nachhaltiges Bauen“ des BMVBS²⁵⁰ vor. Dieser Leitfaden befindet sich derzeit in der Überarbeitung und soll, erweitert um Hinweise zum Planen und Bauen im Bestand sowie zum Betrieb, Mitte 2008 vorliegen. Der Leitfaden bildet die Grundlage für die Entwicklung eines nationalen Zertifizierungssystems, bei dem der Bund als Zeichengeber auftritt. In ihm werden sowohl die Kriterien und Indikatoren dargestellt als auch Zielwerte formuliert. In die Überarbeitung des Leitfadens und die Erarbeitung des Zertifizierungssystems werden die am Runden Tisch „Nachhaltiges Bauen“ erarbeiteten Ergebnisse einbezogen. Der Vorschlag für das Zertifizierungssystem wurde im Rahmen eines BBR-Forschungsvorhabens erarbeitet²⁵¹ (Der Ende 2007 erreichte Diskussionsstand zu Form und Inhalt des Zertifizierungssystems ist in Abbildung 51 wiedergegeben.

²⁵⁰ Vgl. BMVBS, 2001

²⁵¹ Vgl. Graubner/Lützkendorf, 2007

Nachhaltigkeitszertifikat

Neubau Bürogebäude

V.1.01



Objektbeschreibung								
Objektbezeichnung	Mustergebäude							
Adresse	Musterstrasse, Musterhausen							
Beschreibung	Baujahr	2007						
Text, Text, Text, Text	Mod. Gebäude	-						
	Mod. Technik	-						
	Gebäude ID	00001						
	Geschosse	4						
	BGF (m ²)	XX.000						
	NGF (m ²)	XX.000						
	BRI (m ³)	XX.000						
				Objektbewertung				
					Kategorie	Wichtung	Teilnote	Gesamtnote
					Standort		1,0	1,3
					Ökologische Qualität	25 %	1,0	
					Ökonomische Qualität	25 %	1,6	
					Funkt./Soz. Qualität	25 %	1,3	
Technische Qualität	25 %	1,3						
Prozessqualität		1,0						
Gebäudekennwerte								
Primärenergiebedarf (kWh/m ² a)		Baukosten ohne Grundstück (€/m ²)						
Anteil erneuerbarer Energie (%)		Nutzungskosten (€/m ² a)						
CO ₂ -Emission (t/a)								
EnEV(Jahr)-Unterschreitung (%)		Barrierefreiheit						
Anlass der Bewertung								
<input type="checkbox"/> Planung <input type="checkbox"/> Realisierung <input type="checkbox"/> Verkauf/Vermietung <input type="checkbox"/> Neubau <input type="checkbox"/> Bestandsbau <input type="checkbox"/> Freiwillig								
Antragsteller	Aussteller							
Zertifikat ID	Ausgestellt am	Gültig bis						

Nachhaltigkeit

sehr gut (1,3)

Neubau Bürogebäude 2007

gemäß Leitfaden des BIVBS 01/08

© Lü/Zak

Abbildung 51: Entwurf Nachhaltigkeitszertifikat
Quelle: Hegner, 2007.

Es wird erwartet, dass das System Mitte 2008 anwendungsbereit zur Verfügung steht. Der eigentliche Prozess der Zertifizierung von Gebäuden wird u.a. durch die in Gründung befindliche Deutsche Gesellschaft für nachhaltiges Bauen (www.dgnb.de) unterstützt. Mit Vorliegen eines Zertifizierungssystems wird eine wesentliche Voraussetzung für die Entwicklung von nachhaltigen Immobilieninvestmentprodukten erfüllt. Allerdings sollten sich derartige Produkte dann zunächst auf Immobilien in Deutschland konzentrieren.

16.4.2 Schweiz

Name:	<p>Minergie</p>  <p>Mehr Lebensqualität, tiefer Energieverbrauch Meilleure qualité de vie, faible consommation d'énergie</p>
Homepage:	http://www.minergie.ch/index.php
Initiator:	Der Minergie-Standard wird von Bund, Kantonen und Wirtschaft gemeinsam getragen.
Kurzbeschreibung:	Minergie ist der wichtigste Energiestandard in der Schweiz für Niedrigenergiehäuser. Die Anforderungen sind für zwölf Gebäudekategorien (MFH, EFH, Verwaltung, Schulen, Verkauf, Restaurants, Versammlungslokale, Spitäler, Industrie, Lager, Sportbauten, Hallenbäder) verschieden definiert. Ebenso verschieden sind die Anforderungen bei der Sanierung von Altbauten und für Neubauten.
Bewertungsaspekte und Kriterien:	<p>Bewertungsaspekte für Minergie-Eco:²⁵²</p> <p>Gesundheit</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ optimierte Tageslichtverhältnisse ▪ geringe Lärmimmissionen ▪ geringe Schadstoffbelastung der Raumluft durch Emissionen von Baustoffen ▪ geringe Immissionen durch ionisierende Strahlung (Radon) <p>Bauökologie</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ gut verfügbare Rohstoffe und hoher Anteil an Recyclingbaustoffen ▪ Baustoffe mit geringer Umweltbelastung bei der Herstellung und Verarbeitung ▪ einfach rückbaubare Konstruktionen mit Baustoffen, die verwertet oder umweltschonend entsorgt werden können
Bewertungsmethode:	Zur systematischen Bewertung von Projekten dient ein EDV-gestützter Fragenkatalog. Das Instrument ordnet den mit «Ja» beantworteten Fragen automatisch Punkte zu; daraus ergibt sich für jedes einzelne Kriterium eine Summe von Punkten. Ob eine Frage für ein bestimmtes Objekt relevant ist oder nicht, lässt sich im EDV-Tool dokumentieren. Diese objektspezifische Relevanz ist zur Bestimmung der maximal möglichen Punktzahlen ausschlaggebend. Denn der Erfüllungsgrad eines Kriteriums ist das Verhältnis von erreichter zu maximal möglicher Punktzahl. Eine einzelne Frage kann mit «Ja» beantwor-

²⁵² Vgl. Hausinfo, 2007.

²⁵³ Vgl. Minergie, 2007.

Darstellung des Ergebnisses:	tet werden, sofern diese positive Antwort zu mindestens 80 % zutrifft. ²⁵³
	Zertifikat und Plakette

16.4.3 Österreich

Name:	TQ (Österreich) 
Homepage:	http://www.argetq.at
Initiator:	Das Instrument der TQ Planung und Bewertung wurde im Auftrag des Bundesministeriums für Verkehr, Innovation und Technologie, des Bundesministeriums für Wirtschaft und Arbeit und des Lebensministeriums entwickelt und wird von der ArgeTQ laufend anhand neuer Forschungsergebnisse weiterentwickelt. Die ArgeTQ besteht aus dem Österreichischen Ökologie-Institut, der Kanzlei Dr. Bruck, dem Österreichischen Institut für Baubiologie und -ökologie und kooperiert mit dem Zentrum für Bauen und Umwelt der Donauuniversität Krems.
Kurzbeschreibung:	Total Quality dokumentiert die Qualität eines Gebäudes von der Planung über den Bau bis zur Nutzung im TQ- Gebäudezertifikat. Das Zertifikat ist das Endprodukt des integrierten TQ-Planungs- und Bewertungsprozesses. Die Zertifizierung macht die Qualität eines Gebäudes sichtbar, nutzbar und vergleichbar und bringt so für die Vermarktung Vorteile und Sicherheit. Die Bewertungskriterien sind im TQ-Kriterienkatalog beschrieben. Diese dienen auch als Planungsziele für nutzerfreundliche, umweltschonende und kostengünstige Gebäude. So ist die TQ-Zertifizierung ein Qualitätssicherungssystem, das die Bewirtschaftung und Vermarktung der "besseren" Gebäude unterstützt. ²⁵⁴
Bewertungsaspekte und Kriterien:	Ressourcenschonung <ul style="list-style-type: none"> ▪ Energiebedarf des Gebäudes ▪ Bodenschutz ▪ Schonung der Trinkwasserressourcen ▪ Effiziente Nutzung von Baustoffen Verminderung der Belastung für Mensch und Umwelt <ul style="list-style-type: none"> ▪ Atmosphärische Emissionen ▪ Abfallvermeidung ▪ Abwasser

²⁵⁴Vgl. Arge TQ, 2007.

	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reduktion des motorisierten Individualverkehrs ▪ Belastung durch Baustoffe ▪ Vermeidung von Radon ▪ Elektrobiologische Hausinstallationen – Vermeidung von Elektrosmog ▪ Vermeidung von Schimmel <p>Nutzerkomfort</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Qualität der Innenraumluft ▪ Behaglichkeit (thermischer Komfort) ▪ Tageslicht ▪ Sonne im Dezember ▪ Schallschutz ▪ Gebäudeautomation <p>Langlebigkeit</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Sicherheit Flexibilität der Konstruktion bei Nutzungsänderungen ▪ Grundlagen für den Gebäudebetrieb und die Instandhaltung <p>Sicherheit</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Einbruchschutz ▪ Brandschutz ▪ Sicherheit in Bezug auf Unfälle – Barrierefreiheit ▪ Umgebungsrisiken <p>Planungsqualität Qualitätssicherung bei der Errichtung</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Bauaufsicht ▪ Endabnahme <p>Infrastruktur und Ausstattung</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Anbindung an die Infrastruktur ▪ Ausstattungsmerkmale der Wohnungen und der Wohnungsanlage <p>Kosten</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Anschaffungskosten ▪ Folgekosten (nicht bewertet) ▪ Lebensdauerkosten (nicht bewertet)
Bewertungsmethode:	Einstufiges Credit Point Verfahren mit Gewichtung der Kriterien
Darstellung des Ergebnisses:	Berichte und Grafiken, 4 – seitiges Zertifikat

16.4.4 Frankreich

Name:	<p>HQE (Haute Qualité Environnementale)</p> 
Homepage:	http://www.assohqe.org/
Initiator:	Centre Scientifique et Technique du Bâtiment – CSTB
Kurzbeschreibung:	<p>HQE hat das Ziel Auftraggeber (Bauherren, Bauträger) zu einem ökologischen Umdenken und Optimieren zu führen. Die HQE-Methode wird seit 1996 bei Bauprojekten geteilt.</p> <p>Das Schema hat 2 Dimensionen:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Das ökologische Management von Bauprojekten 2. Den nachhaltigen Gebäudeentwurf, der über 14 betroffene Aspekte bewertet wird von „Grundstück und Konstruktion“, „Management“ (operative Phase) bis hin zu „Komfort“ und „Gesundheit“ der Nutzer.²⁵⁵
Bewertungsaspekte und Kriterien:	<p>Das ökologische Management von Bauprojekten Der nachhaltige Gebäudeentwurf der folgende Kriterien Berücksichtigt:²⁵⁶</p> <p>Öko-Konstruktion:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Harmonische Beziehung der Gebäude mit ihrer unmittelbaren Umgebung ▪ Integrierte Auswahl der Bauverfahren und Bauprodukte ▪ Ökologisch verträgliche Baustelle mit minimierten Emissionen <p>Öko- Management:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Energiemanagement ▪ Wassermanagement ▪ Abfallmanagement ▪ Betriebsmanagement <p>Komfort:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Thermische Behaglichkeit ▪ Akustische Behaglichkeit

²⁵⁵ Vgl. Braune u.a., 2007.

²⁵⁶ Vgl. CSTB, 2007.

Bewertungsmethode:	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Visuelle Behaglichkeit ▪ Geruchsbezogene Behaglichkeit <p>Gesundheit:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Behaglichkeit der Räumlichkeiten ▪ Luftqualität ▪ Wasserqualität
	HQE deckt drei Phasen ab: Auftrag, Entwurf und Ausführung. Die Audits werden am Ende der drei Phasen durchgeführt.
	Darstellung des Ergebnisses:
	Zertifikat: „NF Batiments Tertiaires- Demarche HQE“ Mit den Abstufungen: Basic, high level und very high level.

16.4.5 Schweden

Name:	EcoEffect 
Homepage:	http://www.ecoeffect.tk/
Initiator:	BFR, Swedish Council for Building Research KTH, Centre for Built Environment

Kurzbeschreibung:	Ökobilanz mit der Umwelteffekte bestimmt werden können, die durch das Gebäude in seinen gesamten Lebenszyklus verursacht werden
Bewertungsaspekte und Kriterien:	<p>Externe Einflüsse²⁵⁷</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Klimawandel ▪ Saurer Regen ▪ Zerstörung der Ozonschicht ▪ Giftstoffe für Menschen ▪ Umweltgifte ▪ Radioaktivität <p>Interne Einflüsse</p> <p>Innen</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Luftqualität ▪ Thermische Behaglichkeit ▪ Akustische Qualität ▪ Beleuchtungsqualität ▪ Schutz vor Elektromog ▪ Antiallergene Materialien ▪ Schutz vor Gebäudekrankheiten (Sick Building Syndrome) ▪ Lärm ▪ Radon <p>Außen</p> <ul style="list-style-type: none"> • Luftqualität • Bodenverschmutzung • Lärm • Schatten • Schutz vor Wind • Vegetation • Wasser • Sturmfluten
Bewertungsmethode:	Software gestütztes Rechenverfahren mittels Eingabe quantifizierbarer Kennwerte
Darstellung des Ergebnisses:	Datentabellen und Grafiken

²⁵⁷ Vgl. EcoEffect, 2007.

16.4.6 Großbritannien

Name:	BREEAM: Ecohomes 
Homepage:	http://www.breeam.org/
Initiator:	BRE, Center for Sustainable Construction ECD Energy and Environment
Kurzbeschreibung:	BREEAM Vergibt ein Gütesiegel, nachdem die Gebäude anhand einer Reihe von ökologischen Gesichtspunkten geprüft wurden. Diese Gesichtspunkte beinhalten die Auswirkungen eines Gebäudes auf seine Umwelt auf globaler, regionaler, lokaler und innenräumlicher Ebene. Für die jeweils eine bestimmte Punktzahl vergeben wird. ²⁵⁸
Bewertungsaspekte und Kriterien:	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Management: Allgemeine Abläufe, Auftrag-Geberseite und Auftrag-Nehmerseite ▪ Energieverbrauch: Betriebsenergie ▪ Gesundheit und Komfort, innerhalb und außerhalb des Gebäudes ▪ Verschmutzung: Luft und Wasserverschmutzung ▪ Transport: Ökologische Aspekte der Anbindungen (CO₂- Ausstoß) ▪ Grundstücksökologie: Ökologischer Grundstückswert ▪ Ökonomie: Ökologische Werterhaltung und Steigerung ▪ Materialien: Ökologische Einflüsse der verwendeten Materialien ▪ Wasser: Verbrauch und Effizienz²⁵⁹
Bewertungsmethode:	Den einzelnen Kriterien werden Punkte je nach Erfüllungsgrad zugeordnet. Die Ergebnisse werden zusammengefasst und in einer Skala von durchschnittlich bis ausgezeichnet ausgegeben.
Darstellung des Ergebnisses:	Berichte und Grafiken, Zertifikat mit dem Ergebnis: Durchschnittlich, Gut, Sehr gut, Ausgezeichnet.

²⁵⁸ Vgl. Hegger/Fuchs, 2007.

²⁵⁹ Vgl. breeam, 2007.

16.4.7 USA

Name:	LEED Leadership in Energy and Environmental Design 
Homepage:	www.usgbc.org
Initiator:	U.S. Green Building Council
Kurzbeschreibung:	<p>LEED ist ein nationaler, amerikanischer Standard um die Konstruktion, das Design und den Betrieb von Gebäuden zu bewerten. LEED stellt Gebäudeeigentümern und Verwaltern ein Instrument zur Verfügung mit dem Sie die Eigenschaften Ihres Gebäudes messen können.²⁶⁰</p> <p>LEED unterteilt sich in gesonderte Verfahren für unterschiedliche Gebäudearten, so existieren im Moment:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ New Commercial Construction and Major Renovation projects ▪ Guidelines for Multiple Buildings and On-Campus Building Projects ▪ Existing Building Operations and Maintenance ▪ Commercial Interiors projects ▪ Core and Shell development projects ▪ Homes ▪ Neighborhood Development ▪ LEED for Schools ▪ LEED for Retail <p>Im Rahmen des Zertifizierungssystems übernimmt LEED folgende Aufgaben:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Ständige Weiterentwicklung des Bewertungssystems, für alle Gebäudearten ▪ Durchführung von Zertifizierungsprozessen für Gebäude ▪ Durchführung von Seminaren ▪ Professionelle Akkreditierung ▪ Durchführung von Konferenzen
Bewertungsaspekte und Kriterien:	<p>Unterschiedlich je nach Gebäudeart, beispielhaft hier die Kriterien für Wohngebäude:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Innovation und Design

²⁶⁰ Vgl. USGBC, 2007.

Bewertungsmethode:	<ul style="list-style-type: none">▪ Lage und Infrastrukturanbindung▪ Nachhaltiger Bauort▪ Effizienter Wasserhaushalt▪ Energie und klimatische Raumverhältnisse▪ Materialien und Ressourcen▪ Luftqualität in den Räumen▪ Der Umgang der Eigentümer, Mieter oder Verwalter mit den „grünen“ Komponenten des Gebäudes
	Einfache Punkt-Bewertungsverfahren
	Zertifikat/Label mit dem Ergebnis: Basic, Silver, Gold, Platinum
Darstellung des Ergebnisses:	

16.4.8 Japan

Name:	CASBEE (Japan)²⁶¹ 
Homepage:	http://www.ibec.or.jp/CASBEE/english/index.htm
Initiator:	Japan Sustainable Building Consortium unterstützt durch das Japanische Ministerium für Land, Infrastruktur und Transport
Kurzbeschreibung:	<p>Das System besteht aus drei Komponenten: CASBEE-NC – für Neubauten (2002) CASBEE-EB – für Bestandsbauten (2003) CASBEE-RN – für Revitalisierungen (2005)</p> <p>CASBEE wird in vielen Japanischen Städten für eine Beurteilung von Neubauvorhaben benutzt, um Nachhaltigkeitsaspekte bereits in der Entstehungsphase gegenüber dem Investor darzustellen. Zuerst wird die Nachhaltigkeit des Gebäudes untersucht, danach wird die Umweltbelastung durch das Gebäude bestimmt.</p>
Bewertungsobjekt:	Gebäude
Bewertungsaspekte und Kriterien:	<p>Innenraum Luftqualität</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Geräusche und Akustik ▪ Thermischer Komfort ▪ Beleuchtung ▪ Luftqualität <p>Servicequalität</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Servicefähigkeit ▪ Haltbarkeit und Zuverlässigkeit ▪ Flexibilität und Anpassungsfähigkeit <p>Standortumgebung</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Bewahrung und Schutz von Biotopen ▪ Stadtentwicklung und Landschaftsentwicklung ▪ Lokale Charakteristika und Außenbereich <p>Energie</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Gebädethermische Belastung ▪ Nutzung natürlicher Energien ▪ Effizienz des Gebäudeservices ▪ Effiziente Überwachung <p>Ressourcen und Material</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Wasserverbrauch

²⁶¹ Vgl. CASBEE, 2007.

	<ul style="list-style-type: none">▪ Materialien mit geringer Umweltbelastung <p>Umweltauswirkungen</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Luftverschmutzung▪ Geräusche, Erschütterung und Gerüche▪ Reduktion von Wind- und Sonneneinwirkung▪ Sichtreduktion▪ Heat Island Effect▪ Belastung der lokalen Infrastruktur
Bewertungsmethode:	Zweistufiges Punkt-Bewertungsverfahren mit Gewichtung von Teil- und Hauptkriterien
Darstellung des Ergebnisses:	Auswertungsblatt mit diversen Diagrammen, Ermittlung der Nachhaltigkeitseffizienz in den Kategorien: S, A, B+, B-, C und grafische Darstellung derselben in einem Koordinatensystem.

16.4.9 Internationale Bewertungsverfahren

Name:	Green Building Tool / SB Tool (Int)²⁶² 
Homepage:	http://www.iisbe.org/
Initiator:	iiSBE – International Initiative for a Sustainable Built Environment, Die iiSBE ist eine gemeinnützige, internationale Organisation mit dem Ziel eine nachhaltig gebaute Umwelt aktiv zu fördern und voranzutreiben.
Kurzbeschreibung:	GB Tool ist die Software Anwendung der Green Building Challenge (GBC). Die Anwendung wird seit 1996 von mehr als einem Duzend Ländern entwickelt. Die Green Building Challenge ist eine internationale Interessensgemeinschaft, die ein Tool entwickelt mit dem die ökologischen Aspekte eines Gebäudes beurteilt werden können. Das Tool bietet muss vom jeweiligen anwenden Land mit den regionalen Spezifikationen ergänzt werden.
Bewertungsaspekte und Kriterien:	Standortwahl, Projektplanung und Entwicklung <ul style="list-style-type: none"> ▪ Standortwahl ▪ Projektplanung ▪ Städtebauliche Entwicklung Energie und Ressourcenverbrauch <ul style="list-style-type: none"> ▪ Verbrauch nicht erneuerbarer Energien im ▪ Lebenszyklus ▪ Prognose von Energie-Spitzenverbräuchen ▪ Erneuerbare Energie ▪ Abstimmung der Anlagentechnik ▪ Materialverbrauch ▪ Trinkwasserverbrauch Umweltbelastung <ul style="list-style-type: none"> ▪ CO₂ – Emission ▪ Andere atmosphärische Emissionen ▪ Flüssigkeiten ▪ Regenwasser und Abwasser ▪ Beeinflussung der Umwelt ▪ Andere lokale und regionale Auswirkungen Gebäudeinterne Umweltqualität <ul style="list-style-type: none"> ▪ Luftqualität

²⁶² Vgl. International Initiative for a Sustainable Built Environment, 2007.

Bewertungsmethode:	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Luftzirkulation ▪ Lufttemperatur und relative Luftfeuchtigkeit ▪ Tageslichteinfluss und Beleuchtung ▪ Geräusche und Akustik <p>Funktionalität und Kontrollierbarkeit der Gebäudesysteme</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Effizienz der Raumnutzung ▪ Planung und Wartung wesentlicher Funktionen ▪ Kontrollierbarkeit <p>Langfristige Verfügbarkeit</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Flexibilität und Anpassungsfähigkeit ▪ Sicherstellung der Nutzungsfähigkeit <p>Soziale und ökonomische Aspekte</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Betriebswirtschaftliche und volkswirtschaftliche Aspekte ▪ Soziale Aspekte <p>Kulturelle und Aspekte der Wahrnehmung</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Kultur und Kulturerbe ▪ Wahrnehmung
	<p>Punktevergabe von -1 bis +5 in einem bis zu 4-stufigen Bewertungsverfahren (8 Ziele mit Kategorien, Haupt- und Teilkriterien)</p>
	<p>Tabellarische und grafische Darstellung der Ergebnisse, das System kann als Basis für ein individuelles Zertifizierungssystem benutzt werden</p>
Darstellung des Ergebnisses:	

16.5 Zusammenfassung der bestehenden Zertifizierungssysteme

Zusätzlich zu den im vorangegangenen Abschnitt dargelegten Zertifizierungssystemen sollen die folgenden Tabellen noch einmal einen Überblick über die international existierenden Systeme geben.

Region	Name	Homepage
Europa		
Deutschland	qualitätsgeprüftes Passivhaus	http://www.passiv.de/
Deutschland	"Geprüft und empfohlen vom IBR"	http://www.baubiologie.org/
Deutschland	"Qualität am Bau" der DEKRA	http://www.dekra.com/
Deutschland	"TUV am Bau" der TÜV Rheinland Group	http://www.tuv.com/global/en/index.html
Deutschland	Bauprüfverband Südwest e.V. (BPS)	http://www.bps-bau-pruefverband.de/
Deutschland	Bausiegel	http://www.bfid.de/
Deutschland	Bauwerks-Zertifikat vom DPÜ e.V.	http://www.dpue.de/
Deutschland	Erfurter Grüne Hausnummer	http://www.erfurt.de/efi/de/engagiert/agenda21/arbeitsgrp/18253.shtml
Deutschland	Grüne Hausnummer Leipzig	http://www.solarnutzung.de/EB/gruenhausnr.htm
Deutschland	Grüne Hausnummer Saarland	http://www.saarland.de/4172.htm
Deutschland	HVB Immapass	http://www.hypovereinsbank.de/portal?view=-privatkunden/183214.jsp
Deutschland	LGA Gebäudepass	http://lga.de/
Deutschland	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Deutschland	Niedrigenergiehaus-Zertifikat Schleswig-Holstein	ohne Homepage
Deutschland	Qualitätsgeprüftes Passivhaus, Zertifikat des PHI	http://www.passivhaus.de/
Deutschland	RAL-Gütezeichen "Niedrig-Energie-Bauweise - Planung und Ausführung"	http://www.guetezeichen-neh.de/
Deutschland	RAL-Gütezeichen Niedrigenergie-Bauweise	http://www.guetezeichen-neh.de/
Deutschland	Zertifikat "Prüfung von Bauqualität"	http://www.bauforschung.org/
Deutschland	Zertifizierungssystem der Gesellschaft für nachhaltiges Bauen (GeSBC) in Bearbeitung	
Deutschland	Zertifizierungszeichen des BmVBS	in Bearbeitung
Deutschland	"Green Building"	http://www.green-building.de/index.php?id=231
England	BREEAM	http://www.breeam.org/
England	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
England	vom World Green Building Council unterstützte nationale Initiative	http://www.worldgbc.org/
Finnland	Energy certification for residential and office buildings	http://www.vtt.fi/services/cluster6/
Finnland	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Frankreich	HQE	http://www.assohqe.org/
Frankreich	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Griechenland	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Italien	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Niederlande	GreenCalc	http://www.greencalc.com/
Niederlande	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Norwegen	Eco-Profile	http://www.oeaa.gov.eg/English/main/about.asp
Norwegen	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Österreich	IBO Ökopass	http://www.ibo.at/oekopass.htm#oekopass
Österreich	Klimaaktivhaus	http://www.klimaaktivhaus.de/klima-home.htm
Österreich	TQ	http://www.argetq.at/
Polen	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Schweiz	minergie	http://www.minergie.ch/
Spanien	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Spanien	VERDE	http://www.upm.es/

Abbildung 52: Übersicht Zertifizierungssysteme in Europa
Quelle: eigene Darstellung

Weltweit		
Australien	Green Star	http://www.gbcaus.org/
Argentinien	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Australien	Nabers	http://www.nabers.com.au/faqs.aspx
Australien	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Australien	vom World Green Building Council unterstützte nationale Initiative	http://www.worldgbc.org/
Brasilien	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Chile	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
China	HK-BEAM	http://www.hk-beam.org.hk/general/home.php
China	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Hong Kong	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Indien	LEED INDIA	http://www.igbc.in/igbc/read.jsp?reqpage=LEED%20India
Indien	vom World Green Building Council unterstützte nationale Initiative	http://www.worldgbc.org/
International	GBTool	http://greenbuilding.ca/
Israel	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Japan	Green housing A-Z	http://www.smcon.co.jp/
Japan	CASBEE	http://www.ibec.or.jp/CASBEE/english/index.htm
Japan	Environment conscious design guide	http://www.vtt.fi/services/cluster6/
Japan	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Japan	vom World Green Building Council unterstützte nationale Initiative	http://www.worldgbc.org/
Kanada	LEED Canada-NC 1.0	http://www.caqbc.org/index.php
Kanada	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Kanada	vom World Green Building Council unterstützte nationale Initiative	http://www.worldgbc.org/
Korea	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Mexiko	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Mexiko	vom World Green Building Council unterstützte nationale Initiative	http://www.worldgbc.org/
Neuseeland	vom World Green Building Council unterstützte nationale Initiative	http://www.worldgbc.org/
Schweden	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Süd Afrika	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Taiwan	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
Taiwan	vom World Green Building Council unterstützte nationale Initiative	http://www.worldgbc.org/
USA	Energy Star	http://www.energystar.gov/index.cfm?c=home.index
USA	LEED Green Building Rating System	http://www.usgbc.org/DisplayPage.aspx?CategoryId=19
USA	The City of Austin Green Building Program (City of Austin / Texas, USA)	http://www.austinenergy.com/Energy%20Efficiency/Programs/Green%20Building/index.htm
USA	Green Globes	http://www.thegbi.org/gbi/
USA	nationale Bestrebungen innerhalb der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iSBE)	http://greenbuilding.ca/
USA	vom World Green Building Council unterstützte nationale Initiative	http://www.worldgbc.org/
Vereinigte Arabische Emirate	vom World Green Building Council unterstützte nationale Initiative	http://www.worldgbc.org/

Tabelle 22: Übersicht Zertifizierungssysteme Weltweit
Quelle: eigene Darstellung

Zu beachten ist, dass bis auf wenige Ausnahmen alle Instrumente an die Rahmenbedingungen des jeweiligen Landes angepasst sind.

Als Unterstützung für die Entwicklung eines deutschen nachhaltigen Immobilieninvestmentproduktes empfiehlt es sich deshalb auf ein deutsches Zertifizierungssystem wie z.B. das kommende Instrument des BMVBS zurückzugreifen.

Bei Betrachtung der bestehenden Zertifizierungssysteme aus Sicht potenzieller Finanzinvestoren werden vor allem zwei gravierende Defizite deutlich.

Das **wichtigste Kriterium** eines Zertifizierungssystem für Nachhaltige Gebäude müsste laut Andreas Schulten, BulwienGesa AG, die internationale Gültigkeit des Zertifikates sein. Nur so könnten nationale Investoren, die in internationale Immobilienportfolios investieren, die Immobilien hinsichtlich ihrer zertifizierten Eigenschaften Märkte übergreifend vergleichen. **Zertifizierungssysteme** wie z.B. **BREEAM oder LEED** versuchen zwar auch in den Immobilienmärkten anderer Länder Fuß zu fassen, verfügen aber **nicht über die politische Rückendeckung**, um sich international zu etablieren. Das Green Building Tool der International Initiative for a Sustainable Built Environment (iiSBE) ist eine internationale, von vielen renommierten Experten forcierte Initiative, die in Zukunft einen internationalen Standard definieren könnte. Im Gegensatz zu z.B. BREEAM ist die iiSBE eine **Non-Profit Gesellschaft**.

Ein weiterer Nachteil bestehender Zertifizierungssysteme ist die sehr geringe Dokumentation ökonomischer Eigenschaften eines Gebäudes. Aus Sicht der im Zusammenhang mit dem Projekt ImmoInvest befragten Ratingagenturen spielen die ökonomischen Faktoren bei der Investitionsentscheidung die absolut dominierende Rolle. **Ökologische und soziale Eigenschaften** werden im Moment **höchstens als Marketingeigenschaften** betrachtet. Ein Zertifizierungssystem sollte deshalb in der Lage sein ökologische Kriterien wie z.B. Energieeffizienz auch in eine ökonomische Dimension zu übersetzen. So sollte beim Beispiel Energieeffizienz nicht nur die Ressourcenschonung, sondern auch der geldwerte Vorteile betrachtet werden. Gestützt wird diese These auch von Herrn Crass von der Feri Rating & Research GmbH, der von einem Zertifizierungssystem für nachhaltige Immobilien vor allem erwartet, dass dieses alle Dimensionen der Nachhaltigkeit berücksichtigt und diese transparent darstellt.

17 Nachhaltige Immobilieninvestmentprodukte

17.1 Bestehende Nachhaltige Immobilieninvestmentprodukte

An den internationalen Finanzmärkten ist das **Angebot an nachhaltigen Immobilien** als Geldanlagen (**SRPI**) **bislang noch gering**. „In Deutschland kamen in den 90er Jahren die ersten „Öko- und Sozial-Immobilien auf den Markt, an denen man sich als Privatanleger direkt beteiligen konnte. So z.B. bei dem 1997 von der Ökobank aufgelegten (aber relativ schwer platzierbaren) geschlossenen Öko-Immobilienfonds Rommelmühle, durch den in der Nähe von Stuttgart ein Ökokaufhaus samt Wohnungen und ausgewählter Dienstleistungsunternehmen (als Mieter) finanziert wurden. Das Ökokaufhaus-Konzept ging jedoch wegen zu geringer Besucherfrequenz nicht auf, wie sich schon nach wenigen Jahren zeigte.“²⁶³

Dieses Beispiel zeigt die **Versäumnisse** der **frühen Formen nachhaltiger Geldanlagen**, oft auch nur als sog. grüne Geldanlagen bezeichnet, deutlich auf. Die Notwendigkeit besteht heute darin, weg zu kommen von einer rein ökologisch und sozial orientierten Sichtweise des Anlagegutes und die ökonomische Komponente gleichwertig zu integrieren. Nur so kann die Konkurrenzfähigkeit eines nachhaltigen Anlageobjektes an den Finanzmärkten sichergestellt werden.

Neben diesem Projekt gibt es eine Reihe von **Wohngenossenschaften**, die sich bestimmten **Nachhaltigkeitskriterien** verschrieben haben. Bei diesen Genossenschaften wird meist ein Geschäftsanteil erworben mit dem man Anspruch auf einen geringen Prozentsatz des Gewinnes der Genossenschaft erlangt. Beispiele für solche Wohngenossenschaften sind z.B. Die Wogeno München eG oder die Wohnungs- und Siedlungsgenossenschaft Ökodorf eG.

Es gibt aber auch Beispiele für **existierende „nachhaltige“ Immobilienfonds**, auch wenn es sich dabei um absolute Nischenprodukte mit sehr geringen Volumina handelt.

²⁶³ Vgl. Deml/May, 2005, S. 170.

Folgende Abbildungen zeigen vorhandene Möglichkeiten in „nachhaltige Immobilien“ in Deutschland zu investieren.

Assetklasse:	Geschlossener Immobilienfonds
Gesellschaft:	Solarhaussiedlung GmbH²⁶⁴
Name:	Solarhaussiedlung GmbH
Homepage:	http://www.solarsiedlung.de
Nutzungsart der Objekte:	Wohnen
Volumen:	3,17 Mio. €
Kurzbeschreibung:	Die komfortablen Stadthäuser in Plus-Energiebauweise (das Gebäude erzeugt mehr Energie als es verbraucht) liegen nah am Stadtzentrum Freiburgs. Ab 5000 Euro kann man sich an dem Immobilienfond in der Rechtsform KG beteiligen. Die Renditeerwartung liegt bei fünf Prozent.
Nachhaltigkeitsmerkmale:	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Natürliche Baustoffe ▪ Gesunde Wohnatmosphäre ▪ Plus-Energiebauweise ▪ Zentrums nahe Lage

Die Solarhaussiedlung in Freiburg ist ein Konzept, das hauptsächlich auf energetische Faktoren baut. Dennoch werden auch Kriterien wie „Wohnatmosphäre“ oder ökologische Baustoffe berücksichtigt. Aufgrund des kleinen Volumens und der Tatsache, dass hauptsächlich Bewohner in den Fond investieren, ist hierbei eher nicht der Charakter einer klassischen Kapitalanlage gegeben, sondern eher der einer genossenschaftliche Beteiligung.

²⁶⁴ Vgl. Solarsiedlung GmbH, 2007.

Assetklasse:	Geschlossener Immobilienfonds
Gesellschaft:	1. Sonnenschiff-Fonds KG²⁶⁵
Name:	Sonnenschiff-Fonds
Homepage:	http://www.freiburgersolarfonds.de
Nutzungsart der Objekte:	Büro und Geschäftsgebäude
Volumen:	5,65 Mio. €
Kurzbeschreibung:	Das Sonnenschiff ist das weltweit erste Dienstleistungszentrum in Plusenergie -Bauweise. Die in Freiburg gelegene Gewerbeimmobilie, mit ihren drei Gewerbeflächen ist das einzige Objekt des Fonds. Die Renditeerwartung liegt bei ca. sechs Prozent pro Jahr.
Nachhaltigkeitsmerkmale:	Umfassendes Konzept, dass die Gebiete: Nutzung, Ökologie, Energie, Mobilität, Gestaltung, Farbe und Kunst berücksichtigt. Zusätzlich wird besonders die Wirtschaftlichkeit des Objektes herausgestellt.

Der Freiburger Sonnenschiff-Fonds bietet eine Beteiligung an einer neuen Gewerbeimmobilie, die wie die Solarhaussiedlung hauptsächlich auf Energiesparen und Energieerzeugung mittels Photovoltaikzellen setzt. Im Gegensatz zum Fond der Solarhaussiedlung kann hier von einem vollwertigen Kapitalanlageprodukt gesprochen werden, wenngleich das Volumen des Fonds sehr gering ist.

²⁶⁵ Vgl. Solarsiedlung GmbH, 2007.

Assetklasse:	Geschlossener Mischfonds
Gesellschaft:	Dr. Upgang AG²⁶⁶
Name:	Women's Prosperity Fund No.1
Homepage:	www.upgang.de
Nutzungsart der Objekte:	Gewerbeimmobilie
Volumen:	4,5 Mio. €
Kurzbeschreibung:	60 Prozent des Fonds macht ein ehemaliger Bischofsitz aus der als Business Park unter Berücksichtigung ökologischer Gesichtspunkten umgebaut wurde. Die restlichen 40 Prozent werden von der auf ökologische Geldanlagen spezialisierten Schweizer Privatbank Sarasin verwaltet.
Nachhaltigkeitsmerkmale:	Bei der Gewerbeimmobilie wurde besonders auf umweltfreundliche Materialien geachtet. Das restliche Kapital wird von Sarasin nach Nachhaltigkeitskriterien investiert.

Bei diesem Fonds von einem nachhaltigen Produkt zu sprechen wäre wahrscheinlich etwas zu hoch gegriffen. Trotzdem geht die Motivation, die hinter der Idee steckt in diese Richtung. Das wichtigste Merkmal des Gebäudes ist die Verwendung ökologischer Materialien. Gleichzeitig werden soziale Faktoren beim Betrieb der Immobilie als sehr wichtig erachtet. Bemerkenswert an diesem Produkt ist, dass es sich hierbei um einen Mischfonds handelt, bei dem an alle Anlageklassen ein Anspruch an Nachhaltigkeit gestellt wird.

²⁶⁶ Vgl. Dr. Upgang AG, 2007.

Assetklasse:	Geschlossener Immobilienfond
Gesellschaft:	Stadtwerk Berlin KG²⁶⁷
Name:	Stadtwerk Berlin KG
Homepage:	-
Nutzungsart der Objekte:	Wohn- und Gewerbeimmobilie
Volumen:	-
Kurzbeschreibung:	Als Anleger kann man sich am Erwerb von Berlinern Miets- häusern beteiligen, die dann ökologisch saniert werden. Es wird vor allem auf einen „einvernehmlichen“ Umgang mit den Mietern und auf Energieeffizienz geachtet. Teilweise werden die Sanierungsmaßnahmen mit Fördermitteln un- terstützt. Das Volumen des Fonds ist eher gering, 2002 war es bei ca. 2,5 Mio €. Als Rendite sind vier bis fünf Prozent geplant.
Nachhaltigkeitsmerkmale:	Baubiologische Kriterien bei der Sanierung und Energieeffi- zienz. Kollegialer Umgang mit den Mietern.

Laut Prospekt handelt es sich bei diesem Produkt um einen ökologischen Immobilienfond mit „Verantwortung und Engagement.“ Auch dieses Produkt besitzt eher keinen Vorbildcharakter für ein nachhaltiges Immobilieninvestment, das Volumen ist sehr gering und es stehen eher soziale Kriterien als ökonomische im Vordergrund.

Zusammenfassend werden in folgender Tabelle noch einmal die existierenden „nachhaltigen“ Immobilieninvestmentprodukte in Deutschland dargestellt.

Gesellschaft	Assetklasse				Nutzungsart der Gebäude				Strategie			Schwerpunkte			Nachhaltigkeitsnachweis	Renditerwartung ca.					
	geschlossen	offener Fond	Reit	Immobilien A	Pensionsfond	Wohngebäude	Bürogebäude	Einzelhande	Parkhäuser	Hotels und	Schulen und	Neubau	Erwerb	Teilen			Sanieren	Energiespare	Ökologische	Soziales	eigene Methode
1. Sonnenschiff-Fonds KG	x					x	x		x			x				x	x	x	x	x	5,50%
Dr. Upgang AG	x					x								x	x	x			x		3,50%
Solarhaussiedlung GmbH	x					x					x					x	x	x	x		6,00%
Stadtwerk Berlin KG	x					x	x							x			x	x	x		4,50%

Tabelle 23: Existierende Investmentprodukte in Deutschland

Quelle: eigene Darstellung

²⁶⁷ Vgl. Deml/May, 2005.

Es sollte beachtet werden, dass bei den **dargestellten Produkten nur bedingt nachhaltige Kapitalanlagen** verkörpert werden. Der Begriff Nachhaltigkeit stand bei der Erstellung der Produkte sicherlich nicht im Vordergrund. Vielmehr könnte man von „grünen Fonds“ oder teilweise „Ökofonds“ sprechen. Dennoch ist beachtlich, dass zumindest eines der genannten Beispiele, der 1. Sonnenschiff-Fonds, einem nachhaltigen Immobilienfonds unserer Definition schon sehr nahe kommt. Festzuhalten bleibt, dass es sich bei den aufgeführten Produkten ausschließlich um geschlossene Fonds handelt, außerdem verfügt keines der Produkte über eine Zertifizierung durch Dritte.

Es kann somit festgestellt werden, dass bisher in Deutschland kein Beispiel existiert, das als nachhaltiges Immobilieninvestmentprodukt im umfassenden Sinne bezeichnet werden kann. Gleichwohl gibt es erste Beispiele, die Wege in diese Richtung aufzeigen. Die Mehrheit der existierenden Immobilieninvestmentprodukte, die sich im angelsächsischen Raum als „Sustainability Investment“ verstehen, realisieren diesen Anspruch hauptsächlich durch Maßnahmen zur Steigerung der Energieeffizienz ihrer Immobilien.

Die folgenden Abbildungen stellen eine Auswahl der existierenden Investmentprodukte international kurz dar.

Assetklasse:	Offener Immobilienfond
Gesellschaft:	Investa Property ²⁶⁸
Name:	Investa Direct Office Fund (IDOF)
Homepage:	http://www.investa.com.au/Sustainability/
Nutzungsart der Objekte:	Büroimmobilien
Volumen:	161,6 Mio \$A
Kurzbeschreibung:	Der Investa Direct Office Fund (IDOF) ist ein etablierter Immobilienfond der hochwertige Bürogebäude der australischen Metropolen Sydney, Brisbane, Adeline und Canberra beinhaltet. Zehn Prozent des Fondsvolumens wird in liquiden Mitteln vorgehalten.
Nachhaltigkeitsmerkmale:	Der Fond wird vom Sustainable Investment Research Institute (SIRIS) geprüft und von der Ethical Investment Association (EIA) zertifiziert

Assetklasse:	Offener Immobilienfond
Gesellschaft:	Investa Property ²⁶⁹
Name:	Investa Commercial Property Fund (ICPF)
Homepage:	http://www.investa.com.au/Sustainability/
Nutzungsart der Objekte:	Büroimmobilien
Volumen:	310 Mio. \$A
Kurzbeschreibung:	Der Investa Commercial Property Fund (ICPF) ist das Aushängeschild der Investa Property. Der Fond beinhaltet Premium Büroimmobilien in Sydney, Melbourne, Brisbane, North Sydney und Macquarie Park. Der Fond richtet sich an Großanleger mit einer Einlage ab 1 Mio.\$A
Nachhaltigkeitsmerkmale:	Der Fond wird vom Sustainable Investment Research Institute (SIRIS) geprüft und von der Ethical Investment Association (EIA) zertifiziert

²⁶⁸ Vgl. Investa Property Group, 2007.

²⁶⁹ Vgl. Investa Property Group, 2007.

Assetklasse:	Offener Immobilienfond
Gesellschaft:	Hermes Pensions Management Limited²⁷⁰
Name:	The X-Leisure Unit Trust
Homepage:	http://www.hermes.co.uk/index.htm
Nutzungsart der Objekte:	Handelsimmobilien, Hotelimmobilien und Freizeitimmobilien
Volumen:	721,82 Mio. £
Kurzbeschreibung:	Der X-Leisure Unit Trust ist ein 2004 aufgelegter Spezialfond der in Freizeitimmobilien investiert. So befinden sich unter den Objekten z.B. Restaurants, Hotels, Kinos, Einkaufscenter usw. Die Objekte sind in ganz Großbritannien verteilt
Nachhaltigkeitsmerkmale:	Nachhaltigkeitsnachweis durch ein von der Strategischen Beratungsfirma Upstream entwickeltes Benchmarking das seinen Fokus vor allem auf CO ² Ausstoß, Wasserverbrauch und Recycling legt.

Assetklasse:	REIT
Gesellschaft:	Land Securities Group²⁷¹
Name:	Land Securities
Homepage:	http://www.landsecurities.com/index.asp?PageID=1
Nutzungsart der Objekte:	Handelsimmobilien, Logistikimmobilien, Industrieimmobilien und Büroimmobilien
Volumen:	14,8 Mrd. £
Kurzbeschreibung:	Die britische Land Securities, eines der größten Immobilienunternehmen Europas, besitzt seit Januar 2007 den Status eines REITs. Die Land Securities investiert in Immobilien und entwickelt Büros, Geschäfte, Warenhäuser, Lebensmittelsupermärkte, Freizeit-, Industrie- und Lagergebäude und betreibt das Management ihrer Immobilien. Die Immobilien sind in ganz Großbritannien verteilt, bei Büroimmobilien liegt der Fokus auf London
Nachhaltigkeitsmerkmale:	Jährlicher Nachhaltigkeitsbericht auf Basis einer Selbstverpflichtung

²⁷⁰ Vgl. Hermes Pension Management Limited, 2007.

²⁷¹ Vgl. Land Securities Group, 2007.

Assetklasse:	REIT
Gesellschaft:	Arden Realty, Inc. ²⁷²
Name:	Arden Realty, Inc.
Homepage:	http://www.ardenrealty.com/
Nutzungsart der Objekte:	Bürogebäude
Volumen:	-
Kurzbeschreibung:	Das Portfolio der Arden Realty, Inc. beinhaltet derzeit 97 Immobilien in vier wichtigen Märkten Südkaliforniens. Die Gesamtfläche beläuft sich auf 13,8 Mio. square ft. Das Geschäftsfeld umfasst Leasing, Immobilienmanagement, Immobilienentwicklung, und An und -Verkauf
Nachhaltigkeitsmerkmale:	Alle Gebäude im Portfolio der Arden Realty, Inc. sind Green Star zertifiziert.

Assetklasse:	REIT
Gesellschaft:	Liberty Property Trust ²⁷³
Name:	Liberty Property Trust
Homepage:	http://www.libertyproperty.com/default.asp
Nutzungsart der Objekte:	Bürogebäude und verschiedene Gewerbeimmobilien
Volumen:	7 Mrd. US\$
Kurzbeschreibung:	Der Liberty Property Trust besitzt im Moment Immobilien mit insgesamt 65 Mio. square ft. In den USA und in Großbritannien. Liberty kauft, entwickelt, mietet und managet Immobilien mit der Zielsetzung das Arbeitsumfeld der in den Immobilien beschäftigten zu verbessern. Liberty spielt weiterhin eine führende Rolle im U.S. Green Building Council. 2006 wurde Liberty Property Trust als erster Immobilienentwickler in den USA mit dem LEED Corporate Leadership Award ausgezeichnet.
Nachhaltigkeitsmerkmale:	Liberty Property Trust hat sich den Nachhaltigkeitskriterien des U.S. Green Building Councils verpflichtet.

²⁷² Vgl. Arden Realty Inc., 2007.

²⁷³ Vgl. Liberty Property Trust, 2007.

Assetklasse:	Immobilien AG
Gesellschaft:	St. Joe Company ²⁷⁴
Name:	St. Joe Company
Homepage:	http://www.joe.com/web/
Nutzungsart der Objekte:	Wohnimmobilien und verschiedene Gewerbeimmobilien
Volumen:	-
Kurzbeschreibung:	Die St. Joe Company gehört zu den größten Grundbesitzern Floridas. Das Kerngewerbe der Firma ist die Entwicklung von Wohngebieten. Weitere wichtige Tätigkeitsfelder sind die Entwicklung von Gewerbeimmobilien und der Handel mit Flächen in ländlichen Gebieten. Eine Tochter von St. Joe betreibt kommerzielle Forstwirtschaft
Nachhaltigkeitsmerkmale:	Nachhaltigkeitsverpflichtung in Zusammenhang mit dem Council for Sustainable Florida. Nachhaltigkeitsanspruch vor allem durch Schonung der Umwelt, im speziellen Fall Florida, Schutz der Sumpfgebiete.

²⁷⁴ Vgl. St. Joe Company, 2007.

Assetklasse:	REIT
Gesellschaft:	Thomas Properties Group Inc.
Name:	Thomas Properties Group Inc. ²⁷⁵
Homepage:	http://www.tpgre.com/index.htm
Nutzungsart der Objekte:	Bürogebäude, Einzelhandelsimmobilien, Parkhäuser und Wohngebäude
Volumen:	-
Kurzbeschreibung:	Die 1996 gegründete Thomas Properties Group ist sowohl als Immobilieneigentümer, Immobilienentwickler, Immobilienmanger und Immobilienmakler tätig. Die Immobilien der Gesellschaft sind in den ganzen USA verteilt mit Schwerpunkt im Westen.
Nachhaltigkeitsmerkmale:	Thomas Properties achtet bei Ankauf und Verkauf, sowie bei Immobilienentwicklungen auf Nachhaltigkeitsaspekte. Besonders LEED zertifizierte Gebäude werden bevorzugt.

Assetklasse:	Pensionsfond
Gesellschaft:	California State Teachers' Retirement System CalSTRS²⁷⁶
Name:	California State Teachers' Retirement System CalSTRS
Homepage:	http://www.calstrs.com/
Nutzungsart der Objekte:	Bürogebäude und Wohngebäude
Volumen:	Ziel ist 250 bis 300 Mio. US\$
Kurzbeschreibung:	CalSTRS ist der Pensionsfond der Kalifornischen Lehrer. Der Pensionsfond hat sich in einer Initiative von 2004 dazu verpflichtet das Portfolio nachhaltig zu gestalten. Der Immobilienanteil des Portfolios wird von der Thomas Propertie Group verwaltet
Nachhaltigkeitsmerkmale:	Thomas Properties achtet bei Ankauf und Verkauf, sowie bei Immobilienentwicklungen auf Nachhaltigkeitsaspekte. Besonders LEED zertifizierte Gebäude werden bevorzugt.

²⁷⁵ Vgl. Thomas Properties Group Inc., 2007.

²⁷⁶ Vgl. CalSTRS, 2007.

Assetklasse:	REIT
Gesellschaft:	Lend Lease ²⁷⁷
Name:	Lend Lease
Homepage:	http://www.lendlease.com
Nutzungsart der Objekte:	Einzelhandelsimmobilien und Wohngebäude
Volumen:	7,4 Mrd. \$A
Kurzbeschreibung:	Lend Lease ist eine führende internationale Immobiliengesellschaft die auch über einen großen Investment- und Projektmanagement Sektor verfügt. Der Stammsitz von Lend Lease befindet sich in Sydney, d.h. werden die meisten Geschäfte im angelsächsischen Raum getätigt.
Nachhaltigkeitsmerkmale:	Lend Lease agiert im Rahmen selbst definierten Nachhaltigkeits Richtlinien die alle drei Dimensionen des Nachhaltigkeits Begriffes abbilden.

Assetklasse:	REIT
Gesellschaft:	Hammerson ²⁷⁸
Name:	Hammerson plc
Homepage:	http://www.hammerson.com/pages/1/Home.stm
Nutzungsart der Objekte:	Einkaufszentren, Einzelhandelsimmobilien und Büroimmobilien
Volumen:	Ca. 7,5 Mrd. £
Kurzbeschreibung:	Hammerson ist eine der führenden europäischen Immobilien Firmen mit Schwerpunkt in Großbritannien und Frankreich. Das Immobilienportfolio von Hammerson umfasst 1,3 Mio. m ² Einzelhandelsfläche und über 315.000 m ² an Büroflächen. Die Immobilien werden teilweise von Hammerson entwickelt und teilweise gekauft. Die Aktie wird in London und Paris gehandelt.
Nachhaltigkeitsmerkmale:	Die Gesellschaft veröffentlicht jährlich einen Nachhaltigkeitsbericht, in dem sie die Erfüllung von Zielen aus folgenden Bereichen dokumentiert: <ul style="list-style-type: none"> • Mitarbeiter • Shareholders • Gesellschaft • Kunden/Mieter • Umwelt

²⁷⁷ Vgl. Land Lease, 2007.

²⁷⁸ Vgl. Hammerson plc, 2007.

International ist der Markt für nachhaltige Immobilieninvestments schon sehr viel weiter entwickelt als in Deutschland. Nachfolgende Tabelle stellt eine Auswahl existierender nachhaltiger Immobilieninvestmentprodukte zusammen.

Gesellschaft	Assetklasse	Nutzungsart der Gebäude	Strategie	Schwerpunkte	Nachhaltigkeitsnachweis	Zertifikat	Indizes
	geschlossener Fond offener Fond REIT Immobilien AG Pensionsfond	Wohngebäude Bürogebäude Einzelhandel Parkhäuser Hotels und Gastronomie Logistikgebäude Industriegebäude Schulen und Freizeitgebäude	Neubau Erwerb Teilen Sanieren	Energie Schutz der Ozeane Wasser Abfall Emission Ökonomische Faktoren Biodiversität Soziale Faktoren	eigene Methode Zertifizierung durch Dritte		Dow Jones Sustainability Index FTSE4Good Australian S&P Sustainability Indices
Arden Realty, Inc.	x	x	x		x	Green Star	
California State Teachers' Retirement System CalSTRS		x	x		x		
Hammerson	x	x	x	x	x	LEED Breeam	
Hermes Pensions Management Limited	x	x	x	x	x	Upstream	
Investa Property	x	x	x	x	x	Ethical Investment Association (EIA)	x
Land Securities Group	x	x	x	x	x	-	
Lend Lease	x	x	x	x	x	-	
Liberty Property Trust	x	x	x	x	x	LEED	
St. Joe Company	x	x	x	x	x	-	
Thomas Properties Group Inc.	x	x	x	x	x	LEED	
Commonwealth Property Office Fund (CPA)	x	x	x	x	x		x
General Growth Properties	x	x	x	x	x		
Prologis	x	x	x	x	x		
British Land	x	x	x	x	x		x

Ausgewählte existierende Investmentprodukte International

Quelle: eigene Darstellung

Es existieren neben einigen **REITs**, auch **offene Immobilienfonds** und **Aktiengesellschaften**. Neben den sogenannten „**Corporate Responsible Reports**“, die die meisten Unternehmen jährlich veröffentlichen, setzen viele Gesellschaften auf **zertifizierte Gebäude** in ihrem Portfolio, besonders LEED zertifizierte Gebäude sind bei amerikanischen Produkten häufig vorzufinden. Wie auch bei den deutschen Investmentprodukten bleibt auch hier die Frage, inwieweit tatsächlich von nachhaltigen Investments gesprochen werden kann.

Die Schwerpunkte liegen international im Bereich Energie, Wasser und Emission. Durch dieses Beispiel wird deutlich, dass auch regionale Unterschiede bei der Betrachtung von Nachhaltigkeitsaspekten berücksichtigt werden müssen, so spielt z.B. der Wasserverbrauch in Mitteleuropa keine so große Rolle wie in Gebieten, in denen Wasser eine knappe Ressource darstellt.

17.2 Mögliche Strategien des nachhaltigen Immobilienportfoliomanagements

Für die Entwicklung nachhaltiger Immobilieninvestmentprodukte und für die Anpassung bestehender Produkte sind folgende **Anlagestrategien** denkbar:²⁷⁹

- **Selection/Screening**, Ankauf bzw. Verkauf von Immobilien, die gewisse Mindeststandards hinsichtlich definierter Nachhaltigkeitskriterien erfüllen bzw. nicht erfüllen.
- **Build and operate/Build and sell**, Investitionen in Neubauprojekte, die bereits unter der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten geplant, gebaut und betrieben werden.
- **Improvement**, Investition in Bestandsobjekte zur Verbesserung der Gebäudeeigenschaften hinsichtlich Nachhaltigkeit.
- **Exclusion**, Vermeidung, Ausschluss von Immobilieninvestitionen die eine schädliche Einwirkung auf Umwelt und Gesellschaft erwarten lassen, z.B. Störung der Nachbarschaft, Beeinflussung einer Ökosphäre oder Zerstörung einer Stadtstruktur.

Abbildung 53 zeigt die Typologie und Systematik von möglichen Anlageprodukten und Investitionsstrategien. Zusätzlich werden im rechten Teil der Abbildung, die für eine Beurteilung der ökonomischen, ökologischen und sozialen Vorteilhaftigkeit von Anlageprodukten erforderlichen Voraussetzungen aufgelistet.

²⁷⁹ Vgl. Lützkendorf/Lorenz, 2005.

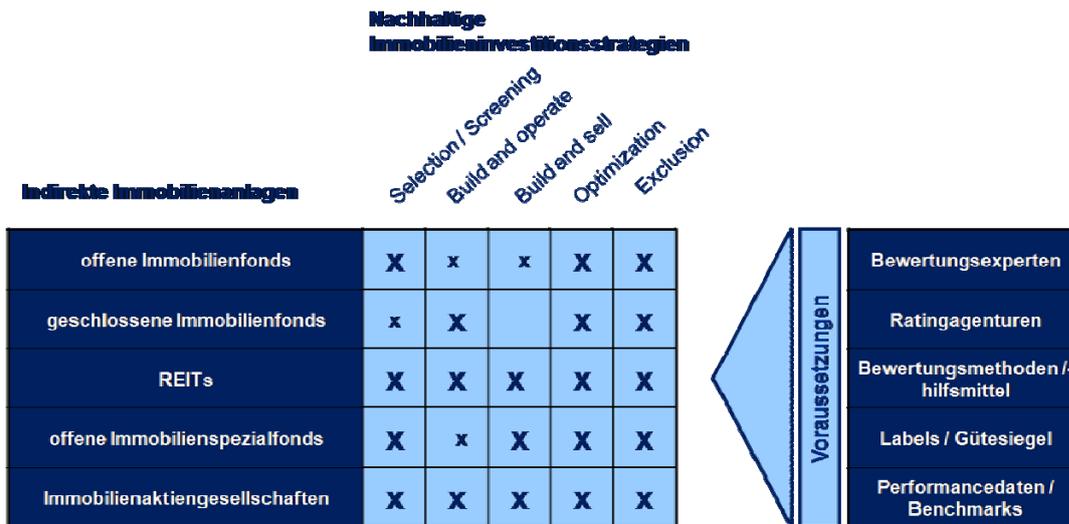


Abbildung 53: Anlageoptionen und Investitionsstrategien
Quelle: Lützkendorf/Lorenz, 2005

- Ein weiterer Ansatz, **Strategien zur Steuerung eines nachhaltigen Immobilienportfolios** zu entwickeln, soll im Folgenden erläutert werden: Um ein Immobilienportfolio zu steuern, können zwei Ansätze unterschieden werden; ein passiver und ein aktiver. Der **aktive Ansatz** beschreibt die Möglichkeit **auf die Nachhaltigkeit eines Immobilienobjektes aktiv Einfluss zu nehmen**, entweder durch eine Neuentwicklung oder durch eine Bestandsaufwertung. Im Idealfall kann diese Vorgehensweise in einer Zertifizierung münden. Der passive Ansatz verfolgt das Ziel, ein bestehendes Portfolio aufzuteilen und den Teil der nachhaltigen Immobilien in einem neuen Produkt zusammenzufassen. Die Auswahl der Immobilien kann sich dabei sowohl auf der Erfüllung von allgemeinen Zielen und Prinzipien (Orientierung an Auswahlprinzipien) als auch auf konkreten Bewertungsergebnissen (Orientierung an den Ergebnissen eines Assessments) basieren.

Auf der Ebene des Betriebens der Immobilienobjekte müsste ein nachhaltiger Betrieb der Immobilien sichergestellt werden, um zu einem nachhaltigen Portfolio zu kommen. D.h. die Prozessqualität stellt ebenfalls ein Kriterium des nachhaltigen Immobilienportfolios dar.

Auf der Ebene eines nachhaltigen Immobilieninvestmentproduktes ist die **Managementqualität** ein zu betrachtender Faktor. Nur ein Management, das bestimmte ökologische und soziale Kriterien in seine Prozesse integriert, kann zu

einem nachhaltigen Immobilieninvestmentprodukt beitragen. Ein weiteres wichtiges Kriterium eines nachhaltigen Immobilieninvestmentprodukts ist ein **Nachhaltigkeitsbericht**. Folgende Abbildung 54 fasst die Voraussetzungen für nachhaltige Immobilieninvestmentprodukte zusammen:

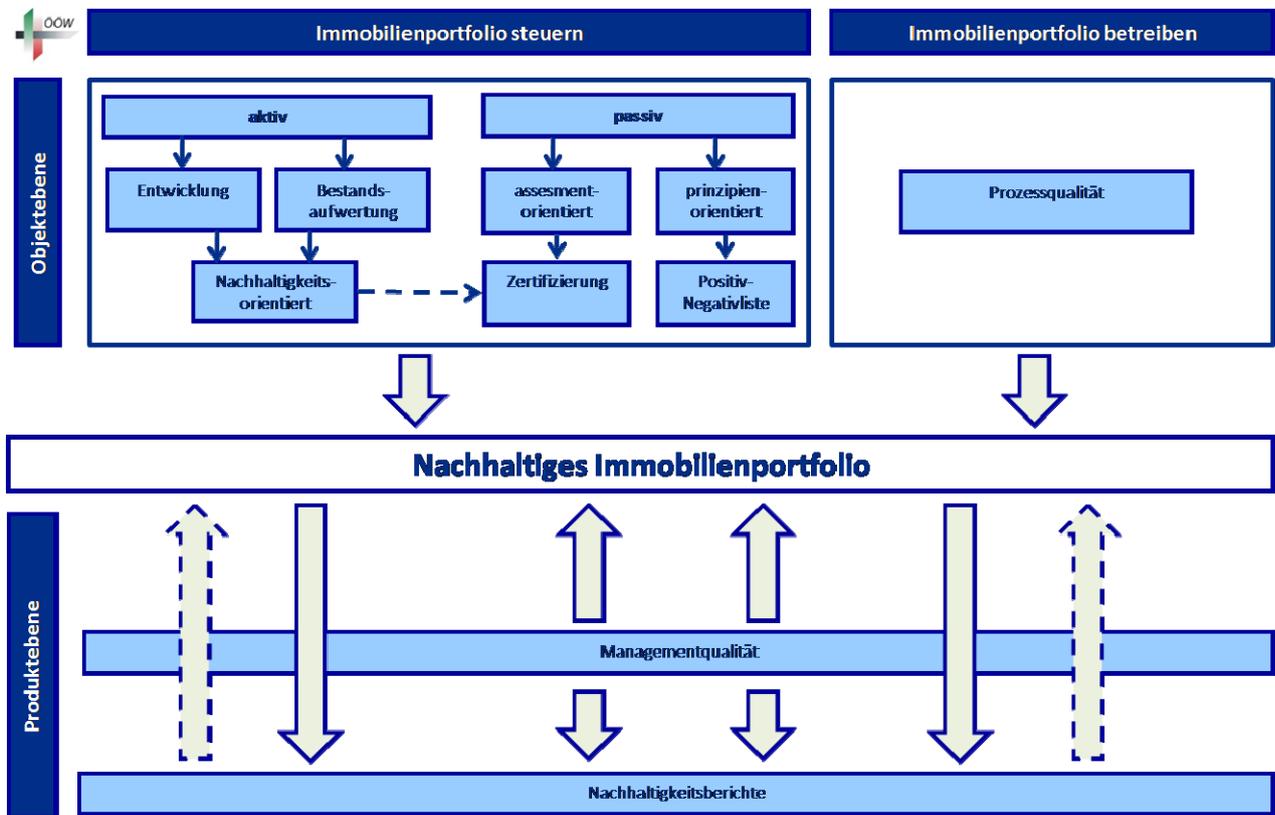


Abbildung 54: Strategien und Bestandteile des nachhaltigen Immobilienportfoliomanagements
Quelle: eigene Darstellung

17.3 Mögliche Ergänzungen eines regelmäßigen Fondsberichtes für nachhaltige Immobilienanlageprodukte

17.3.1 Bestehende Berichtspflichten von Immobilienfonds

In Deutschland unterliegen zum Vertrieb zugelassene Investmentfonds einer umfangreichen Berichtspflicht. Dazu gehört der Verkaufsprospekt, der Halbjahres- und Jahresbericht.

- **Verkaufsprospekt:** Der Vermittler eines Investmentfonds ist verpflichtet dem Anleger eines Investmentfonds einen Verkaufsprospekt auszuhändigen. Dieser enthält alle Angaben, die für die Beurteilung der Invest-

mentanlage von wesentlicher Bedeutung sind. Für den Verkaufsprospekt gilt in Deutschland die **Prospekthaftung**. Die Kapitalanlagegesellschaft und der Vermittler sind für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben im Verkaufsprospekt verantwortlich. Ausländische Regelung erweitern deutsche Haftungsgrundsätze zum Verkaufsprospekt zum Teil erheblich.

- **Halbjahresbericht:** Das Fondsmanagement gibt im Halbjahresbericht einen **Zwischenbericht** über die Entwicklung des jeweiligen Fonds in der Mitte des Geschäftsjahres. Inhaltlich entspricht der Halbjahresbericht dem Jahresbericht.
- **Jahresbericht:** Zur Information der Anleger wird zum Ende jedes Geschäftsjahres ein Rechenschaftsbericht erstellt. Dieser informiert über die Entwicklung des jeweiligen Wertpapiermarktes, die Ausschüttung, steuerrelevante Daten sowie die Anlagepolitik des jeweiligen Fonds. Jedes einzelne Wertpapierengagement des Investmentfonds zusammen mit Ertrag und Aufwand wird aufgelistet. In der Mitte des Geschäftsjahres erscheint für jeden Fonds ein Halbjahresbericht.

17.3.2 Bestehende Berichtspflichten von REITs

Die Informations- und Berichtspflichten des Vorstandes gegenüber dem Aufsichtsrat gemäß § 90 AktG sind zu erfüllen.

17.3.3 Möglicher Ergänzungen der bestehenden Berichte hinsichtlich Nachhaltigkeit

In Kapitel 7.2 sind die Ergebnisse der imug Marktstudien von 2001 bereits dargestellt worden. Ein zentrales Ergebnis dieser Marktstudie ist, die vom potenziellen Investor bemängelte mangelnde Transparenz bei ethisch-ökologischen Geldanlagen. Die Notwendigkeit einer umfassenden Berichterstattung ist bei einem innovativen, neuen Anlageprodukt höher, als bei etablierten Anlageobjekten. Ziel des Anbieters eines neuen nachhaltigen Immobilienanlageprodukts muss es sein, eine möglichst große Akzeptanz und ein möglichst großes Vertrauen in das Produkt zu generieren. Der Weg dahin, kann nur über eine möglichst hohe Transparenz des Anlageobjekts führen. Folgende Darstellung soll

die Anforderungen an den Informationsgehalt eines Berichtes allgemein abbilden.

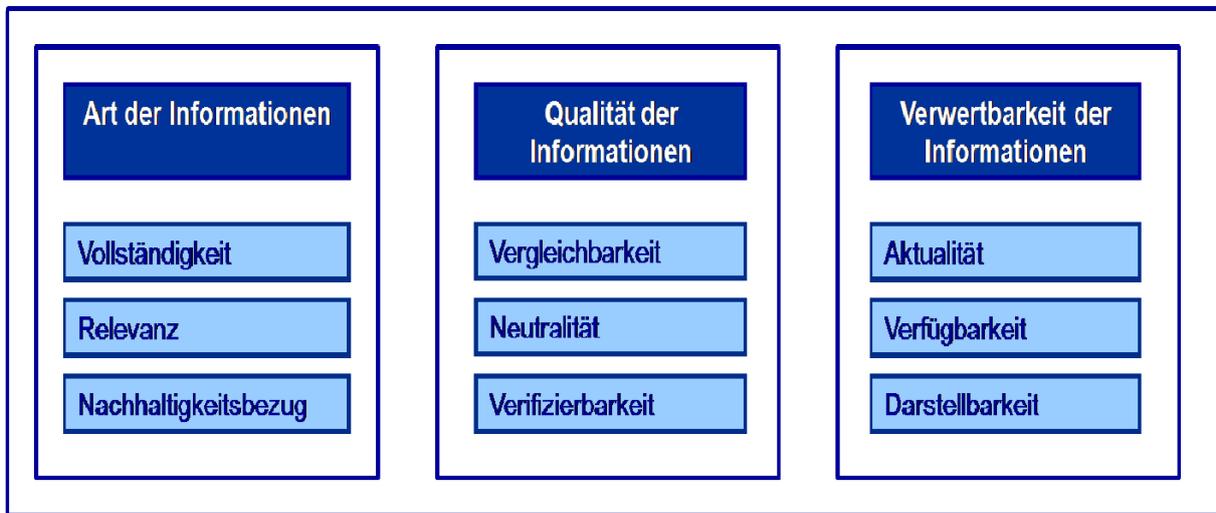


Abbildung 55: Anforderungen an Nachhaltigkeitsberichte
Quelle: Eigene Darstellung

Die Notwendigkeit von weitgehenden Berichtspflichten in Zusammenhang mit Immobilieninvestitionen wird mancherorts bereits erkannt. So z.B. in England, wo **PRUPIM**, eine der führenden Immobilien Investment Management Dienstleister, Informationen über folgende Unternehmensbereiche veröffentlicht²⁸⁰:

- Immobilienmanagement (z.B. ISO 14001 Zertifizierung, Abfallmenge/Recyclingquote)
- Entwicklung (z.B. BREEAM Zertifizierung)
- Investment (z.B. Key Performance Indicators identifizieren)
- Nutzer der Immobilien (z.B. Zufriedenheit der Nutzer)
- Lieferanten (z.B. Zertifiziertes Holz)
- Kommunen (z.B. Jugendarbeit)

Ein weiteres **Beispiel** für eine erfolgreiche Informationspolitik eines Unternehmens ist die **britische Hammerson Gesellschaft**. Die Gesellschaft in Form eines REITs veröffentlicht jährlich einen sogenannten CR Report (Corporate

²⁸⁰ Vgl. PRUPIM, 2006.

Responsibility Report), in dem der Erfüllungsgrad der intern festgelegten Nachhaltigkeitskriterien aus folgenden Bereichen beschrieben wird.²⁸¹

- Mitarbeiter (z.B.: Schulung, Gesundheit, Sicherheit...)
- Shareholders (z.B.: Spezielle Analystenpapiere, Gesonderte Meetings mit Investoren...)
- Gesellschaft (z.B.: Unterstützung eines Wohltätigkeitsprojektes auf lokaler, regionaler und nationaler Ebene für jedes Einkaufscenter im Portfolio, Unterstützung lokaler, kultureller Veranstaltungen...)
- Kunden/Mieter (z.B.: Ständige Überprüfung der Bedürfnisse der Hauptmieter, besondere Beachtung der Sicherheit und Gesundheit der Kunden/Mieter)
- Umwelt (z.B.: Mindestens ein „gut“ im BREEAM Zertifizierungsverfahren, Schulen der Mitarbeiter hinsichtlich Umweltschutz...)

Auch von Seiten der immobilienwirtschaftlichen Forschung wird das Thema der Berichtspflichten erkannt. Die **GRI**, Global Reporting Initiative, eine Initiative des United Nations Environment Programme (UNEP) hat einen umfassenden Katalog entwickelt, in dem mögliche Kriterien aus den Bereichen Umwelt Performance und Soziale Performance berücksichtigt werden.²⁸²

Das Management eines nachhaltigen Immobilieninvestments sollte auf jeden Fall regelmäßig einen Bericht veröffentlichen, der neben den sowieso meist ausführlich dokumentierten ökonomischen Faktoren auch soziale und ökologische Kriterien darstellt.

Diese Feststellung wird auch durch die im vorangegangenen Kapitel erwähnte imug Studie „Der Markt für nachhaltige (bei imug sozial-ökologische) Geldanlagen in Deutschland“ bestätigt.²⁸³ Die folgende Tabelle 24 zeigt mögliche objektspezifische Bereiche, aus denen Kriterien für einen Bericht verwendet werden könnten, in die Dimensionen Ökonomie, Ökologie und Soziales übersetzt.

²⁸¹ Vgl. Hammerson plc, 2007.

²⁸² Vgl. UNEP FI, 2007b.

²⁸³ Vgl. imug, 2001.

Zusätzlich soll hier das Risiko dargestellt werden, das in Zusammenhang mit dem jeweiligen Kriterium steht.

	Ökonomie	Ökologie	Soziales	Risiko
CO₂ Ausstoß	Einsparungen bei event. CO ₂ Besteuerung	Schutz der Atmosphäre		Schutz vor zukünftigen mit CO₂ verbundenen Abgaben
Energieeffizienz	Kosteneinsparung durch weniger Verbrauch	Weniger Emission		Verringerung des Preissteigerungsrisikos
Trinkwasserverbrauch	Kosteneinsparung durch weniger Verbrauch	Weniger Abwasser		Verringerung des Preissteigerungsrisikos, Vermeidung von Wasserknappheit
Ressourcenschonung	Einsparungen durch weniger Verbrauch und effizientere Nutzung	Schutz des Ökosystems	Schutz der Ressourcen für nachkommende Generationen	Verringerung des Preissteigerungsrisikos
Nutzerzufriedenheit	Steigerung der Produktivität		Hohe Nutzerzufriedenheit	Verringerung Mietausfallwagnis

Tabelle 24: Key Performance Indicators möglicher Berichterstattungspflichten nachhaltiger Immobilienfonds übersetzt in die Dimensionen: Ökonomie, Ökologie, Soziales und Risiko

Quelle: eigene Darstellung

Für die Erstellung eines ausführlichen Nachhaltigkeitsberichts reicht es allerdings nicht, lediglich objektspezifische Merkmale zu dokumentieren. Zusätzlich muss das Management gewissen Anforderungen hinsichtlich eines nachhaltigen Betriebes gerecht werden. In Abbildung 56 werden die Ebenen der Berichterstattung aufgezeigt.

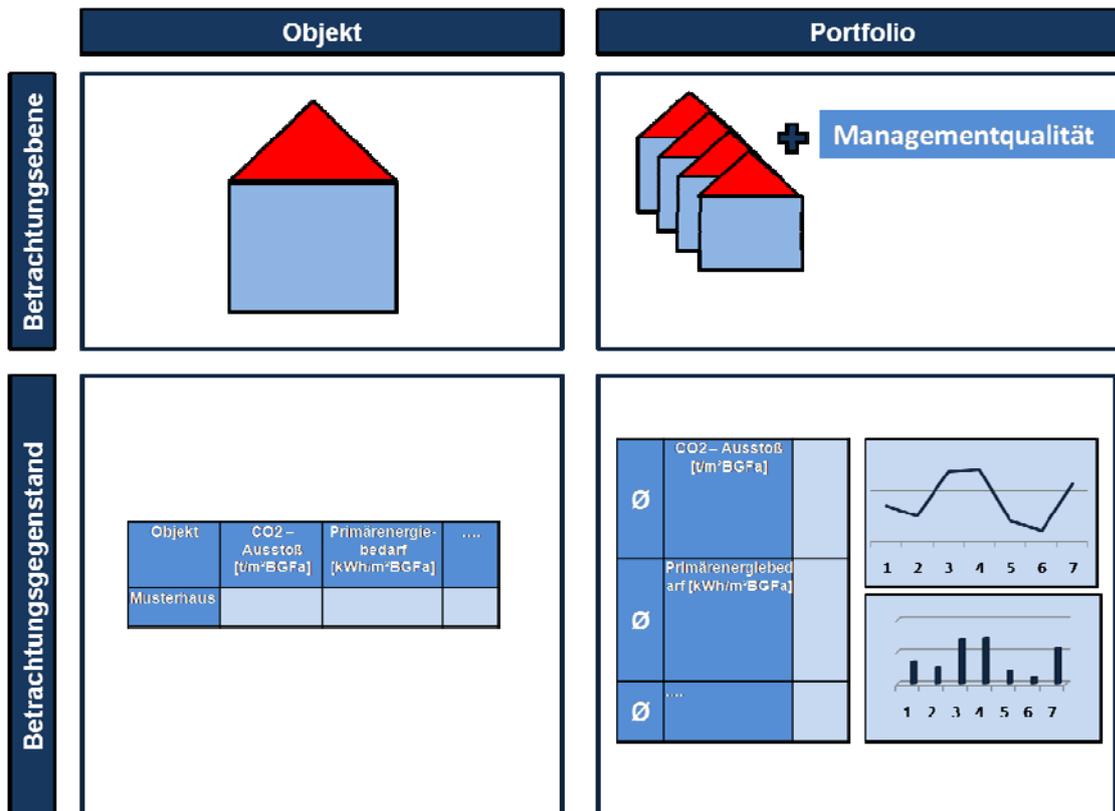


Abbildung 56: Ebenen der Berichterstattung bei nachhaltigen Immobilienfonds
Quelle: eigene Darstellung

17.3.4 Mögliche Kriterien der Berichterstattung

In einem Nachhaltigkeitsbericht sollten, sowohl in absoluten Größen als auch mittels in Zeitreihen aufgezeigten Trends, folgende Angaben gemacht werden:

- Belastung der Umwelt durch Emissionen, u.a. ausgedrückt im CO₂-Äquivalent
- Angaben zur energetischen Qualität / zur Energieeffizienz, bspw. ausgedrückt durch den Grad der Erfüllung der EnEV bzw. über den Primärenergieaufwand in der Nutzungsphase
- den Trinkwasserverbrauch und das Abwasseraufkommen in der Nutzungsphase
- die Nutzerzufriedenheit, i.d.R. basierend auf Befragungsergebnissen

18 **Transparenz und Qualität im Bereich von nachhaltigen Immobilieninvestmentfonds zur Finanzierung von nachhaltigen Immobilien**

Die Komplexität von modernen Finanzprodukten übersteigt generell den Kenntnisstand vieler Anleger. Dies gilt in besonderem Maße für nachhaltigkeitsorientierte Produkte, da diese zusätzlich zur finanztechnischen Dimension auch besondere inhaltliche und prozessbezogene Eigenschaften hinsichtlich sozialer, ökologischer und ethischer Qualität aufweisen. Jedes dieser Eigenschaftsfelder betrifft für sich eine Reihe von umfangreichen wissenschaftlichen Disziplinen wie z.B. Soziologie, Arbeitspsychologie, Humanökologie, Biologie, Umwelttechnik, Sozialethik, Wirtschaftsethik oder Theologie.

Die gewachsenen Anforderungen an die Anlageberatung hat die EU-Kommission bereits vor einigen Jahren zum Anlass genommen und zu diesem Zweck im Rahmen ihres Financial Services Action Plans die EU-Finanzmarktrichtlinie verabschiedet. Die Umsetzung der MiFID in deutsches Recht erfolgte mit dem Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG) mit Wirkung zum 1.1.2007. Das in diesem Zusammenhang angepasste Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) unterscheidet mit der MiFID unterschiedliche Kundengruppen. Von besonderer Bedeutung aus Anlegersicht ist die Trennung in professionelle Kunden und den Privatkunden.²⁸⁴ Zwar ist nicht Gegenstand des Forschungsprojekts, die neuen Anlegerschutzbestimmungen auf den Kontext nachhaltiger Immobilieninvestments zu prüfen, jedoch besteht mit den neuen Begrifflichkeiten des MiFID ein wichtiger Bezugspunkt zu den Anlegerkreisen. In diesem Zusammenhang kann für die hier in Rede stehenden Anlegerkreise der institutionellen Investoren von professionellen Kunden ausgegangen werden.

Die Zuordnung zu den Anlegerkategorien „professionelle Kunden“ und „Privatkunden“ erfährt dadurch eine Verschiebung und eine Ausdehnung der letztgenannten, welche in der Welt des nachhaltigen Investments nicht nur einen Großteil der privaten Investoren, sondern auch professionelle Investoren beinhaltet.

²⁸⁴ Vgl. § 31a Abs. 1 bis 7 WpHG.

Qualitätsauszeichnungen²⁸⁵ – z.B. in Form von Labels, Marken oder Ratings – dienen der **Reduktion komplexer Eigenschaften** auf eine stark verkürzte Aussage. Aus Sicht des (potenziellen) Kunden senkt dies den Informationsaufwand signifikant, setzt jedoch gleichzeitig eine entsprechende Methodik sowie eine ausgeprägte Vertrauenswürdigkeit der Qualitätsauszeichnung bzw. der dahinter stehenden Institution voraus. Dies gilt in besonderem Maße für das „**Vertrauensprodukt**“ Investmentfonds und nochmals gesteigert bei nachhaltigen Anlageprodukten, d.h. SRI.

Die bis dato am deutschen Markt fehlende und auch international noch stark unterentwickelte Produktgruppe der nachhaltigkeitsorientierten Immobilienfonds beinhaltet **branchenspezifische Aspekte der Nachhaltigkeitsqualität**, die sie z.B. von Nachhaltigkeits-Aktiefonds unterscheidet. Hierzu ist der Wissensstand selbst in der SRI Community noch wenig entwickelt, weshalb eine Qualitätsauszeichnung besonders nutzbringend erscheint.

²⁸⁵ Qualitätsauszeichnung ist hier als Überbegriff für verschiedene Typen und im weiteren Sinne gemeint, d.h. nicht bzw. nicht nur bezogen auf die Gebrauchsqualität sondern auf jegliche relevante Qualitätsdimension wie z.B. Prozessqualität, Produktökologie, soziale Standards, Produktsicherheit, etc.

19 Arten von Qualitätsauszeichnungen

Die im Folgenden zu erläuternden **Begriffe** sind in der wissenschaftlichen Literatur und vor allem in der Praxis **oft nicht klar definiert und abgegrenzt**. Entsprechend gilt es eingangs Definitionen zu finden oder zu entwickeln, die in Zusammenhang mit der vorliegenden Aufgabenstellung am Besten geeignet sind.

19.1 Marken

Definition

Als eines der Instrumente der Produktpolitik im Marketing-Mix²⁸⁶, dient die Markenpolitik der Kennzeichnung der eigenen Produkte, um sie von jenen des Wettbewerbs abzuheben. Markenartikel sind besonders geeignet, beim Käufer eine Markentreue aufzubauen, denn sie repräsentieren eine hohe und gleich bleibende Qualität.²⁸⁷

§3(1) des deutschen Markengesetzes definiert Marke im Kontext der Schutzfähigkeit als „alle Zeichen, insbesondere Wörter einschließlich Personennamen, Abbildungen, Buchstaben, Zahlen, Hörzeichen [...], die geeignet sind, Waren oder Dienstleistungen eines Unternehmens von denjenigen anderer Unternehmen zu unterscheiden.“²⁸⁸

Charakteristika und Wirkungsweise

Marken werden charakterisiert durch

- ein eigenständiges, mit Bedeutung versehenes Markenbild, das Einzigartigkeit, Prägnanz, Klarheit und einen überzeugenden Benefit aufweist.
- Kontinuität, Dynamik und Innovationsfähigkeit, um frühzeitig auf sich verändernde gesellschaftliche und zielgruppenrelevante Veränderungen eingehen zu können.

²⁸⁶ Vgl. z.B. Zentes, 1993, S. 367.

²⁸⁷ Vgl. Schierenbeck, 1987, S. 264.

²⁸⁸ MarkenG, 1994, §3(1).

- einen relevanten Qualitätsstandard, Glaubwürdigkeit, Loyalität, Sympathie und Vertrauen.²⁸⁹

Marken besitzen drei wesentliche Wirkungsdimensionen:

(1) Transparenz

- In Märkten mit einer Vielzahl von Produkten ermöglichen Marken die Zu- und Einordnung eines Produkts.
- Die von Nutzern gelernte Leistung eines Produkts oder einer Dienstleistung trägt zur Differenzierung der Marke gegenüber anderen Marken oder anonymen Waren bei.
- Marken stellen somit eine Orientierungsmöglichkeit und eine Auswählerleichterung dar. Die objektive Komplexität des Markts kann dadurch subjektiv reduziert werden.

(2) Identifikation

- Konsumenten, die eine Marke kennen und verwenden, gehen eine bestimmte Bindung mit der Marke bzw. eine individuelle Konsumenten-Marken-Beziehung ein.
- Dabei spielen sowohl emotionale als auch rationale Aspekte eine Rolle. Über sie werden Bedürfnisse und Wünsche beim Kunden angesprochen.
- Daraus resultiert ein Markenbewusstsein - d.h. ein subjektives Bewusstsein, welche Bedeutung bzw. welchen Mehrwert die Marke für die eigene Lebensrealität hat.

(3) Vertrauen

- Markenbekanntheit und eine weite Verbreitung der Marke allein lösen noch kein Vertrauen in die Marke aus. Erst wiederholte Erfahrungen, dass man sich auf gleich bleibende Produkteigenschaften verlassen kann, vermögen zu überzeugen.

²⁸⁹ Moeller, 2001, S. 10.

- Nur wenn diese Voraussetzungen gegeben sind und eine Marke als verbindlich und glaubwürdig wahrgenommen wird, bietet sie eine Alltags- bzw. Handlungsorientierung sowie Identifikationsmöglichkeiten.²⁹⁰

19.2 Zertifikate

Definition

Zertifikat ist ein vielseitig angewendeter Begriff, welcher in Zusammenhang mit dieser Arbeit insbesondere durch die externe Überprüfung und Bescheinigung einer Eigenschaft charakterisiert ist. Unter einem Zertifikat versteht man allgemein „eine Bescheinigung über den Zustand einer Sache oder eines Systems nach erfolgreicher Prüfung durch eine dafür qualifizierte, unabhängige Instanz.“²⁹¹

Zertifizierungen sind insbesondere in Zusammenhang mit der Installation und Anwendung von Managementsystemen (z.B. Umweltmanagement, Qualitätsmanagement) von Bedeutung. Hierauf bezieht sich die Erklärung der ISO bzgl. des Begriffs “Third party Assessment”, als Weg zur Erlangung eines Zertifikats: “Conformity assessment activity that is performed by a body that is independent of the organization that provides the product and is not a user of the product.” Hierbei ist "conformity assessment" definiert als “checking that products, materials, services, systems, processes or people measure up to the specifications of a relevant standard or specification”²⁹² und gleichzusetzen mit den Begriffen “Audit” und “Zertifizierung”.

Die Norm ISO 14024 definiert Zertifizierung in Zusammenhang mit Produkten als „Verfahren, bei dem von Dritten eine Versicherung in schriftlicher Form abgegeben wird, dass ein Produkt oder eine Verfahrensweise den entsprechenden festgelegten Anforderungen entspricht.“²⁹³

Charakteristika und Wirkungsweise

²⁹⁰ SKOPOS, o.J., S. 5.

²⁹¹ ver.di, 2006.

²⁹² ISO, 2007.

²⁹³ Vgl. Gresch Partner, 2003, S. 38.

Das sich aus den obigen Definitionen ergebende wesentliche Merkmal eines Zertifikates ist die Prüfung und dessen Vergabe durch eine externe, unabhängige Stelle. Der Nutzen daraus ist die erhöhte Glaubwürdigkeit.

19.3 Labels

Definition

Der Begriff Label kann im Wesentlichen **gleichgesetzt** werden mit „**Gütezeichen**“, „**Gütesiegel**“ und „**Qualitätssiegel**“ und stellt eine „grafische und/oder schriftliche Markierung an einem Produkt dar, die eine (positive) Aussage zu einer bestimmten ausgeprägten Qualität trifft, die in einem Anforderungskatalog definiert ist und die von einer anerkannten externen Stelle definiert, geprüft und vergeben wird.“ Weiteres Merkmal ist, dass es sich nicht um eine Case to Case Bescheinigung wie etwa bei einem klassischen Gutachten handelt, sondern um eine **mehrfach bis häufig genutzte** und **standardisierte Qualitätsauszeichnung** für Produkte einer hinsichtlich der nachzuweisenden Qualität homogenen Gruppe – z.B. die Waschmittel verschiedener Hersteller oder, bezogen auf die vorliegende Arbeit, die nachhaltigkeitsorientierten Immobilienfonds verschiedener Emittenten.

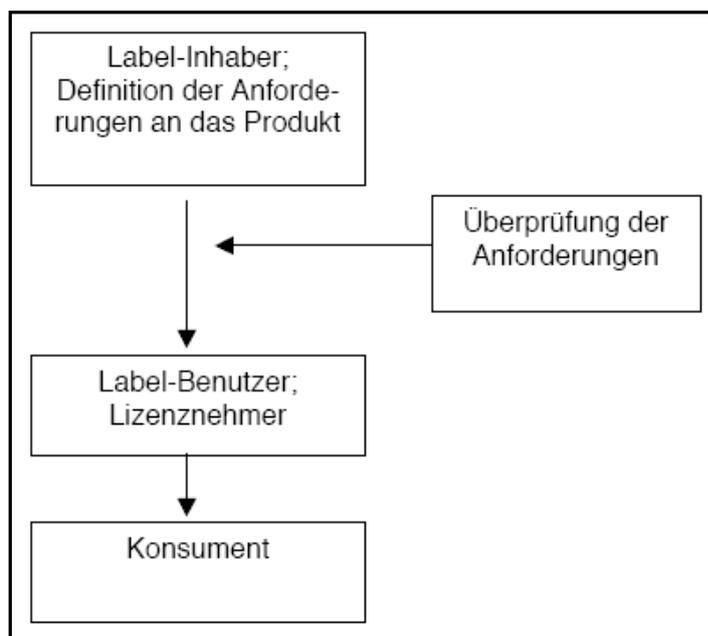


Abbildung 57: Grundelemente von Labelsystemen
Quelle: Gresch Partner, 2003, S. 7.

Charakteristika und Wirkungsweise

Ein Label ist somit eine **Kombination aus Marke und Zertifikat**.²⁹⁴ Das Element Marke im Label entfaltet deren oben dargestellte Wirkungsdimensionen Transparenz, Identifikation und Vertrauen und wird über die grafische und/oder schriftliche Markierung transportiert. Das Element **Zertifikat** bezieht sich auf die **Prüfung und Bescheinigung durch eine unabhängige, qualifizierte Institution**.

Ein Label kann sowohl von öffentlichen Stellen verpflichtend vorgeschrieben sein, als auch die freiwillige Einhaltung eines Regelwerkes dokumentieren. Im Rahmen dieser Arbeit steht die zweite Ausprägung im Vordergrund. Trägerorganisationen können sowohl internationale und staatliche Organisationen sein, als auch private Institutionen.

Nutzen eines Labels aus Sicht der (potenziellen) Käufer ist die verdichtete Produktinformation im Sinne der Kenntlichmachung der relevanten Produkteigenschaften „auf einen Blick“. Da zur Erlangung eines Labels in der Regel ein bestimmtes Anspruchsniveau erreicht werden muss, kommt ihm auch ein komparativer Charakter zu – d.h. die relevante Produkteigenschaft ist auf einem bestimmten oder überdurchschnittlichen oder (definierten oder nicht definierten) hohen Niveau vorhanden. Spiegelbildlich dazu ist der Nutzen für den Produktanbieter bzw. Labelnutzer die positive Abgrenzung vom Wettbewerb. Dies gilt vor allem für das Marketing bei privaten Konsumenten. Im Bereich der Beschaffung öffentlicher Einrichtungen und größerer Unternehmen spielen Lieferantenstandards bereits seit längerer Zeit eine große Rolle – z.B. in Form zertifizierter Qualitätsmanagementsysteme. Teilweise werden auch labeltragende Produkte bevorzugt – insbesondere im Rahmen von Green Procurement Programmen.

Wesentlich für die Wirkungsentfaltung eines Labels sind eine positive Besetzung und ein ausgeprägter Bekanntheitsgrad des Zeichens und der dahinter stehenden Trägerorganisation bei der Zielgruppe. Um den **Wiedererkennungswert** zu erzielen bzw. zu erhalten, werden Label immer in der gleichen Form dargestellt – allenfalls mit produktgruppenspezifischen Beifügungen. In

²⁹⁴ Vgl. SusFin-Team des Lehrstuhls für Finanzwirtschaft der Universität Stuttgart, 2005.

der Regel hat der Labelnutzer einen Anforderungskatalog hinsichtlich der Positionierung und grafischen Darstellung des Labels einzuhalten.

Labelling-Prozess

Der typische Labelling-Prozess beginnt mit der Vorinformation und der Antragstellung durch den potenziellen Zeichennutzer bei der **Trägerorganisation**. In Folge erhebt und beurteilt ein zugelassener Prüfer die einzelnen vorgeschriebenen Qualitätsaspekte und übermittelt der Trägerorganisation ein zusammenfassendes Prüfungsgutachten einschließlich einer positiven oder negativen Empfehlung. Die finale Entscheidung liegt bei der Trägerorganisation, welche im positiven Falle dem Antragsteller das Label verleiht. In der Regel besteht eine definierte Gültigkeitsdauer des Zeichens sowie manchmal eine Verpflichtung zu kurzen Zwischenüberprüfungen.

19.4 Sonstige Qualitätsauszeichnungen

19.4.1 Produkttests und Prädikate

Im Gegensatz zum Labelling, wo die Prüfinitiative in der Regel vom Produktanbieter selbst ausgeht, führen Institutionen wie z.B. die Stiftung Warentest aus eigenem Antrieb und im Sinne der **Konsumenteninformation** Überprüfungen von Produkten verschiedener Anbieter durch. Ergebnis sind publizierte Testurteile in Form von Prädikaten wie z.B. „mangelhaft“ oder „sehr gut“.

19.4.2 Ratings

In einer umfassenden Definition - und zwar in Bezug auf Finanzierungstitel - stellt Rating „eine Bewertung dar und bezeichnet zum einen den Vorgang und zum anderen das Ergebnis einer Bewertung.“²⁹⁵ Hierin spiegelt sich auch die Herkunft des Konzeptes aus der Finanzwirtschaft wider, wo insbesondere Bonitätsratings von Anleiheemittenten eine große Rolle spielen, aber auch solche von Eigenkapitalinstrumenten wie z.B. Investmentfonds. Die durchführende Instanz ist die Rating-Agentur.

²⁹⁵ Schäfer, 2005c, S. 222.

Im Gegensatz zum Labelling, wo die Prüfung in der Regel in ein digitales Ergebnis im Sinne von „erlangt“ oder „nicht erlangt“ mündet, liefert ein Rating einen differenzierteren Output in Form einer Darstellung der relevanten Qualitätsausprägung auf einer zumindest groben Skala. Somit erbringt ein Rating präzisere Informationen als ein klassisches Labelling.²⁹⁶

19.4.3 Rankings

Ein Ranking setzt mehrere vergleichbare Objekte in eine Rangfolge, welche sich aus der Ausprägung einer bestimmten Eigenschaft ergibt. In seiner reinsten Form stellt das Ranking eine ordinale Skala dar, ohne Informationen zu den Abständen zwischen den einzelnen Objekten.

19.4.4 Normen und Standards

Der Begriff „Norm“ ist seinerseits in der europäischen Norm EN 45020 definiert. Gemäß dieser ist eine Norm ein „Dokument, das mit Konsens erstellt und von einer anerkannten Stelle angenommen wurde und für das die allgemeine und wiederkehrende Anwendung Regeln, Leitlinien oder Merkmale für Tätigkeiten oder deren Ergebnisse festlegt, wobei ein optimaler Ordnungsgrad in einem gegebenen Zusammenhang angestrebt wird.“²⁹⁷ Eines der **Wesensmerkmale** der Norm ist somit die **Einbeziehung weiter Interessentenkreise**.

Die Entwicklung eines **Standards** (im englischen synonym für Norm verwendet) erfolgt jedoch nicht bzw. nicht zwingend unter Mitwirkung aller interessierten Kreise und der Öffentlichkeit, sondern gegebenenfalls nur durch einzelne Unternehmen. Ein Standard kann jedoch Grundlage für eine spätere Norm sein.²⁹⁸

19.4.5 Individuelle Qualitätsauszeichnungen

Die **bisher dargestellten Qualitätsauszeichnungen** finden – mit Ausnahme der Marke – eine mehr oder weniger breite Anwendung **für mehrere vergleichbare Produkte verschiedener Anbieter**. In der Regel ist diese breite

²⁹⁶ Vgl. Schäfer, 2005a, S. 252 ff.

²⁹⁷ DIN Deutsches Institut für Normung, 1998/1998.

²⁹⁸ Vgl. DIN Deutsches Institut für Normung, 2007.

Nutzung sogar eine wesentliche Voraussetzung der Wirkungsentfaltung – z.B. bei Normen und Gütezeichen.

In sehr spezifischen Produktbereichen bzw. für den Ausweis sehr spezifischer Produkteigenschaften existieren jedoch meist keine systematischen Qualitätsauszeichnungen. **Anbieter** greifen in diesen Fällen oft auf **individuelle externe Bestätigungen** zurück wie Empfehlungen einer NGO inklusive dem Recht deren Logo zu tragen, Fachgutachten (z.B. von wissenschaftlichen Stellen) oder Testimonials. Letzere sind Fürsprachen von positiv besetzten Personen des öffentlichen Lebens, wobei hierbei die Grenze zwischen echter Qualitätsauszeichnung und reinem Marketinginstrument meist überschritten wird.

20 Label für Nachhaltigkeits-Finanzprodukte - International

In diesem Kapitel werden **drei Label i.e.S. für nachhaltige Finanzprodukte** vorgestellt, die im Rahmen einer internationalen Recherche identifiziert werden konnten: Das Österreichische Umweltzeichen für „Grüne Fonds“, das ebenfalls österreichische ÖGUT-Label für Vorsorgeeinrichtungen sowie das australische Responsible Investment Certification Program.

20.1 Das Österreichische Umweltzeichen für „Grüne Fonds“

20.1.1 Die Umweltzeichen-Familie

Das Österreichische Umweltzeichen für „Grüne Fonds“ ist ein **Bestandteil der Umweltzeichen-Familie**. Das Umweltzeichen ist das offizielle staatliche Öko-Zeichen für den Non-Food-Bereich in Österreich und wurde 1990 vom Umweltministerium (heute Lebensministerium²⁹⁹) ins Leben gerufen, welches auch als Trägerorganisation fungiert.

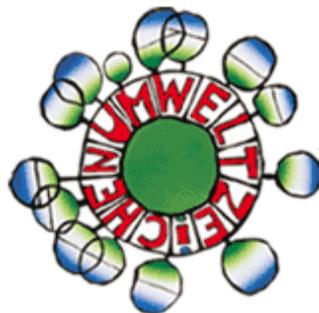


Abbildung 58: Das Österreichische Umweltzeichen
Quelle:Lebensministerium, 2007b.

Von diesem mit der Administration des Zeichens betraut ist der Verein für Konsumentinformation (VKI), eine Institution der Sozialpartner, zuständig für Konsumentenschutz und -information (ähnlich der Stiftung Warentest in Deutschland). Als unabhängige Prüfstellen fungieren externe Gutachter aus den jeweiligen Fachbereichen.

²⁹⁹ offizieller Wortlaut: Bundesministerium für Land- und Forstwirtschaft, Umwelt und Wasserwirtschaft.

Die im Laufe der Jahre stetig angewachsene Umweltzeichen-Familie umfasst die **drei Bereiche Produkte, Tourismus und Bildung**. Allein der Bereich Produkte gliedert sich wiederum in sechs Produktgruppen mit insgesamt knapp 50 einzelnen Produkten. Für jedes Produkt existiert eine so genannte Umweltzeichenrichtlinie, in welcher die Prüfkriterien und Ansprüche festgelegt sind.

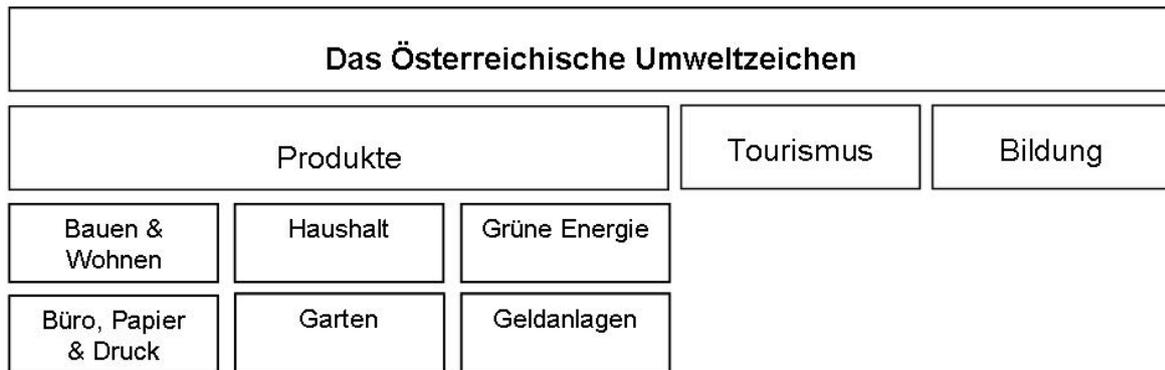


Abbildung 59: Die Umweltzeichen-Familie
Quelle: eigene Darstellung nach Lebensministerium, 2007b.

Eine Umweltzeichen-Richtlinie wird auf Vorschlag des Beirats Umweltzeichen, einem Beratungsgremium des Umweltministers, von einem Fachausschuss unter Vorsitz des VKI erarbeitet. Die Fachausschüsse werden nach den Bedarfen der jeweiligen Produktkategorie zusammengesetzt und umfassen in der Regel sowohl unabhängige Experten als auch Vertreter der betroffenen Hersteller. Der Beirat Umweltzeichen setzt sich zusammen aus Vertretern der Verwaltung (Bund, Ländern, Gemeinden), der Sozialpartner (Wirtschaft, Arbeitnehmer), der NGOs (Umwelt, Konsumentenschutz) und Experten aus dem betroffenen Themenbereich. Nach Abschluss dieses Prozesses fasst der Beirat Umweltzeichen den Entschluss zur Veröffentlichung durch das Lebensministerium.³⁰⁰

Ziele des Umweltzeichens sind **Verbraucherinformation, Änderung des Nachfrageverhaltens** sowie eine **Veränderung der Angebotsstruktur**. Diese Ziele sind im Umweltzeichen-Leitbild ausformuliert. Rezipienten sind primär Konsumenten, jedoch auch Verantwortliche im Bereich der betrieblichen und öffentlichen Beschaffung sowie Multiplikatoren.³⁰¹

³⁰⁰ Vgl. Lebensministerium, 2007c.

³⁰¹ Vgl. Lebensministerium, 2007d.

Das Umweltzeichen besitzt aufgrund seiner langjährigen Existenz, des offiziellen staatlichen Charakters und entsprechender Marketing-Maßnahmen einen guten und **laufend zunehmenden Bekanntheits- und Vertrauensgrad** in der österreichischen Bevölkerung.

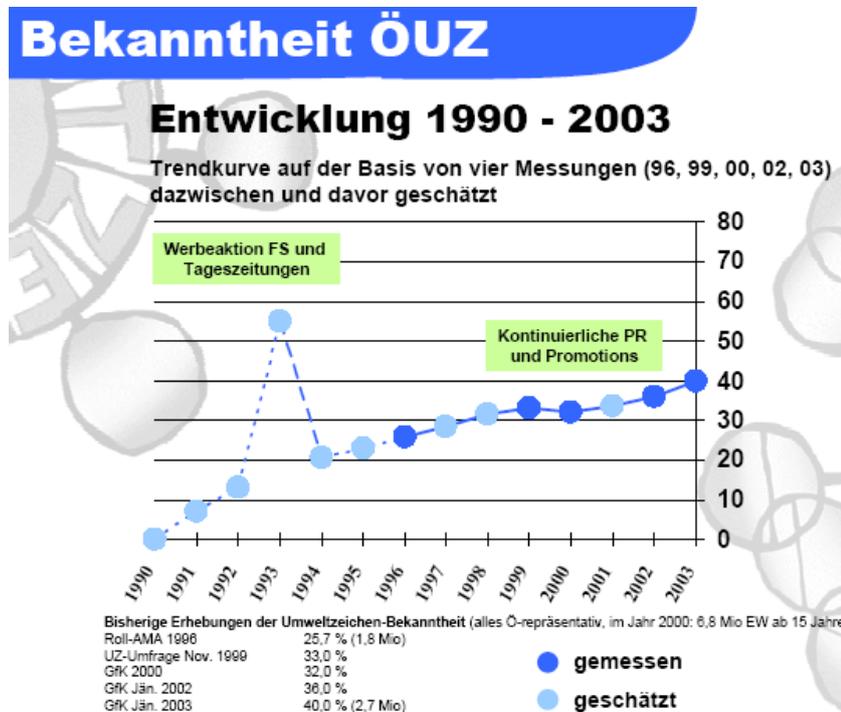


Abbildung 60: Bekanntheitsgrad des Umweltzeichen
Quelle: Tschulik, 2005, S. 8.

20.1.2 Das Umweltzeichen für „Grüne Fonds“

Die Richtlinie „UZ49 für Grüne Fonds“ wurde angesichts des stark zunehmenden Angebots an Ethik-, Öko- und Nachhaltigkeitsfonds und -zertifikaten 2004 ins Leben gerufen. Das Österreichische Umweltzeichen für „Grüne Fonds“ ist – im Gegensatz zu den meisten übrigen Kategorien der Zeichenfamilie und auch im Gegensatz zum durch die Namensgebung suggerierten ökologischen Fokus – de facto ein Nachhaltigkeitslabel. Diesem Umstand wird durch einen schriftlichen Zusatz zum Logo Rechnung getragen, welcher z.B. „für Nachhaltigkeitsfonds“ oder „für Ethikfonds“ lautet.

Die **Prüfbereiche**, welche in der Richtlinie³⁰² sowie einem Prüfungsformular³⁰³ samt Beilagen³⁰⁴ definiert sind, betreffen die **Auswahlkriterien**, den **Analyseprozess** und die **Transparenz des Fonds** und umfassen **im Detail**:

(1) **Ausschlusskriterien** für Unternehmen

- Pflichtausschlusskriterien sind Atomkraft, Rüstung, systematische Menschenrechtsverletzungen und Gentechnologie in der Landwirtschaft.
- Es ist ein Toleranzspielraum von maximal 5% des Umsatzes zulässig.

(2) **Positive Auswahlkriterien** für Unternehmen

- Diese sollen die Themenbereiche Corporate Governance, Umwelt (Biodiversität, Klimaschutz, Luft/Wasser/Abfall, Material), ethisch/sozial intern sowie ethisch/sozial extern umfassen. Die Teilaspekte dieser Themenbereiche sind in der Richtlinie beispielhaft aufgezählt.
- Je Themenbereich ist durch den Prüfer eine Punktebewertung durchzuführen, mit 0 Punkten für „nicht ausreichend erfüllt“ bis 4 Punkten für „überdurchschnittlich erfüllt“.

(3) **Umsetzung der Auswahlkriterien**

- Hierbei sind 15 Fragestellungen zu beantworten, die u.a. folgende Aspekte des Fonds beinhalten: Einbeziehung des Branchenimpacts, Anspruchsniveau für Investmenttauglichkeit, Research-Quellen und deren Nachvollziehbarkeit, Konsolidierungskreis, Einbeziehung der Lieferantensphäre.
- Die Bewertung der Ausprägungen erfolgt wiederum mittels eines Punktesystems.

³⁰² Vgl. Lebensministerium, 2004c, S. 6 ff.

³⁰³ Vgl. Lebensministerium, 2004b.

³⁰⁴ Vgl. Lebensministerium, 2004a.

- Die Punktesumme aus (2) und (3) wird schließlich in einen Prozent-Score überführt, wobei 50 von 100% die Mindestanforderung darstellt.

(4) Erhebungs-, Bewertungs- und Auswahlprozess

- Hierbei ist zu erheben, welche Institution für das laufende Nachhaltigkeits-Research verantwortlich ist und wie die Standards dieser Organisation in den Bereichen Unabhängigkeit, Administration, Qualitätsmanagement, Personal, etc. ausgeprägt sind. Diese Einzelaspekte orientieren sich am Quality Standard for Corporate Sustainability and Responsibility Research (CSRR-QS)³⁰⁵.
- Alternativ kann diesem Prüfungspunkt auch durch einen Signatory-Status betreffend diesen Standard genüge getan werden.

(5) Portfolio

- Hierbei erfolgt eine zumindest stichprobenhafte Überprüfung des Portfolios auf Übereinstimmung mit den Nachhaltigkeitskriterien – insbesondere den Ausschlusskriterien – des Fonds.

(6) Transparenz

- Dieser Prüfungspunkt ist durch eine Anwendung der Transparenzleitlinien für Nachhaltigkeitsfonds des Eurosif³⁰⁶ durch den Fonds befriedigend erfüllt.
- Falls dies nicht gegeben ist, werden die wesentlichen Aspekte dieses Standards im Detail geprüft.

(7) Qualität

- Hierbei wird geprüft, ob das Asset Management des Fonds bzw. die Kapitalanlagegesellschaft die jeweiligen nationalen Qualitätsstandards erfüllt. Diese beziehen sich nicht explizit auf Nachhaltigkeit sondern z.B. auf Reporting, Kostentransparenz etc. und orientieren

³⁰⁵ Vgl.. hierzu dessen Darstellung an späterer Stelle

³⁰⁶ Vgl.. hierzu dessen Darstellung an späterer Stelle

sich am Qualitätsstandard der VÖIG, zu welchem in den meisten europäischen Staaten ein vergleichbares Pendant existiert.

In den Prüfbereichen (1), (2) und (3) wird zwischen den Kategorien Nachhaltigkeits-, Ethik- und Ökofonds auf der einen Seite und Umwelttechnologiefonds auf der anderen Seite unterschieden. Die Asset-Klasse Staatsanleihen ist in der ersten Fassung der Richtlinie nur teilweise berücksichtigt. Es erfolgt eine sinngemäße Übertragung der Kriterien für Unternehmen.

Auf Basis der Erfahrungen in der Anwendung der Richtlinie seit 2004 und den seit damals stattgefundenen Änderungen des Produktangebots am Markt wird die **Richtlinie zum Jahreswechsel 2007/2008 aktualisiert**. Voraussichtliche Änderungen und Ergänzungen betreffen eine Reduktion der Kategorien auf ganzheitliche Konzepte einerseits (Ethik, Nachhaltigkeit) und Themenfonds andererseits, eine explizite Einbeziehungen von Auswahlkriterien für Staatsanleihen, eine größere Offenheit für alternative Ausschlusskriterien, die Einbeziehung von Engagement-Aktivitäten sowie eine Anhebung des Anspruchsniveaus insgesamt.³⁰⁷

Nach einem Zeichenantrag durch den Produktemittenten und erfolgter positiver Prüfung wird das Zeichen **für einen Zeitraum von vier Jahren verliehen**, wobei sich – sofern keine wesentlichen Änderungen im Produktkonzept stattgefunden haben - jährliche Updateprüfungen auf das Portfolio beschränken. Dem Antragsteller wird der gesamte Prüfbericht inklusive Kommentaren ausgehändigt und persönlich erläutert. Veröffentlicht wird jedoch nur das Label.

Die **Zeichennutzer** profitieren – neben der allgemeinen Bekanntheit des Labels – von der medialen Wirkung des Verleihungs-Events (oft durch den Bundesminister persönlich vorgenommen), der Präsenz auf der Website www.umweltzeichen.at sowie in diversen Publikationen.

Die **Kosten** für die Zeichennutzer umfassen die einmaligen Prüfkosten in der Höhe von 2.000 bis 6.000 Euro, einige 100 Euro für die jährlichen Updateprüfungen, jährliche Nutzungsgebühren zwischen 200 und 2.200 Euro (abhängig

³⁰⁷ Vgl. VKI, 2007.

vom Geschäftsvolumen) sowie eine einmalige Antragsgebühr im Ausmaß von 25% der Nutzungsgebühr.

Bis November 2007 haben 17 Fonds von drei inländischen und einer ausländischen Fondsgesellschaften das Umweltzeichen erhalten³⁰⁸, was bereits einem signifikanten Anteil am Markt entspricht.

20.1.3 Kritische Würdigung

Einer der wesentlichen **Vorteile** des Umweltzeichens für „grüne Fonds“ ist die Einbettung in die **etablierte** und **von staatlicher Seite getragene Umweltzeichenfamilie**. Dies trägt zur **Akzeptanz, Glaubwürdigkeit** und **Bekanntheit** sowohl bei den Produktanbietern als auch auf Seite der (potenziellen) Fondskäufer bei. Es ist gelungen, binnen zwei Jahren nach Inkrafttreten der Richtlinie, über ein Dutzend Produkte für ein Labelling zu gewinnen und damit eine kritische Masse zu erreichen.

Kritisch ist anzumerken, dass die Erstfassung der Richtlinie noch eine Reihe von **methodischen Defiziten** enthielt, die durch die Fachkompetenz und den Ermessensspielraum des Gutachters auszugleichen waren.

20.2 Das ÖGUT Nachhaltigkeitslabel für Pensionsvorsorgeeinrichtungen

20.2.1 Darstellung

Ebenfalls in Österreich wurde, angesichts der hohen Verbreitung nachhaltigkeitsorientierter Anlagekonzepte bei **Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge**, 2002 von der Österreichischen Gesellschaft für Umwelt und Technik (ÖGUT) ein Label ins Leben gerufen. Dieses kann durch so genannte Mitarbeitervorsorgekassen (verpflichtende betriebliche Altersvorsorge) und durch Veranlagungs- und Risikogemeinschaften von Pensionskassen (freiwillige betriebliche Altersvorsorge) beantragt werden. Die Erstfassung (nur für Mitarbeitervorsorgekassen) wurde 2005 hinsichtlich Inhalt und Prüfprozess überarbeitet und auch auf Pensionskassen ausgedehnt.

³⁰⁸ Vgl. Lebensministerium, 2007a.

Die Trägerorganisation ÖGUT ist eine in Vereinsform konstituierte **überparteiliche Plattform für Umwelt, Wirtschaft und Verwaltung** mit rund 70 Mitgliedsorganisationen.³⁰⁹ Unter dem Dach dieser Einrichtung wurden intern und extern besetzte Arbeitsgruppen gebildet, darunter die Plattform ethisch-ökologische Veranlagung, aus welcher heraus die Initiative und Entwicklung des Labels erfolgte. Als Prüfer fungieren sowohl Mitarbeiter der ÖGUT als auch vier externe Experten, welche von einigen Beisitzern unterstützt werden.



Abbildung 61: ÖGUT Nachhaltigkeitslabel für MV-Kassen und Pensionskassen
Quelle: ÖGUT, 2007a.

Ziel des Labels ist es, die Stakeholder der Vorsorgeeinrichtungen – das sind insbesondere die Beitrag leistenden Unternehmen (als unmittelbare Kunden), deren Mitarbeiter (Anwartschafts- bzw. Anspruchsberechtigte – als mittelbare Kunden), die Betriebsräte (Mitentscheider bei der Anbieterauswahl) und die Öffentlichkeit – in kompakter und einfacher Form **über die Qualität der angewendeten nachhaltigkeitsorientierten Anlagepolitiken zu informieren**. Auf der anderen Seite ergibt sich für die Anbieter die Möglichkeit ihre Konzepte extern überprüfen zu lassen, diese auf Basis eines Experten-Feedbacks laufend zu verbessern und die Leistungen in Form eines Labels nach außen zu kommunizieren. Des Weiteren verschaffen der Verleihungs-Event sowie die Publikation der Zeichenträger auf den Websites www.oegut.at und www.gruenesgeld.at eine mediale Präsenz.

Das Prüfungsformular³¹⁰ weist folgende Struktur mit drei Prüfungsbereichen auf:

³⁰⁹ Vgl. ÖGUT, 2007b.

³¹⁰ Vgl. ÖGUT, 2005.

(1) Grundsätze und Methodik

- Grundsätze: schriftliche Verankerung der Nachhaltigkeit unter Einbeziehung der drei Dimensionen der Nachhaltigkeit und der wesentlichen Stakeholder
- Ausschlusskriterien: Existenz und Darstellung der Ausschlusskriterien für Unternehmen und für öffentliche Emittenten
- Positivkriterien: Existenz und Darstellung der Positiv- bzw. Best in Class-Kriterien für Unternehmen und für öffentliche Emittenten
- Reichweite der Kriterien hinsichtlich der verschiedenen Emittentenkategorien und Asset Klassen
- Spezielle Asset Klassen: Existenz und Darstellung der Kriterien für spezielle Asset Klassen wie Immobilien und Finanzderivate
- Research und Kontrolle: Träger des Nachhaltigkeitsresearch und Existenz und Darstellung einer unabhängigen Kontrollinstanz
- Anlageprozess: Darstellung der Integration der Nachhaltigkeit in den Investmentprozess

(2) Portfolio

- Portfoliositionen (direkte sowie Sub-Positionen in Fonds) per Jahresultimo inklusive Darstellung der jeweiligen Relevanz der Nachhaltigkeitskriterien
- unterjährige Portfoliositionen (direkte sowie Sub-Positionen in Fonds) inklusive Darstellung der jeweiligen Relevanz der Nachhaltigkeitskriterien

(3) Umfeld

- Kommunikation: Existenz, öffentliche Verfügbarkeit und Darstellung der Medien, über welche das Thema Nachhaltigkeit transportiert wird
- Engagement: Kommunikation mit Emittenten über Nachhaltigkeits-Bewertungen sowie Proxy Voting Aktivitäten
- Nachhaltigkeit im Kontext der Mitarbeitervorsorgekasse bzw. Pensionskasse: strategische Verankerung, Betriebsökologie, Corporate Ci-

tizenship, Mitarbeiterpolitik, Geschäftsethik und Corporate Governance.

Die Ausprägung jedes einzelnen Prüfkriteriums (Frage/Listenzeile) wird mit einem Punktesystem auf der Skala von -6 bis +9 oder mit einem „Nicht erfüllt“ bewertet. Die Ausprägung „Nicht erfüllt“ ist durch positive Bewertungen in anderen Bereichen nicht kompensierbar. Die einzelnen Scores werden über ein Gewichtungsverfahren auf Ebene der drei Prüfungsbereiche verdichtet und dort in ein Rating auf der nachfolgend abgebildeten Skala übergeführt:

Auf Ebene	Sehr gut erfüllt			Gut erfüllt			Ausreichend erfüllt			Nicht erfüllt			
Prüfungsbereich	A+	A	A-	B+	B	B-	C+	C	C-	NE			
Prüfungsfeld	9	8	7	6	5	4	3	2	1	0	NE	NE	NE
Fragengruppe	9	8	7	6	5	4	3	2	1	0	-3	NE	NE
Frage/Listenzeile	9	8	7	6	5	4	3	2	1	0	-3	-6	NE

Abbildung 62: Ratingskala des ÖGUT Nachhaltigkeitslabels
Quelle: ÖGUT, 2005, S. 1.

Gesamtergebnis ist somit ein **dreiteiliges Rating** in der folgenden Form und mit beispielhaften **Bewertungen**:

- Grundsätze und Methodik: A-
- Portfolio: B
- Umwelt: C+

Ergänzend wird ein umfangreicher **qualitativer Prüfbericht** erstellt, welcher gegenüber den Antragstellern kommuniziert wird, und der vor allem auch Empfehlungen und/oder Auflagen für eine Verbesserung des Nachhaltigkeitskonzepts enthält. Dieses detaillierte Feedback dient jedoch nur internen Zwecken. In der Außendarstellung wird bei Mitarbeitervorsorgekassen bisher nur ein Label exklusive der Ratingergebnisse kommuniziert (siehe Abbildung 61, links) sowie ein verkürzter Prüfbericht³¹¹. Anders beim Label für Pensionskassen (siehe Abbildung 61, rechts), wo dieses auch die drei Ratingwerte enthält.

³¹¹ Beispiele unter ÖGUT, 2007a.

Die Prüfung erfolgt auf Antrag der Anbieter und wird einmal jährlich im März/April, jeweils bezogen auf das vorangegangene Geschäftsjahr, durchgeführt. Die Kosten betragen rund 2.000 EUR jährlich.

Bisher wurde das Label an vier (von insgesamt neun) Mitarbeitervorsorgekassen und einen Pensionskassen-Rechnungskreis vergeben.³¹²

20.2.2 Kritische Würdigung

Das ÖGUT Konzept stellt eine Verbindung aus den im vorigen Kapitel dargestellten Typen Label und Rating dar: Rating – inklusive individueller Empfehlungen - für unternehmensinterne Zwecke und reines Labelling für die Darstellung nach außen. Anzumerken ist hierbei, dass diese Doppelstrategie nicht zuletzt auf Wunsch jener Anbieter erfolgte, deren Ratingergebnisse nicht zu den besten zählten.

Hinsichtlich des Prüfvorganges ist das ÖGUT-Label durch einen hohen Standardisierungsgrad gekennzeichnet. Ein detailliertes Punkte- und Gewichtungssystem führt durchgängig zu quantitativen Bewertungen. Die Vorteile derartiger Systeme liegen in der Transparenz und Objektivität, die Nachteile im Risiko komplexe Tatbestände oder sehr individuelle Ausprägungen nicht entsprechend abbilden zu können.

Wesentlicher Erfolgsfaktor des Labels ist das Eingehen auf die Bedürfnisse der Anbieter nach einem Zeichen, das die Spezifika der Vorsorgebranche berücksichtigt. Hierdurch konnte erreicht werden, dass bereits im ersten Jahr seines Bestehens knapp die Hälfte der Anbieter aus dem Segment der Mitarbeitervorsorgekassen sich der Prüfung unterzogen haben.

20.3 Die Australische Responsible Investment Certification

20.3.1 Darstellung

Angesichts des stark zunehmenden Angebots an nachhaltigen Geldanlagen (SRI) und der damit verbundenen wachsenden Unübersichtlichkeit wurde 2005 in Australien das Responsible Investment Certification Program ins Leben geru-

³¹² Vgl. ÖGUT, 2007a.

fen. Träger des Labels ist die Responsible Investment Association Australasia (RIAA) – vormals Ethical Investment Association (EIA) – als der Dachverband für Akteure im Bereich des nachhaltigen Investments in Australien wie Fondsmanager, Anlageberater und Consultants.³¹³



Abbildung 63: Das Responsible Investment Certificate
Quelle: RIAA, 2005, S. 4.

Die Vergabe erfolgt für Produkte und Dienstleistungen in den **vier Kategorien** Fund Managers, Superannuation Funds, Dealer Groups sowie Financial Advisers und erstreckt sich auf Anbieter aus Australien und Neuseeland.

Die Entwicklung geschah über einen Zeitraum von zwei Jahren unter dem Dach der RIAA, in Partnerschaft mit öffentlichen Stellen – dem New South Wales Department of Environment and Conservation und der Regierung des Bundesstaates Victoria - und unter Konsultation der Anbieter.

Zielgruppe auf Rezipientenseite sind **primär private Anleger**: „The Certification Symbol is best described as a navigational tool which promotes informed choice and provides standardised information to allow consumers to compare and contrast the many responsible investment products and services now available in Australia and New Zealand.“³¹⁴ Auf der **Angebotsseite** lautet die **Zielsetzung**, das **weitere Wachstum** des **SRI-Segments** zu **unterstützen**. Träger des Labels profitieren von den Promotionsaktivitäten im Rahmen von Medien- und Ausbildungskampagnen u.a. auf der Website der RIAA, über Printmedien, bei NGOs und sonstigen Verbänden aus der Investorenzielgruppe.

³¹³ Vgl. RIAA, 2007a.

³¹⁴ RIAA, 2007b.

In Abhängigkeit von der Labelkategorie werden folgende Anforderungen an die Anbieter gestellt:³¹⁵

(1) Fund Manager

- Applies a systematic SRI methodology in selecting, realising and retaining stocks
- Has disclosed performance and historical stock holdings
- Product Disclosure Statement has been reviewed by the independent verifier Grant Thornton

(2) Superannuation Fund

- Offers a certified SRI product as a member option
- Or, invests 5% or more of fund in certified SRI products
- Provides educational information on SRI option

(3) Dealer Group

- Includes SRI certified products on its approved list
- Includes SRI questions in its Fact Find
- Supports adviser network with SRI training

(4) Financial Adviser

- Has completed the full EIA training course on SRI
- Includes SRI questions in Fact Find
- Symbol licence renewal will require demonstration of ongoing SRI practice

Die Bewerbungsunterlagen werden von der RIAA geprüft sowie im Fall eines Teilbereiches in der Kategorie Fund Manager durch die Accounting Gesellschaft Grant Thornton. Die jährliche Nutzungsgebühr beträgt, abhängig von der Kategorie, zwischen 600 und 1.500 AUD.

³¹⁵ Vgl. RIAA, 2005, S. 2 ff.

Bisherige Label-Träger sind 13 Fund Manager, vier Superannuation Funds, vier Dealer Groups sowie 28 Financial Advisers.³¹⁶

20.3.2 Kritische Würdigung

Aus der oben dargestellten Anforderungsliste ist erkennbar, dass die **Ansprüche** insgesamt **nicht sehr hoch bzw. detailliert ausformuliert** sind. Z.B. ist für einen Superannuation Fund ein Investment im Ausmaß von 5% in einem zertifizierten Nachhaltigkeitsfonds bereits ausreichend. Und auch die sonstigen Anforderungen sind mit einer entsprechenden Disclosure Policy meist bereits erfüllbar, ohne näher konkrete inhaltliche Anforderungen zu formulieren. Insgesamt scheinen die Elemente der Selbstdeklaration und Transparenz deutlich stärker ausgeprägt als jene der inhaltlichen Anforderungen und externen Überprüfung.

In Zusammenhang mit der Themenstellung des Projekts ist von Interesse, dass das australische Label auch offen ist für nachhaltige Immobilienfonds. So sind z.B. 2007 erstmals derartige Produkte zertifiziert worden – und zwar zwei Property Funds der Investa Funds Management Ltd.

³¹⁶ Vgl. RIAA, 2007c.

21 Qualitätsauszeichnungen am deutschen Markt

Auch wenn in Deutschland **derzeit noch kein Label i.e.S. für nachhaltige Finanzprodukte** existiert, so bestehen doch eine Reihe sonstiger Instrumente zur Qualitätsauszeichnung. Diese Konzepte einschließlich internationaler und in Deutschland zumindest grundsätzlich verfügbarer sollen in diesem Kapitel überblickshaft dargestellt werden.

21.1 Rankings und Fondsprofile

21.1.1 www.nachhaltiges-investment.org

Herausgeber der Website www.nachhaltiges-investment.org ist das Sustainable Business Institute (SBI) an der European Business School in Oestrich-Winkel. Die Darstellung umfasst, neben sonstigen nachhaltigen Finanzinstrumenten wie Aktien und Indizes, auch nachhaltige Investmentfonds.

Fonds		Stammdaten	Portfoliostruktur	Performance	Kontakt
Fondsname	UBS (Lux) Equity Fund - Global Innovators				
Fondsgesellschaft	UBS Equity Fund Management Company S.A.				
ISIN	LU0130799603				
Auflage	04.07.2001				
zugelassen in	AT, CH, DE, FR, GB, LI, LU				
Fondstyp	Aktienfonds				
Art des Fonds	(Neue) Energiefonds				
Anlageziel	Kapitalanlage im Energieerzeugungsssektor mit konsequenter Berücksichtigung ökologischer Kriterien bei Erzielung einer marktgerechten Rendite.				
Anlagestrategie	Investition in meist kleinere und mittlere Unternehmen in den Bereichen erneuerbare Energien und energieeffiziente Produktion.				
Investitionsprozess	k. A.				
Positivkriterien	Energie-Effizienzsteigerung; umweltgerechtes Verhalten; nachhaltiges Wirtschaften				
Ausschlusskriterien	Braunkohle, Kernenergie				
Research durch	Eigenes Research, ecos.ch ag sowie fallweise Nutzung von Rating-Agenturen				

Abbildung 64: Beispiel Fondsprofil von www.nachhaltiges-investment.org
Quelle: SBI, 2007.

Die Suchfunktion der Website umfasst anlagentechnische Eigenschaften, Länder in denen eine Vertriebszulassung besteht sowie auch nachhaltigkeitsbezogene Ausschlusskriterien. Für die einzelnen Fonds – insgesamt rund 150 – ist ein Profil abrufbar, welches Finanzdaten (Performance, Kennzahlen, Kosten, Chart, etc.), Portfoliostruktur (Market Allocation, Asset Allocation, Top 10 Positionen) und Stammdaten enthält. Letztere umfassen eine Beschreibung der Anlageziele und –strategie, des Investmentprozesses, der Ausschluss- und Positivkriterien sowie eine Nennung, der für das Nachhaltigkeits-Research verantwortlichen Stelle. Die Nachhaltigkeits-Daten werden bei den einzelnen Fondsgesellschaften erhoben bzw. mit diesen abgestimmt.³¹⁷

21.1.2 www.ecotopten.de

Auf der aus dem Projekt EcoTopTen des Öko-Institut e.V. und des Instituts für sozial-ökologische Forschung (ISOE) hervorgegangenen Website www.ecotopten.de³¹⁸ werden, neben einer Reihe anderer Produktgruppen, auch Nachhaltigkeitsfonds und nachhaltige Altersvorsorgeprodukte dargestellt.

Fondsname inkl. Link auf Kurzprofil ¹	ISIN ²	Fondstyp ³	Fondsart ⁴	Chance-Risiko-Klasse ⁵	FINANZtest-Bewertung über 5 Jahre ⁶	Bewertung der Wertentwicklung, kürzere Zeiträume ⁷				Soziale oder ökologische Ausschlusskriterien ⁸						Name und Link zur Fondsgesellschaft ¹¹	
						4 Jahre	3 Jahre	2 Jahre	1 Jahr	Menschenrechte-Missachtung ⁹	Rüstung / Waffen	Kernenergie	Gentechnik in der Landwirtschaft	Tierversuche (vermeidbare)	Weitere Ausschlusskriterien		Umweltzeichen / Transparenz-Leitlinien ¹⁰
Wertentwicklung gemäß FINANZtest <i>bisher</i> (stark) überdurchschnittlich, umfassende soziale und ökologische Ausschlusskriterien																	
Green Effects NAI-Werte	IE0005895655	A	N	9	60,1	61,1	70,7	66,9	75,2	x	x	x	x	x	-	GreenEffects Investment plc.	
ÖkoVision	LU0061928585	A	N	8	66,8	68,4	77,1	72,2	76,7	x	x	x	x	x	-	Ökoworld Lux. SA	
Swisscanto (CH) EF Green Invest	CH0009074300	A	N	9	59,3	65,5	76,4	71,6	72,7	x	x	x	-	x	T	Swisscanto Fondsleitung AG	
Swisscanto (LU) PF Green Invest Equity B¹²	LU0136171559	A	N	9	56,2	60,5	71,6	67,6	71,7	x	x	x	-	x	T	Swisscanto Fondsleitung AG	
Wertentwicklung gemäß FINANZtest <i>bisher</i> (stark) überdurchschnittlich, weniger soziale und ökologische Ausschlusskriterien																	
Activest EcoTech C (Pioneer)	LU0034716679	A	N	9	69,7	76,3	81,9	80,4	84,7	x	x	-	-	x	x	-	Activest Investmentgesellschaft mbH
Dexia Sustainable Comp. Europe Balance High C	BE0169199313	M	N	7	56,8	55,1	69,4	64,0	82,6	-	x	x	-	x	-	U/T	Dexia Asset Management

Abbildung 65: EcoTopTen Übersicht Nachhaltigkeitsfonds
Quelle: Öko-Institut, 2007.

³¹⁷ Vgl. SBI, 2007.

³¹⁸ Vgl. Öko-Institut, 2007.

Die Übersicht zu knapp 20 Fonds mit einem zumindest fünfjährigen Track Record kombiniert Informationen zur finanziellen Bewertung von FINANZtest mit Informationen zur Nachhaltigkeit vom Internetportal www.nachhaltiges-investment.org. Die Darstellungen zur Nachhaltigkeit beschränken sich jedoch auf eine Nennung der jeweiligen Ausschlusskriterien und, abhängig von deren Anzahl, einer eventuell irreführenden Zuordnung zu einer von drei Kategorien. Für Detailinformationen steht ein Link zur jeweiligen Fondsgesellschaft zur Verfügung.³¹⁹

21.1.3 Sonstige

Ähnliche Darstellungen finden sich z.B. auch auf www.ecoreporter.de und anderen auf Nachhaltigkeitsprodukte spezialisierten Seiten, zum Teil mit umfassenden und zum Teil mit nur wenigen oder keinen Informationen betreffend Nachhaltigkeit wie z.B. auf www.oekofinanz-21.de.

Auch einige allgemeine Website zum Thema Geldanlage und Fonds enthalten spezifische Darstellungen des Segments Nachhaltigkeit, so z.B. die Website www.fondsportal24.de. Klassische Fonds-Informationssysteme wie z.B. Morningstar oder FERL gehen in ihren Darstellungen i.d.R. nicht über reine Finanzdaten bzw. allenfalls eine kurze Zitierung der Nachhaltigkeits-Anlagepolitik hinaus.

21.2 Produkttests

21.2.1 FINANZtest

Die Zeitschrift FINANZtest der Stiftung Warentest beschäftigt sich wiederkehrend mit dem Segment der nachhaltigen Finanzprodukte – so z.B. in der Publikation aus 10/2004, wo 60 ethisch-ökologische Fonds geprüft wurden.³²⁰

Der Bericht umfasst sowohl anlagetechnische Daten und Kosten als auch einen relativ umfassenden Vergleich hinsichtlich der Nachhaltigkeitsorientierung. Letzterer beinhaltet eine verdichtete Bewertung der Aspekte Negativkriterien,

³¹⁹ Vgl. Öko-Institut, 2007.

³²⁰ Vgl. o.V., 2004, S. 36 ff.

Positivkriterien, Best in Class, Nachhaltigkeitsbenchmark und konventionelle Benchmark, Anlageausschuss sowie Research.

Fondsname	Isin	Auswahlkriterien													Orientierung an Nachhaltigkeitsindex (Bedeutung für den Fonds)
		Im Verkaufsprospekt erläutert	Atom-/Kernenergie	Waffen/Rüstung	Auto-, Flugzeugbau	Tabak	Alkohol	Glücksspiel	Agrartechnologie Tochterfirmen	Reichweite Verb. Untern.	Mindestsozialstandards	Weitere (siehe oben)	Best-in-Class-Ansatz		
Aktienfonds Welt															
ABN Amro Socially Responsible Equity	LU 013 854 688 1	○	●	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
Activest Lux EcoTech C	LU 003 471 667 9	○	○	●	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
Allianz Dresdner Global Sustain. AX Euro (dit)	LU 015 882 719 5	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
AMIS Eco Global B	LU 013 617 945 3	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	○	SAM Top 50 Sust. (B)
CS EF (Lux) Global Sustainability B	LU 005 573 114 4	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	DJSI Welt (A ⁹ , B)

einem Index Konventioneller Index als Richtschnur/Benchmark	Unabhängiger Anlageausschuss			Vom Fondsmanagement unabhängiges Nachhaltigkeitsresearch von externen Agenturen	Kosten		Wertentwicklung			Fondsname
	entscheidend	beratend	im Hause		Ausgabeaufschlag (Prozent)	Gesamtkostenquote (Prozent)	1 Jahr (Prozent)	3 Jahre (Prozent p. a.)	5 Jahre (Prozent p. a.)	
Aktienfonds Welt										
●	○	○	○	Diverse ⁷⁾	5,25	1,79	3,1	-	-	ABN Amro Socially Responsible Equity
○	○	○	○	○	5,00	1,77	17,7	-9,5	-0,5	Activest Lux EcoTech C
○	○	○	○	UNA Trust	5,00	1,39	5,9	-	-	Allianz Dresdner Global Sustainability AX Euro (dit)
○	●	○	○	○	5,00	K. A. (1,75)	5,2	-	-	AMIS Eco Global B
○	○	●	○	SAM ¹⁰⁾	5,00	2,12	4,3	-13,4	-5,6	CS EF (Lux) Global Sustainability B

Abbildung 66: Ethisch-ökologische Fonds im Test

Quelle: o.V., 2004, S. 40 ff.

21.2.2 Sonstige

Das Institut für Markt-Umwelt-Gesellschaft hat 2003 in einem Qualitätsvergleich ethisch-ökologischer Investmentfonds u.a. die Aspekte Research- und Informationsqualität sowie Servicequalität dargestellt.³²¹

Ansonsten finden sich vor allem in wissenschaftlichen Arbeiten, insbesondere auch in Diplomarbeiten, Darstellungen und Beurteilungen von Nachhaltigen Finanzprodukten.

³²¹ Vgl. Grazek/Schoenheit, 2003.

21.3 Ratings

21.3.1 Fondsrating der Care Group

Die schweizerische Care Group AG bietet im Rahmen ihres SRI Fund Advice Asset Managern, institutionellen Investoren, Anlageberatern und bis zu einem gewissen Grad auch Privatanlegern Informationen und Bewertungen zu weltweit rund 140 Fonds im Detail bzw. ca. 700 Fonds im Überblick – darunter auch deutsche bzw. in Deutschland zum Vertrieb zugelassene Produkte.³²²

Geratet werden, auf einer **Skala von 1** (schlechteste Ausprägung) **bis 5** (beste Ausprägung) die **Dimensionen Financial** (Bereiche: Financial Performance, Costs) sowie **Nachhaltigkeit** hinsichtlich folgender vier Bereiche:³²³

(1) Research Quality

- research concept (e.g. application of sustainable selection criteria, company rating procedure and validation of research results and methodology)
- research effort (e.g. experience in the field of SRI, frequency of data update, quality of company analyses).

(2) Portfolio Quality

- the portfolio's social and environmental performance using sustainable company ratings from SiRi (Sustainable Investment Research International Group) for the following categories: "Business Ethics", "Community", "Suppliers", "Corporate Governance", "Employees" and "Environment".
- controversial business activities (e.g. human rights violations or severe environmental damages)
- the fund's environmental footprint by analyzing its industry sector allocation.

(3) Engagement

³²² Vgl. Care Group, 2007b.

³²³ Care Group, 2007a.

- the fund management can influence directly CSR (corporate social responsibility) through company dialogue, proxy voting and shareholder resolutions.
- other (not CSR related) forms of engagement in this category: donations and social investments (e.g. community development)

(4) Transparency

- publicly available documentation for investors
- the fund management's willingness to provide information about specific questions relevant to SRI (e.g. comprehensive investment philosophy, transparency of sustainable selection criteria or disclosure of portfolio holdings).

Über ein **Gewichtungsverfahren** werden die Einzelbeurteilungen der Bereiche auf Ebene der beiden **Dimensionen Financial und Sustainability aggregiert**. Darüber hinaus erhält der Fonds ein Gesamtrating auf einer Skala von A (beste Ausprägung) bis E (schlechteste Ausprägung).

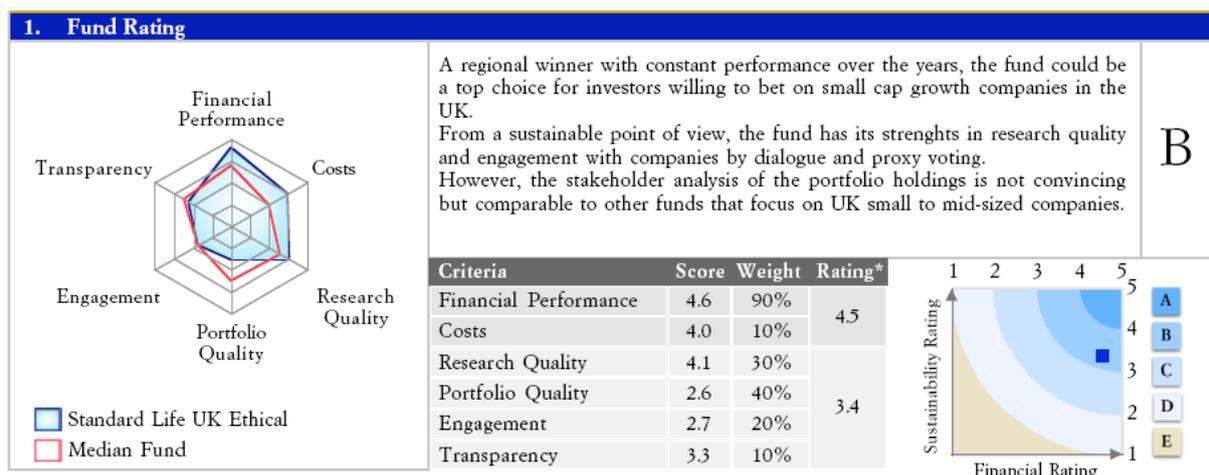


Abbildung 67: Beispiel Fondsrating der Care Group
Quelle: Care Group, 2006, S. 1.

Der **Ratingbericht** enthält auf rund drei Seiten auch alle wesentlichen quantitativen und qualitativen Hintergrundinformationen sowie einen Vergleich mit dem Median-Ergebnis der Ratings aller Fonds. Die Rohdaten werden über einen Fragebogen bei den Fondsgesellschaften erhoben.

21.4 Marken

21.4.1 Eigenmarken

Einige Fondsanbieter haben sich schon frühzeitig und stark im Segment der Nachhaltigkeitsprodukte positioniert, sodass mit deren unternehmens- oder produktbezogenen Marken bereits die diesbezügliche Kompetenz mittransportiert wird. Dazu zählen z.B. die Bank Sarasin oder SAM sowie besonders „strenge“ Nachhaltigkeitsfonds wie z.B. der ÖkoVision,

21.4.2 Ethibel European Quality Label

Eine Sonderform ist das Ethibel European Quality Label, obgleich der Begriff Label (im Sinne der obigen Definition) nicht zutrifft, sondern es sich vielmehr um eine Marke eines Research-Anbieters handelt, da das Kriterium der Überprüfung durch eine externe, unabhängige Stelle nur bedingt erfüllt ist.



Abbildung 68: Ethibel Label
Quelle: Ethibel, 2007.

Das Zeichen bestätigt einem Nachhaltigkeitsfonds gegenüber seinen Investoren, dass das Konzept dem Ethibel Evaluation Model entspricht bzw. aus Titeln aus dem Ethibel Investment Register besteht.³²⁴ Somit decken sich die Zeichenträger im Wesentlichen mit den Research-Kunden von Ethibel bzw. verbundenen Organisationen. Hierunter sind zwar keine deutschen Fonds, jedoch einige registrierte ausländische Produkte.

21.4.3 Panda WWF

Die PANDA Investment Management ist ein deutsches Vertriebsunternehmen für nachhaltige Investmentfonds, die mit dem Umwelt-NGO WWF (World Wide

³²⁴ Vgl. Ethibel, 2007.

Fund For Nature) Deutschland kooperiert – dies insbesondere durch Nutzung der Marke (Wort und Bild – dem Panda) im Firmenwortlaut und in Produktbezeichnungen sowie durch Verwendung eines Teils der Erträge zur Finanzierung von Projekten des WWF.



Abbildung 69: Logo der Panda Finanz Service
Quelle: Panda Investment Management, 2007.

Auch inhaltlich erfolgt eine Zusammenarbeit: das Fondsmanagement des Produktes Panda Renditefonds DWS wird durch einen Anlageausschuss beraten, in dem Experten des WWF Deutschland vertreten sind.³²⁵

21.5 Internationale Standards mit Relevanz für Deutschland

21.5.1 Eurosif Transparenzleitlinien

Die 2004 vorgestellten und von der Europäischen Kommission unterstützten Transparency Guidelines des Eurosif verfolgen die **Ziele, mehr Transparenz in die Anlagegrundsätze und Prozesse** von Nachhaltigkeitsfonds zu bringen und damit vor allem Privatanlegern die Auswahl zu erleichtern, Best Practice unter den Anbieter zu fördern sowie eventuellen gesetzlichen Regelungen, die an der Praxis vorbeigehen, zuvorzukommen.

Die Trägerorganisation Eurosif ist ein paneuropäisches Netzwerk für nachhaltiges Investment, getragen von Mitgliedern aus den Bereichen nachhaltiger Finanzmarkt, Wissenschaft und NGOs. Dessen Rolle in Zusammenhang mit den Transparenzleitlinien beinhaltet u.a. deren Festlegung, Veröffentlichung, Weiterentwicklung sowie die Darstellung der Unterzeichner auf der Website und in Publikationen.³²⁶

³²⁵ Vgl. Panda Investment Management, 2007.

³²⁶ Vgl. Eurosif, 2007a.

Unterzeichner der Transparenzleitlinien gehen folgende **Verpflichtungen** ein:³²⁷

- (1) In einer Erklärung ist darzustellen, wie und in welchem Umfang den Leitlinien nachgekommen wird. Diese Erklärung sollte angeben, wo und warum ggf. bezüglich einzelner Fragen oder Kategorien Ausnahmen gemacht werden.
- (2) Die Unterzeichner sollen zur Beantwortung der Fragen für jede Leitlinienkategorie möglichst viele Informationen zur Verfügung stellen. Es kann jedoch vorkommen, dass dies nicht zu jedem Zeitpunkt möglich ist. Dann sollten zumindest die Gründe hierfür angegeben werden – z.B. gesetzliche Beschränkungen – sowie wann mit entsprechenden Daten gerechnet werden kann.
- (3) Die in der Leitlinie geforderten Informationen sollen frei zugänglich sein. Die Wahl des Mediums (z.B. Internet, Broschüren) obliegt dem Unterzeichner, jedoch sollte klar dargestellt werden, wo die entsprechenden Information gefunden werden können.
- (4) Die Informationen sollten im Abstand von höchstens einem Jahr aktualisiert werden.

Die **Kategorien** der **Leitlinien** umfassen Darstellungen betreffend:

- (1) Grundlegende Informationen: Die Unterzeichner sollen die Eigendarstellung klar und übersichtlich gestalten sowie Hintergrundinformation über den Fonds und den Fondsmanager bereitstellen.
- (2) Investmentkriterien: Die Unterzeichner sollen ihre Ziele und Investitionskriterien klar darstellen.
- (3) Research-Verfahren: Die Unterzeichner sollen Informationen zu ihren Research-Verfahren bereitstellen.
- (4) Auswertung und Umsetzung: Die Unterzeichner sollen darlegen, inwiefern Research-Ergebnisse zum Ausbau und Erhalt des Wertpapierbestandes beitragen.
- (5) Engagement Ansatz: Die Unterzeichner sollen ihren Engagement-Ansatz erläutern, sofern der Fonds über einen solchen verfügt.

³²⁷ Vgl. Eurosif, 2004.

(6) Wahl- und Abstimmungsverhalten: Die Unterzeichner sollen ihr Abstimmungsverhalten darlegen.

(7) Regelmäßige Aktivitäten: Die Unterzeichner sollen in regelmäßigen Abständen Informationen über ihre Aktivitäten bekannt geben. Dies sollte mindestens einmal jährlich geschehen.

Bis Ende 2007 haben rund 40 Anbieter die Leitlinien unterzeichnet – darunter zwar nur ein deutscher Fondsmanager, jedoch eine Vielzahl ausländischer registrierter Produkte.³²⁸

21.5.2 CSRR Qualitätsstandard für Rating-Agenturen

Der Corporate Sustainability and Responsibility Research Quality Standard – aktuell in der Fassung 2.0 - ist ein freiwilliger Qualitätsstandard für Research-Agenturen. Er enthält **Regeln, Richtlinien, Selbstverpflichtungen** und **Dokumentationspflichten** zu **Transparenz und Qualität** sowie zu **Verantwortlichkeit und Nachprüfbarkeit** des **Research-Prozesses**. Der Standard bezieht sich **nicht unmittelbar auf Finanzprodukte**, sondern auf das diesen zugrunde liegende Research. Aufgrund der weit verbreiteten Strategie der Produktanbieter diese Dienstleistung auszulagern, hat der CSRR-QS jedoch auch eine gewisse Aussagekraft zur Produktqualität.

Träger der Initiative ist die AI CSRR (Association for Independent Corporate Sustainability and Responsibility Research). Die Entwicklung erfolgte 2002 bis 2003, mit Unterstützung durch die Europäische Kommission und unter Mitwirkung von Research-Agenturen – darunter auch die deutschen Anbieter oekom research und imug. Die Erstfassung 1.0 wurde 2003 angenommen, in einer Pilotphase getestet und 2005 modifiziert. Die aktuelle Fassung, überarbeitet unter Einbeziehung von Experten und Stakeholdern, stammt aus 2006.

Ziel des Standards ist es, das **Vertrauen in die Research-Agenturen** zu **fördern** durch eine Verbesserung der Qualitätsmanagementsysteme, mehr Transparenz, eine Erleichterung der Überprüfbarkeit sowie die Schaffung einer Grundlage für die Verifizierung der Research-Leistungen. **Zielgruppen** sind

³²⁸ Vgl. Eurosif, 2007c.

somit die **Research-Anbieter** und deren **Kunden** sowie auch **öffentliche Einrichtungen** und alle **betroffenen Stakeholder**.³²⁹

Der CSRR-QS enthält 11 Qualitätsprinzipien (z.B. Nutzung unabhängiger Quellen, Einbeziehung der globalen Aktivitäten des Research-Objektes, Transparenz der Methodik) sowie neun Integritätsprinzipien (z.B. Unabhängigkeit, Professionalität, Objektivität). Sonstige Elemente des Standards sind Anforderungen z.B. hinsichtlich Organisationsstruktur, Qualitätsmanagementsystem und Personal.³³⁰

Bis dato existieren noch **keine Signatories** des Qualitätsstandards bzw. der zugehörigen Transparency Matrix, doch wird – laut Website – in Kürze mit ersten Unterzeichnern gerechnet.

³²⁹ Vgl. AI CSRR, 2007.

³³⁰ Vgl. AI CSRR, 2006.

22 Qualitätsauszeichnung für nachhaltige Immobilienfonds: Anforderungen und Skizze

In diesem Kapitel sollen die Anforderungen an eine spezifische Qualitätsauszeichnung für nachhaltige Immobilienfonds dargestellt werden. Diese basieren auf der Informationsökonomie, allgemeinen Grundsätzen zur Labelentwicklung, den gegenwärtigen Einstellungen der relevanten Marktakteure sowie den Erkenntnissen aus der Analyse bestehender Konzepte in den beiden vorangegangenen Kapiteln.

Folgend sollen, auf Grundlage dieser Anforderungen, Ansätze zur Entwicklung einer Qualitätsauszeichnung für nachhaltige Immobilienfonds skizziert werden.

22.1 Informationsökonomische Aspekte

Investmentfonds sind Kontraktgüter – d.h. Leistungsversprechen, die zum Zeitpunkt des Kaufes noch nicht existieren, sondern deren Erfüllung in der Zukunft liegt. Dies gilt auch für die Nachhaltigkeitseigenschaften – zumindest hinsichtlich der laufenden Kriterienanwendung im Investmentprozess.³³¹

Im Gegensatz zu Sucheigenschaften (vor dem Kauf wahrnehmbar) und Erfahrungseigenschaften (beim Gebrauch wahrnehmbar) können so genannte Vertrauenseigenschaften von Produkten auch nach dem Erwerb durch den Kunden nicht bzw. **nur mit unverhältnismäßig hohem Aufwand überprüft** werden.³³²

Die komplexe Eigenschaft der Nachhaltigkeit bei einem Finanzprodukt hat weitgehend den Charakter einer solchen informationsökonomischen Vertrauenseigenschaft.

Daraus ergibt sich für den (potenziellen) Käufer eines nachhaltigen Finanzprodukten eine **besondere Risikokomponente** und darauf basierend ein **besonderer Informationsbedarf**, denn nach Hansen und Schoenheit³³³ könnte „die mangelnde Transparenz hinsichtlich des Wahrheitsgehaltes der zugesagten ethischen oder nachhaltigen Eigenschaften des jeweiligen Finanzproduktes [...]“

³³¹ Vgl. Riedel, 2005, S. 4.

³³² Vgl. Nelson, 1970, S. 311-329..

³³³ Hansen/Schoenheit, 2001, S. 26, Vgl. auch Schäfer, 2000, S. 37-44.

ein wesentliches Markthemmnis darstellen.“ Die Autoren sprechen in diesem Zusammenhang von „**Qualitätstransparenz**“.

Die erforderliche Information an die Verbraucher kann sowohl durch den Anbieter – durch individuelle (z.B. Marken, Broschüren) oder standardisierte Darstellungen (z.B. Reporting nach Eurosif) - als auch durch Dritte (z.B. Rating-Agenturen, Fachzeitschriften, Produkttests, staatliche Stellen) oder im Zusammenwirken (z.B. Labelling durch einen Dritten auf Initiative des Anbieters) bereitgestellt werden.

Diese **Arten von Informationen bzw. Qualitätsauszeichnungen** unterscheiden sich u.a. hinsichtlich

- des Initiators und Transporteurs (Unternehmen versus mehr oder wenige unabhängige Institutionen),
- des Such- und Interpretationsaufwands für den Rezipienten,
- der Informationsdichte (deskriptiv: z.B. Broschüre; komprimiert: z.B. Label),
- des Standardisierungsgrads (von individuell bis hin zu hoch standardisiert)
- der externen Verifizierung (Prüfung versus ungeprüfte Selbstdeklaration),
- sowie Transparenz, Krieriologie, Vergabe und Anwendungsbedingungen
- und damit letztlich hinsichtlich ihrer Tauglichkeit zur Bewältigung der informationsökonomischen Aufgabe.

22.2 Allgemeine Anforderungen an eine Qualitätsauszeichnung

22.2.1 Elemente einer umfassenden Qualitätsauszeichnung

Eine Qualitätsauszeichnung für Produkte beinhaltet in sich **vier Qualitätsdimensionen**. Daraus abgeleitet sind an hochwertige Qualitätsauszeichnungskonzepte, wie insbesondere Label, folgende Anforderungen zu stellen:

(1) **Systematik** (als Gesamtheit der Regelungen und Verfahren)

- Einbeziehung interessierter Beteiligter in den Prozess der Konzeptentwicklung – das sind insbesondere Anbieter, Experten, NGOs, Vertreter der Konsumentperspektive, ggf. staatliche Stellen.
- Überprüfung/Zertifizierung der inhaltlichen Kriterien durch eine unabhängige und kompetente Stelle, die selbst wiederum von einer Akkreditierungsstelle legitimiert ist.
- Definition einer geeigneten Gültigkeitsdauer der Auszeichnung sowie ggf. einer Frequenz für Update-Überprüfungen.
- Sanktionierung von Verstößen.
- Offenheit des Konzepts für laufende Verbesserungen auf Basis praktischer oder theoretischer Erkenntnisse.
- Transparenz des Systems durch Veröffentlichung der inhaltlichen Kriterien, der Trägerorganisation und der Zertifizierungsstellen.
- ggf. Konformität mit ISO 14020ff (siehe unten)

(2) **Kriterien** (betreffend das Produkt)

- Erfassung aller Dimensionen³³⁴ und aller wesentlichen relevanten Kriterien (hinsichtlich Breite und Tiefe) und ihrer Beziehung zueinander zur Beschreibung der darzustellenden Qualität.
- Erfassung aller aus Sicht des Rezipienten (insbesondere des Käufers) wesentlichen relevanten Kriterien.
- Das Anspruchsniveau ist so zu definieren, dass nur „die Besten“ ausgezeichnet werden bzw. jene die deutlich über dem Durchschnitt bzw. den gesetzlichen Standards liegen.
- ggf. Anlehnung an einen bzw. Integration einer bestehenden Krieteriologie hinsichtlich der darzustellenden Qualität (z.B. wissenschaftliche Modelle).

(3) **Vollzug in der Praxis**

³³⁴ Im Falle eines Nachhaltigkeitszeichens: der ökologischen, sozialen und ökonomischen Dimension

- Praktikabilität in der Anwendung aus Sicht der Prüfer sowie der Antragsteller bzw. Nutzer.
- Ausgewogenes Kosten-Nutzen-Verhältnis.

(4) Akzeptanz und Bekanntheit

- Akzeptanz und Bekanntheit in der Zielgruppe durch Glaubwürdigkeit der Trägerorganisation und der Prüfungsstellen (Unabhängigkeit, Qualifikation, Reputation, etc.)
- Akzeptanz und Bekanntheit der Qualitätsauszeichnung selbst durch positive Besetzung und entsprechenden Bekanntheitsgrad in der Zielgruppe.

22.2.2 ISO 14020ff für Environmental Labels and Declarations

Die International Organization for Standardization (ISO) hat ab 1993 internationale Normen für die Kennzeichnung von Produkten bezüglich ihrer Umwelteigenschaften erarbeitet: ISO 14020 - 14025. Dies sind indirekt wirkende Normen, d.h. sie definieren keine konkreten Produkthanforderungen sondern lediglich Grundsätze und Regeln zum Aufbau des Zertifizierungssystems.

In der Norm lassen sich **drei Typen von Labelssystemen** unterscheiden, die hinsichtlich Kriterien und Überprüfung variieren.³³⁵

(1) Typ I: Zertifizierung

- Anforderungen an das Produkt: Vorgabe von mehreren Kriterien, die den ganzen Lebenszyklus abdecken.
- Überprüfung durch unabhängigen außen stehenden Dritten.
- Typ I richtet sich an Endverbraucher und hat i.d.R. bewertenden Charakter (z.B. Blauer Engel, FSC).

³³⁵ Vgl. Gresch Partner, 2003, S. 11 ff.

(2) Typ II: Selbstdeklaration

- Anforderungen an das Produkt: Auswahl der Kriterien ist frei.
- Überprüfung durch Selbstdeklaration.
- Typ II richtet sich an Endverbraucher und wird als herstellerdefinier-tes Marketinginstrument eingesetzt (z.B. FCKW-frei).

(3) Typ III: Produkt-Information

- Kriterien: Keine Anforderungen die erfüllt sein müssen, sondern aus-gewählte Produkt-Informationen.
- Überprüfung durch Dritten nur im Sinne einer Verifizierung der Daten.
- Typ III richtet sich z.B. an Weiterverarbeiter. Es werden nur Daten über Produkte in einem einheitlichen System erfasst und ohne Be-wertung zur Verfügung gestellt.

22.3 Anforderungen aus Sicht der Marktakteure in Deutsch-land

22.3.1 Diskussionsstand zu Qualitätsauszeichnungen für Nachhaltig-keits-Finanzprodukte

Angesichts des stark zunehmenden und vielfältigen Angebots an nachhaltigen Finanzprodukten wird bereits **seit den 1990er** Jahren über ein **Produktlabel für den deutschen Markt diskutiert** – so z.B. beim „Forum Grünes Geld“ 1999, an der Tagung „Kommunikation und Vertrieb von nachhaltigen Finanz-produkten“ 2003³³⁶ oder im Rahmen eines **Workshops des Forums Nachhaltige Geldanlagen in 2007**, der explizit dem Thema Labelling gewidmet war.

Die **Ergebnisse** dieses Workshops sollen beispielhaft für die kontroversen Sichtweisen stehen, die bisher zu **keinem klaren Resultat** bzw. keiner durch-schlagenden Initiative zur Schaffung eines Labels geführt haben³³⁷:

³³⁶ Vgl. Graulich, 2004, S 16 f.

³³⁷ Vgl. Forum Nachhaltige Geldanlagen, 2007.

Pro	Contra
<ul style="list-style-type: none"> • Ein Label wäre nützlich zur Abgrenzung von neuen bzw. weniger hochwertigen Mitbewerbern. • Im Retailgeschäft könnte ein Label Anlageberater überzeugen und ihnen eine Orientierungshilfe sein. 	<ul style="list-style-type: none"> • Zweifel ob es überhaupt allgemein verbindliche Kriterien geben soll und kann. • Bei institutionellen Investoren besteht wenig Bedarf nach einem Label. • Auch im Retail werden dadurch keine höheren Wachstumschancen erwartet. • Marken schaffen mehr Vertrauen. • Komplizierte Verfahren und hohe Kosten bei staatlichen Labels - im Gegensatz zu freiwilligen Selbstverpflichtungen.

Tabelle 25: Pro und Contra Labelling

Quelle: eigene Darstellung nach Forum Nachhaltige Geldanlagen, 2007.

22.3.2 Ausgewählte Umfragen und Forschungsprojekte

In einem **Forschungsprojekt des imug**³³⁸ wurden verschiedenen Instrumente zur Transparenzverbesserung nachhaltiger Geldanlagen untersucht – darunter Qualitätsstandards, Transparenzleitlinien, Labels, standardisierte Produktkennzeichnungen, Fondsbewertungen und gesetzliche Informationspflichten. Die Autoren kommen zum Schluss, dass „der hohe Individualisierungsgrad der Anlageentscheidung den Gestaltungsraum und die Wirksamkeit von Maßnahmen zur Transparenzverbesserung deutlich einengen. Es wird insbesondere deutlich, dass standardisierende und vereinfachende Informationskonzepte, wie z.B. das **Labelling**, sich auf diesem Markt **nicht** als **geeignet** erweisen. „Weiche Konzepte“ wie **Transparenzleitlinien** und die Anwendung von **Qualitätsstandards im Research** haben hier deutliche Vorteile und können womöglich in Verbindung mit vergleichenden Fondsratings von unabhängigen Institutionen insgesamt für eine größere Transparenz für Investoren sorgen.“

Schoenheit versetzt sich in seiner Publikation³³⁹ in die Rolle der Anbieter und stellt die Frage, warum sich diese überhaupt freiwillig einer mehr oder weniger standardisierten, objektiven Verbraucherinformation unterwerfen oder gar staat-

³³⁸ Vgl. Schoenheit, 2004, S. 93-97.

³³⁹ Vgl. Schoenheit, 2005a, S. 9.

liche Kennzeichnungsinitiativen unterstützen sollten. Trotz der unzweifelhaften Sinnhaftigkeit aus volkswirtschaftlicher und aus Kundensicht, könne die einzelwirtschaftliche Perspektive ein anderes Verhalten nahe legen. Abhängig von der gewählten Art der Qualitätsauszeichnung würde die eigene – auf die Marke fokussierte – Kommunikationspolitik eingeschränkt. Der **Nutzen einer standardisierten Verbraucherinformation** wäre letztlich nur „ein **vages Versprechen** für die Zukunft“, dem ein **beträchtlicher Aufwand in der Gegenwart gegenüber** stünde. Des Weiteren wären auch die Mitbewerber Profiteure einer allgemeinen Anhebung des Transparenzniveaus.

Eine **Studie des Öko-Instituts** aus dem Jahr 2004 verfolgte die Zielsetzung zu analysieren, ob eine Zertifizierung bzw. ein Label oder ein Rating von Nachhaltigen Geldanlagen angestrebt werden soll. Die Autorin kommt zum **Schluss**, dass „ein **Label für nachhaltige Finanzprodukte in Deutschland derzeit nicht** das am besten **geeignete Instrument** ist, um die Transparenz der Produktqualität zu verbessern und den Auswahlprozess für Anleger zu erleichtern.“³⁴⁰

Im Rahmen des vorliegenden Projektes wurde – speziell hinsichtlich nachhaltiger Immobilienfonds – eine Umfrage durch die IW Consult durchgeführt.³⁴¹ Die insgesamt 110 befragten potenziellen Emittenten und Fondskäufer aus den Kategorien Fondsgesellschaften, Vorsorgeeinrichtungen und Non-Profit Organisationen nannten Anforderungen an einem nachhaltigen Immobilienfonds zur Erhöhung der Akzeptanz als attraktive Anlage.

³⁴⁰ Graulich, 2004, S. 18.

³⁴¹ Vgl. S. 93

Tabelle 5-5 Anforderungen an ein nachhaltiges Immobilienfonds zur Akzeptanz als attraktive Anlage Angaben in Prozent, Mehrfachnennungen				
	Kapitalanlage-gesellschaft	Vorsorge-einrichtungen	NPOs	Gesamt
Zertifizierung	33	22	41	30
Staatliches Labeling	11	4	6	6
Privates Labeling	0	11	0	6
Rating	22	56	29	42
Regelmäßiger Nachhaltigkeitsbericht	56	56	47	53
Sonstiges	0	7	24	11
Fallzahl	9	27	17	53

1) Angaben: „Breite Streuung (Regionen/Branchen),unabhängige Bewertung und eigene Prüfung“

Tabelle 26: Umfrage zur Qualitätsauszeichnung nachhaltiger Immobilienfonds
Quelle: eigene Darstellung

Die Institutionen von beiden Seiten des Marktes bevorzugen klar eine **Qualitätsauszeichnung in Form eines Ratings** (53%) oder – (mit 30% weniger deutlich ausgeprägt) einer Zertifizierung. Einem **Labelling** – egal ob privat oder staatlich getragen – wird eine **Absage** erteilt (jeweils nur 6% Zustimmung). Darüber hinaus ist eine regelmäßige Nachhaltigkeitsberichterstattung gewünscht (53%).

Damit decken sich diese Ergebnisse mit jenen aus oben dargestellter Umfrage zumindest hinsichtlich einer deutlichen Ablehnung eines Labels sowie einer Bevorzugung von Ratingkonzepten.

22.4 Erkenntnisse aus der Analyse bestehender Label für Nachhaltigkeits-Finanzprodukte

In Kapitel 20 wurden das Österreichische Umweltzeichen für „grüne Fonds“, das ÖGUT Nachhaltigkeitslabel für Pensionsvorsorgeeinrichtungen sowie das australische Responsible Investment Certification Program analysiert. Daraus lassen sich folgende Lehren für die bestehende Aufgabenstellung ableiten:

- Der **Erfolg eines Labels** hängt wesentlich vom **raschen Erreichen einer kritischen Masse an Zeichennutzern** ab. Dies kann durch Eingehen auf die spezifischen Bedürfnisse der (potenziellen) Zeichennutzer erreicht werden (z.B. ÖGUT-Label) oder durch Variation eines bereits etablierten Zeichens (z.B. Österreichisches Umweltzeichen).
- Die **Art der Qualitätsauszeichnung** muss nicht immer „reinrassig“ sein. Auch Kombinationen (z.B. aus Rating und Labelling wie beim ÖGUT-Zeichen) sind möglich und vereinen die Vorteile verschiedener Konzepte.
- In einer **frühen Marktphase**, in der sich noch kein State of Art etabliert hat, können Empfehlungen und Auflagen zur **Verbesserung der Nachhaltigkeitsqualität** die reine Qualitätsauszeichnung sinnvoll ergänzen (z.B. ÖGUT-Label).
- Eine **Qualitätsauszeichnung** für nachhaltige Finanzprodukte soll sowohl **systematisch** sein, als auch einen **Spielraum zur Würdigung der großen Breite** verschiedener Ansätze zulassen.
- „**Weiche Konzepte**“ mit Fokus auf Selbstdeklaration und Transparenz finden zwar großen Anklang auf der Anbieterseite, genügen aber nicht den Anforderungen an eine hochwertige Qualitätsauszeichnung, sondern stellen **allenfalls** eine **Ergänzung** dar.

22.5 Ansätze zu einer Qualitätsauszeichnung für nachhaltige Immobilienfonds

22.5.1 Label: Problem der Enge und mögliche Lösungen

Nachhaltige Immobilienfonds sind **in Deutschland derzeit noch nicht existent** und auch international noch in einer Pionierphase. Auch bei einem erwarteten zunehmenden Produktangebot in der Zukunft werden nachhaltige Immobilienfonds stets nur ein Subsegment innerhalb der nachhaltigkeitsorientierten Investments darstellen. Diese **Enge** ist somit eine dreifache: (1) eine **thematische**, (2) eine die sich aus der **frühen Marktphase** ergibt und (3) jene aus einer **Begrenzung auf den deutschen Markt**. Eine Einschränkung gemäß dem Fokus der vorliegenden Arbeit auf Produkte für **institutionelle Investoren** würde sogar noch eine **vierte** Dimension der **Verengung** darstellen. Diese Prob-

lematik, noch dazu vor dem Hintergrund der **kritische Einstellung der Marktakteure**, lässt deshalb derzeit und auf mittlere Sicht die **Etablierung** eines eigenständigen **Labels für nachhaltige Immobilienfonds** für Deutschland **wenig aussichtsreich** erscheinen.

Eine **Überwindung dieser Problematik** wäre durch eine Ausweitung des Labels in räumlicher oder inhaltlicher Sicht oder einer Kombination aus beidem denkbar

- **Ansatz 1: Internationales Label für nachhaltige Immobilienfonds**

Der erste Vorschlag ist das Aufsetzen eines internationalen Projekts, in welchem ein reines Immobilienfondslabel mit zumindest EU- bzw. europaweiter Gültigkeit zu entwickeln wäre.

- **Ansatz 2: Deutsches Label für Nachhaltigkeitsfonds + Immobilienmodul**

Eine zweite Variante ist das Andocken eines immobilien-spezifischen Krite-riensatzes an ein zukünftiges allgemeines Label für Nachhaltigkeitsfonds in Deutschland. Jedoch gilt es zuerst die Initiative zur Entwicklung dieses „Mutterprodukts“ abzuwarten bzw. diese zu ergreifen.

22.5.2 Rating: gute Konzepte kommen einem Label inhaltlich nahe

In Kapitel 21 konnte nur ein Ratingkonzept identifiziert werden, welches die Nachhaltigkeit umfassend mit einbezieht und für den deutschen Markt bereits Relevanz besitzt – und zwar jenes der schweizerischen Care Group.

- **Ansatz 3: Care Group Fondsrating mit Immobilienmodul und ggf. Label**

Hierbei würde sich die Möglichkeit bieten, basierend auf diesem bestehenden und hochwertigen Ratingkonzept, spezifische Kriterien für die Produkt-kategorie Immobilienfonds einzuführen. Das Rating kann von der geprüften Fondsgesellschaft – ein gutes Ergebnis vorausgesetzt – als Qualitätsnach-

weis nach außen kommuniziert werden und damit eine ähnliche Kommunikationsaufgabe erfüllen wie ein Label i.e.S.

Oder man orientiert sich konzeptionell am in Kapitel 20 vorgestellten ÖGUT-Zeichen und kombiniert das Rating mit einem expliziten Label.

22.5.3 Normen und Standards: Widersprüche zum Prinzip des Labellings

In Kapitel 21 wurden die Eurosif Transparenzleitlinien sowie der CSRR-Qualitätsstandard für Rating-Agenturen vorgestellt. Dies sind Konzepte der **freiwilligen Selbstverpflichtung**.

Im Labelling-Workshop des Forums Nachhaltige Geldanlagen in 2007 wurde von einigen Teilnehmern explizit vorgeschlagen, den Eurosif Standard zu einem Labellingkonzept weiterzuentwickeln.³⁴² Dies erachten wir für weniger sinnvoll, da sich der Standard ausschließlich auf Transparenz und nicht auf inhaltliche Aspekte bezieht. **Ergebnis** wäre ein **Konzept** mit **eingeschränkter Aussagekraft**, das sich einer ähnlichen Kritik wie das australische Responsible Investment Certificate Program auszusetzen hätte.

22.5.4 Individuelle Qualitätsauszeichnungen: für Pioniere

Der Markt für nachhaltige Immobilienfonds befindet sich in einer Frühphase. Es kann angesichts der derzeit und auch auf Sicht zu erwartenden sehr individuellen Ansätze kein State of Art identifiziert werden, an dem sich ein strukturiertes Label orientieren könnte.

- **Ansatz 4: Gutachten einer kompetenten anerkannten Institution**

Eine individuelle Qualitätsauszeichnung durch eine unabhängige, kompetente Stelle mit hoher Reputation, die ihren Ausdruck in einem Gutachten findet, kann in der derzeitigen Marktphase für einen Pionieranbieter Ähnliches leisten wie ein Label. **Ankerpunkt** des **Kundenvertrauens** wäre in diesem Fall die **prüfende Institution** – z.B. eine Universität oder eine NGO. Im Sinne einer kompakten Botschaft könnte das Gutachten auch durch eine

³⁴² Vgl. Forum Nachhaltige Geldanlagen, 2007.

Kurzfassung – ggf. verdichtet bis zu einer grafisch entsprechend aufbereiteten Aussage à la „geprüft durch ...“ – ergänzt werden. Nachteil wären die zu erwartenden hohen Kosten, da auch die individuelle Kriterienkonzeption abzudecken wäre.

Bei mehrfacher Umsetzung könnte diese Vorgehensweise auch die Grundlage für ein späteres Label darstellen oder auch beinahe nahtlos in ein solches übergehen.

22.5.5 Sonstige Qualitätsauszeichnungen: Problem der Tiefe und Frequenz

Sonstige Instrumente wie Rankings oder Produkttests eignen sich weniger als Anknüpfungspunkt für eine hochwertige immobilienpezifische Qualitätsdarstellung. Gründe sind die häufig nur oberflächlichen Kriterien oder die rein deskriptive Darstellung sowie im Falle von Produkttests die unregelmäßige und häufig niedrige Frequenz der Durchführung.

22.5.6 Resümee

Die folgende Abbildung stellt die Problematik der thematischen und regionalen Enge und die obigen Lösungsansätze 1-4 dreidimensional dar. Die Vorschläge bewegen sich auf verschiedenen Ebenen (Typen von Qualitätsauszeichnungen) und haben eine unterschiedliche inhaltliche Reichweite (nur Immobilienfonds oder auch sonstige Nachhaltigkeitsfonds) sowie regionale Reichweite (nur Deutschland oder international).

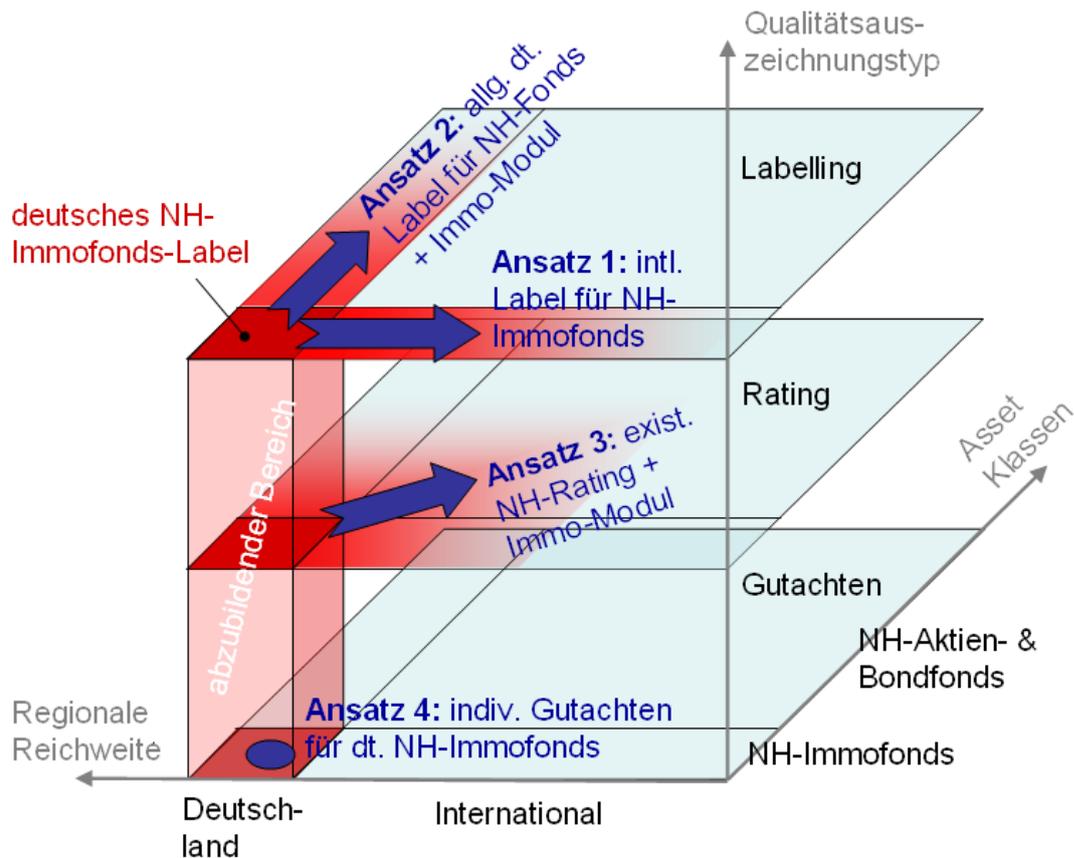


Abbildung 70: Ansätze zur Qualitätsauszeichnung nachhaltiger Immobilienfonds
Quelle: eigene Darstellung

Abschließend kann gesagt werden, dass eine **rein deutsche Qualitätsauszeichnung für nachhaltige Immobilienfonds** in Form eines Labels derzeit und auf mittlere Sicht **wenig Chance auf Durchsetzung** hätte. Auf der anderen Seite steht der gerade in diesem neuen und spezifischen Anlagethema hohe Bedarf und Nutzen einer aussagekräftigen Qualitätsauszeichnung. Diese sollte an bestehende (bzw. noch zu entwickelnde) Konzepte wie allgemeine Labels oder Ratings für Nachhaltigkeitsfonds oder internationale Ansätze im Bereich nachhaltiger Immobilien angekoppelt werden. Als Alternative für die Einstiegsphase bietet sich eine individuelle Vorgehensweise über externe Gutachten an. Diese Wege stehen auch in Einklang mit den Präferenzen der Marktakteure.

Zusammenfassung und Ausblick

Das vorliegende Forschungsprojekt „ImmInvest“ stellt bislang in Deutschland das einzige Projekt vor, indem systematisch herausgearbeitet wurde, unter welchen Bedingungen, mit welchem Potenzial und auf welchen Wegen das Konzept der nachhaltigen Entwicklung im Bereich der Konzipierung und Vermarktung von Immobilieninvestmentprodukten integriert werden kann. Dabei lag der Fokus weniger auf der bauseitigen Position (diese wurde selbstverständlich soweit als erforderlich integriert), sondern auf der Seite der Finanzmärkte.

Die zentrale Projektvorstellung ist, aus dem deutschen Finanzmarkt heraus ökonomische Impulse zu generieren, mit denen Kapitalgeber einen Anreiz haben, Finanzmittel zur Finanzierung von nachhaltigen Immobilien bereit zustellen. Damit soll u.a. ein Beitrag zur Generierung von Nachfrage nach nachhaltigen Immobilien geleistet werden, jeweils mit positiven Wirkungen auf die Nachfrage nach entsprechenden Beratungs-, Planungs- und Bauleistungen. Nachfolgende Abbildung 71 wurde bereits in Abschnitt 5.3. eingeführt. Wegen ihres zentralen Gehalts zur Verdeutlichung der in diesem Forschungsprojekt bezogenen Akteurskonstellationen dient sie in den Schlussbemerkungen nochmals als Benchmark.

impulse sorgen. Dies ist die Grundidee der nachhaltigen Immobilien: sofern solche Immobilien in ihren Nachhaltigkeitsmerkmalen auf der Objektebene identifiziert werden können, dürfte es Finanzdienstleistern wie Kapitalanlagegesellschaften oder Kreditinstitute möglich sein, spezielle Anlageprodukte zu konzipieren, die ihren Absatz bei potenziellen Anlegern mit Präferenzen für ökologische, soziale und/oder ethische Folgewirkungen der mit ihrem Kapital ausgeführten Investitionen haben.

Für Finanzdienstleister dürfte sich in der seit Jahren ohnehin sehr dynamischen Veränderung der Finanzmärkte und der Handlungsumfelder im weitesten Sinne eine prinzipiell attraktive Chance auf, über eine spezielle Produktinnovation Wettbewerbsvorteile zu erzielen. Zudem sind Finanzdienstleister in ihrer Eigenschaft als Intermediäre aus mehreren Gründen für die Inangsetzung und Aufrechterhaltung der Kapitalallokation von ultimativen Anlegern mit Nachhaltigkeitspräferenzen hin zu Kapitalnehmern des Immobiliensektors geeignet. Im Kontext des Anlagebereichs sind es hier vor allem die Losgrößentransformations- und die Informationsfunktionen, die die Finanzdienstleister qualifizieren. Dabei werden sie aufgrund des bislang bei ihnen meist nicht ausreichend vorhandenen Wissens aus dem Bereich der Nachhaltigkeit von weiteren Intermediären Unterstützung benötigen, vor allem von Zertifizierern, Rating-Agenturen u. ä.

Die größten Anlageimpulse dürften dabei von den professionellen Anlegern aus dem Bereich der Altersvorsorge und des Non-Profit-Bereichs ausgehen. Vor allem solche Anlegerkreise hieraus, die bereits über nachhaltige Geldanlagen verfügen und in Immobilien investiert sind, werden offen sein für spezielle Anlageprodukte im Bereich nachhaltiger Immobilien. Diese Ergebnisse der empirischen Erhebung und die dort gemachte Erfahrung, dass eher eine Beimischung aus Diversifikationsgründen die Nachfrage nach nachhaltigen Immobilienanlageprodukten treiben dürfte sind wichtige Determinanten einer Trendexploration. Dass dabei eine spezielle Auszeichnung von Fondsprodukten des Immobilienbereichs mit einem Gütezeichen, Label etc. für weniger relevant gehalten wird, als ein qualifiziertes Rating der Objektmerkmale in Sachen Nachhaltigkeit und eine sachlich erschöpfende Berichterstattung deckt sich mit den separat im Forschungsprojekt durchgeführten Analysen zur Bedeutung und Rolle von Gü-

tesiegel im Bereich nachhaltiger Geldanlagen allgemein. Dort und im Speziellen bei Investmentfondsprodukten besteht nach Lage der Dinge in den Finanzmärkten derzeit kein Bedarf.

Während also auf der Ebene des Anlageprodukts die Gütesiegel und verwandte Formen wie Zertifizierungen keine Bedeutung aus Sicht der potenziellen Anlegerkreise zu spielen scheinen, gilt dies für die objektbezogene Beurteilung sehr wohl. Hier wird ein deutlicher Unterschied zwischen nachhaltigen Geldanlagen basierend auf Aktien- und Anleiheinvestmentfonds und Immobilieninvestmentfonds deutlich. Und es zeigt sich hier die volle Komplexität des im Forschungsprojekt konzipierten Anlageprodukts „offener nachhaltiger Immobilieninvestmentfonds“ für institutionelle Investoren, d.h. professionelle Anlegerkreise: Im Gegensatz zu nachhaltigen Geldanlagen, wo die Identifikation nachhaltiger Aktien- und Anleiheemittenten ausschließlich derzeit durch spezialisierte Nachhaltigkeitsratings erfolgt, obliegt stattdessen im Bereich nachhaltiger Immobilien die Identifikationsaufgabe nicht den Rating-Agenturen, sondern den Betreibern von Zertifizierungen. Rating-Agenturen stehen im Bereich nachhaltiger Immobilien im Gegensatz zu nachhaltigen Geldanlagen erst am Rande der Intermediärsleistung „Qualitätserkennung“. Wie die empirische Erhebung erbrachte, verfügen sie noch nicht über die erforderliche Analysetechnologien und die Marktnachfrage nach entsprechenden Rating-Dienstleistungen im Bereich nachhaltiger Immobilien.

Die Empfehlung des Forschungsprojekts zur Förderung nachhaltiger Immobilienbauten und damit zum Anstoß von Innovationen sowohl in der Bau- als auch in der Finanzwirtschaft beruht auf der Konzeption eines offenen Immobilieninvestmentfonds für institutionelle Investoren. Als Vorteile wird die **Flexibilität des Portfolios** gesehen, d.h. das Portfolio kann jederzeit umgeschichtet und die Fondsanteile können relativ leicht zurückgegeben werden. Aufgrund dieses Vorteils und des hohen Diversifikationspotenzials sind offene Immobilienfonds häufig in den Portfolios der institutionellen Investoren anzutreffen. Deshalb wird innerhalb dieses Projekts die Entwicklung eines offenen Immobilienfonds vorgeschlagen.

Das zu erwartende Anlagepotenzial für einen solchen Fonds wurde auf der Grundlage des gesamten in 2006 in Immobilien investierten Volumens aller institutioneller Anleger in Höhe von 394,8 Mrd. Euro berechnet. Unterstellt man mangels anders lautender Indizien, dass im Bereich nachhaltiger Immobilieninvestment eine ähnliche Präferenzbildung hin zu Nachhaltigkeit besteht wie bei nachhaltigen Geldanlagen, so lässt sich unterstellen, dass der Marktanteil der nachhaltigen Geldanlagen in Deutschland am gesamten Bestand verwalteten Geldvermögens mit 1 Prozent übertragen werden kann. Darauf basierend ergibt sich für eine nachhaltige Immobilienklasse in Deutschland ein Potenzial von einem Prozent des Immobilienbestands der institutionellen Investoren, was ein potenzielles Volumen von ca. 4 Mrd. Euro bedeutet. Dies ist als konservative und daher vorsichtige Schätzung zu verstehen. Sie geht ferner davon aus, dass zwischen derzeit in SRI befindlichen Anlagegeldern und zukünftigen Anlagen in nachhaltigen Immobilienfonds kein „Kannibalisierungseffekt“ eintritt.

Mit dem Forschungsprojekt liegt nun für Deutschland eine strukturierte Ausarbeitung vor wie sie für die meisten Länder nicht existiert. Die Analysen geben Anlass zur Annahme, dass nachhaltige Immobilien in Zukunft deutliche Impulse über die Anlegerseite erhalten können und so die Bauwirtschaft in ihrer Innovationskraft stärken können. Es verbleiben jedoch auch noch bedeutungsvolle „weiße Flecken“ in der Forschungslandschaft und der praktischen Anwendung. Aus dem Kenntnisstand des Forschungsprojekts sind es insbesondere folgende Bereiche:

- **Besonderheiten in der finanzwirtschaftlichen Bewertung von Nachhaltigkeit in Immobilien.** Die Erkenntnisse aus dem laufenden u.a. verdichten Hinweise, dass Berücksichtigung von Kriterien der Nachhaltigkeit bei der Erstellung dem Betrieb eines Gebäudes erhebliche Einflüsse auf dessen Wirtschaftlichkeit haben. Folgt man methodisch den derzeit international dominierenden Discounted Cash Flow orientierten Methoden in der Immobilienbewertung, so sind bisherige Bewertungsmodelle aus Nachhaltigkeitssicht um spezielle Einnahmen-/Ausgaben- sowie Risikoaspekte zu ergänzen. Neben der Änderung des Rendite- und Risikoprofils innerhalb des eher standardmäßigen Bewertens im Rahmen von ertrags- oder DCF-orientierten Modellen, dürfte von nachhaltigen Immobi-

lien besondere Auswirkungen auf Flexibilität und Wachstumschancen ausgehen. So ermöglichen z.B. in der Gegenwart vorgenommene Einbauten verschiedener alternativ einsetzbarer Techniken zur Zimmertemperaturierung, dass je nach zukünftiger Änderung der Preise von Energieträgern auf den kostenminimalen gewechselt werden kann. Diese Wechselmöglichkeit stellt im allgemeinen Kontext eine Handlungsmöglichkeit dar, die ihrerseits wirtschaftlich werthaltig ist. Die zusätzlichen Ausgaben für das Vorhalten verschiedener technischer Aggregate o.ä. zur Zimmertemperaturierung (gegenüber eines einzelnen Aggregats) können dann als Optionsprämien verstanden werden, mit der sich Immobilieneigentümer zukünftige Vorteile in der flexiblen Reaktion auf unsichere Umweltzustände sichern. Dies müsste dann entsprechend in den DCF-Bewertungsmodell von nachhaltigen Immobilien seinen Niederschlag finden..

- **Nachhaltigkeit von Immobilien als zusätzlicher Parameter in Ausfallrisiko-Modellen der Kreditwirtschaft.** Neben der Anlageseite als Promotor nachhaltiger Immobilien ist die Kreditseite zu sehen. Es existieren seit neuer Zeit zahlreiche Kennziffern und Zertifizierungen zur Identifikation und Kommunikation nachhaltiger Immobilien. Für die Finanzierung von nachhaltigen Immobilien stehen damit Indikatoren zur Verfügung, die die Beurteilungstechnologien der Kreditgeber zur Erfassung des spezifischen Ausfallrisikos der Finanzierung nachhaltiger Immobilien anreichern lassen. Nachhaltigkeit wirkt sich wie auf anderen Gebieten auch (z.B. Unternehmenswertschöpfung) auf die Verteilungsstruktur des Ausfallrisikos aus. So ist denkbar, dass aufgrund einer höheren Zufriedenheit von Mietern in nachhaltig gebauten Immobilien die Mietausfallrate niedriger ist als im konventionellen Gebäudebereich. Dadurch vermindert sich das Ausfallrisiko, wodurch auch die Ausfall-spezifische Risiko-prämie reduziert werden könnte. Insgesamt also müsste eine Veränderung der Verteilungsstruktur von Erträgen und Aufwendungen im Bereich nachhaltiger Immobilien zu entsprechenden methodischen Erfassungen führen und nachfolgend sich in einer Objektivierung des Risikoaufschlags niederschlagen. Angesprochen sind hier je nach Finanzierungsobjekt entweder das bankinterne Rating im Fall von unternehmensbezo-

gener Finanzierung und das Rating bzw. die Due Dilligences von projektbezogenen Finanzierungen.

Insgesamt wird dem Thema „nachhaltige Immobilien“ aus Sicht des Forschungsprojekts ein in Zukunft wachsende Bedeutung sowohl in der Bauwirtschaft als auch der Kreditwirtschaft, resp. den Finanzmärkten beigemessen. Eine entsprechende Begleitforschung wird als unabdingbar für die erfolgreiche Umsetzung der vorhandenen Chancen angesehen.

Anhang 1: Fragebogen der empirischen Erhebung der institutionellen Investoren

Befragung zum Thema „Nachhaltige Geldanlagen“

Zur Studie

Geldanlagen nach ethischen, sozialen und/oder ökologischen Kriterien stellen für Unternehmen und Anleger eine Möglichkeit dar, ihre gesamtgesellschaftliche Verantwortung wahrzunehmen. Gleichzeitig eröffnen sie neue Investitionschancen. Sie können u. a. zur Diversifizierung bestehender Portfolios eingesetzt werden. Zudem bieten sie neue, insbesondere langfristig ausgerichtete Ertragsmöglichkeiten. Ein zunehmend wichtiger Bereich solcher nachhaltiger Geldanlagen sind Immobilien, da hier die langfristige Perspektive (in Bezug auf wirtschaftliche Nutzungsdauer) sowie ein hoher Ressourcenverbrauch kennzeichnend sind. So gelten Gebäude grundsätzlich als mit die größten Energiekonsumenten, da sie mehr als ein Drittel der Primärenergie verbrauchen. Immobilien sind damit sowohl als Nutzungs-, als auch als Anlageobjekt gerade in Zeiten zunehmender Energieverknappung und dramatischen Klimawandels unter dem Gesichtspunkt der Nachhaltigkeit zu beurteilen. Auf der Anlegerseite dürfte dies in besonderem Maße auf das Interesse institutioneller Investoren stoßen. In den USA und dem europäischen Ausland erweckt das Thema „nachhaltige Immobilienanlagen“ bereits wachsende Aufmerksamkeit.

In Deutschland befindet sich eine vergleichbare Entwicklung erst am Anfang. Hier setzt das Forschungsprojekt „Grundlagen nachhaltiger Immobilieninvestments“ an. Er wird maßgeblich von den Universitäten Stuttgart und Karlsruhe im Rahmen der Forschungsinitiative „ZukunftBAU“ des Bundesamtes für Bau und Raumförderung durchgeführt.

Im Rahmen dieses Forschungsprojekts stellen die Potenziale von Immobilienanlagen für institutionelle Investoren eine zentrale empirische Fragestellung dar. Zu diesem Zweck wurde vorliegende Befragung konzipiert und von der IW Consult GmbH, Köln durchgeführt. Wir bitten Sie daher zur empirischen Fundierung des Forschungsprojekts „nachhaltige Immobilienanlagen“ um Ihre Mitwirkung. Das Ausfüllen des Fragebogens dauert ca. 10-15 Minuten. Sollen Sie auf einzelne Fragen keine Antworten geben können oder wollen, können Sie diese Frage überspringen.

Wir danken Ihnen schon im Voraus recht herzlich für Ihre Teilnahme. Die zusammengefassten Ergebnisse erhalten Sie nach Abschluss der Untersuchung per E-Mail zuge stellt.

Bei Rückfragen können Sie sich gerne an Frau Dr. Adriana Neligan per Email unter neligan@iwkoeln.de oder telefonisch unter 030-27877-128 wenden.

Datenschutz:

Es ist uns selbstverständlich, dass wir Ihre Angaben **vertraulich** und **nur für wissenschaftliche Zwecke** behandeln. Wir garantieren, dass wir Informationen nur zusammengefasst und anonym veröffentlichen, so dass keine Rückschlüsse auf Ihre Institution möglich sind.

1. Organisation und Finanzstruktur

Alle

1. Zu welcher der nachfolgenden Gruppen institutioneller Investoren zählen Sie?	
bitte ankreuzen / bitte <u>nur</u> eine Angabe	
Kapitalanlagegesellschaft	
Lebensversicherung	
Contractual Trust Arrangement (auch Pension Trust e.V., Pensionstreuhandgesellschaft)	
Unterstützungskasse	
Versorgungskasse (auch berufsspezifische Versorgungskammer)	
Pensionskasse	
Pensionsfonds	
Stiftung	
Non-Profit-Organisation	

Alle

2. Auf welche Anlageformen verteilt sich das momentan investierte Vermögen Ihrer Institution?	
bitte angeben in Prozent des Gesamtvermögens	
Aktien	%
Anleihen	%
Liquide Mittel	%
Direkte Immobilienanlagen (d.h. unmittelbare Beteiligung an Objekten)	%
Indirekte Immobilienanlagen (d.h. insb. über Immobilienfonds und Immobilien AGs)	%
Sonstiges	%
Kontrolle	100%

Fragenfilter F.2, falls indirekte Immobilienanlagen > 0 Prozent

3. In welche indirekten Immobilienanlagen wird investiert?	
bitte angeben in Prozent der gesamten indirekten Immobilienanlagen	
Offene Publikumsfonds	%
Offene Spezialfonds	%
Geschlossene Immobilienfonds	%
Immobilien AGs	%
Ausländische Fonds z.B. REITs (Mouseover: Real Estate Investment Trusts = börsennotierte Immobilienkapitalgesellschaften)	%
Sonstige, und zwar:	%
Kontrolle	100%

Fragenfilter F. 2, falls direkte oder indirekte Immobilienanlagen > 0 Prozent

4. Was sind Ihre Erwartungshaltungen hinsichtlich Rendite und Risiko der Immobilienanlagen in Ihrem Portfolio im Vergleich zum Durchschnitt Ihrer übrigen Anlagen?		
Bitte ankreuzen		
	Renditen	Risiken
Weit überdurchschnittliche		
Überdurchschnittliche		
Durchschnittliche		
Unterdurchschnittliche		
Weit unterdurchschnittliche		

Alle

5. Wie wird sich der Anteil der direkten und/oder indirekten Immobilienanlagen in Ihrem Portfolio in den kommenden drei Jahren verändern?	
Bitte ankreuzen	
Stark zunehmen	
Etwas zunehmen	
Gleich bleiben	
Etwas abnehmen	
Stark abnehmen	

Fragenfilter F. 5, falls stark oder etwas zunehmend

6. In welche Form der Immobilienanlage soll in den nächsten drei Jahren investiert werden?	
Bitte ankreuzen / Mehrfachnennungen möglich	
Direkte Immobilienanlagen	
Offene Publikumsfonds	
Offene Spezialfonds	
Geschlossene Immobilienfonds	
Immobilien AGs	
REITs (Mouseover: Real Estate Investment Trusts = börsennotierte Immobilienkapitalgesellschaften)	
Sonstige, und zwar :	

2. SRI

Alle

7. Worauf achten Sie neben den ökonomischen Kriterien Rendite, Risiko und Liquidität bei Ihren Anlagenentscheidungen?		
Bitte ankreuzen / Mehrfachnennungen möglich		
	Ja	Nein
Ökologische Kriterien (Mouseover: z.B. Energieeffizienz, Ressourcenschutz, Erhaltung der Artenvielfalt usw.)		
Soziale Kriterien (Mouseover: z.B. Arbeitsschutz, Mitbestimmung usw.)		
Andere ethische Kriterien		
Sonstige Kriterien, und zwar:		

Alle

8. Untersteht Ihre Institution einer Berichtspflicht hinsichtlich der Anwendung ökologischer, sozialer und/oder ethischer Kriterien?	
Bitte ankreuzen	
Ja	
Nein	

Mouseover Berichtspflicht: Der Anbieter ist verpflichtet, darüber schriftlich zu informieren, ob und wie er ökologische, soziale und/oder ethische Kriterien bei der Verwendung der eingezahlten Beiträge berücksichtigt.

Alle

9. Wie schätzen Sie Ihr Wissen bezüglich nachhaltiger Geldanlagen – das sind Geldanlagen die ökologische, sozialen und/oder ethischen berücksichtigen, ein?				
Bitte ankreuzen				
	Sehr gut	Gut	Gering	Sehr gering/Nicht vorhanden
SRI im Allgemeinen				
Darunter: Nachhaltige Immobilienanlagen				

Alle

10. Haben Sie bereits SRI?	
Bitte ankreuzen	
Ja	
Nein	

Fragenfilter falls F.10, ja

11. Wie viel Prozent der gesamten Geldanlagen machen nachhaltige Anlagen aus?	
Bitte angeben in Prozent des gesamten Kapitalanlagevermögens	
So viel Prozent der gesamten Kapitalanlagen	%

Fragenfilter falls F.10, ja

12. Auf welche Anlagebereiche beziehen sich Ihre nachhaltigen Anlagen?	
Bitte ankreuzen / Mehrfachnennungen möglich	
Aktien	
Anleihen	
Liquide Mittel	
Direkte Immobilienanlagen	
Indirekte Immobilienanlagen	
Sonstiges	

Alle

13. Welche an Nachhaltigkeitskriterien orientierten Immobilienanlageformen kommen für Ihre Institution in Frage?	
Bitte ankreuzen / Mehrfachnennungen möglich	
Direkte Immobilienanlagen	
Offene Publikumsfonds	
Offene Spezialfonds	
Geschlossene Immobilienfonds	
Immobilien AGs	
REITs (Mouseover: Real Estate Investment Trusts = börsennotierte Immobilienkapitalgesellschaften)	

3. Nachhaltige Immobilienfonds

Block 3 nur, falls in Frage 13, geschlossener Immobilienfonds oder offener Immobilienfonds (offener Publikumsfonds, offener Spezialfonds, REITS, Immobilien AG)

Die folgenden Fragen konzentrieren sich auf indirekte Immobilienanlagen, in Form von offenen und geschlossenen Immobilienfonds, die ökologischen, sozialen und/oder ethischen Kriterien entsprechen. Diese werde im Folgenden mit nachhaltigen Immobilienfonds bezeichnet.

Fragenfilter F.13 falls geschlossener Immobilienfonds oder offener Immobilienfonds (offener Publikumsfonds, offener Spezialfonds, REITS, Immobilien AG)

14. Welches Interesse besteht in Ihrer Institution an nachhaltigen Immobilienfonds?	
Bitte ankreuzen	
Sehr starkes Interesse	
Starkes Interesse	
Durchschnittliches Interesse	
Sehr geringes Interesse	
Überhaupt nicht relevant	

Fragenfilter F.13 falls geschlossener Immobilienfonds oder offener Immobilienfonds
(offener Publikumsfonds, offener Spezialfonds, REITS, Immobilien AG)

15. Denken Sie, dass ein nachhaltiger Immobilienfonds langfristig (10 Jahre) eine bessere Rendite als ein herkömmlicher Immobilienfonds erzielen wird?	
Bitte ankreuzen	
Ja	
Es wird eine Rendite in ähnlicher Größenordnung erwartet	
Nein	
Falls Ja, aus welchen Gründen: F15a	

Fragenfilter F.13 falls geschlossener Immobilienfonds oder offener Immobilienfonds
(offener Publikumsfonds, offener Spezialfonds, REITS, Immobilien AG)

16. Welche Bedeutung messen Sie folgenden Eigenschaften einer Immobilie im Rahmen eines nachhaltigen Immobilienfonds bei?				
Bitte ankreuzen / Mehrfachnennungen möglich				
	Sehr wichtig	Wichtig	Eher unwichtig	Unwichtig
Gestalterische Qualität (Architektur)				
Technische Qualität (Mouseover: z.B. Wärmeschutz, Brandschutz, Schallschutz)				
Funktionale Qualität (Mouseover: z.B. Gebrauchstauglichkeit, Flexibilität der Raumaufteilung)				
Soziale Qualität (Mouseover: z.B. Komfort, Gesundheit, Barrierefreiheit)				
Ökonomische Qualität (Mouseover: z.B. Lebenszykluskosten, Mietausfallrisiko)				
Umweltqualität (Mouseover: z.B. Energieverbrauch, Wirkungen auf die lokale und globale Umwelt)				
Standortqualität (Mouseover: z.B. Verkehrsanbindung, Infrastruktur)				

Fragenfilter F.13 falls geschlossener Immobilienfonds oder offener Immobilienfonds (offener Publikumsfonds, offener Spezialfonds, REITS, Immobilien AG)

17. Welche Anforderungen müsste ein nachhaltiger Immobilienfonds als Anlageprodukt erfüllen, damit Sie ihn als attraktive Anlage akzeptieren?	
Bitte ankreuzen / Mehrfachnennungen möglich	
Zertifizierung	
Staatliches Labeling	
Privates Labeling	
Rating	
Regelmäßiger Nachhaltigkeitsbericht	
Sonstiges, und zwar:	

4. Abschlussfragen

Alle

18. Wie hoch war das Volumen der Kapitalanlagevermögen im Jahr 2006?	
Bitte angeben	
Kapitalanlagevermögen (Stichtag: 31.12.2006)	Millionen €
Keine Angabe	

Alle

19. So viel Prozent unserer (angelegten) Kapitalanlagen haben eine geplante...	
Bitte angeben in Prozent der gesamten Kapitalanlagen	
...kurzfristige Haltedauer bis zu einem Jahr	
...mittelfristige Haltedauer bis fünf Jahre	
...längerfristige Haltedauer von mehr als fünf Jahre	
Kontrolle	100%

Alle

20. Um wie viel Prozent wächst Ihr Kapitalanlagevermögen durchschnittlich in einen Jahr?	
Bitte ankreuzen	
Um so viel Prozent	

Anhang 2: Fragebogen der Befragung der Ratingagenturen

Name des Ansprechpartners, Name der Ratingagentur

Allgemein

- | 1. Welche Anlageklassen raten Sie? | | Wo sind die Schwerpunkte? |
|---|--------------------------|---------------------------|
| • Geschlossene Fonds | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| • Offene Fonds | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| • Derivate/Zertifikate | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| • Dienstleistungsgesellschaften im Bereich Anlagemanagement | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| • Immobilien | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| • Schiffe | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| • Aktien | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| • Renten | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| • Rohstoffe | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| • Private Equity | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| • Secondaries | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| • Sonstige | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| | _____ | <input type="checkbox"/> |
2. Wer sind Ihre Auftraggeber? An wen richten sich die Ergebnisse des Ratings?
3. Wie grenzen sich Ihre Bewertungsaufgaben regional ab?

Immobilienanlage Rating

1. Welche Anlageprodukte im Zusammenhang mit Immobilien raten Sie?
- | | |
|----------------------------------|--------------------------|
| • Immobilienfonds | <input type="checkbox"/> |
| • Offene | <input type="checkbox"/> |
| • Geschlossene | <input type="checkbox"/> |
| • Immobilienaktiengesellschaften | <input type="checkbox"/> |
| • REITs | <input type="checkbox"/> |
2. Gibt es Bewertungsaufgaben die Sie an einen externen Dienstleister weitergeben?
3. Falls ja, welche sind dies?

Immobilienfondsrating

1. In welchen Ländern befinden sich die Immobilien der Fonds die Sie bewerten?
2. Nach welchen Kriterien werden Immobilienfonds im Allgemeinen geratet, welche Kriterien betreffen die Immobilien im speziellen?
3. Welches sind die wichtigsten Eigenschaften eines Immobilienfonds um ein positives Rating zu erzielen?

Nachhaltigkeit

Die Bezeichnung der Nachhaltigkeit beruht meist auf der deutschen Übersetzung des englischen Begriffes „*sustainability*.“ Dieser Begriff beschreibt vor allem Attribute wie: Zukunftsfähig oder dauerhaft.

Die in der wissenschaftlichen Diskussion verwendete Definition der Nachhaltigkeit geht vom sogenannten „drei Säulen Modell“ aus. Das Drei-Säulen-Modell der nachhaltigen Entwicklung geht von der Vorstellung aus, dass nachhaltige Entwicklung nur durch das gleichzeitige und gleichberechtigte Umsetzen von umweltbezogenen, sozialen und wirtschaftlichen Zielen erreicht werden kann, da nur so sowohl die ökologische, als auch die ökonomische und die soziale Leistungsfähigkeit einer Gesellschaft sichergestellt und verbessert werden kann. Die drei Aspekte bedingen sich dabei gegenseitig.

1. Bewerten Sie Anlageprodukte die Nachhaltigkeitskriterien berücksichtigen?
Ja Nein Geplant
2. Falls Ja, um welche Art Produkte handelt es sich hierbei?
3. Was verstehen Sie unter dem Begriff Nachhaltigkeit?
4. Was sind Ihrer Ansicht nach die „Key Performance Indicators“ für ein nachhaltiges Investment?
5. Wie schätzen Sie ihr Know-how zum Thema nachhaltige Investments ein?
 - Sehr gut
 - Gut
 - Gering
 - Sehr gering

1. Wie schätzen Sie das Know-how der Rating – Branche in Deutschland bezüglich nachhaltigen Investments ein?
 - Sehr gut
 - Gut
 - Gering
 - Sehr gering
2. Wird das Thema Nachhaltigkeit in der Rating Branche diskutiert?
Ja Nein
3. Auf welche Weise wird das Thema Nachhaltigkeit beim Rating berücksichtigt?
4. Wie, denken Sie, wird sich der Bereich nachhaltige Investments mittelfristig entwickeln?
 - Unter Marktdurchschnitt
 - Wie der Markt
 - Über Marktdurchschnitt

Nachhaltige Immobilienfonds

1. In wie weit werden folgende Themen beim Immobilienfonds Rating berücksichtigt?

	Sehr wichtig		Unwichtig	
	1	2	3	4
• Gestalterische Qualität (Architektur)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Technische Qualität (z.B. Wärmeschutz, Brandschutz, Schallschutz....)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Funktionale Qualität (z.B. Flexibilität der Raumaufteilung)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Soziale Qualität (z.B. Komfort, Gesundheit, Barrierefreiheit...)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Ökonomische Qualität (z.B. Lebenszykluskosten, Mieteinnahmen...)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Umweltqualität (z.B. Energieverbrauch, Umwelteinflüsse...)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Lage	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

1. Welche Bewertungsansätze zum Thema nachhaltige Immobilien sind Ihnen bekannt?

- Breeam
- Leed
- Casbee
- Total Quality
- Minergie
- Green Building Tool
- Lense
- Andere

welche? _____

2. Was glauben Sie selbst ist wichtig bei nachhaltigen Immobilien?

3. Was glauben Sie ist dem Kunden bei nachhaltigen Immobilien wichtig?

4. Wie schätzen Sie die Marktchancen eines nachhaltigen Immobilienfonds ein?

5. Wer fragt Nachhaltigkeitsaspekte nach?

Anhang 3: Kurzvorstellung der Projektbeteiligten

A) Universität Stuttgart

Die Universität Stuttgart ist eine in der Region fest verankertes Innovationszentrum und stellt ihre Aktivitäten darauf ab, ihre bisherigen Leistungsschwerpunkte noch stärker hin zu einer interdisziplinär verankerten Forschung zu entwickeln. Die Abteilung Finanzwirtschaft der Universität greift diese Zielsetzung durch die Analyse der Transmissionswege und die Rolle der Finanzintermediäre als zentrale Instanzen zum Aufbau des Wechselspiels zwischen Unternehmensverhalten und Kapitalmarksanktion im Kontext nachhaltiger Entwicklung auf. Es werden hierbei besondere Kooperationsdesigns zur Linderung von allokatons-hemmenden Informationsasymmetrien und diskretionären Handlungsspielräumen angesprochen (etwa in Gestalt der Corporate Governance und Investor Relation-Maßnahmen) analysiert.

Name der Stelle:	Universität Stuttgart
	Fakultät für Wirtschaft- und Sozialwissenschaften
	Abteilung III – Finanzwirtschaft
Anschrift:	Kronenstr. 39
	D – 70174 Stuttgart
Telefon:	+49 (0)711 685-86001
Email:	h.schaefer@bwi.uni-stuttgart.de
Internet:	www.uni-stuttgart.de/finance
Projektleiter:	Herr Prof. Dr. Henry Schäfer
Mitarbeiter:	Herr Dipl.-Ing. Christian Gromer, MBA

B) Universität Karlsruhe

Die Universität Karlsruhe zählt zu den ältesten technisch orientierten Lehrinrichtungen Deutschlands. Ihr Stiftungslehrstuhl für die Ökonomie und Ökologie des Wohnungsbaus ist als interdisziplinäres Kompetenzzentrum anerkannt. Seine Arbeit richtet sich auf die Zusammenführung bewertungsmethodischer Grundlagen auf den Gebieten der Ökonomie und der Ökologie sowie durch Vorschläge zur Weiterentwicklung von Methoden, Hilfsmitteln und Produkten die Umsetzung von Prinzipien einer nachhaltigen Entwicklung in der Bau-, Immobilien- und Finanzbranche zu unterstützen.

Name der Stelle:	Universität Karlsruhe Fakultät für Wirtschaftswissenschaften Stiftungslehrstuhl für Ökonomie und Ökologie des Wohnungsbaus
Anschrift:	Kaiserstr. 12 D – 76131 Karlsruhe
Telefon:	+49 (0)721 608-8340
Email:	thomas.luetzkendorf@wiwi.uni.-karlsruhe.de
Internet:	housing.wiwi.uni-karlsruhe.de
Teilprojektleiter:	Herr Prof. Dr.-Ing. habil. Thomas Lützkendorf
Mitarbeiter:	Herr Dipl.-Wirtsch.-Ing. Christoph Rohde

C) Institut der Deutschen Wirtschaft Köln Consult GmbH

Als Beratungstochter des Instituts der Deutschen Wirtschaft verfügt die IW Consult über eine ausgeprägte Expertise in den Themenfeldern Bildung, Arbeitsmarkt sowie Wirtschafts- und Sozialpolitik. Die Gesellschaft verfügt über eine Datenbank mit über 800.000 aktuellen Unternehmensdaten, den sie als Grundstock für repräsentative Befragungen und das Trendanalyseinstrument „IW Zukunftspanel“ einsetzt.

Name der Stelle:	Institut der Deutschen Wirtschaft Köln Consult GmbH
Anschrift:	Gustav-Heinemann-Ufer 84-88 D – 50968 Köln
Telefon:	+49 (0)221 4981-759
Email:	lichtblau@iwkoeln.de
Internet:	www.iwconsult.de
Teilprojektleiter:	Herr Dr. Karl Lichtblau
Mitarbeiter:	Frau Dr. Adriana Neligan

D) WestLB AG

Die WestLB AG ist europäische Geschäftsbank mit Sitz in Nordrhein-Westfalen. Sie ist Sparkassenzentralbank und Bindeglied zu den internationalen Finanzmärkten für die Sparkassen in Nordrhein-Westfalen und Brandenburg. Von der Financial Times sowie der International Finance Corporation als Sustainable Bankers of the Year 2006 ausgezeichnet, ist das Nachhaltigkeitsmanagement der Bank darauf ausgerichtet, marktorientiert und innovativ mit den Herausforderungen nachhaltiger Entwicklung umzugehen.

Name der Stelle:	WestLB AG UB Vorstandsvorsitzender GB Generalsekretariat Sustainability Management
Anschrift:	Herzogstraße 15 D – 40217 Düsseldorf
Telefon:	+49 (0)221 826-6417
Email:	foster_deibert@westlb.de
Internet:	www.westlb.de
Teilprojektleiter:	Herr Foster Deibert
Mitarbeiter:	Herr Dr. Markus Scholand

E) rfu – Mag. Reinhard Friesenbichler Unternehmensberatung

Die rfu ist eine Unternehmensberatung mit Geschäftsschwerpunkt in den Bereichen Sustainability, Corporate Finance und KMU Management. Ihr Sitz ist in Wien, Österreich. Im Besonderen operiert sie in der Entwicklung und Begleitung marktfähiger Konzept- und Produktlösungen aus dem Bereich „nachhaltiger Geldanlagen“. Sie war maßgeblich beteiligt an der Konzeptionierung und Einführung des VÖNIX, des ersten Nachhaltigkeitsindex für österreichische Unternehmen. Ferner entwickelt sie den Blue Value Ethic Fund und das österreichische Umweltzeichen für Ethikfonds.

Name der Stelle:	rfu – Mag. Reinhard Friesenbichler Unternehmensberatung
Anschrift:	Anzengrubergasse 22 A – 1050 Wien
Telefon:	+43 (0) 1 7969999-0
Email:	friesenbichler@rfu.at
Internet:	www.rfu.at
Teilprojektleiter:	Herr Mag. Reinhard Friesenbichler

Literaturverzeichnis

- aba, 2005, Mit der Betriebsrente in eine sichere Zukunft, Auf den Seiten von Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e.V., URL: http://www.aba-online.de/seiten/Broschuere_Die_Betriebsrente_.pdf, Zugriff am: 11.07.2007.
- Abromeit-Kremser, B., 1986, Offene Immobilieninvestmentfonds: betriebswirtschaftliche Aspekte ihres Managements, (Schriftenreihe des Instituts für Kredit- und Versicherungswirtschaft, Abteilung Bankbetriebslehre, Hrsg. von Bühler, W., Band 13), Wien.
- AI CSRR, 2006, CSRR-QS 2.0, Auf den Seiten von AI CSRR Association for Independent Corporate Sustainability and Responsibility Research Brüssel, URL: www.csrr-qs.org/pdf/CSRRQS20German.pdf, Zugriff am: 03.12.2007.
- AI CSRR, 2007, Corporate sustainability and responsibility research quality standard, Auf den Seiten von AI CSRR Association for Independent Corporate Sustainability and Responsibility Research Brüssel, URL: www.csrr-qs.org/, Zugriff am: 03.12.2007.
- Alda, W./Lassen, J., 2005, Kapitalanlagegesellschaften, in: Schulte, K.-W., et al. (Hrsg.), 2005, Handbuch Immobilien-Investitionen, 2., vollständig überarbeitete Aufl., Köln, S. 87-121.
- Arden Realty Inc., 2007, Auf den Seiten von Arden Realty Inc., URL: <http://www.ardenrealty.com>, Zugriff am: 26.11.2007.
- Arge TQ, 2007, TQ-Gebäudezertifizierung mehr Qualität, weniger Risiko, Auf den Seiten von Arge TQ, URL: <http://www.argetq.at/index.htm>, Zugriff am: 04.12.2007.
- Armbruster, C., 2000, Entwicklung ökologieorientierter Fonds - eine Untersuchung im deutschsprachigen Raum und in Großbritannien, Köln.
- Avanzi SRI Research/Vigeo Italia, 2007, Green, social and ethical funds in Europe. 2007 Review, Auf den Seiten von Vigeo, URL: <http://www.vigeo.com/csr-rating-agency/news/news-vigeo/green-social-%26-ethical-funds-in-europe-%3a-sortie-du-rapport-2007.html>, Stand: Oktober 2007.
- BaFin (Hrsg.), 2005, Statistik der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht -Erstversicherungsunternehmen- 2004, Bonn und Frankfurt am Main.
- BaFin (Hrsg.), 2006, Statistik der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht -Erstversicherungsunternehmen- 2005, Bonn und Frankfurt am Main.
- BaFin (Hrsg.), 2007a, Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2006, Bonn, Frankfurt am Main.

- BaFin (Hrsg.), 2007b, Statistik der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht -Erstversicherungsunternehmen- 2006, Bonn und Frankfurt am Main.
- Bankhaus Ellwanger & Geiger, 2007, Zusammensetzung des E&G Dimax, Auf den Seiten von Bankhaus Ellwanger & Geiger, URL: [http://www.privatbank.de/web/cmseug.nsf/0/D4A6C0884E7F5B7BC12571E20047089F/\\$file/DIMLIST0.pdf?OpenElement](http://www.privatbank.de/web/cmseug.nsf/0/D4A6C0884E7F5B7BC12571E20047089F/$file/DIMLIST0.pdf?OpenElement), Stand: 01.01.2007.
- Bartelmus, P., 2001, Zur Rolle neuer Indikatoren in Nachhaltigkeitsmessung und -analyse, in: Bartelmus, P. (Hrsg.), 2001, Wohlstand entschleiern, Stuttgart, S. 11-38.
- Bartlett, E./Howard, N., 2000, Informing the decision makers on the cost and value of Green building, in: Building Research & Information, 28. Jg., Heft 5/6, S.315-324.
- Bartlsperger, S./Boutonnet, B./Loipfinger, S./Nickl, H./Nickl, L./Richter, U., 2007, Geschlossene Immobilienfonds, 5., überarbeitete und erweiterte Aufl., Stuttgart.
- Benston, G. J./Clifford, W. S. J., 1976, A transactions cost approach of the theory of financial intermediation, in: Journal of Finance, 31. Jg., Heft 2, S.215-231.
- Berg, B./Deisenrieder, B., 2007, Versicherungsgesellschaften - Immobilien-Portfoliomanagement bei einzelnen Immobilieninvestoren und -dienstleistern, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.), 2007, Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, Köln, S. 465-488.
- Bergius, S., 2007, Fondsbranche setzt auf mehr Nachhaltigkeit bei Immobilien, Auf den Seiten von Handelsblatt, URL: <http://www.handelsblatt.com/News/default.aspx? p=200729& t=ft& b=1332459>, Stand: 05.10.2007.
- Best, G./Heiny, J./Koeune, E./Schmidt-Narischkin, N., 2007, Die Übertragung von Pensionsansprüchen auf einen Pensionsfonds am Beispiel eines Großkonzerns, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 60. Jg., Heft 16, S.876-879.
- Betsch, O., 1998, Privatkundengeschäft quo vadis?, in: Betsch, O., et al. (Hrsg.), 1998, Handbuch Privatkundengeschäft - Entwicklung, State of the art, Zukunftsperspektiven, Frankfurt am Main, S. 1275-1292.
- BMBF, 2007, Klima-Forschungsgipfel, Dokumentationsband, Bundesministerium für Bildung und Forschung, Berlin.
- BMVBS (Hrsg.), 2001, Leitfaden Nachhaltiges Bauen, 1. Nachdruck (mit redaktionellen Änderungen), Berlin, Bonn.

- Bone-Winkel, S./Schulte, K.-W./Focke, C., 2005, Begriff und Besonderheiten der Immobilie als Wirtschaftsgut, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.), 2005, Immobilienökonomie Band 1 Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollständig überarbeitete und erweiterte Aufl., München, S. 3-25.
- Bönning, M., 2003, Umwelt- und Sozialstandards im Bereich Waldumwandlung und Waldwirtschaft, Banken-Rating, München.
- Brauer, K.-U., 2006, Einführung in die Immobilienwirtschaft, in: Brauer, K.-U. (Hrsg.), 2006, Grundlagen der Immobilienwirtschaft: Recht - Steuern - Marketing - Finanzierung - Bestandsmanagement - Projektentwicklung, 5., vollständig überarbeitete Aufl., Wiesbaden, S. 17-70.
- Braune, A./Sedlbauer, K./Kittelberger, S./Kreissieg, J., 2007, Kurzstudie: Potenziale des Nachhaltigen Bauens in Deutschland - Analysen der internationalen Strukturen, Auf den Seiten von Deutsche Gesellschaft für nachhaltiges Bauen, URL: http://www.dgnb.de/gesbc/potenziale_nachhaltiges_bauen_in_deutschland.pdf, Stand: März 2007.
- breeam, 2007, breeam ecohomes, Auf den Seiten von breeam, URL: <http://www.breeam.org/page.jsp?id=21>, Zugriff am: 04.12.2007.
- Brübach, J., 2005, Private Direktinvestitionen, in: Schulte, K.-W., et al. (Hrsg.), 2005, Handbuch Immobilien-Investitionen, 2., vollständig überarbeitete Aufl., Köln, S. 67-86.
- Bulwien, H., 2005a, Immobilienrating als Instrument der Risikobestimmung, in: Kredit & Rating Praxis, Heft 1/2005, S.1-5.
- Bulwien, H., 2005b, Überblick über Immobilieninvestoren und -anlageprodukte in Deutschland, in: Schulte, K.-W., et al. (Hrsg.), 2005b, Handbuch Immobilien-Investitionen, 2., vollständig überarbeitete Aufl., Köln, S. 45-66.
- Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.), 2007, Monatsbericht des BMF Mai 2007, Berlin.
- BVI (Hrsg.), 2005, Investment 2005 - Daten, Fakten, Entwicklungen, Frankfurt am Main.
- BVI (Hrsg.), 2006, Investment 2006 - Daten, Fakten, Entwicklungen, Frankfurt am Main.
- BVI (Hrsg.), 2007a, Investment 2007 - Daten, Fakten, Entwicklungen, Frankfurt am Main.
- BVI, 2007b, Offene Immobilienfonds verstärken Engagement im Ausland - Fondsmanager optimieren Portfolios durch 519 Transaktionen im Ein-Jahreszeitraum, Auf den Seiten von BVI, URL: <http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2007/pm210607/pm210607.pdf>, Stand: 21.06.2007.

- Cadmus, A./Bodecker, M. v., 2005, Immobilien-Aktiengesellschaften und REITs, in: Schulte, K.-W., et al. (Hrsg.), 2005, Handbuch Immobilien-Investitionen, 2., vollständig überarbeitete Aufl., Köln, S. 123-150.
- CalSTRS, 2007, Auf den Seiten von CalSTRS, URL: <http://www.calstrs.com>, Zugriff am: 26.11.2007.
- Care Group, 2006, Sample fact sheet standard life UK ethical, Auf den Seiten von Care Group AG Zürich, URL: http://cms.srifundsadvice.com/fileadmin/user/upload/StandardLife_UK_Ethical.pdf, Stand: Juni 2006.
- Care Group, 2007a, Rating methodology, Auf den Seiten von Care Group AG Zürich, URL: <http://cms.srifundsadvice.com/index.php?id=53/>, Zugriff am: 03.12.2007.
- Care Group, 2007b, SRI Funds advice, Auf den Seiten von Care Group AG Zürich, URL: <http://cms.srifundsadvice.com/>, Zugriff am: 03.12.2007.
- CASBEE, 2007, The assessment method employed by CASBEE, Auf den Seiten von Institute for Building Environment and Energy Conservation, URL: <http://www.ibec.or.jp/CASBEE/english/overviewE.htm>, Zugriff am: 04.12.2007.
- CSTB, 2007, Technical assessments and certifications of construction products and processes, Auf den Seiten von CSTB, URL: <http://international.cstb.fr/frame.asp?URL=/news>, Stand: 10.10.2007.
- DEGI (Hrsg.), 2007, Neue Perspektiven - Marktreport Deutschland 2007, Frankfurt am Main.
- Del Casino, J. J., 1995, Portfolio diversification considerations, in: Pagliari Jr., J. L. (Hrsg.), 1995, The Handbook of Real Estate Portfolio Management, Boston, Massachusetts, Burr Ridge, Illinois u.a., S. 912-966.
- Deloitte, 2001, Gerührt oder geschüttelt? Der kommende Shake-up im deutschen Finanzmarkt, Deloitte Research, London.
- Deml, M./May, H., 2005, Grünes Geld - Jahrbuch für ethisch-ökologische Geldanlagen 2005/2006, Stuttgart.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.), 2000, Kapitalmarktstatistik Februar 2000 - Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.), 2007a, Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1991 bis 2006, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.), 2007b, Kapitalmarktstatistik Februar 2007 - Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2, Frankfurt am Main.

- Deutsches Institut für Altersvorsorge, 2007, Die Vermögensentwicklung in Deutschland im internationalen Vergleich, Auf den Seiten von Deutsches Institut für Altersfürsorge, URL: <http://www.dia-vorsorge.de/downloads/df020329.pdf>, Zugriff am: 20.03.2007.
- DGAP, 2007, Fair Value Immobilien-Aktiengesellschaft erlangt REIT-Status, Auf den Seiten von Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität, URL: <http://www.dgap.de/dgap/static/News/?newsType=&newsID=191349>, Stand: 06.12.2007.
- Diamond, D. W., 1984, Financial intermediation and delegated monitoring, in: Review of Economic Studies, 51. Jg., Heft 166, S.393-414.
- DIN Deutsches Institut für Normung, 1998, DIN EN 45020:1998 Normung und damit zusammenhängende Tätigkeiten – Allgemeine Begriffe.
- DIN Deutsches Institut für Normung, 2007, Standardisierung, Auf den Seiten von Deutsches Institut für Normung e.V. Berlin, URL: www.din.de/cmd?level=tpl-rub-rik&menuid=47420&cmsareaid=47420&cmsrubid=48560&menurubricid=48560&languageid=de, Zugriff am: 03.12.2007.
- Dr. Dr. Heissmann GmbH, 2004, Heissmann Stiftungs-Studie 2004 - Planung, Anlage und Kontrolle von Stiftungsvermögen bei deutschen Stiftungen, Auf den Seiten URL: [http://www.heissmann.de/fileadmin/user_upload/dokumente/Stiftungsstudie_2004.pdf](http://www.heissmann.de/fileadmin/user_upload/dokumente/Studien/Stiftungsstudie_2004.pdf), Stand: November 2004.
- Dr. Upgang AG, 2007, Auf den Seiten von Dr. Upgang AG, URL: <http://www.upgang.de/index.html>, Zugriff am: 26.11.2007.
- EBS, 2007, Der Beitrag der finanzwirtschaftlichen Perspektive zur Hightech-Strategie zum Klimaschutz / Klimaforschungsstrategie, Präsentationsdokumentation vom 17.09.2007, European Business School, Oestrich-Winkel.
- EcoEffect, 2007, Summary of the EcoEffect method for environmental assessment of building environment, Auf den Seiten von EcoEffect, URL: <http://www.ecoeffect.tk/>, Zugriff am: 04.12.2007.
- Edwards, B., 2006, Benefits of Green offices in the UK - analysis from examples built in the 1990s, in: Sustainable Development, 14. Jg., Heft 3, S.190-204.
- Elton, E. J./Gruber, M. J./Brown, S. J./Goetzmann, W. N., 2007, Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, 7. Aufl., New York.
- Enquete-Kommission, 1998, Schutz des Menschen und der Umwelt - Ziele und Rahmenbedingungen einer nachhaltig zukunftsverträglichen Entwicklung, Auf den Seiten von Deutscher Bundestag, URL: <http://dip.bundestag.de/btd/13/112/1311200.asc>, Zugriff am: 05.02.2008.

- Entzian, T., 2003, Der Immobilien-Spezialfonds boomt weiter, in: Immobilien & Finanzierung, Heft 13/2003, S.444-455.
- Entzian, T., 2005, Come-back der Immobilien-Spezialfonds, in: Immobilien & Finanzierung, Heft 16/2005, S.570-583.
- Entzian, T., 2007, REITs als Konkurrenz zum Immobilien-Spezialfonds spürbar, in: Immobilien & Finanzierung, Heft 16/2007, S.839-841.
- Ethibel, 2007, The collective European quality label for socially responsible investment funds, Auf den Seiten von Ethibel Brüssel, URL: www.ethibel.com/subse/2label/main.html, Zugriff am: 03.12.2007.
- Eurosif, 2003, Socially responsible investment among European institutional investors, Auf den Seiten von Eurosif, URL: http://www.eurosif.org/publications/sri_studies, Zugriff am: 24.07.2007.
- Eurosif, 2004, Eurosif Transparenz-Leitlinien für Publikumsfonds, Auf den Seiten von Eurosif, URL: www.eurosif.org/publications/retail_transparency_guidelines/download_guidelines_related_documents, Zugriff am: 03.12.2007.
- Eurosif, 2006, European SRI Study, Auf den Seiten von Eurosif, URL: http://www.eurosif.com/publications/sri_studies, Zugriff am: 23.03.2007.
- Eurosif, 2007a, Retail transparency guidelines, Auf den Seiten von Eurosif, URL: www.eurosif.org/publications/retail_transparency_guidelines, Zugriff am: 03.12.2007.
- Eurosif, 2007b, Sector Report No. 7, Real Estate, European Social Investment Forum, Paris.
- Eurosif, 2007c, Signatories and responses, Auf den Seiten von Eurosif, URL: www.eurosif.org/publications/retail_transparency_guidelines/signatories_responses, Zugriff am: 03.12.2007.
- Fama, E. F., 1970, Efficient capital markets - a review of theory and empirical work, in: Journal of Finance, 25. Jg., Heft 2, S.383-417.
- Fama, E. F., 1991, Efficient capital markets: II, in: Journal of Finance, 46. Jg., Heft 5, S.1575-1617.
- FERI, 2006, Feri Immobilien Research - Standorte, Objekte, Fonds, Auf den Seiten von Feri, URL: http://frr.feri.de/UserFiles/File/frr/Praes_ImmobilienResearch.pdf, Stand: Juni 2006.
- Feri, 2007a, Feri-Umfrage: 77 Prozent der institutionellen Investoren wollen Immobilienanteil erhöhen, Auf den Seiten von Feri Rating & Research GmbH, URL: <http://frr.feri.de/UserFiles/File/frr/Pressemitteilungen/PM22.01.07.pdf>, Stand: 22.01.2007.

- Feri, 2007b, Feri-Umfrage: Institutionelle Investoren sehen REITs im mittleren Chancen-Risiko-Bereich, Auf den Seiten von Feri Rating & Research GmbH, URL: <http://frr.feri.de/UserFiles/File/frr/Pressemitteilungen/PM29.01.07.pdf>, Stand: 29.01.2007.
- Figge, F./Hahn, T., 2004, Sustainable Value Added, Measuring Corporate Contributions to Sustainability Beyond Eco-Efficiency, in: Ecological Economics, Heft 2/2004, S.173-187.
- Finke, R., 2007, Vermögensreport 2007, Allianz Dresdner Economic Research, Working Paper Nr.: 89, o.O.
- Forum Nachhaltige Geldanlagen, 2007, Protokoll zum Workshop „Labels im Bereich nachhaltiger Geldanlagen“.
- Funke, N., 2000, Die Zukunft der europäischen Bankenlandschaft, in: Löchel (Hrsg.), 2000, Finanzmärkte in Euroland, Funktionsbedingungen und Perspektiven, Frankfurt am Main, S. 49-68.
- GAG, 2007, Lu teco - Raum für Technologien, Auf den Seiten von GAG Ludwigshafen am Rhein Aktiengesellschaft für Wohnungs-, Gewerbe- und Städtebau, URL: <http://www.lu-teco.de/luteco.html>, Zugriff am: 04.12.2007.
- Garz, H./Volk, C./Gille, M., 2002, Lust auf mehr? - SRI: Performance mit gutem Gewissen, WestLB Panmure, Düsseldorf.
- Garz, H./Volk, C./Schneider, H., 2003, Inside SRI - Update "Mehr Lust als Last" & Blick auf neue Index-Strukturen, WestLB Equity Markets, Düsseldorf.
- Gehrlein, U., 2000, Nachhaltige Entwicklung, Geschichte, Gegenwart und Umsetzungsperspektiven eines Leitbilds, in: Gehrlein, U. (Hrsg.), 2000, Wege zur Zukunftsbeständigkeit, Münster, S. 11-34.
- Goetz, F./Czymmek, F., 2002, Der Beitrag des Öko-Rating für die unternehmerischen Stakeholder, Universität Köln, 12. Arbeitsbericht zum Umweltmanagement, Köln.
- Gondring, H., 2004, Immobilienwirtschaft - Handbuch für Studium und Praxis, München.
- Graubner, C.-A., 2007, Studie zur Nachhaltigkeitszertifizierung von Gebäuden, Technische Universität Darmstadt, Darmstadt.
- Graubner, C.-A./Lützkendorf, T., 2007, Studie zur Nachhaltigkeitszertifizierung von Gebäuden, Technische Universität Darmstadt Fachbereich Bauingenieurwesen und Geodäsie Institut für Massivbau, Darmstadt.
- Graulich, K., 2004, Altersvorsorgeprodukte und Nachhaltige Geldanlagen als EcoTopTen-Produkte, Auf den Seiten von Öko-Institut e.V. Freiburg, URL: www.oeko.de/oekodoc/258/2004-037-de.pdf, Stand: Dezember 2007.

- Grazek, U./Schoenheit, I., 2003, Bewertung ethisch-ökologischer Finanzdienstleistungsprodukte, imug Institut für Markt-Umwelt-Gesellschaft e.V., Working Paper 13/2003, Hannover.
- Gresch Partner, 2003, Labels - Kennzeichnung von Produkten. Methodik zur Beschreibung und Beurteilung von Produkt-Label-Systemen, in: Schweizerische Normen-Vereinigung (Hrsg.), 2003, SNV Publikation, Winterthur,
- Guay, T./Doh, J. P./Sinclair, G., 2004, Non-governmental organizations, shareholder activism, and socially responsible investments - ethical, strategic, and governance implications, in: Journal of Business Ethics, 52. Jg., Heft 1, S.125-139.
- Häcker, K., 2007, Mit Geld richtig umgehen, in: Wirtschaft und Unterricht, Heft 1/2007,
- Häggi, M., 2000, Direkte versus indirekte Immobilienanlagen, in: Vision, Heft 2/2000, S.3-4.
- Hahn, O., 1983, Finanzwirtschaft, Landsberg.
- Hamm, B., 2006, Maßnahmen zur Stärkung von Sozial verantwortlichem Investieren (SRI): Vorschläge für die deutsche Entwicklungszusammenarbeit, Deutsches Institut für Entwicklungspolitik, Discussion Paper, Nr. 6/2006, Bonn.
- Hammerson plc, 2007, Auf den Seiten von Hammerson, URL: <http://www.hammerson.com/pages/1/Home.stm>, Zugriff am: 26.11.2007.
- Hansen, U./Schoenheit, I., 2001, Transparenz an den Finanzmärkten unter dem Gesichtspunkt des nachhaltigen Wirtschaftens, in: UmweltWirtschaftsForum, 9. Jg., Heft 4, S.23-29.
- Hartmann-Wendels, T./Pfungsten, A./Weber, M., 2004, Bankbetriebslehre, 3., überarb. Aufl., Berlin u.a.
- Hausinfo, 2007, Minergie ECO, Auf den Seiten von Hausinfo, URL: <http://www.hausinfo.ch/home/de/gebaeude/energie/minergie/Minergie-Eco.html>, Zugriff am: 04.12.2007.
- Hegger, M./Fuchs, M., 2007, Qualitäts Zertifikate, Auf den Seiten von Fachgebiet Entwerfen und Energieeffizientes Bauen, URL: <http://www.architektur.tu-darmstadt.de/powerhouse>, Zugriff am: 04.12.2007.
- Hegner, H., 2007, Der BMVBS-Leitfaden "Nachhaltiges Bauen" Zertifizierung nachhaltiger Gebäude Forschungsaktivitäten, Vortrag auf dem Kongress: Nachhaltiges Planen, Bauen und Betreiben von Gebäuden.
- Hein, S., 2007, Alstria Office REIT-AG, in: Smart Investor Special "Immobilienaktien 2007", S.14-15.

- Hermes, 2006, Responsible Property Investment, Defining the Challenge, Hermes Real Estate, London.
- Hermes Pension Management Limited, 2007, Auf den Seiten von Hermes Pensions Management Limited, URL: <http://www.hermes.co.uk/index.htm>, Zugriff am: 26.11.2007.
- Hermes, V., 2007, Grips nicht in neue Siegel stecken, in: Absatzwirtschaft, Sonderheft zum Deutschen Marketing Tag, S.160-165.
- Höfer, R./Ververs, D., 2007, Betriebliche Altersversorgung: Ausgliederung durch Contractual Trust Arrangement oder Pensionsfonds?, in: Der Betrieb: Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Arbeitsrecht, 60. Jg., Heft 25, S.1365-1368.
- Höpfner, K.-U., 1995, Projektfinanzierung, Erfolgsorientiertes Management einer bankbetrieblichen Leistungsart, Göttingen.
- Hübner, R./Schwaiger, M. S./Winkler, G., 2004, Indirekte Immobilienanlagen im Portfoliomanagement am Beispiel des deutschen Marktes, in: Financial Markets and Portfolio Management, 18. Jg., Heft 2, S.181-198.
- imug-muk, 2001, Der Markt für sozial-ökologische Geldanlagen in Deutschland - Ergebnisse einer repräsentativen Privatanlegerbefragung, imug Institut für Markt, Umwelt, Gesellschaft e.V. an der Universität Hannover, Lehrstuhl für Marketing I (Markt und Konsum) der Universität Hannover, imug-muk-Arbeitspapier Nr. 13/2001, Hannover.
- imug, 2001, Der Markt für sozialökologische Geldanlagen in Deutschland - Ergebnisse einer repräsentativen Privatanlegerbefragung, imug Institut für Markt, Umwelt, Gesellschaft e.V. an der Universität Hannover, Hannover.
- International Initiative for a Sustainable Built Environment, 2007, Energy and environmental issues in the building sector, Auf den Seiten von International Initiative for a Sustainable Built Environment, URL: <http://greenbuilding.ca>, Zugriff am: 04.12.2007.
- Investa Property Group, 2007, Auf den Seiten von Property Group, URL: <http://www.investa.com.au>, Zugriff am: 26.11.2007.
- IPPC, 2007, Fourth assessment report - climate change 2007 - synthesis report, Auf den Seiten von IPCC, URL: http://www.ipcc.ch/pdf/assessment-report/ar4/syr/ar4_syr_spm.pdf, Stand: 17.11.2007.
- ISO, 2007, How conformity assessment works, Auf den Seiten von International Organization for Standardization (ISO), URL: www.iso.org/iso/resources/conformity_assessment/how_conformity_assessment_works.htm, Zugriff am: 03.12.2007.

- IVA, 2007, Die Assetklasse "Immobilien" im Portfoliomanagement - Analyse der Auswirkungen einer Aufnahme verschiedener Immobilieninvestments in Portfolios von professionellen Investoren und Privatanlegern, München.
- Jones Lang LaSalle, 2007, CAPITAL MARKETS NEWSLETTER - 4. Quartal 2006 - Die deutschen Investmentmärkte im Überblick, Auf den Seiten von Jones Lang LaSalle, URL: <http://www.joneslanglasalle.de/de-DE/research/researchabstract?artid=1869>, Zugriff am: 14.08.2007.
- Kats, G., 2003, The costs and financial benefits of Green Buildings - a report to California's sustainable building task force, Auf den Seiten von Green Communities Initiative, URL: <http://www.greencommunitiesonline.org/downloads/The%20Costs%20and%20Financial%20Benefits%20of%20Green%20Buildings.pdf>, Zugriff am: 26.07.2007.
- Kleiber, W., 2006, WertR 06 Wertermittlungsrichtlinien 2006; Sammlung amtlicher Texte zur Ermittlung des Verkehrswerts von Grundstücken mit Normalherstellungskosten - NHK 2000, 9. Aufl., Köln.
- Kleiber, W./Simon, J., 2007, Verkehrswertermittlung von Grundstücken - Kommentar und Handbuch zur Ermittlung von Verkehrs-, Versicherung- und Beleihungswerten unter Berücksichtigung von WertV und BelWertV, 5., vollständig neu bearbeitete und erweiterte Aufl., Köln.
- Klemm, B., 2006, Sicherung von Ansprüchen und Anwartschaften auf Leistungen der betrieblichen Altersversorgung durch Contractual Trust Agreements ("CTA") - What's new?, in: Betriebliche Altersversorgung, Heft 2/2006, S.132-138.
- Klug, W., 2004, Offene Immobilienfonds, Frankfurt am Main.
- Knepel, H., 2005, Finanzmärkte, Immobilienmärkte, Geldpolitik, in: Fitzenberger, B. (Hrsg.), 2005, Empirische Wirtschaftsforschung - Festschrift für Prof. Dr. Reinhard Hujer, S. 189-221.
- König, P., 2005, CTAs - die Pensionsfonds der Zukunft, Auf den Seiten von DVFA - Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management, URL: http://www.dvfa.org/files/home/application/pdf/CTAs_PI_Mar_2005.pdf, Stand: 09.03.2005.
- Kunath, A., 2005, Fondsinitiatoren, in: Schulte, K.-W., et al. (Hrsg.), 2005, Handbuch Immobilien-Investitionen, 2., vollständig überarbeitete Aufl., Köln, S. 151-171.
- Land Lease, 2007, Auf den Seiten von Land Lease, URL: <http://www.calstrs.com>, Zugriff am: 26.11.2007.
- Land Securities Group, 2007, Auf den Seiten von Land Securities Group, URL: <http://www.landsecurities.com/index.asp?PageID=1>, Zugriff am: 26.11.2007.

- Lebensministerium, 2004a, Anhang zur Richtlinie Österreichisches Umweltzeichen UZ49 Grüne Fonds UZ49.
- Lebensministerium, 2004b, Prüfprotokoll Österreichisches Umweltzeichen UZ49 Grüne Fonds UZ49.
- Lebensministerium, 2004c, Richtlinie Österreichisches Umweltzeichen UZ49 Grüne Fonds UZ49.
- Lebensministerium, 2007a, Ausgezeichnete Produkte, Auf den Seiten von Bundesministerium für Land- und Forstwirtschaft, Umwelt und Wasserwirtschaft Wien, URL: www.umweltzeichen.at/article/articleview/51857/1/15169/, Zugriff am: 03.12.2007.
- Lebensministerium, 2007b, Das Österreichische Umweltzeichen, Auf den Seiten von Bundesministerium für Land- und Forstwirtschaft, Umwelt und Wasserwirtschaft Wien, URL: www.umweltzeichen.at, Zugriff am: 03.12.2007.
- Lebensministerium, 2007c, Der „Beirat Umweltzeichen“, Auf den Seiten von Bundesministerium für Land- und Forstwirtschaft, Umwelt und Wasserwirtschaft Wien, URL: www.umweltzeichen.at, Stand: November 2007.
- Lebensministerium, 2007d, Unser Leitbild, Auf den Seiten von Bundesministerium für Land- und Forstwirtschaft, Umwelt und Wasserwirtschaft Wien, URL: www.umweltzeichen.at/article/articleview/51945/1/16197/, Stand: August 2007.
- Lechner, R./Fröhlich, T./Humenberger, J./Kukovnjak, M., 2006, IMMO-RATE - Leitfaden für das Immobilienrating nachhaltiger Wohnbauten, Wien.
- Leopoldsberger, G./Thomas, M., 2004, Bewertung von Unternehmensimmobilien, in: Schulte, K.-W./Schäfers, W. (Hrsg.), 2004, Handbuch Corporate Real Estate Management, 2., aktualisierte und erweiterte Aufl., Köln, S. 137-168.
- Liberty Property Trust, 2007, Auf den Seiten von Liberty Property Trust, Zugriff am: 26.11.2007.
- Linklaters, 2007, Who's afraid of the big Green Building, Linklaters LLP, London.
- Loew, T., 2002, Internationale Entwicklung der Regulierungen zur Förderung ökologisch-ethischer Finanzdienstleistungen, IÖW - Institut für ökologische Wirtschaftsforschung gGmbH, Diskussionspapier des IÖW 56/02, Berlin.
- Loew, T./Anelke, K./Braun, S./Clausen, J., 2004, Bedeutung der internationalen CR-Diskussionen für Nachhaltigkeit und die sich daraus ergebenden Anforderungen an Unternehmen mit Fokus Berichterstattung, Endbericht an das Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit.

- Loipfinger, S., 2007a, Marktanalyse der Beteiligungsmodelle 2007, in: Der Immobilienbrief, Nr.: 132 Spezial Geschlossene Fonds, 05. KW / 01.02.2007, 13-32, Auf den Seiten von Der Immobilienbrief, URL: <http://www.rohmert.de/derimmobilienbrief/pdf/2007/182.pdf>, Zugriff am: 11.07.2007.
- Loipfinger, S., 2007b, Marktanalyse der Beteiligungsmodelle 2007 - geschlossene Immobilienfonds, Schiffsbeteiligungen, Private Equity Publikumsfonds, New Energy Fonds, Spezialitätenfonds, Medien- und Leasingfonds, Rosenheim.
- Loos, C., 2005, Strategien institutioneller Immobilieninvestoren - Ein kompetenzbasierter Strategieansatz am Beispiel offener Immobilienfonds, (Immobilienwirtschaftliche Forschungen in Theorie und Praxis, Hrsg. von Pfnür, A., Band 2), Frankfurt am Main, (zugl. Diss., Technische Universität Darmstadt, 2005).
- Löwe, C., 2007, Die Bedeutung von Labels für Umwelt- und Sozialstandards, Workshopdokumentation vom 12.02.2007, Umweltbundesamt, Dessau.
- Lützkendorf, T., 2002, Nachhaltiges Planen, Bauen und Bewirtschaften von Bauwerken - Ziele, Grundlagen, Stand und Trends Bewertungsmethoden und -hilfsmittel, Auf den Seiten von Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung, URL: http://www.bbr.bund.de/nn_22252/DE/ForschenBeraten/Bauwesen/NachhaltigesBarrierefreiesBauen/NachhaltigesBauen/Forschung/pdf_NachhaltBauPlan.templateId=raw.property=publicationFile.pdf/pdf_NachhaltBauPlan.pdf, Stand: Mai 2002.
- Lützkendorf, T., 2007, Ziele, Grundlagen und Hilfsmittel für die Bewertung von Gebäuden, Vortrag auf dem Kongress: Nachhaltiges Planen, Bauen und Betreiben von Gebäuden, Berlin.
- Lützkendorf, T./Lorenz, D., 2005, Nachhaltigkeitsorientierte Investments im Immobilienbereich - Trends, Theorie und Typologie, Stiftungslehrstuhl Ökonomie und Ökologie des Wohnungsbaus, Karlsruhe.
- Lützkendorf, T./Lorenz, D./Kertes, J., 2006, Gestaltung und Nutzung des Basel-II konformen Objekt-Rating für eine kostengünstige Finanzierung qualitativ hochwertiger und ökologisch vorteilhafter Neubau- und Sanierungsprojekte im Wohnungsbau, Auf den Seiten von Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung, URL: http://www.bbr.bund.de/nn_21782/DE/Forschungsprogramme/FoerderungBauforschung/Baukosten/Downloads/DL_2495_20Basel-II_20konformen_20Objekt-Rating.templateId=raw.property=publicationFile.pdf/DL_2495%20Basel-II%20konformen%20Objekt-Rating.pdf, Stand: August 2006.
- Maier-Rigaud, 1997, Schritte zur ökologischen Marktwirtschaft, Marburg.

- Maier, K. M., 2007, Risikomanagement im Immobilien- und Finanzwesen - Ein Leitfaden für Theorie und Praxis, 3., überarbeitete und erweiterte Aufl., Frankfurt am Main.
- Malin, N., 2007, Valuing Green Buildings, in: Environmental Building News, 16. Jg., Heft 11, S.11-19.
- MarkenG, 1994, Gesetz über den Schutz von Marken und sonstigen Kennzeichen, veröffentlicht im BGBl. I S. 3082, vom 25.10.1994.
- Mecking, C., 2005, Stiftungslandschaft in Deutschland - Das aktuelle Erscheinungsbild der deutschen Stiftungen, in: Die Roten Seiten zum Magazin Stiftung&Sponsoring, Heft 2/2005, S.1-27.
- Meichssner, P., 2007, Deutschland schließt die Lücke - Gesetz zur Einführung der REITs verabschiedet, in: Going Public, Heft 5/2007, S.80-82.
- Meier, C./Blickle, J., 2005, Kirchliches Immobilienmanagement am Beispiel der Evangelischen Kirchen, in: Schulte, K.-W., et al. (Hrsg.), 2005, Handbuch Immobilien-Investitionen, 2., vollständig überarbeitete Aufl., Köln, S. 255-271.
- Merton, R. C., 1987, A simple model of capital market equilibrium with incomplete information, in: Journal of Finance, 42. Jg., Heft 3, S.483.
- Michaelsen, L., 2001, Informationsintermediation für Privatanleger am Aktienmarkt unter besonderer Berücksichtigung des Neuen Marktes, Lohmar.
- Middelmann, U., 2003, Krisentherapie, Welche Medizin kann tatsächlich heilen?, in: Die Bank, Heft 4/2003, S.234-239.
- Minergie, 2007, Minergie ECO, Auf den Seiten von Minergie, URL: <http://www.minergie.ch/index.php?standards-8.1>, Zugriff am: 04.12.2007.
- Moeller, G., 2001, Grundzüge des Marken- und Marketingmanagements, Vortragsfolien, Auf den Seiten von Bauhaus-Universität Weimar Fakultät Medien Weimar, URL: www.uni-weimar.de/medien/management/sites/ss2001/marken/marken_content/brandman_01.pdf, Zugriff am: 03.12.2007.
- Moody's, 2007, Hinweise zum erstmaligen Ratingerteilen, Auf den Seiten von Moody's, URL: <http://www.moody's.com/deutschland/mdcsHighlightsPage.aspx?mdcsId=4&template=ratingservices§ion=ratingservices>, Zugriff am: 12.12.2007.
- Moskowitz, M. R., 1972, Choosing socially responsible stocks, in: Business & Society Review, Heft 1/1972, S.71-75.
- Nack, U., 2007, Direkte vs. indirekte Immobilieninvestitionen, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.), 2007, Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, Köln, S. 145-158.

- Nelson, P., 1970, Information and consumer behaviour, in: Journal of Political Economy, 78. Jg., Heft 2, S.311-329.
- o.V., 2004, Gewissenhaft anlegen, in: FINANZtest, Heft 10/2004, S.36-43.
- ÖGUT, 2005, Nachhaltigkeitsprüfung für Mitarbeitervorsorgekassen - Erhebungsbogen.
- ÖGUT, 2007a, Nachhaltigkeitszertifizierung von Mitarbeitervorsorgekassen und Pensionskassen, Auf den Seiten von ÖGUT Österreichische Gesellschaft für Umwelt und Technik Wien, URL: www.gruenesgeld.at/mitarbeitervorsorge/index.php, Zugriff am: 03.12.2007.
- ÖGUT, 2007b, Über die ÖGUT, Auf den Seiten von ÖGUT Österreichische Gesellschaft für Umwelt und Technik Wien, URL: www.oegut.at/de/portrait/index.php, Zugriff am: 03.12.2007.
- Öko-Institut, 2007, Nachhaltige Investmentfonds bei EcoTopTen, Auf den Seiten von Öko-Institut e.V. Freiburg,, URL: www.ecotopten.de/prod_fonds_prod.php, Stand: 01.04.2007.
- Panda Investment Management, 2007, Unsere Produkte, Auf den Seiten von Panda Investment Management GmbH Frankfurt am Main, URL: www.pandaim.de/site/unsere_produkte.php?id=41, Zugriff am: 03.12.2007.
- Payne, J./Bettmann, J./Johnson, E., 1992, Behavioral decision research - a constructive processing perspective, in: Annual Review of Psychology, 43. Jg., S.87-131.
- Peridon, L./Steiner, M., 1995, Finanzwirtschaft der Unternehmung, München.
- Pfnür, A., 2002, Betriebliche Immobilienökonomie, Heidelberg, (zugl. Habilitationsschr., Universität Hamburg, 2001).
- Pfnür, A., 2007, Investment-based real estate portfolio management, in: Zeitschrift für immobilienwissenschaftliche Forschung und Praxis, Heft 4/2007, S.2-7.
- Pfnür, A./Armonat, S., 2001, Immobilienkapitalanlage institutioneller Investoren - Risikomanagement und Portfolioplanung, Arbeitsbereich öffentliche Wirtschaft am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg, Arbeitspapier Nr. 26, Hamburg.
- Pilz, G., 2007, Immobilienaktien und REITs, 1. Aufl., München.
- Pivo, G., 2004, A call for the creation of socially responsible real estate investment products, Arbeitspapier, Tuscon.

- Priewasser, E., 2000, Rahmenbedingungen des Veränderungsprozesses in Kreditinstituten, in: Prieswasser/Kleinheyer (Hrsg.), 2000, Handbuch Veränderungsmanagement und Restrukturierung im Kreditgewerbe, Frankfurt am Main, S. 167-196.
- Prosch, T., 2007, Die Entwicklung des Immobilienmarktes seit den 1980er Jahren, Saarbrücken.
- PRUPIM, 2006, PRUPIM Sustainability Report 2006, Auf den Seiten von PRUPIM, URL: http://www.prupim.com/site/media/documents/2479_Sustainability_Report_Executive_Summary_2006.pdf, Stand: 09.10.2006.
- Rauschenberger, R., 2002, Nachhaltiger Shareholder Value - Integration ökologischer und sozialer Kriterien in die Unternehmensanalyse und in das Portfoliomanagement, (Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Hrsg. von Geiger, H., et al., Band 333), Bern u.a.
- Rehkugler, H., 2005, Die Bewertung von Immobiliengesellschaften, in: Franke, H.-H./Rehkugler, H. (Hrsg.), 2005, Immobilienmärkte und Immobilienbewertung, München, Darmstadt u.a., S. 303-330.
- Rehkugler, H., 2006, "Faire" Bewertung von REITs - Der Net Asset Value (NAV) als nützlicher Indikator, in: Going Public, Heft 3/2006, S.91-93.
- Rehkugler, H./Jandura, I./Morawski, J., 2005, Immobilien als Bestandteil von Vermögensportfolios, in: Franke, H.-H./Rehkugler, H. (Hrsg.), 2005, Immobilienmärkte und Immobilienbewertung, München, Darmstadt u.a., S. 3-53.
- Reul, G./von Stengel, R., 2007, Investmentprozess, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.), 2007, Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, Köln, S. 407-425.
- RIAA, 2005, SRI Symbol, Auf den Seiten von RIAA Responsible Investment Association Australasia Sydney, URL: www.eia.org.au/files/GLH9EIMDOW/Certification-Program-Brochure.pdf, Zugriff am: 03.12.2007.
- RIAA, 2007a, About RIAA, Auf den Seiten von RIAA Responsible Investment Association Australasia Sydney, URL: www.eia.org.au/html/s01_home/home.asp, Zugriff am: 03.12.2007.
- RIAA, 2007b, Responsible Investment Certification Program, Auf den Seiten von RIAA Responsible Investment Association Australasia Sydney, URL: www.eia.org.au/html/s02article/articleview.asp?id=270&navcatid=235&n_avtopid=89#CERTIFICATION, Zugriff am: 03.12.2007.
- RIAA, 2007c, Who's certified, Auf den Seiten von RIAA Responsible Investment Association Australasia Sydney, URL: www.eia.org.au/html/s01_home/home.asp, Zugriff am: 03.12.2007.

- RICS, 2005, Green value - green buildings good for business, Auf den Seiten von RICS, URL: <http://www.rics.org/Practiceareas/Property/Green+value.htm>, Stand: 24.10.2005.
- Riedel, S., 2005, Mysteryshopping in deutschen Banken - Probleme und Herausforderungen beim Vertrieb nachhaltiger Finanzprodukte, Auf den Seiten von imug Institut für Markt-Umwelt-Gesellschaft e.V. Hannover, URL: www.imug.de/pdfs/investment/hp_imug_Mysteryshopping_Banken_2005.pdf, Zugriff am: 03.12.2007.
- Riesmeier, K., 2007, Immobilien-Spezialfonds und REITs - Geschwister oder Gegner?, in: Immobilien & Finanzierung, Heft 16/2007, S.549-551.
- Ross, S. A./Westerfield, R. W./Jaffe, J. F., 2007, Corporate Finance, Boston u.a.
- Rottke, N. B./Schlump, P., 2007, Strategieentwicklung, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.), 2007, Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, Köln, S. 39-64.
- Rußig, V., 2005, Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft, (Zeitschrift für Immobilienökonomie, Hrsg. von gif, Sonderausgabe 2005), Wiesbaden.
- SAM Index, 2005, Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI) - Annual Review 2005, Auf den Seiten von SAM Indexes GmbH, URL: http://www.sustainability-indexes.com/djsi_pdf/publications/Presentations/DJSI_PRT_050907_Review.pdf, Stand: 07.09.2005.
- SBI, 2007, Nachhaltiges Investment, Auf den Seiten von Sustainable Business Institute an der European Business School Oestrich-Winkel, URL: www.nachhaltiges-investment.org/, Stand: November 2007.
- Schäfer, H., 2000, Ethische Finanzdienstleistungen – Forschungsaufriß zu Marktstrukturen, kapitalmarkttheoretischen Besonderheiten und absatzwirtschaftlichen Konsequenzen, Universität Siegen, Bericht 02/2000, Siegen.
- Schäfer, H., 2002, Unternehmensfinanzen - Grundzüge in Theorie und Management, 2., überarb. und erw. Aufl., Heidelberg.
- Schäfer, H., 2003a, Nicht-finanzielle Bestimmungsfaktoren des Anlageverhaltens deutscher Stiftungen, in: Sparkasse. Manager-Magazin für die Sparkassen-Finanzgruppe, 120. Jg., Heft 7, S.309-315.
- Schäfer, H., 2003b, Sozial-ökologische Ratings am Kapitalmarkt, Edition der Hans-Böckler-Stiftung, Nr. 84, Düsseldorf.

- Schäfer, H., 2004a, Ethical Investment of German non-profit organisations - conceptual outline and empirical results, in: Business Ethics: A European Review, 13. Jg., Heft 4, S.269-287.
- Schäfer, H., 2004b, Unternehmensnachhaltigkeit und Ausfallrisiko im Konext von Basel II, in: Forum Wirtschaftsethik, 12. Jg., Heft 2, S.4-9.
- Schäfer, H., 2005a, Corporate Social Responsible Rating - Technologie und Marktverbreitung, in: FINANZBETRIEB Zeitschrift für Unternehmensfinanzierung und Finanzmanagement, 7. Jg., Heft April 2005, S.251-259.
- Schäfer, H., 2005b, CSR-Rating: Ökonomisches Bindeglied zwischen Investoren und Unternehmen, in: RATINGaktuell, 4. Jg., Heft 3, S.52-57.
- Schäfer, H., 2005c, Unternehmensinvestitionen - Grundzüge in Theorie und Management, 2., überarbeitete Aufl., Heidelberg.
- Schäfer, H., 2005d, Wie nachhaltig ist die Geldanlage in Deutschland?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 58. Jg., Heft 11, S.558-562.
- Schäfer, H., 2006, Triple Bottom Line Investing. Informations- und Anlageprozesse einer Finanzinnovation im Kontext von Corporate Social Responsibility, in: Bellavite-Hövermann, Y., et al. (Hrsg.), 2006, Unternehmenssteuerung - Ökonomie, Controlling, Rechnungslegung und Recht, Stuttgart, S. 139-155.
- Schäfer, H./Lindenmayer, P., 2004, Sozialkriterien im Nachhaltigkeitsrating, Edition der Hans-Böckler-Stiftung, Nr. 104, Düsseldorf.
- Schäfer, H./Lindenmayer, P., 2005, Unternehmenserfolge erzielen und verantworten - Ein finanzmarktgesteuertes Beurteilungs- und Steuerungsmodell von Corporate Responsibility, Auf den Seiten von Bertelsmann Stiftung, URL: http://www.bertelsmann-stiftung.de/bst/de/media/Studie_ShareholderValue_CSR.pdf, Stand: Oktober 2005.
- Schäfer, H./Lindenmayer, P., 2007, Implikationen von CSR-Rating-Systemen auf SRI-basiertes Asset-Management, Betriebswirtschaftliches Institut der Universität Stuttgart, Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Finanzwirtschaft, Forschungsbericht Nr. 01/2007, Stuttgart.
- Schäfer, H./Stederoth, R., 2002, Portfolioselektion und Anlagepolitik mittels Ethik-Filtern - ein Überblick zum Stand der empirischen Kapitalmarktforschung, in: Kredit und Kapital, 35. Jg., Heft 1, S.101-148.
- Schierenbeck, H., 1987, Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre, 9. überarb. und erw. Aufl., München u. Wien.
- Schneider, D., 1992, Investition, Finanzierung und Besteuerung, 7., vollständig überarbeitete und erweiterte Aufl., Wiesbaden.
- Schoenheit, I., 2004, Nachhaltiges Investment als Kommunikationsaufgabe, in: UmweltWirtschaftsForum, 12. Jg., Heft 2, S.93-97.

- Schoenheit, I., 2005a, Der subjektive Informationsbedarf der Konsumenten, Auf den Seiten von imug Institut für Markt-Umwelt-Gesellschaft e.V. Hannover, URL: www.imug.de/pdfs/verbraucher/hp_imug_Schoenheit_Subjektiver_InfoBedarf_2005.pdf, Zugriff am: 03.12.2007.
- Schoenheit, I., 2005b, Markttransparenz im Socially Responsible Investment, (Markt und Konsum, Hrsg. von Hansen, U., Band 18), Frankfurt am Main, (zugl. Diss., Universität Hannover, 2004).
- Scholand, M., 2006, Innovationsimpulse nachhaltiger Entwicklung für die Finanzmärkte, in: Betriebswirtschaftliche Blätter, Heft 8/2006, S.440-444.
- Scholand, M./Dubberke, T., 2002, Nachhaltigkeit in der Zertifizierung von Ökostrom, in: Elektrizitätswirtschaft, Heft 25/2002, S.32-38.
- Scholand, M./Kruschinski, K., 2005, Durch Innovationsmanagement zu nachhaltigen Finanzdienstleistungen, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 6/2005, S.376-381.
- Schueth, S., 2003, Socially responsible investing in the United States, in: Journal of Business Ethics, 43. Jg., Heft 3, S.189-194.
- Schulte, K.-W./Holzmann, C., 2005, Investition in Immobilien, in: Schulte, K.-W., et al. (Hrsg.), 2005, Handbuch Immobilien-Investitionen, 2., vollständig überarbeitete Aufl., Köln, S. 21-44.
- Schumacher-Hummel, I., 2005, Socially Responsible Investments - Pensionskassen als aktive Aktionäre, Wiesbaden, (zugl. Diss., Universität St. Gallen, 2005).
- Sharpe, W. F., 1970, Portfolio theory and capital markets, New York.
- Shefrin, H. M., 2000, Beyond Greed and Fear, Boston.
- SKOPOS, o.J., Markenforschung, Vortragsfolien, Auf den Seiten von SKOPOS Institut für Markt- und Kommunikationsforschung GmbH & Co KG Hürth, URL: www.skopos.de/CMS/images/uploads/SKOPOS_Markenforschung.pdf, Zugriff am: 03.12.2007.
- Solarsiedlung GmbH, 2007, Auf den Seiten von Solarsiedlung GmbH, URL: <http://www.solarsiedlung.de/>, Zugriff am: 26.11.2007.
- Sondermann, A., 2001, Investmentfondsanlagen im Financial Planning, Bad Soden.
- St. Joe Company, 2007, Auf den Seiten von St. Joe Company, URL: <http://www.joe.com/web>, Zugriff am: 26.11.2007.
- Statistisches Bundesamt Deutschland (Hrsg.), 2007, Statistisches Jahrbuch 2007 für die Bundesrepublik Deutschland, Wiesbaden.

- Steinbach, M., 2007, Real Estate Investment Trusts - Der Weg an die Börse, in: Immobilienwirtschaft, Heft 9/2007, S.29.
- SusFin-Team des Lehrstuhls für Finanzwirtschaft der Universität Stuttgart, 2005, Glossar, Auf den Seiten von SusFin-Team des Lehrstuhls für Finanzwirtschaft der Universität Stuttgart, URL: www.susfin.uni-stuttgart.de/index.php?id=24#82, Zugriff am: 03.12.2007.
- The David and Lucile Packard Foundation, 2002, Building for sustainability report - six scenarios for the David and Lucile Packard Foundation Los Altos project Auf den Seiten von eArchives - IUPUI University Library Special Collections & Archives, URL: <https://archives.iupui.edu/dspace/bitstream/2450/101/1/building+for+sustainability+report+2002.pdf>, Zugriff am: 06.08.2007.
- Thomas, M./Piazolo, D., 2007, Performancemessung und Benchmarking, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.), 2007, Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, Köln, S. 207-222.
- Thomas, M./Wellner, K., 2007, Portfoliomanagement mithilfe quantitativer Modelle, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.), 2007, Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, Köln, S. 83-106.
- Thomas Properties Group Inc., 2007, Auf den Seiten von Thomas Properties Group Inc., URL: <http://www.tpgre.com/index.htm>, Zugriff am: 26.11.2007.
- Trotz, R., 2004, Immobilien-, Markt- und Objektrating - ein praxiserprobtes System für die Immobilienanalyse, Köln.
- Tschulik, A., 2005, Umweltzeichen-Enquete 2005, Auf den Seiten von ÖGUT Österreichische Gesellschaft für Umwelt und Technik Wien, URL: www.oegut.at/downloads/pdf/oe_uz_tschulik.pdf, Zugriff am: 03.12.2007.
- TÜV-Süd, 2007, Immobilien Rating, Auf den Seiten von Tüv-Süd, URL: http://www.ttuev-sued.de/haus_wohnen/immobilienbewertung/immobilienrating, Zugriff am: 12.12.2007.
- UBS, 2006, SRI Newsletter, Heft 2/2006, UBS Global Asses Management, Heft 2, Zürich.
- UKSIF, 2007, Socially Responsible Investment (SRI), Auf den Seiten von UKSIF, URL: http://www.uksif.org/pension-funds/sustainable_pensions/splibrary/RIL_definitions/sri/?1=1&cms_search_keywords=sri#keyword, Zugriff am: 28.11.2007.
- Ulrich, P./Jäger, U./Waxenberger, B., 1998, Prinzipiengeleitetes Investment I - Kritische Analyse der gegenwärtigen Praxis bei „ethisch-ökologischen“ Geldanlagen, Universität St. Gallen, Forschungsbericht Nr. 83, St. Gallen.

- UNEP, 2006, Sustainable building & construction initiative - 2006 - information note, Auf den Seiten von UNEP, URL: http://www.uneptie.org/pc/pc/SBCI/SBCI_2006_InformationNote.pdf, Zugriff am: 11.12.2007.
- UNEP FI, 2007a, CEO Briefing, Responsible Property Investing, What the Leaders are doing, United Nations Environment Programme Finance Initiative, Genf.
- UNEP FI, 2007b, GRI financial services sector supplement out for public comment, Auf den Seiten von UNEP FI, URL: http://www.unepfi.org/work_streams/reporting/gri/index.html, Zugriff am: 04.12.2007.
- UNEP SBCI, 2007, Buildings and Climate Change, Paris.
- UNEP SEFI, 2007, Global trends in sustainable energy investments, Paris.
- USGBC, 2007, LEED rating systems, Auf den Seiten von USGBC, URL: <http://www.usgbc.org/DisplayPage.aspx?CMSPageID=222>, Zugriff am: 04.12.2007.
- ver.di, 2006, Begriffsbestimmungen, Auf den Seiten von ver.di Vereinte Dienstleistungsgewerkschaft Berlin, URL: www.verdi.de/aktive/mehr_wissen_ueber_ver.di/qualitaetssteigerung_in_ver.di/begriffsbestimmungen_glossar, Zugriff am: 03.12.2007.
- VKI, 2007, Protokoll zur Fachausschuss-Sitzung UZ 49 Grüne Fonds, 06.11.2007.
- Walbröhl, V., 2001, Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger - eine Untersuchung am Beispiel deutscher Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen, (Schriften zur Immobilienökonomie, Hrsg. von Schulte, K.-W., Band 15), Köln, (zugl. Diss., European Business School, 2000).
- Walz, E./Walbröhl, V., 2005, Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen, in: Schulte, K.-W., et al. (Hrsg.), 2005, Handbuch Immobilien-Investitionen, 2., vollständig überarbeitete Aufl., Köln, S. 173-201.
- WBCSD, 2007, Energy Efficiency in Buildings, Summary Report, World Business Council for Sustainable Development, Genf.
- Weingart, W., 1999, Neu denken im Vertrieb, in: Bankmagazin, Heft 9/1999, S.10-14.
- Zentes, J., 1993, Marketing, in: Bitz, M., et al. (Hrsg.), 1993, Vahlens Kompendium der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 1, 2. überarb. und erw. Aufl., München,