

## Sehr geehrte Damen und Herren,

wir freuen uns, Ihnen die fünfzehnte Ausgabe der **Zeitschrift für immobilienwirtschaftliche Forschung und Praxis**, die die **ADI Akademie der Immobilienwirtschaft** mit „Der Immobilienbrief“ herausgibt, zu präsentieren.

Vielfach wird die Vereinbarkeit von Ökonomie und Ökologie beschworen, wenngleich die Gräben noch lange nicht zugeschüttet sind. Ein wesentlicher Grund für das nur zögerliche bis stockende Zusammenfinden beider Sichtweisen ist die Zeitachse. Die Ökonomie muss sich immer an kurzfristigen Zielen bzw. Zielerreichung messen lassen, während die Ökologie eher langfristig ausgelegt ist, oder es mit den Worten von John M. Keynes zu sagen: „Langfristig sind wir alle tot“ zu sagen. Wenn auch Keynes diese Worte in einen ganz anderen Zusammenhang gestellt hat, so drücken diese doch sehr zutreffend die eher kurzfristige Gewinn-erzielungsabsicht der Unternehmen aus. Eine andere Zielverfolgung hat jedoch die Politik. Jede Regierung wird in den nächsten Jahrzehnten daran gemessen, wie der wachsende Energieverbrauch einer Industriegesellschaft mit erneuerbarer Energie gedeckt wird. Die rechtlichen Rahmenbedingungen für Investitionen werden erwartungsgemäß der ökologischen Realität Rechnung tragen müssen. Für die Immobilienwirtschaft bedeutet dies, dass das Thema Ökologie nicht mehr von der Agenda genommen wird. Ein Zusammenwachsen von Ökonomie und Ökologie wird unvermeidlich sein, wobei die Anpassungsgeschwindigkeit laufend wechseln wird.

In dieser Ausgabe der ZfiFP widmen sich zwei Beiträge diesem Thema.

**Dr.-Ing. Andreas Blaschkowski**, Sprecher des Vorstands der Drees & Sommer AG, zeigt in seinem Beitrag „Green-Building-Zertifizierungen werden Standard- Einklang von Ökonomie und Ökologie im Fokus von Käufer und Verkäufern“ wie Unternehmen mit einem hohen CO<sub>2</sub>-Ausstoß verändert werden müssen, um eine günstigere Gesamtenergiebilanz zu erhalten. Die Kenngrößen der Gesamtenergiebilanz werden nachvollziehbar dargestellt.

Ökologische Investments – Teil 2 (Teil 1 erschienen in Ausgabe 12 am 06.11.2009) von **Thomas Werner**, in dem er seine Analyse von ökologischen Anlagenmöglichkeiten fortsetzt. Im Vordergrund seiner Darlegung erörtert er die Auswahlkriterien für geeignete Investments, wobei eine direkte Beteiligung an Projekten mit erneuerbaren Energien im Vordergrund steht.

**Dipl.-Kfm. Martin Eberhardt**, Mitglied der Geschäftsführung der Union Investment Institutional Property GmbH, widmet sich dem (Dauer-)Thema Rating, insbesondere das Rating von ungelisteten Immobilienvehikel für institutionelle Investoren. Der Markt für sog. Non-listed Real Estate Vehicles hat in den letzten Jahren stark zugenommen. In diesem Artikel werden die wesentlichen Aspekte und Usancen dieses Marktes beleuchtet.



**Prof. Dr. Hanspeter Gondring FRICS**  
Duale Hochschule Baden-Württemberg  
ADI Akademie der Immobilienwirtschaft



**Werner Rohmert**  
Herausgeber ZfiFP

## **Green-Building-Zertifizierungen werden Standard – Einklang von Ökonomie und Ökologie im Fokus von Käufern und Mietern**

von

**Dr.-Ing. Andreas Blaschkowski, Sprecher des Vorstands der Drees & Sommer AG**

**Nachhaltiges Bauen entwickelt sich von der Kür zur Pflicht. Eine Green-Building-Marktstudie der Drees & Sommer AG<sup>1</sup> bestätigt diese Veränderung im Immobilienmarkt. Neben neuen gesetzlichen Vorschriften, wie zum Beispiel der Energieeinsparverordnung (EnEV) 2009, ist vor allem die bessere Vermarktbarkeit von „grünen“ Immobilien ausschlaggebend für diese Entwicklung. Hinzu kommen die finanziellen Faktoren, die der Handel mit Emissionszertifikaten mit sich bringt. Auf Dauer genügt es nicht, einzelne Immobilien nachhaltig zu realisieren, zertifizieren zu lassen und sich auf das Label zu verlassen. Unternehmen werden vielmehr aufgrund ihrer Gesamtenergiebilanz sowie aufgrund ihres CO<sub>2</sub>-Ausstoßes beurteilt. Die Gebäude haben daran einen sehr hohen Anteil, sodass an dieser Stellschraube gedreht werden muss, um das Unternehmen zukunftsfähig zu machen.**

### **Nachhaltigkeit wird messbar**

Unter dem Dach des „World Green Building Council“ hat sich eine Reihe von internationalen und nationalen Nachhaltigkeitszertifikaten entwickelt, die die Nachhaltigkeit von Immobilien messbar und damit teilweise vergleichbar machen. Dabei sind Tiefe der Erhebung und die Komplexität der Kriterien bei den einzelnen Zertifizierungen sehr unterschiedlich. Zu den zahlreichen Labels zählt das britische BREEAM-Zertifikat, das bereits seit zwanzig Jahren auf dem Markt ist. Seit einigen Jahren existiert das LEED-Zertifikat des US Green Building Councils. Die DGNB (Deutsche Gesellschaft für nachhaltiges Bauen) entwickelte ein eigenes Zertifizierungssystem, das seit 2009 auf dem Markt ist. Auch das Österreichische System nach ÖGNI – das auf dem DGNB-System basiert – befindet sich bereits in den Startlöchern. Und Länder wie Polen, Bulgarien oder Russland sind aktiv dabei, ihre eigenen Labels aufzubauen – oft mit Unterstützung von deutschen Green-Building-Experten.

### **Kein World Green Building Label**

Derzeit wird in der Immobilienbranche darüber diskutiert, welches dieser Labels sich international durchsetzen wird. Doch die verschiedenen Länder haben Marktanforderungen, wie sie unterschiedlicher nicht sein könnten: Ein Green Building in China wird beispielsweise anders aussehen als ein Green Building in Russland oder eines in Österreich. So macht etwa Wassersparen durchaus Sinn, wenn man sich nicht gerade in Norwegen befindet. Mit Fahrradständern Anreize zu schaffen, auf Autos zu verzichten ist ebenfalls eine gute Idee – in Deutschland, in Dubai hätte eine derartige Vorgehensweise ebenso wenig Wirkung wie die Vorgabe, nur mit Holz aus der Umgebung zu heizen. Dementsprechend müssen auch die Zertifikate so entwickelt werden, dass die erforderlichen Kriterien für die jeweiligen Zielländer sinnvoll umzusetzen sind. Etwas wie ein „World Green Building Label“ wird es in näherer Zukunft aus diesem Grund – und auch wegen Labelpatriotismus – nicht geben. Vielmehr wird jedes Land sein eigenes Zertifizierungssystem für sich etablieren. Die Diskussion um das „beste“ Label wird sich in den nächsten Jahren beruhigen.

### **Labels werden Standard**

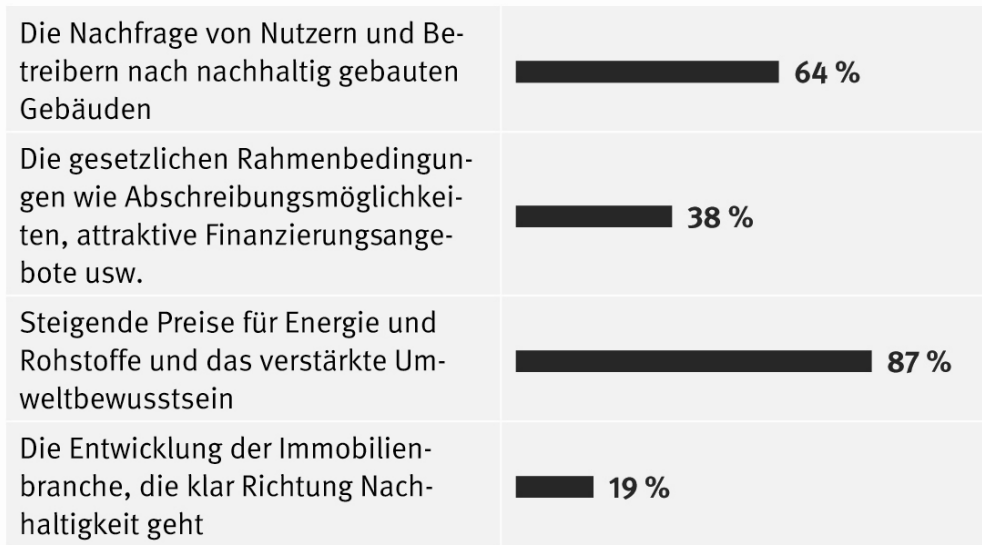
Auf lange Sicht gesehen werden die Zertifizierungen jedoch zum Standard. Heute spielen sie eine wichtige Rolle, denn die Standards, die heute durch die Zertifizierungen entstehen, sind die Basis dafür, dass in rund zehn Jahren nachhaltiges Bauen auf hohem Niveau selbstverständlich ist. Zertifizierte Green Buildings sind dann eine Selbstverständlichkeit.

### **Wirtschaftliche Vorteile sind Hauptmotiv für nachhaltiges Bauen**

Auf dem Immobilienmarkt findet ein Paradigmenwechsel statt: Vermietbarkeit, Preise, Wiederverkaufswert und Rendite einer Immobilie werden in Zukunft von ökologischen Standards abhängen. Für nichtzertifizierte Gebäude wird schwierig es bis unmöglich, Mieter zu finden, zum Kauf angebotene Immobilien ohne Label werden zum Ladenhüter. Eine Green-Building-Marktstudie der Drees & Sommer AG bestätigt dies; 88 Prozent der Befragten sehen im nachhaltigen Bauen ein Thema, das sich weiter verstärken, wenn nicht gar den Markt in absehbarer Zeit gänzlich beherrschen wird. Als Treiber hinter diesen Entwicklungen werden im Wesentlichen pure Wirtschaftlichkeitserwägungen gesehen: 87 Prozent sehen die Lage auf den Energie- und Rohstoffmärkten und die damit verbundenen steigenden Preise, als Ursache an, 64 Prozent die Nachfrage von Nutzern und Betreibern nach Green Buildings und immer noch 38 Prozent entfielen auf günstige gesetzliche und finanzierungstechnische Rahmenbedingungen.

### 3. Treiber

#### Was sehen Sie als treibende Kraft im Markt für Green Buildings?



**Abb. 1: Ökonomische Vorteile sind der wichtigste Anreiz für nachhaltiges Bauen.**

Die Studie bestätigt, dass die wirtschaftlichen Vorteile von Green Buildings momentan vor allem in den geringeren Betriebskosten und – je nach Nutzung – in der verbesserten Leistungsfähigkeit der Mitarbeiter aufgrund der hohen Behaglichkeit liegen. Eigentümer und Mieter profitieren direkt von diesen Vorteilen. Für Investoren, Bauträger und Projektentwickler sind sie wichtige Argumente, um am Markt höhere Kaufpreise und Mieten verlangen zu können.

Eine weitere Untersuchung, die im März 2009 unter dem Titel „Doing Well by Doing Green“ von der Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) veröffentlicht wurde, zeigt auf, dass Gebäude mit einer so genannten Drei-Sterne-Klassifizierung in den USA rund drei Prozent höhere Mietpreise als herkömmlich errichtete Gebäude erzielen. Gleichzeitig sind Tendenzen erkennbar, dass globale Großmieter ohne Label nicht mehr zu finden sind. Bei der Betrachtung der effektiv erzielten Mieten, die neben Konzessionen an Mieter auch mögliche Leerstände über den Lebenszyklus einer Immobilien hinweg berücksichtigen, ermittelten die Experten einen finanziellen Vorteil nachhaltig errichteter Gebäude von bis zu sechs Prozent<sup>2</sup>. Die weitere Entwicklung lässt sich erahnen: Das Label wird künftig Grundvoraussetzung für die generelle Anmietung, jedoch kein Grund für eine höhere Miete. Gerade in der aktuellen Wirtschaftslage hat sich auch das Bewusstsein der Öffentlichkeit gegenüber Green Buildings gewandelt: Anstelle von kurzfristigen Gewinnen erhalten langfristige, nachhaltige Werte wieder einen höheren Stellenwert.

#### CO<sub>2</sub>-Handel verschärft Notwendigkeit von nachhaltigem Bauen

Neue Herausforderungen für die Immobilienwirtschaft bringt das Thema Emissionshandel mit sich. Das Kyoto-Protokoll verpflichtete nahezu alle Industrie- und Transformationsländer der Welt, ihre Treibhausgasemissionen für den Zeitraum der Jahre 2008 bis 2012 gegenüber dem Jahr 1990 um durchschnittlich 5,2 Prozent zu senken. Nach Ablauf des Kyoto-Protokolls Ende 2012 wird die Nachfolgeregelung noch stärkere Reduktionen verlangen, so die Expertenprognose.

Die „Währung“ des Emissionshandels sind Emissionszertifikate. Ein Zertifikat entspricht einer Tonne CO<sub>2</sub>. Staaten oder Firmen, die mehr Zertifikate besitzen als sie benötigen, können diese verkaufen. Umgekehrt können diejenigen, die einen zu hohen CO<sub>2</sub>-Ausstoß haben, Zertifikate ankaufen. Damit schafft der Emissionshandel einen wirtschaftlichen Anreiz, das Klimaziel zu erreichen: Firmen, die modernisieren, haben eine zusätzliche Einnahmequelle durch die überschüssigen Zertifikate. Unternehmen, bei denen Refurbishment zu aufwändig wäre, können die ansonsten fällige Strafe vermeiden, indem sie Zertifikate ankaufen.

Künftig wird der Emissionshandel ein immer wichtigerer Faktor für die Rendite eines Unternehmens werden. Demzufolge steigt dessen Notwendigkeit, beispielsweise den CO<sub>2</sub>-Ausstoß drastisch zu reduzieren. In diesem Zusammenhang müssen auch die Liegenschaften ökologisch und ökonomisch optimiert werden.

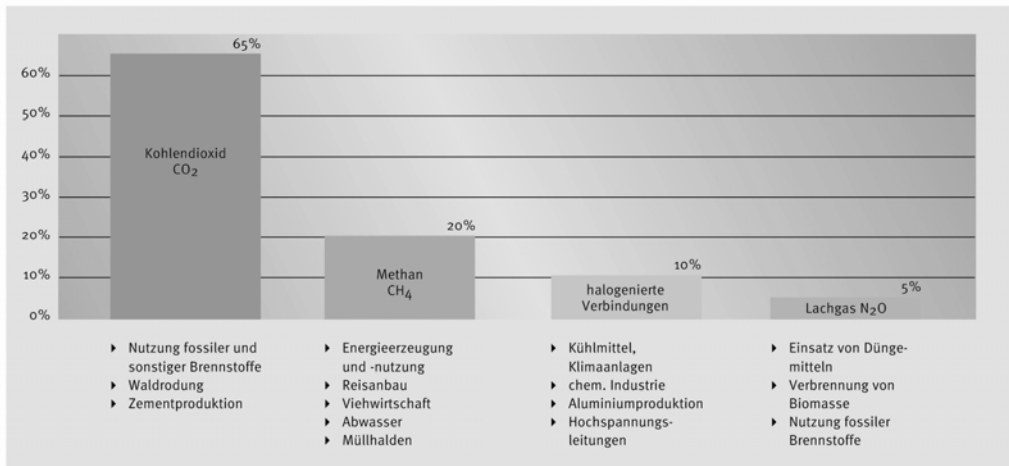


Abb. 2: Anteile der Treibhausgase an der globalen Erwärmung

### Kenngröße Gesamtenergiebilanz

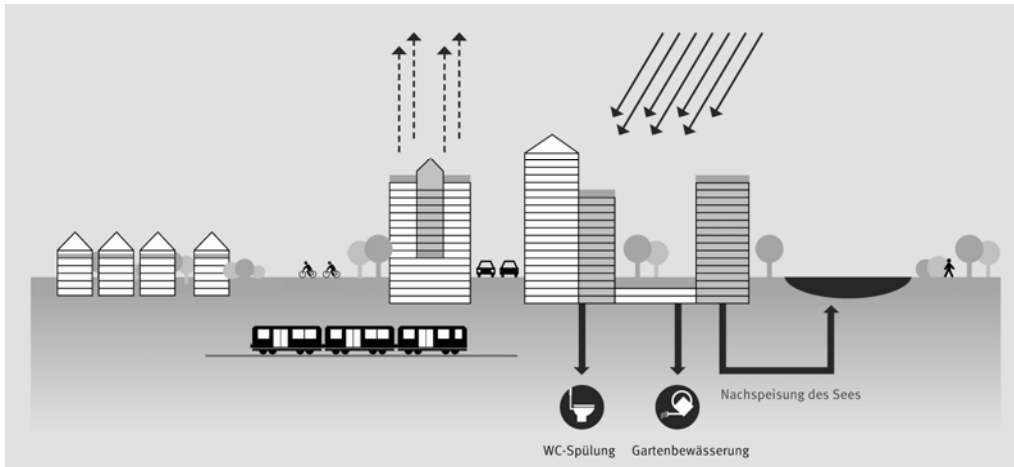
Die Gesamtenergiebilanz bestimmt den Wert einer Immobilie maßgeblich. Um diese zu optimieren, muss ein nachhaltiges Konzept umgesetzt werden, mit dem der spätere Betrieb energie- und ressourcenschonend geführt werden kann. Neben dem Energieverbrauch des laufenden Betriebs werden auch der Aufwand für Produktion und Transport des Baumaterials und die Gebäudeausstattung sowie – am Ende des Lebenszyklus einer Immobilie – Abriss und Entsorgung des Materials berücksichtigt. Die konzeptionellen und technischen Möglichkeiten für eine verbesserte Energiebilanz sind vielfältig. Dazu gehören:

- ein intelligenter, effektiver, außen liegender Sonnenschutz
- innovativen, regenerativen und energiesparenden Heiz- und Kühlkonzepte, etwa mittels Betonkernaktivierung
- durchdachte Belichtungskonzepte mit Tageslichtautomation
- optimierte Lüftungsanlagen, abhängig von der vorhandenen Außenluftqualität, der Personendichte und den Emissionen der Baumaterialien
- intelligente Materialien, die sich an die Variation des Außenklimas anpassen
- leichte und recycelbare Konstruktionen und Bauteile, die geringe Emissionen bei Herstellung und Austausch verursachen

Die Konzepte sind von Beginn an ganzheitlich und gewerkeübergreifend zu planen, damit sichergestellt ist, dass die Systeme kompatibel sind. Die Green-Building-Studie bestätigt diese Vorgehensweise: 94 Prozent der Befragten halten übergreifendes, ganzheitliches Know-how für die wichtigste Kompetenz, die ein Dienstleister für nachhaltiges Bauen besitzen müsse, so das Ergebnis der Marktstudie.

### Green City Development: vom Gebäude zur Stadt

„Grüne“ Einzelimmobilien zu realisieren genügt nicht, wenn dauerhaft Nachhaltigkeit entstehen soll. Vielmehr ist die gesamte Stadtentwicklung unter dem Gesichtspunkt der Nachhaltigkeit zu betrachten. Diese Vorgehensweise geht dabei weit über die Entwicklung von Umweltkonzepten hinaus. So ist für die Wirtschaftlichkeit des Vorhabens die realistische Einschätzung des Marktes entscheidend. Eine nachhaltige Stadtentwicklung wird dann erreicht, wenn bereits im Bebauungsplan ökologische, ökonomische und soziokulturelle Richtlinien verankert sind. Dazu gehört beispielsweise die Möglichkeit, öffentliche Verkehrsmittel zu nutzen oder auch die Vorgabe, dass eine gewisse Prozentzahl der Energieversorgung aus regenerativen Rohstoffen bestehen muss. Abfall- und Energiekonzepte sind zusammenzuführen. Neben den Umweltaspekten ist stets darauf zu achten, dass die Quartiere für eventuelle Investoren auch wirtschaftlich attraktiv bleiben. Ein hohes Maß der Bebauung ist eines der Kriterien: Wird etwa für einen Park Baufläche verloren, sollte dieses im Umfeld ausgeglichen werden.



**Abb. 3: Green Cities berücksichtigen Nachhaltigkeitskonzepte im gesamtstädtischen Kontext**

#### Fußnoten:

- 1) vgl. Drees & Sommer (Hrsg., 2009): Green Building – ein Zukunftsthema der Immobilienbranche, Ergebnisse einer Marktstudie, Stuttgart 2009
- 2) vgl. Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), Doing Well by doing Green, März 2009

#### Literatur:

- Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), Doing Well by doing Green, März 2009
- Das Protokoll von Kyoto zum Rahmenübereinkommen der Vereinten Nationen über Klimaänderungen, Sekretariat der Klimarahmenkonvention mit Unterstützung des deutschen Bundesumweltministeriums (Hrsg.) . 2002
- Michael Bauer, Peter Mösle, Michael Schwarz, Green Building – Konzepte für nachhaltige Architektur, Springer Verlag, München 2009
- Sommer, H., Projektmanagement im Hochbau, 3. überarbeitete und ergänzte Auflage, Springer-Verlag, Heidelberg 2009
- Drees & Sommer (Hrsg., 2009): Green Building – ein Zukunftsthema der Immobilienbranche, Ergebnisse einer Marktstudie, Stuttgart 2009

## Ökologische Investments — Teil 2

von

Thomas Werner

### 1. Problemstellung

Vor dem Hintergrund eines zunehmenden globalen Energiebedarfs und der Gefahr einer anthropogenen Störung des Klimasystems durch die Emission von Treibhausgasen gilt es, tragfähige Strategien und Perspektiven für eine nachhaltige Energieversorgung zu entwickeln. Der verstärkten Nutzung Erneuerbarer Energien wird dabei vielfach eine Schlüsselrolle zur Bewältigung dieser Herausforderungen zugesprochen. Einer weitverbreiteten Ausschöpfung von auch in Deutschland in großem Maße verfügbaren Potenzialen an regenerativen Energieträgern stehen jedoch häufig noch die damit verbundenen hohen Kosten im Vergleich zu fossilen Energieträgern entgegen. Vor allem erneuerbare Energieträger wie Wind, Sonne und Biomasse sowie Wasserkraft und Geothermie sollen die Grundlage dafür liefern, Strom, Wärme und Kraftstoffe auch langfristig zu noch kalkulierbaren Kosten bereitzustellen.

Investorenentscheidungen für Finanzprodukte und Investitionsmöglichkeiten können in erheblichem Maße zu einer nachhaltigen Entwicklung beitragen. Das gilt für Investitionen in globalen Märkten genauso wie für kleine und mittlere Unternehmen, die neue ökologisch sinnvolle Produkte entwickeln und anbieten. Beispielsweise verdankt der gesamte Windkraftsektor in Deutschland seine Existenz vorrangig ökologisch motivierten Geldanlegern.

Emotionale Faktoren sind ein Motiv, das auf den ersten Blick vielleicht überrascht, da die sachliche Investition in Kapitalanlagen und Emotionen augenscheinlich nur wenig Gemeinsames haben. Einer systematischen, quantitativen Analyse und Bewertung sind diese Aspekte kaum zugänglich. Dennoch beeinflussen sie Kapitalanlageinvestitionen nicht unwesentlich. Bei einem Erwerb von Wertpapieren, wie zum Beispiel Aktien oder Renten, werden in den meisten Fällen abstrakte Ansprüche erworben. Dabei können jedoch die Unternehmen Faktoren bei Anlegern aktivieren, die vor oder während der Investition emotionale Aspekte ansprechen. Darüber hinaus kommen auch Gefühle, wie zum Beispiel Besitzerstolz, der Investition entgegen. Der Anleger kann Freunden oder Bekannten von der Investition in ein aussichtsreiches Unternehmen, in eine sichere oder spekulative Kapitalanlage, in Grundvermögen oder in andere Anlageinstrumente berichten. Nicht selten wird diesem Aspekt durch die Erstellung von aufwendigen Hochglanzbroschüren Rechnung getragen.

Kaum ein anderer Sektor weist eine so heterogene Struktur auf wie der Kapitalanlagemarkt. Insbesondere die entstehende Vielfalt der unterschiedlichen Anlagemöglichkeiten ökologischer Investments bietet jedem Anlegerziel ein besonderes Anlageprodukt. Und so unterschiedlich die Investitionsmöglichkeiten sind, so unterschiedlich sind die Motive der Anleger. Aufgrund der unterschiedlichen Motive und Anlagemöglichkeiten erscheint eine ausschließliche Betrachtung unter den Anlegerpräferenzen Rentabilität, Sicherheit und Liquidität nicht ausreichend.

Wie bei jeder anderen Kapitalanlage, so ist auch bei ökologischen Geldanlagen grundsätzlich Sorgfalt geboten. Unseriöse Offerten finden sich leider auch im Marktsegment ökologischer Investments. Einige Anlagebetrüger setzen sogar gezielt auf die Leichtfertigkeit und Gutgläubigkeit von Investoren, die sich für diese Form Geldanlagen interessieren. So vielfältig die Risiken sind, ein spezielles „grünes“ Risiko für alle Formen ökologischer Investments gibt es nicht.

### 2. Ökologische Finanzaspekte

Für eine steigende Zahl von Anlegern rückt neben den klassischen Anlagekriterien wie Sicherheit und Liquidität die Mittelverwendung, das heißt, die ökologisch sinnvolle Verwendung der eingezahlten Gelder, immer mehr in den Vordergrund. Eine allgemein gültige Definition dessen, was unter ökologischen Auswahlkriterien für die Geldanlage zu verstehen ist, existiert allerdings nicht. Deshalb gibt es auch kein objektives Gütesiegel für eine „ökologisch einwandfreie Anlage“. Die Kriterien sind mindestens so verschieden wie bei den diversen „Bio-Siegeln“ im Lebensmittelbereich. Zur Gewährleistung der Verwendung des Kapitals nach ökologischen Vorgaben werden die Kapitalanlagen ökologischen Kriterien unterworfen und deren Erfüllung oder Nichteinhaltung überprüft. Die Spannweite subjektiver Maßstäbe ist dabei erheblich, wodurch die Festlegung eines pauschalen und allgemein gültigen Kriterienkatalogs nur schwer möglich wird. In den meisten Fällen werden die folgenden Kriterien herangezogen.

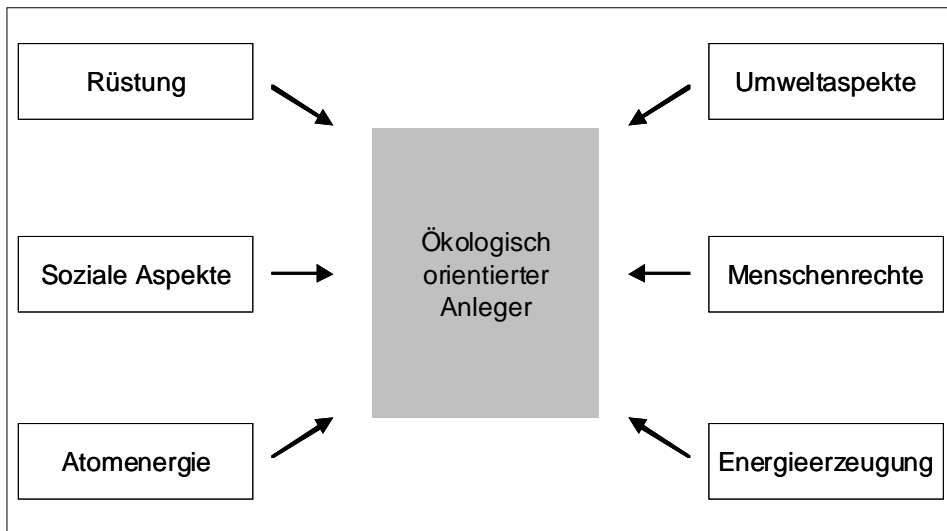


Abbildung 1: Entscheidungskriterien ökologisch orientierter Anleger

Weiteres wichtiges Entscheidungskriterium ist, ob tatsächlich ein ökologischer Nutzen, zum Beispiel durch den Bau einer Windkraft- oder Biogasanlage, gegeben ist. Zwar spart jede Kilowattstunde aus regenerativen Energiequellen fossile Brennstoffe und damit Kohlendioxid, doch wäre der nachhaltige Nutzen auch gegeben, sich beispielsweise über eine stille Beteiligung in den Bioladen des Vertrauens einzubringen und diesem mit dem eingebrachten Kapital eine Erweiterung der Produktpalette zu ermöglichen. Ähnliches gilt für die Emission von Umweltaktien. Dabei werden mit dem eingesammelten Kapital der Aktionäre neue Produkte entwickelt, Konkurrenten erworben und damit die Marktstellung gestärkt oder auch neue Märkte erschlossen. Beim Kauf von Fondsanteilen oder Aktien über eine Wertpapierbörse wird der Nachweis der ökologischen Verwendung und des Nutzens weitaus schwieriger. Dabei zieht in den meisten Fällen der Vorbesitzer der jeweiligen Umweltaktie durch die Realisierung eines Kursgewinns Nutzen daraus. Eine direkte Verwendung des Gewinns für ökologische Investitionen erfolgt meist nicht. Aus Sicht der Umwelt haben Öko-Fonds gegenüber Anlagen in Aktien oder Rentenpapiere Vorteile, denn das Investitionsverhalten von Fonds kann Aktienkurse beeinflussen. Anfragen von Öko-Fonds nach umweltbezogenen Daten zwingen die Unternehmen, sich mit den Umweltauswirkungen ihrer Aktivitäten verstärkt auseinanderzusetzen. Großaktionäre können eine Reduzierung von Umweltbelastungen erwirken.

Wettbewerb berücksichtigt grundsätzlich keine ökologischen Erfordernisse. Das bedeutet ein stetiges Streben nach Nutzen und Gewinn bei einem Minimum an Kosten. Aus diesem Grund werden umweltfreundliche Geschäftsgebaren durch Anleger bislang kaum berücksichtigt. Damit ist die Verfolgung von persönlichen Interessen und dem Gemeinwohl ein negativer Einflussfaktor auf den Umweltschutz. Im Ergebnis tragen wirtschaftliche Tätigkeiten erheblich zu negativen Umwelteinflüssen bei. Allerdings wirken hier auch Gegenkräfte:

- Umweltorientierte Investitionen werden aufgrund der stetigen Weiterentwicklung der technischen Voraussetzungen zunehmend interessanter.
- Zunehmende Bereitschaft der Konsumenten, umweltfreundliche Herstellungsverfahren durch einen höheren Kaufpreis zu honorieren.
- Wachsendes Umweltbewusstsein in der Bevölkerung und daraus resultierender Druck auf politische und wirtschaftliche Entwicklungen.

Dabei stehen Anleger vor einer mitunter schwierigen Entscheidung. Entsprechend der Überlegungen, welcher Anteil des zur Verfügung stehenden Kapitals beispielsweise in biologischen Anbau investiert werden soll, muss die Bereitschaft ermittelt werden, wie hoch der maximale Verlust sein kann. Eine Geldanlage ist einer der stärksten Hebel, um das wachsende Bewusstsein umzusetzen. Dabei sind ökologische Kapitalanlagen sicherlich weniger spektakulär als die Investition in namhafte Unternehmen oder angelsächsische Strukturen. Allerdings ermöglicht die ökologische Kapitalanlage die Umsetzung eigener ökologischer Vorstellungen, wobei eine Verzinsung des eingesetzten Kapitals Berücksichtigung finden kann.

Es gibt kein allgemeingültiges Güte- oder Qualitätssiegel für ökologische Investments. Bei einer ökologischen Geldanlage investieren Anleger gezielt in Branchen und Unternehmen, die ökologische Grundsätze in ihre Geschäftsziele aufgenommen haben und danach handeln. Ökologische Geldanlagen lassen sich in renditeorientierte und fördernde Investments aufteilen.

#### Investition mit Fokus auf Rendite

Für Anleger steht die Erreichung einer hohen Rendite im Vordergrund. Trotzdem soll diese nur erreicht werden, wenn ökologische Voraussetzungen erfüllt sind.

Investition mit Fokus auf Förderung

Dabei liegt der Schwerpunkt der Investition nicht auf der höchstmöglichen Verzinsung des eingesetzten Kapitals, sondern auf dem Anspruch, dass das investierte Kapital unter ökologischen Gesichtspunkten sinnvoll verwendet wird. Dabei geht es nicht um eine Investition im Rahmen einer Spende, sondern um die Bereitstellung von Kapital für konkrete Projekte.

### 3. Ökologische Investments - Neue Investition mit alten Risiken

Wenn es kaum Angebote mit der Berücksichtigung ökologischer Belange gibt und wenn die Informationen hierüber nicht transparent und vergleichbar dargestellt werden, bedeutet dies, dass die Berücksichtigung der erwähnten Belange zusätzlich gefördert beziehungsweise die Ursachen untersucht werden müssen. Bislang bleibt es dem interessierten Anleger weitgehend selbst überlassen, die Anlagepolitik und Philosophie der verschiedenen Anbieter sowie Details zu deren Auswahlverfahren abzufragen.

Es ist nicht auszuschließen, dass die Entwicklung nicht nach Plan läuft. So können zum Beispiel rechtliche, wirtschaftliche oder steuerliche Umstände eintreten, die die Ergebnisse negativ beeinflussen. Solche Entwicklungen können zur Verschlechterung künftiger Erträge wie auch zu Vermögensverlusten führen. Ebenso besteht aber auch die Chance, ein Ergebnis oberhalb der ursprünglichen Prognose zu erzielen. Die Liquidität ökologischer Investments ist grundsätzlich nicht schlechter, ihre Volatilität teils sogar geringer als die vergleichbar konventioneller Geldanlagen.

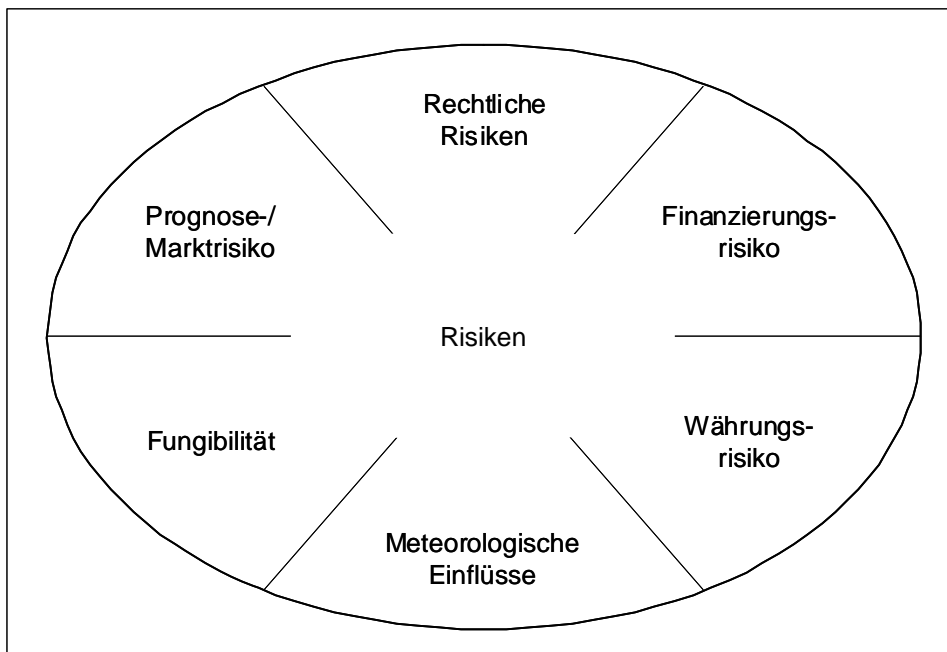


Abbildung 2: Risiken ökologischer Investments

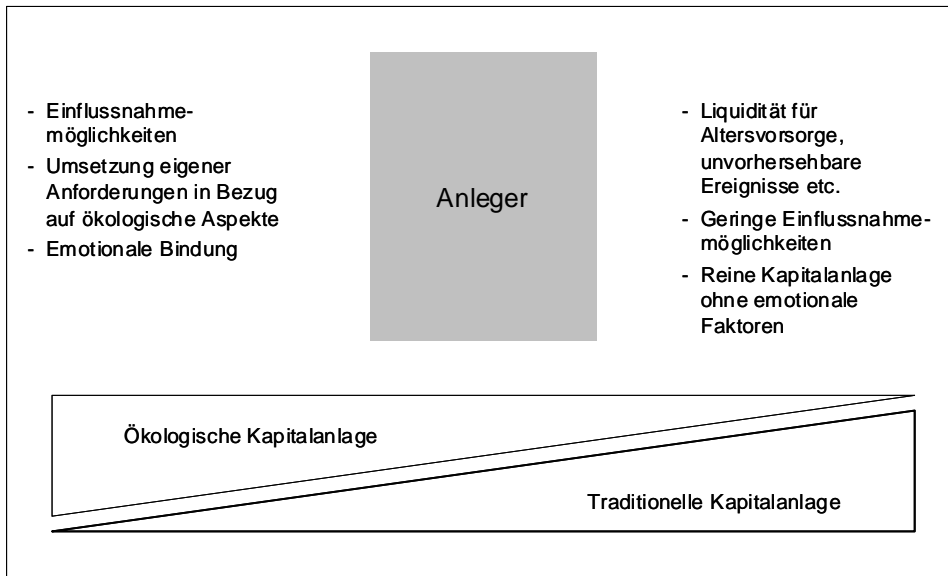
### 4. Der ökologisch orientierte Kapitalanleger

Zu ökologisch orientierten Kapitalanlegern zählen sowohl private als auch institutionelle Investoren. Zu den institutionellen Investoren gehören auch treuhänderische Verwalter umfangreicher Geldvermögen wie beispielsweise Versicherungen, Fondsgesellschaften, Pensionskassen aber auch Non-Profit-Organisationen wie Kirchen, Stiftungen, oder Wohlfahrtsorganisationen. Investoren verfügen über eine Vielzahl an Möglichkeiten, um die Risiken und Chancen ökologisch orientierter Kapitalanlagen in ihre Portfolios einzubeziehen. Diese Optionen umfassen eine breite Auswahl an Anlageklassen.

Aus diesem Grund kann durch die Zusammenstellung verschiedener Produkte eine Portfoliostruktur erzeugt werden, bei der zumindest alle Investitionen gemeinsam ökologische Kriterien erfüllen. Eine Möglichkeit, Risiken zu minimieren, stellt demnach die Diversifikation zwischen den verschiedenen Produktarten dar. Auch die Portfolios unter ökologischen Gesichtspunkten müssen zur Erreichung einer guten Rendite-Risiko-Struktur dementsprechend diversifiziert sein. So kann für risikoaverse Anleger ein Portfolio zusammengestellt werden, das nur einen kleinen Teil des Kapitals in Aktien investiert, um damit Widerspruchs- und Zustimmungsmöglichkeiten unter ökologischen Gesichtspunkten zu nutzen. Der Rest des Kapitals kann beispielsweise in Anleihen einer ökologisch orientierten

Bank investiert werden. Im Ergebnis ist eine Aufteilung über die verschiedenen Produktarten anzustreben, deren Stärken bezüglich der Handlungschancen genau den Wünschen des einzelnen Anlegers entsprechen.

Das damit nach finanziellen Kriterien konkurrenzfähige Abschneiden der ökologischen Investments ist für die weitere Verbreitung bei Anlegern durchaus wichtig. Allerdings benötigen Anleger, beispielsweise zur Altersvorsorge, für familiäre Verpflichtungen etc., eine bestimmte Verzinsung ihres Investments. Folglich müssen ökologische Investments Eigenschaften aufweisen, die zumindest annähernd im Bereich der Ergebnisse von traditionellen, nicht ökologischen Investments liegen.



**Abbildung 3: Spannungsfeld ökologischer und traditioneller Kapitalanlagen**

In der Praxis wird versucht, durch die Aufarbeitung von Vergangenheitsdaten die zukünftige Entwicklung abzuleiten. Um diese Vergangenheitswerte zu erreichen, wird in den meisten Fällen ein Durchschnittswert der aktuellen Investition für zukünftige Zahlungsströme abgebildet. Dem ursprünglichen Sicherheitsbewusstsein des Anlegers kann damit nur wenig Rechnung getragen werden. Damit das Vertrauen in die beteiligten Partner bestehen bleibt, werden besondere Anforderungen an die Transparenz der Investition gestellt. Diese Partner müssen, um dem hohen Sicherheitsbewusstsein des Anlegers Rechnung zu tragen, möglichst große Erfahrungswerte im jeweiligen Investitionssegment vorweisen können.

## 5. Auswahlverfahren

Für die Entscheidung, Geld ökologisch anzulegen, gibt es verschiedene Möglichkeiten. Eine Kapitalanlage kann vermeidend oder unterstützend erfolgen. Ein Anleger kann vermeidend investieren, indem er ökologische Handlungsanforderungen an Produktanbieter formuliert. Eine anschließende Portfolioselektion wird daraufhin von der Erfüllung der Negativkriterien durch alternative Anlagemodalitäten bestimmt und dominiert die anlageindividuellen Rendite-/Risikoeigenschaften. Demgegenüber kann aus ökologischen Motiven unterstützend investiert werden, indem gezielt bestimmte Branchen oder Unternehmen bei einer Portfolioselektion bevorzugt werden. In diesem Sinne werden Positivkriterien verwendet, die ein bestimmtes ökologisch erwünschtes unternehmerisches Handeln ausdrücken. Grundsätzlich gibt es unterschiedliche Verfahren, um die passenden Kapitalanlagen für ökologisch-orientierte Investitionsvorgaben auszuwählen. Sofern sich Anleger ihr Portfolio selbst zusammenstellen, gehen sie zumindest nach einem der drei nachfolgenden Auswahlverfahren vor.

### Negativauswahl

Bei diesem Auswahlverfahren werden Investitionen in Unternehmen, die in umweltschädlichen Branchen aktiv sind von vornherein ausgeschlossen. Zu den häufigsten Ausschlusskriterien gehören die Zusammenarbeit mit der Atomindustrie oder Herstellung atomarer Brennstoffe, Gentechnik, Tierversuche und Chlorchemie. Einige Anbieter tolerieren bei bestimmten Ausschlusskriterien aber einen Anteil von fünf bis zehn Prozent am Gesamtumsatz des Unternehmens. Jedoch steht nicht immer nur die Veränderungswirkung der eigenen Anlageentscheidung im Vordergrund, sondern auch auf das Nicht-beteiligt-sein-Wollen an bestimmten Vorgängen, die gegen das eigene ökologische Verständnis verstößt.

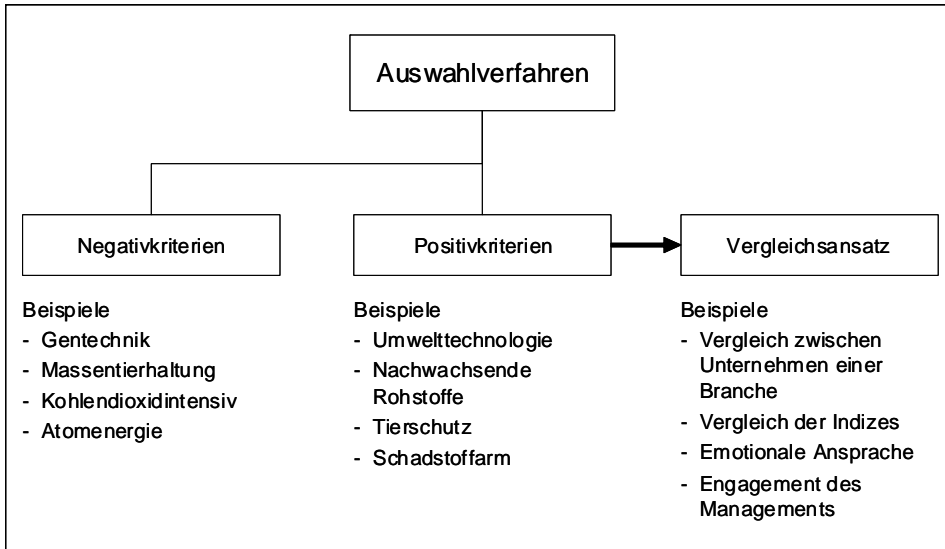


Abbildung 4: Gegenüberstellung der Auswahlverfahren

#### Positivauswahl

Bei der Positivauswahl werden gezielt Unternehmen bestimmt, die sich durch typische Positivkriterien auszeichnen, wie zum Beispiel Anwendung und Entwicklung Erneuerbarer Energien, Entwicklung von Technologien zur Verringerung beziehungsweise Beseitigung von Schadstoffbelastung, Lärm oder zur Reinhaltung der Luft, effizientere Nutzung von Ressourcen und Energie, ökologische Produktgestaltung, Mitarbeiterbeteiligungen und Einhaltung der Standards der internationalen Arbeitsorganisation, IAO, sowie die Nachhaltigkeitsberichterstattung des Unternehmens. Die präzise Bestimmung sozialer als auch ökologischer Qualitäten ist komplex, da unterschiedliche Kriterien- und Indikatorenmodelle existieren. Eine Auswahl setzt voraus, dass Anbieter sowohl beim Titel und als auch bei der Produktbeschreibung möglichst allgemeinverständliche und deutschsprachige Begriffe verwenden, die den Charakter des Angebotes unmissverständlich deutlich machen. Da es nicht möglich ist, derartige Bezeichnungen vorab für alle Zeiten festzulegen, kann hier nur das Prinzip formuliert werden, dass die Gattungsbezeichnungen der jeweiligen Fonds, deren Zusammensetzung und Auswahlkriterien so präzise wie möglich beschrieben werden müssen. Dazu gehört vor allem, dass immer die logisch-systematisch engste Begrifflichkeit gewählt werden muss, um Irrführungen zu vermeiden.

Für die Umsetzung von Innovationen zur Entlastung der Umwelt oder zur Schaffung von innovativen Arbeitsplätzen und anderen konkreten Nachhaltigkeitszielen ist es deshalb von entscheidender Bedeutung, ob sich Investoren für die jeweiligen Ziele und Vorhaben, die einen Beitrag zu nachhaltigem Wirtschaften leisten wollen, engagieren möchten. Das Aufstellen von Positiv- oder Negativkriterien kann lediglich ein Orientierungsrahmen für eine ökologische Kapitalanlage sein.

#### Vergleichsansatz

Mit diesem Auswahlverfahren werden anhand umfassender und strenger Kriterien weltweit diejenigen Unternehmen bestimmt, welche ihre Verantwortung in den Bereichen Umweltschutz und Soziales am besten wahrnehmen und diesbezüglich einen überdurchschnittlichen Leistungsnachweis vorlegen können. Bei diesem Auswahlverfahren werden Investitionsmöglichkeiten gesucht, die zwar durchaus konventionelle Produkte herstellen, dies aber im Vergleich zu Mitstreitern ihrer Branche auf umweltfreundlichere und sozialverträglichere Weise tun. Unternehmen möchten sich ökologisch von ihrer Konkurrenz abheben und nehmen Anstrengungen in Kauf, um sich im direkten Vergleich zu profilieren. Ein aus Anlegersicht gravierender Vorteil ist, dass dieses Auswahlverfahren – im Gegensatz zu den beiden anderen Ansätzen – eine branchenübergreifende Streuung des Anlagebetrages zulässt. Das reduziert die Wertschwankungsanfälligkeit des Portfolios. Nachteil dieser Methode ist, dass Entscheidungen zugunsten von Unternehmen fallen können, die beispielsweise in der Erdölförderung tätig sind und geringere Umweltschäden als seine Konkurrenten verursachen. In der praktischen Anwendung kommt es zu einer Vermischung der drei Auswahlverfahren und Umwandlung in ein mehrstufiges Verfahren. Nach dem mehrstufigen Auswahlverfahren wird das Anlageuniversum bestimmt. Es ist das Resultat eines in sich geschlossenen, immer wiederkehrenden Prozesses.

## 6. Ökologische Investitionsmöglichkeiten

Unternehmens- und Projektfinanzierungen laufen in Deutschland, wie in kaum einem anderen Land, zum weitaus größten Teil über Banken. Die Eigenkapitalquoten deutscher Mittelstandsunternehmen sind im internationalen Ver-

gleich extrem niedrig. Die Folgen dieser Entwicklung sind hohe Risiken für die finanzierenden Banken und Unternehmer: Sie können nicht mehr reagieren, wenn aufgrund von Marktveränderungen und eigenem Wachstum Investitionen notwendig werden, weil das Eigenkapital fehlt und die Banken ihren Finanzierungsanteil nicht mehr erhöhen wollen oder können. Andererseits investieren private Anleger jedes Jahr erhebliche Beträge in ganz unterschiedliche Formen der Geldanlage, wie zum Beispiel Sparguthaben, Anleihen, Aktien, Genussrechte, Offene und Geschlossene Fonds. Diese Formen zur Kapitalanlage werden oft von Banken angeboten und verwaltet. Hier stellt sich für einige erfahrene Anleger die Frage, ob es nicht sinnvoller wäre, das Kapital direkt in Unternehmen mit Kapitalbedarf zu investieren, ohne namentlich oder öffentlich in Erscheinung treten zu müssen.

Neben der möglichst effizienten Nutzung fossiler Ressourcen gewinnt dabei mehr und mehr der Einsatz Erneuerbarer Energien an Bedeutung. Der Ausbau und die Förderung von alternativen Energieträgern nehmen in der politischen Diskussion derzeit eine wichtige Rolle ein. Gesetzlich verordneter Klimaschutz begünstigt die wirtschaftliche Entwicklung der Erneuerbaren Energien.

Die Definition einer ökologischen Geldanlage hängt von zwei Aspekten ab.

**Sauberkeit – Wie umweltfreundlich ist das finanzierte Objekt?**

Ökologische Geldanlagen stellen oft erst die notwendige Finanzierung bereit für die Gründung ökologisch orientierter Unternehmen oder die Durchführung umweltfreundlicher Projekte. Besonders bei Aktien, Direktbeteiligungen oder Spareinlagen kommt der Finanzierungseffekt einer ökologischen Geldanlage zum Tragen. Ohne die bereitgestellte Finanzierung wären manche ökologisch vorteilhaften Produkte nie auf den Markt gekommen. Besonders im Bereich regenerativer Energienutzung haben grüne Geldanlagen in der Vergangenheit einen bedeutenden Einfluss gehabt. Dazu kommt der angenehme Nebeneffekt, dass eine Vermarktung von Anteilen eines Unternehmens als ökologische Geldanlage das Image des jeweiligen Unternehmens stärkt und seinen Bekanntheitsgrad erhöht. Damit verbunden ist potenziell ein größeres Kaufinteresse an den Unternehmensprodukten.

**Wirksamkeit – Welchen Nutzen bringt die Geldanlage für die Umwelt?**

Der Umweltnutzen einer grünen Geldanlage hängt nicht allein von der Anlageentscheidung ab. Eine Verbesserung für die Umwelt lässt sich auch dadurch erzielen, dass Investoren ihre Rechte, die sich aus einer Geldanlage ergeben, aktiv wahrnehmen. Diese Einflussmöglichkeit ist vor allem dort von Bedeutung, wo neben den ökologischen Vorzügen des Anlageobjektes gleichzeitig deutlich negative Umweltauswirkungen bestehen. Ein Unternehmen, das auf umweltschonende Art und Weise ein Wirtschaftsgut entwickelt und produziert, kann unter dem Aspekt der Sauberkeit zu den ökologischen Anlagen gezählt werden. Dennoch ist das keine Garantie dafür, dass dieses Unternehmen die jeweiligen Wirtschaftsgüter auch verkaufen kann. Somit hätte dieses sauber produzierte Wirtschaftsgut keinerlei Wirksamkeit.

Eine direkte Beteiligung an Projekten der Erneuerbaren Energien kann vorteilhaft sein, wenn es sich um Investoren mit einem entsprechenden Hintergrund an Erfahrung aus der Branche, Zeit und ausreichend großem Anlagevermögen handelt. Im Bereich der Erneuerbaren Energien könnten daraus entscheidende Motive zum Einstieg in Direktinvestitionen entstehen. Für große Energieunternehmen, die als Investoren auftreten, kann dadurch das strategische Ziel, ein weltweit führender Anbieter zu werden, mit Direktinvestitionen ebenso verfolgt werden, wie mit lokalen Anlagen zur Stromerzeugung die Kosten für Produktion und Transport sowie ein möglicher Energieverlust durch weite Transportwege verringert werden.

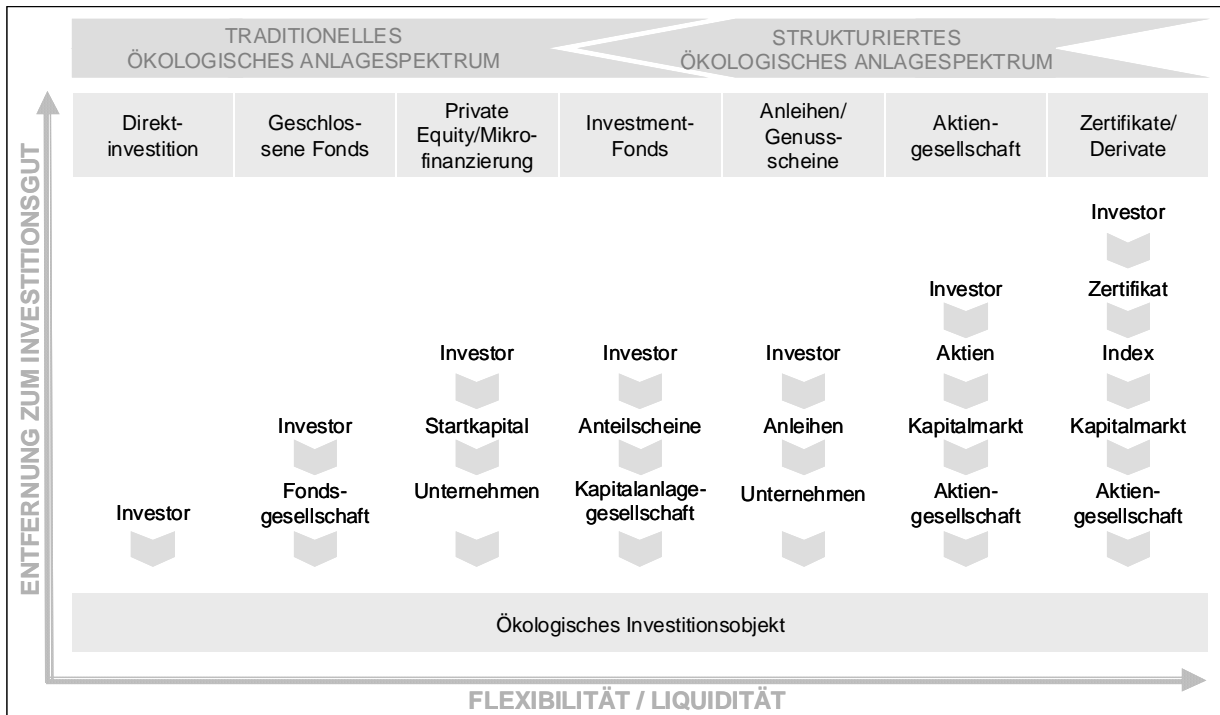


Abbildung 5: Gegenüberstellung der Investitionsmöglichkeiten

Im Rahmen der Ziele des Anlegers steht das ausgewogene Verhältnis zwischen Rendite- und Sicherheitsaspekten im Vordergrund. Jede Abweichung von der für den einzelnen Anleger angestrebten Rendite-Risiko-Struktur bedeutet für den Anleger einen Verzicht: Einerseits möglicherweise auf Rendite oder andererseits auf Mitbestimmung. Wohl kaum werden von einem speziellen Anlageprodukt alle ökologischen Aspekte berücksichtigt, die vom Anleger gewünscht sind.

Unterschiedliche Beteiligungskonzepte ermöglichen direkte oder indirekte Investitionen in ausgewählte Projekte und Unternehmen aus dem Bereich der Erneuerbaren Energien, um an den wirtschaftlich interessanten Potenzialen einer nachhaltigen Energieerzeugung zu partizipieren. Direktinvestments bilden bei Privatinvestoren eher die Ausnahme als die Regel. Die Mehrzahl dieser Gruppe von Investoren beteiligt sich eher an gemanagten Beteiligungsangeboten als an konkreten Projekten aus der Welt der Erneuerbaren Energien. Diese werden in den folgenden Ausgaben im Detail besprochen.

## Rating von ungelisteten Immobilienvehikeln für institutionelle Investoren

von

**Martin Eberhardt FRICS, Mitglied der Geschäftsführung, Union Investment Institutional Property GmbH, Frankfurt a. M.**

### **Bedeutungsgewinn der Immobilie als Asset-Klasse**

Lange Zeit wurde der Immobilienanlage bei institutionellen Investoren keine große Bedeutung beigemessen. Dieser Trend hat sich gewendet. Institutionelle Investoren stocken ihre Immobilienquote auf, teilweise sogar sehr kräftig. Insbesondere der Markt indirekter Immobilienanlagen wächst seit einigen Jahren stark. Viele Marktteilnehmer sprechen von einem Boom. Dies gilt insbesondere für nicht-börsennotierte Anlagevehikel, auf die sich dieser Beitrag fokussiert.

Als Produktbegriff hat sich international die Bezeichnung „Non-listed Real Estate Vehicles“ etabliert. Ein solches Konstrukt ist der deutsche Immobilien-Spezialfonds. An diesem lässt sich das Marktwachstum eindrucksvoll verdeutlichen: Seit dem Jahr 2000 bis zum Jahr 2009 wuchs das Fondsvolumen von ca. 6 Milliarden Euro auf ca. 26 Milliarden Euro an.

Die Größenordnung des Gesamtmarktes, dessen Wachstum und das daraus abgeleitete Marktpotential wird an einer weiteren Zahl verdeutlicht: Der gesamte Anlagebestand deutscher Versicherer beträgt grob 1,1 Billionen Euro. Der Bestand sowie Neubeträge sind zielkonform in festverzinslichen Wertpapieren, Aktien, Immobilien und alternativen Assets zu investieren. Nur ein geringer Teil dieser Summen ist, bzw. wird dabei in Immobilien angelegt. Während in Deutschland Versicherer derzeit nur mit ca. 5% in Immobilien investiert sind, gewichten beispielsweise Italiener, Norweger oder Schweizer Liegenschaften in ihren institutionellen Portfolios wesentlich deutlicher. Unabhängig von dieser unterschiedlichen Ausgangslage findet ein erhebliches Wachstum statt. So erhöhen deutsche und europäische institutionelle Anleger ihre Immobilienquote erheblich. Studien und Umfragen von INREV, CB Richard Ellis, Feri Rating & Research, Ernst & Young oder ganz aktuell von Deloitte untermauern den Trend in die Immobilienanlage. Aufgrund der damit anstehenden Anpassungen in den Gesamt-Anlagebeständen und den weiterhin bestehenden Mittelzuflüssen ergibt sich ein erheblicher Nachfragedruck. Allein bei der prognostizierten Erhöhung der Immobilienquote deutscher Versicherer von 5 auf 6% würde sich ein Anlagebedarf von ca. 11 Milliarden Euro ergeben. Über alle Gruppen von institutionellen Investoren weist Feri eine kontinuierliche Ausweitung der Immobilienquote im Gesamtanlagevermögen von 6,1% in 2004 über 6,6% in 2006 auf 7% in 2008 aus. Für 2011 prognostiziert Feri ein Wachstum auf 7,5%. Dies würde allein für deutsche Investoren einen weiteren Anstieg der Immobilieninvestitionen von rund 18 Mrd. Euro bedeuten.

### **Portfoliotheorie: Institutionelle Immobilieninvestoren nutzen Vorteile der Diversifikation**

Lange Zeit waren die Möglichkeiten der Diversifikation bei Immobilieninvestitionen begrenzt. Dies hat sich über die letzten Jahre durch eine erhöhte Markttransparenz und die Professionalisierung vieler Marktteilnehmer rund um den Globus geändert. Nun kann das Kernprinzip von Markowitz' Portfoliotheorie umgesetzt werden, wonach durch die Kombination risikotragender Assets das Gesamtrisikoprofil eines Portfolios verbessert werden kann. Hier besteht erhebliches Potential. Denn noch immer besitzen viele Versicherungen und Pensionskassen umfangreiche Bestände, die sich oft nur wenige Kilometer um den Firmensitz gruppieren.

Eine stärkere Diversifikation bringt viele Vorteile mit sich. Durch eine individuelle Gewichtung der regionalen und sektoralen Asset-Allocation können die unterschiedlichen Marktzyklen der jeweiligen Märkte, bzw. Sektoren im Rahmen eines „Buy-Hold-Sell-Ansatzes“ effizient zur Renditesteigerung, bzw. Optimierung des Rendite-Risiko-Profiles genutzt werden. Dies betrifft auch den Rückgriff auf unterschiedliche Risiko-, bzw. Investmentstile. Das Fondsuniversum kann in verschiedene Investmentstile unterteilt werden. Von „Core“ bis „Opportunistic“ wählen Institutionelle aus unterschiedlichen Rendite-Risiko-Relationen aus.

Neben breit diversifizierten Fondslösungen, die Regionen und Sektoren bereits mischen, fragen insbesondere große, sophistische Anleger auch regional oder sektoral fokussierte Produkte nach. Mit diesen Produkten stellen vor allem große und sehr große Anleger ihr individuelles Rendite-Risiko-Profil selbst zusammen. Eine an der Universität Leipzig verfasste Arbeit weist für fokussierte Produkte eine höhere Rendite als für diversifizierte Anlagen aus. Die Performanceanalyse amerikanischer REITs unterstützt diese Aussage.

### **Gründe für die Erhöhung der Immobilienquote und Attraktivität der indirekten Anlage**

Die Gründe für die Erhöhung der Immobilienquote im Rahmen der Gesamtanlage sind vielfältig. Im Rahmen der Kapitalmarktkrise hat die geringe Korrelation der Immobilien zu Anleihen und Aktien nochmals an Bedeutung gewonnen. Weitere Argumente sind:

- Geringe Volatilität der Asset-Klasse Immobilien
- Regelmäßige, hohe Ausschüttungen

## Inflationsschutz

### Professionalisierung der Immobilienwirtschaft

Das wachsende Interesse institutioneller Anleger an der Asset-Klasse Immobilie mündet wesentlich in indirekte Investitionen, wie Studien belegen. Als Gründe für die erhöhte Bedeutung der indirekten Immobilienanlage werden benannt:

- Optimierte Diversifikation
- Höhere Expertise
- Attraktives Kosten-Nutzen-Verhältnis
- Teilweise erhöhte Flexibilität und Fungibilität
- Höhere Rendite durch indirekte Investments
- Renditeoptimierung durch Aufnahme von Fremdkapital
- Rechtliche und bilanzielle Vorteile
- Verbessertes Reporting

### **Ratings für institutionelle Produkte und Publikumsfonds unterscheiden sich**

Bei Publikumsfonds können Investoren auf unterschiedliche, etablierte Ratings zurück greifen. Diese Option besteht bei ungelisteten Vehikeln, wie dem Spezialfonds, nicht. Denn hier werden in der Regel keine bereits am Markt etablierte Produkte zurück erworben. Meist sind die Fonds, für die sich ein Investor interessiert, oder die sich ein Anleger „maßgeschneidert“ wünscht, noch nicht aufgelegt. Es bestehen keine historischen Daten oder Vergleichsmaßstäbe. Das Heranziehen von Performancehistorien zur Bewertung von Fonds ist bei Neuauflagen nicht möglich. Prognosen von Wertänderungs- und Mietrenditen, sowie die im Zusammenhang mit den Immobilien bestehenden Chancen und Risikopotentiale entziehen sich einer konkreten Bewertung.

Zwar gibt es vereinzelt „Seed-Portfolios“, mit denen ein Fonds bereits gefüllt ist, oder die zeitnah erworben werden können. Aber in der Regel befinden sich noch keine Häuser im Fonds. Eine Bewertung ist auch auf dieser Ebene meist nicht möglich. Der Anleger investiert in einen „Blind-pool“.

Ein klassisches Fondsrating ist damit nicht möglich. Vor diesem Hintergrund verlagert sich das Rating eines Fonds wesentlich auf das Rating eines Real Estate Investment Managers (REIM). Der Auswahl eines REIM als Dienstleister für den institutionellen Anleger kommt damit eine wesentliche Bedeutung zu. Im Investmentprozess der Investoren werden daher vor einer Mandatsvergabe umfangreiche Informationen über den REIM abgefragt. Hierdurch wird versucht, sich neben dem Fondskonzept bereits im Vorfeld ein möglichst umfassendes Bild über den potenziellen, zukünftigen Vertragspartner zu verschaffen. Haben sich in den letzten Jahren in der Praxis weitgehend einheitliche Kriterien und deren Gewichtungen gefunden, erscheint jedoch eine Anpassung im Zuge der Erfahrungen aus der jüngsten Kapitalmarktkrise sinnvoll.

### **Strukturierter Investmentprozess beschreibt Entscheidungsablauf**

Ein Investmentprozess beschreibt die Organisation und den Ablauf von Kapitalanlageentscheidungen, also deren Planung, Steuerung und Kontrolle. Im Vordergrund dieses Prozesses stehen eine weitgehende Standardisierung, nachvollziehbare, nachhaltige Strukturen und Entscheidungsabläufe. Damit sind Entscheidungen auch nach Personalwechseln und veränderten Rahmenbedingungen transparent und stabil. Praktiker sprechen in diesem Zusammenhang auch vereinfacht von einer „Revisionssicherheit“.

### **Auswahlkriterien für einen Real Estate Investment Manager**

Neben der Festlegung geeigneter Bewertungskriterien zur Managerselektion ist deren Gewichtung von großer Relevanz. Die international häufig zitierten „Four P“ des Fondsmanagements geben eine Indikation auf allgemein gültige Kriterien: „Performance through People, Process & Philosophy“. Hilfreich bei der Definition geeigneter Kriterien und der Zuordnung von Punkten (Punktbewertungsverfahren oder „Scoring-Methode“) ist eine Auseinandersetzung mit dem jeweiligen Mandat. Ein mandatspezifisches, individuelles Vorgehen erhöht die Wahrscheinlichkeit aus vergleichbaren Alternativen den „richtigen Manager für das richtige Produkt“ auszuwählen.

Im Rahmen des „Scorings“ werden in Abhängigkeit der Gewichtung den Kriterien Punkte zugeordnet. Solche Punktbewertungsverfahren kommen beispielsweise bei Autotests seit vielen Jahren zum Einsatz. Meist gehen quantitative und qualitative Aspekte in die Bewertung ein. Das Ergebnis eines Auswahlprozesses wird häufig mit Schulnoten oder ähnlichen Skalierungen ausgewiesen.

Im Folgenden werden wesentliche Kriterien einer Managerauswahl dargestellt:

### **Besonderheiten, Historie und Strukturen des REIM**

Häufig beginnt der Prüfungsprozess mit Fragen zur Struktur und Historie des Unternehmens. Eine Analyse der Eigentümerstruktur kann Hinweise auf Konflikte im Gesellschafterkreis oder mögliche Spannungsfelder zum Mandat oder Anlegerkreis aufdecken. Auch die wirtschaftliche Stabilität (Ertrags- und Bilanzentwicklung) des REIM sollte untersucht sein. Der Manager sollte in Krisenzeiten keinem Insolvenzrisiko ausgesetzt sein. Das war in der „heißen Phase“ der Kapitalmarktkrise nicht immer der Fall. Zwar sind Sondervermögen insolvenz sicher, jedoch ist der ungewollte Wegfall eines Managers der Entwicklung eines Fonds wenig förderlich.

### **Quantitative und qualitative Ressourcen**

Auf die große Bedeutung der für das Mandat verantwortlichen Personen wurde im Rahmen der „Four P“ bereits eingegangen. Eine hohe Qualität des Personals ist die Grundlage einer guten Performance. Die Kapitalmarktkrise zeigte jedoch auf, dass einige Manager die hohen Anforderungen nicht erfüllen konnten. Nicht nur Analysten wiesen in diesem Zusammenhang auf eine häufig zu niedrige Immobilienexpertise hin. Zwar wurde eine hohe Kompetenz bei Kalkulationsmodellen und Finanzierungen der oft sehr stark mit Fremdkapital arbeitenden Manager anerkannt. Neben dem Wissen um die Kapitalmärkte sei aber eine intime Kenntnis von Immobilien und Immobilienmärkten notwendig. Erfahrungen mit Immobilien über mehrere Zyklen und der Aussteuerung von Krisen wären häufig nicht gegeben.

### **Investmentprozess**

Der Investmentprozess des Dienstleisters wird bei der Selektion geeigneter Manager sehr stark gewichtet. Langjährige Erfahrungen bei klassischen Kapitalmarktprodukten belegen, dass eine starke Korrelation zwischen einer hohen Prozessqualität und einer guten Performance besteht.

### **Höhere Rendite durch umfangreiche Marktforschung**

Bei Managerratings wird ein sogenannter „researchgetriebener Investmentprozess“ hoch bewertet. Der Ansatz ist von hoher Relevanz, um im Anlageprozess die richtigen Entscheidungen zu treffen. Die systematische Beschaffung, Bearbeitung und Analyse der Märkte und der Investitionsrahmenbedingungen bildet die Grundlage für Marktempfehlungen. Aus ihnen werden sowohl auf der strategischen Ebene Fondsprofile, als auch operativ, konkrete Immobilien-Ankaufsentscheidungen getroffen.

Bestenfalls wird auch die Marktanalyse durch einen stringenten, mehrstufigen Prozess abgebildet. Grundlage für Marktempfehlungen sind meist volkswirtschaftliche Analysen sowie Bewertungen und vor allem zukunftsgerichtete Prognosen der Immobilienmärkte. Auf dieser Grundlage kann abgeleitet werden, wo, zu welcher Rendite und bestenfalls zu welchem Zeitpunkt im Marktzyklus ein An- bzw. Verkauf erfolgen sollte. Im Bestreben ein „Alpha“ zu generieren, kommt dem Research damit eine große Bedeutung zu.

### **Immobilienbezogene Wertschöpfung durch Asset-Management**

Das Asset-Management bewegt sich auf der Objektebene. Es zeigt sich für den An- und Verkauf, das Bestandsmanagement und für Projektentwicklungen verantwortlich und bildet somit die immobilienwirtschaftliche Wertekette ab. Institutionelle Anleger achten auch hier auf Prozesse und Strukturen. So setzt beispielsweise ein professionelles Risikomanagement schon beim Objektankauf durch einen stringenten rechtlichen, technischen und steuerlichen Due-diligence-Prozess auf.

Im Rahmen der Managerselektion ist das Vorhalten von dezentralen Asset-Management-Strukturen von Bedeutung. Dahinter steht die Erfahrung, dass renditestarke „Off-market-deals“ vor allem durch persönliche Netzwerke identifiziert und angekauft werden. Etablierte, bestenfalls exklusive Kooperationen mit lokalen Partnern vermögen das Fehlen eigener Strukturen weitgehend zu kompensieren. Jedoch sollten im Verhältnis zu diesen Partnern keine Interessenkonflikte bestehen.

Wie oben beschrieben zeigte sich im Zuge der Kapitalmarktkrise, dass viele REIM auf der Ebene des Asset-Managements zu schwach aufgestellt waren. Der Bezug zur Immobilie ging vielerorts verloren. Viele waren strukturell eher auf ein schnelles Durchhandeln der Immobilien, bzw. auf optimierte Finanzierungsstrukturen als auf eine wertschöpfende Arbeit im Bestand fokussiert. Nachdem die Märkte einen zügigen mit Wertzuwachsen versehenen Exit verhinderten, fehlt nun vielfach die Expertise, um als Bestandsmanager die Cash-Flows und damit auch die Werte zu erhöhen, bzw. zu erhalten.

### **Risikomanagement**

Ein funktionierendes Risikomanagement ist bei der Umsetzung risikoreicher Investmentstile eher von Relevanz als bei Core-Produkten. Die Bedeutung des Risikomanagements ist durch die Kapitalmarktkrise aber auch bei risikoaversen Produkten nochmals gestiegen. Bestenfalls umfasst das Risikomanagement eines REIM die Ebene der Gesellschaft und die Ebene des Fonds, in der sich die Immobilien befinden.

Im Rahmen des Ratings sollte insbesondere die schriftlich fixierte organisatorische und prozessuale Umsetzung des Risikomanagements betrachtet werden. Die Prozesse des Risikomanagements sind dabei bestenfalls mit dem In-

vestmentprozess des Managers eng verwoben, um dem Umfang und der Ganzheitlichkeit des Ansatzes zu entsprechen. Außerdem berücksichtigt das Risikomanagement bestenfalls die Spezifika eines Fonds.

### **Vergütungssysteme, Interessenidentität**

Zwar ist die absolute Höhe der Gebühren von Belang, dennoch wird dieses Kriterium von Institutionellen weniger hoch gewichtet. Vielmehr wird im Rahmen einer Mandatsvergabe die Struktur der Gebühren genauer untersucht. Ziel ist dabei neben der Angemessenheit der Gebühren eine weitgehende Interessenidentität zwischen Manager und Investor zu finden. Letzteres wird international üblich als „Alignment of Interest“ bezeichnet.

Die Kostenstrukturen sind in der Praxis unterschiedlich. Ein Vergleich der Kosten ist daher sehr aufwändig. Unterstützung bietet der „Bundesverband Investment und Asset Management“ (BVI) an. Im Rahmen seiner Wohlverhaltensrichtlinien definiert er eine „Total Expense Ratio“. In dieser werden alle laufenden Kosten und Gebühren aufgeführt. Diese umfassen neben den Managementgebühren auch die Kosten für die Depotbank oder den Sachverständigenausschuss.

Die Höhe der Vergütung orientiert sich an der jeweiligen Risikoklasse. Bei risikostärkeren Produkten finden sich meist höhere Gebühren, da diese managementintensiver sind. In Deutschland herrscht noch überwiegend eine lebenszyklusabhängige Vergütungsstruktur vor. In der internationalen Praxis hat sich eine Dreiteilung aus Transaktionskosten, Management-Fees und ergebnisabhängigen Gebühren etabliert. Dies gewährt einen angemessenen Interessenausgleich zwischen Investor und Manager.

### **Reporting**

Viele institutionelle Anleger wünschen in regelmäßigen Abständen umfangreiche Informationen über Strategie, Status Quo und Prognosen des Fonds. Hier setzt der internationale Verband INREV erfolgreich Branchenstandards, die insbesondere durch einheitliche Gliederungen, Definitionen und Inhalte das Berichtswesen länder- und vehikelübergreifend leichter verfolgbar macht. Das Reporting geht inhaltlich weit über die Standards bei Publikumsfonds hinaus. Denn die Anlegerschaft erwartet detaillierte Berichte z.B. über Bewertungen, Vermietungsstände oder Fremdwährungspositionen. Bei vielen Vehikeln, wie dem deutschen Spezialfonds, bringen sich die Investoren im Rahmen sogenannter Anlageausschüsse aktiv in die Steuerung der Portfolien ein. Kann ein Manager die INREV-Standards nicht erfüllen, schlägt sich dies im Rating deutlich nieder.

Vor einer Mandatsvergabe ist ein wesentlicher Aspekt kaum zu ermitteln: Dieser liegt mehr in der Unternehmenskultur des Fondsunternehmens und der Kommunikationsfähigkeit des Fondsmanagers. Investoren wünschen neben den formalen Informationswegen einen regelmäßigen Kontakt zum Fondsmanagement. Vor allem bei auftretenden Problemen, wie z.B. ein Mieterausfall oder der Stilllegung einer Baustelle, wird eine proaktive Informationspolitik gewünscht. Dies gilt auch für eine Berichterstattung über aufkommende Risiken.

*Der vollständige Beitrag ist im Praxishandbuch „Rating von Immobilienportfolios“, herausgegeben von Oliver Everling und Raphael Slowik im Immobilien Manager Verlag, Köln, erschienen.*

---

### **Impressum ZfiFP:**

**Herausbergremium:** Dr. Thomas Beyerle - Head of Global Research, Aberdeen Immobilien Kapitalanlagegesellschaft mbH, Prof. Dr. Josef Dinauer - Hochschule München, Paul Jörg Feldhoff - Generalsekretär, Institut der deutschen Immobilienwirtschaft, Prof. Dr. Hanspeter Gondring, FRICS - Studiendekan Studienzentrums Finanzwirtschaft, Duale Hochschule Baden-Württemberg Stuttgart (DHBW) / Wissenschaftlicher Leiter, ADI Akademie der Immobilienwirtschaft), Dr. Ruprecht Hellauer - Managing Director, Lohnbach Investment Partners GmbH, Prof. Dr. Jens Kleine - Steinbeis-Hochschule Berlin, Prof. Dr. Karl-Georg Loritz - Universität Bayreuth, Dr. Mathias Müller - Präsident der IHK Frankfurt am Main, Werner Rohmert - Hrsg. Der Immobilienbrief / Immobilienspezialist von „Der Platow Brief“, Dr. Guido Spars - Bergische Universität Wuppertal.

**Chefredaktion:** Marion Götza (V.i.S.d.P.);

**Wissenschaftliche Leitung:** Prof. Dr. Gondring, FRICS, (DHBW/ADI)

**Verlag:** Research Medien AG, Lippstädter Straße 133, 33378 Rheda-Wiedenbrück, T.: 05242 - 901-250, E: info@rohmert.de, www.rohmert-medien.de; www.immobilienbrief-tv.de

**Vorstand:** Werner Rohmert, **Aufsichtsrat:** Senator E. h. Volker Hardegen (Vorsitz), Univ. Prof. Dr. jur. habil. Karl-Georg Loritz, (Bayreuth)

HRB 6598 Amtsgericht Gütersloh, USt.-Idnr DE 217501781

*Namensbeiträge geben die Meinung des Autors und nicht unbedingt der Redaktion wieder. Das Copyright der Fachbeiträge liegt bei den Verfassern oder den genannten Institutionen und Unternehmen.*