



## Socially Responsible Investment im Immobiliensektor – Wo bleiben nachhaltige Immobilieninvestmentprodukte?



**Prof. Dr.-Ing. habil. Thomas Lützkendorf**  
Leiter des Lehrstuhls Ökonomie und Ökologie des Wohnungsbaus Universität Karlsruhe (TH)



**Dipl. Bw. (BA) David Lorenz**  
B.A. M.Sc. MRICS  
Doktorand Universität Karlsruhe (TH), geschäftsführender Gesellschafter der W. Lorenz Immobilien GmbH, Gaggenau



**Dipl.-Kfm. Christian Thöne**  
M.Sc. MRICS  
Geschäftsführender Gesellschafter Pálffy + Thöne Real Estate Consultants, Leipzig – Köln

### Einleitung

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. Unter dem Begriff Social Responsibility beziehungsweise Corporate Social Responsibility (CSR) bekennen sich Unternehmen zu ihrer ökologischen und sozialen Verantwortung. Social Responsibility kann als ein Instrument zur Sicherung einer nachhaltigen Entwicklung gesehen werden und schließt den Umweltaspekt ausdrücklich mit ein. Die Prinzipien der Corporate Social Responsibility durchdringen alle Aktivitäten und Geschäftsfelder der Unternehmen und haben so auch Auswirkungen auf deren Investitionspolitik – das Socially Responsible Investment (SRI).

Im Beitrag wird zunächst der allgemeine Markt für Socially Responsible Investment sowie entsprechende Investitionsstrategien kurz beschrieben und darauf aufbauend ein Marktpotenzial für nachhaltige Immobilienanlageprodukte abgeschätzt. Es wird vorgeschlagen, derartige Produkte am Markt

zu platzieren. Zur Beurteilung der ökonomischen, ökologischen und sozialen Vorteilhaftigkeit von Immobilienanlagen stellen die Autoren einen Stufenplan vor. Abschließend wird auf die Erweiterung des Informationsbedarfes des Fondsanalysten sowie auf dessen Verantwortung bei der Beurteilung von Immobilienanlageprodukten eingegangen.

### Strategien und Marktvolumen für Socially Responsible Investment

Das Interesse von privaten und institutionellen Investoren an ethisch-ökologischen, sozialverantwortlichen oder nachhaltigen Investmentprodukten und Kapitalanlagemöglichkeiten ist innerhalb der letzten zehn Jahre geradezu sprunghaft angestiegen. Von den unterschiedlichsten Seiten und Akteuren (Politik, Gesellschaft, Investoren, Mitarbeiter) wird seit einigen Jahren eine Erwartungshaltung an Unternehmen herangetragen, ihre wirtschaftlichen Aktivitäten nicht losgelöst von der ihnen zukommenden Verantwortung für Umwelt und Gesellschaft zu betreiben. Die Nichtbeachtung dieser Erwartungshaltung kann – insbesondere im Zusammenhang mit informiertem und verantwortlichem Konsumentenverhalten – zu erheblichen Imageverlusten und damit zu finanziellen Risiken führen. Die Unternehmen greifen daher zunehmend diese Anforderungen auf und reagieren unter anderem mit der Verankerung von



Nachhaltigkeitsaspekten im Unternehmensleitbild und dem Auf- und Ausbau einer Nachhaltigkeitsberichterstattung. Eine aktuelle, weltweite Befragung von Fondsmanagern hat ergeben, dass die soziale und ökologische Performance eines Unternehmens oder Anlageproduktes bereits heute im Zusammenhang mit Investitionsprozessen als wichtiges Entscheidungskriterium gilt und dass nach Ansicht der überwiegenden Mehrzahl der Fondsmanager das Thema Nachhaltigkeit im Finanzsektor in den kommenden Jahren noch wesentlich stärker an Bedeutung gewinnen wird (Ambachtsheer, 2005).

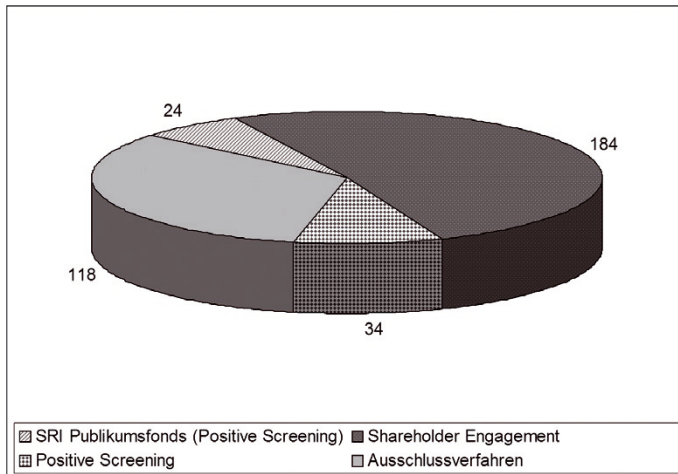
Auch liegen mittlerweile zahlreiche empirische Untersuchungen über den Zusammenhang zwischen Unternehmens- beziehungsweise Fondsrendite und sozialer sowie ökologischer Unternehmens- beziehungsweise Fondsperformance vor, die je nach Untersuchungsansatz und -methode zu dem Schluss kommen, dass sich die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten positiv, teilweise neutral, keinesfalls jedoch negativ auf den Unternehmens- beziehungsweise Anlageerfolg auswirkt (eine Übersicht und vergleichende Analyse relevanter Studien findet sich in Murphy, 2002 und in Ziegler et al., 2002). Hieraus ergibt sich in der Konsequenz, dass Analysten bei der Beurteilung von Anlageprodukten relevante Nachhaltigkeitsaspekte mit berücksichtigen sollten. Die Notwendigkeit zur Anpassung/Erweiterung der Verantwortung des (Fonds-)Analysten wird weiter unten ausführlicher diskutiert.

Der Markt für entsprechende Investmentprodukte und Kapitalanlagemöglichkeiten, für den sich im internationalen Sprachgebrauch der Begriff „Socially Responsible Investment“ (SRI) etabliert hat, zählt insbesondere in Europa und Amerika zu den am schnellsten wachsenden Anlagemärkten. Laut einer Untersuchung des US Social Investment Forum (US SIF, 2003) wuchs das Volumen der Vermögensanlagen innerhalb des amerikanischen SRI-Marktes zwischen 1995 und 2003 um 40 Prozent schneller als das Volumen aller übrigen, professionell verwalteten Investmentportfolios. Unter SRI versteht man die Durchführung von Investitionsentscheidungen sowie der hierzu notwendigen Finanz- und Unternehmensanalysen unter sorgfältiger Berücksichtigung und Abwägung der sozialen und ökologischen Konsequenzen dieses Investments (O'Rourke, 2002). Es existiert jedoch keine einheitliche Definition des SRI-Marktes; vielmehr lassen sich einzelne Teilmärkte über unterschiedliche Anlagestrategien voneinander abgrenzen

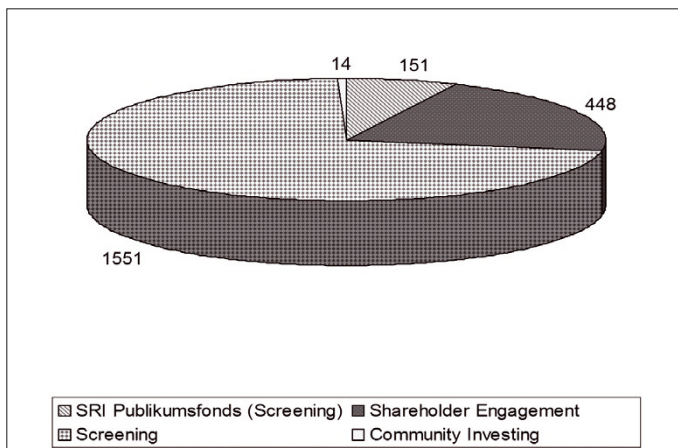
beziehungsweise mehrere Vorgehensweisen zur Definition nachhaltiger Geldanlagen unterscheiden. Die vier vorherrschenden, teilweise in Kombination angewandten Anlagestrategien sind:

- **Auswahl durch Nachhaltigkeitsrating – Positive Screening:** Beim Nachhaltigkeitsrating werden die Unternehmensaktivitäten oder die Charakteristika eines bestimmten Projektes in den Bereichen Ökonomie, Ökologie und Soziales mit Hilfe von Checklisten, Fragebögen und auf Basis der vom Unternehmen selbst beziehungsweise vom Projektinitiator veröffentlichten Informationen beurteilt. Die Ergebnisse des Ratings entscheiden darüber, ob ein Unternehmen oder Projekt von Investoren und Fondsmanagern bei der Geldanlage berücksichtigt wird. Nach dieser Strategie getroffene Anlageentscheidungen können dem Kernbereich des SRI-Marktes zugeordnet werden.
- **Ausschlussverfahren – Negative Screening:** Im Rahmen des Ausschlussverfahrens werden einzelne Geschäftstätigkeiten und Branchen (zum Beispiel Tabak, Alkohol, Waffen, Nuklearenergie) oder auch Investitionen in einzelne Länder kategorisch als nicht nachhaltig definiert; sie scheiden damit als Anlageoption aus.
- **Shareholder Engagement:** Unter Shareholder Engagement versteht man die kritische Ausübung von Aktionärs- und Stimmrechten mit dem Ziel, Unternehmens- und Investitionsstrategien im Sinne einer stärkeren Berücksichtigung nachhaltiger Prinzipien aktiv zu beeinflussen.
- **Community Investing:** Diese bislang hauptsächlich unter amerikanischen Investoren verbreitete Anlagestrategie besteht darin, lokalen und kommunalen Organisationen Finanzmittel zur Verfügung zu stellen, die sie über den traditionellen Finanz- und Bankenmarkt nicht erhalten würden.

Aufgrund der relativ weit gefassten Auffassung dessen, was als nachhaltiges Investment dem SRI-Markt zugeordnet wird, bedarf es einer detaillierten Betrachtung der verfügbaren Marktdaten, um zu einer ausdifferenzierteren Vorstellung der Marktgröße zu gelangen. Der Fokus der Betrachtung liegt hierbei auf Europa und Amerika, da hier die größten und am weitesten entwickelten SRI-Märkte anzutreffen sind. Nach einer Erhebung der SiRi Group (2005) waren Mitte 2005 insgesamt 24,1 Mrd. Euro in 375 europäischen Publikumsfonds investiert, die ihre Investitionsstrategie nach ethischen, sozialen und umweltrelevanten



**Abb. 1:** Europäischer SRI-Markt 2003/2005 in Mrd. Euro (SiRi Group, 2005; EUROSIF, 2003)



**Abb. 2:** Amerikanischer SRI-Markt 2003 in Mrd. US-Dollar (US SIF, 2003)

Gesichtspunkten ausrichten und potenzielle Investments über Nachhaltigkeitsratings identifizieren (zum Vergleich: Ende 1999 existierten in Europa 159 derartige Fonds mit einem geschätzten Anlagevolumen von 11,1 Mrd. Euro). 24,1 Mrd. Euro entsprechen jedoch lediglich ca. 0,6 Prozent der von europäischen Publikumsfonds verwalteten Vermögensanlagen. Das Volumen des institutionellen, europäischen SRI-marktes wurde Ende 2003 erstmalig in einer detaillierten Studie über die SRI-Märkte einzelner europäischer Länder vom europäischen Forum für nachhaltige Geldanlagen, EUROSIF, mit 336 Mrd. Euro beziffert. Bei einer sehr eng gefassten Definition des nachhaltigen Investierens – das heißt bei Berücksichtigung nur jener Investments, die über Nachhaltigkeitsratings ausgewählt wurden – reduziert sich dieser Betrag jedoch auf 34 Mrd. Euro; der Rest entfällt auf die Anlagestrategien „Shareholder Engagement“ und „Ausschlussverfahren“. Einen Überblick über die verschiedenen europäischen SRI-Teilmärkte liefert oben stehende Abbildung. (Abbildung 1)

Das Volumen des US-amerikanischen SRI-Marktes stieg zwischen 1995 und 2003 um 240 Prozent und belief sich laut einer Erhebung des US Social Investment Forum im Jahre 2003 auf 2,16 Bill. US-Dollar; dies entsprach circa. 11,3 Prozent des gesamten amerikanischen Investmentmarktes, dessen Größe auf 19,3 Bill. US-Dollar taxiert wurde. Die Aufteilung dieses Betrages auf die einzelnen SRI-Teilmärkte ist in Abbildung 2 dargestellt; dabei ist zu beachten, dass die oben beschriebene Anlagestrategie „Ausschlussverfahren“ in Amerika nicht separat betrachtet, sondern als Teil der Strategie „Auswahl durch Nachhaltigkeitsrating“ angesehen wird. Insgesamt entfielen 151 Mrd. US-Dollar auf 200 ausgewiesene SRI-Publikumsfonds; die übrigen Anlagewerte wurden in so genannten „separate accounts“ (Investmentportfolios, die für private und institutionelle Investoren verwaltet werden) identifiziert (US SIF, 2003). (Abbildung 2)

Vieles spricht dafür, dass sich das starke Wachstum des SRI-Segmentes fortsetzt und sich mittel-



bis langfristig die Durchführung von Nachhaltigkeitsratings – analog zum Bonitätsrating – als allgemein akzeptierte Praxis durchsetzen wird. Zur Stützung dieser Vermutung sind in Ergänzung zu den bisherigen Ausführungen insbesondere zwei Gründe zu nennen: Zum einen werden nachhaltige Kapitalanlagen in dem Maße eine bessere Performance im Vergleich zu herkömmlichen Anlagen erzielen, in dem implizite „Stilwetten“ dieser Anlageform, wie zum Beispiel steigende Rohmaterial- und Energiepreise, schärfere Umweltgesetzgebung und zunehmender Wettbewerb um qualifizierte Mitarbeiter, aufgehen. Zum anderen wird nachhaltiges Investieren momentan durch die internationale Verbreitung neuer gesetzlicher Regulierungen (Nachhaltigkeitsberichts- und Offenlegungspflichten) massiv befördert. Hierdurch erhöht sich einerseits das Bewusstsein der Marktakteure für derartige Belange, andererseits werden durch mehr Transparenz die informatorischen Grundlagen von Investoren und Analysten verbessert. Eine Übersicht zu vorhandenen Regulierungen findet sich in Loew, 2002, sowie in UNEP FI, 2005.

#### Das Potenzial nachhaltiger Immobilieninvestmentprodukte

Die Anlageklasse „Immobilien“ ist im SRI-Markt derzeit völlig unberücksichtigt. Es existieren weltweit keine ausgewiesenen SRI-Publikumsfonds, welche Investoren die Geldanlage in ein professionell verwaltetes, nachhaltiges Immobilienportfolio ermöglichen. Auch ist nichts darüber bekannt, dass einer der traditionellen Immobilienfonds oder Real Estate Investment Trusts (REITs) das Thema SRI aufgegriffen und fest in der Anlagestrategie verankert hätte; ebenso investieren Pensions- und Rentenfonds (laut Eurosif die stärksten Treiber des SRI-Marktes) nicht direkt in nachhaltige Immobilien; dies hätte sich in der Immobilienbranche bereits herumgesprochen. Dieser Zustand ist aus drei Gründen bemerkenswert:

(1) Das Marktvolumen für nachhaltiges Immobilieninvestment ist beachtlich: Zur besseren Risikostreuung und Renditeverbesserung sollten gemischte Portfolios auch Immobilien enthalten. Die große Mehrzahl der zu diesem Thema innerhalb der letzten 20 Jahre erstellten Studien kommt zu dem Schluss, dass Immobilieninvestitionen (direkte ebenso wie indirekte) das Rendite-Risiko-Verhältnis gemischter Portfolios jeder Risikostufe verbessern. Der optimale Anteil von Immobilien am Gesamtportfolio sollte dabei zwischen 10 und

20 Prozent betragen (Sirmans and Worzala, 2003; Worzala and Sirmans, 2003). Bei einer Umschichtung von 10 bis 20 Prozent der momentan von SRI-Fonds verwalteten Vermögenswerte in Immobilienanlagen ergibt sich (ohne Berücksichtigung des institutionellen SRI-Marktes) folgendes potenzielles Marktvolumen für nachhaltige Immobilieninvestmentprodukte: In Amerika zwischen 15 und 30 Mrd. US-Dollar und in Europa derzeit zwischen 2,4 und 4,8 Mrd. Euro; Tendenz stark steigend. Die Verteilung des europäischen Marktvolumens auf einzelne Mitgliedstaaten (entsprechend der momentanen Größe des jeweiligen SRI Marktes) ist in Tabelle 1 dargestellt.

England	800 - 1600	Niederlande	176 - 352
Frankreich	310 - 620	Schweiz	160 - 320
Italien	268 - 536	Deutschland	116 - 232
Schweden	250 - 500	Österreich	110 - 220
Belgien	213 - 426	Spanien	7 - 14

Tabelle 1: Potenzielles Marktvolumen (in Millionen Euro) nachhaltiger Immobilieninvestmentprodukte nach Ländern

(2) Das Wirtschaftsgut „Immobilie“ hat eine enorme volkswirtschaftliche Bedeutung (in Deutschland sind beispielsweise 85 Prozent des Nettoanlagevermögens in Immobilien investiert) und übt im Vergleich zu allen anderen Wirtschaftsgütern den bei weitem größten Einfluss auf Gesellschaft und Umwelt aus:

- circa 80 Prozent der Bürger Europas leben in städtischen Gebieten,
- die Menschen verbringen circa 90 Prozent ihrer Zeit innerhalb von Gebäuden,
- Gebäude sowie die „gebaute Umwelt“ sind für circa 50 Prozent des weltweiten Rohstoffverbrauchs verantwortlich,
- Gebäude sind Europas „größte Energiekonsumenten“; sie verbrauchen mehr als ein Drittel der Primärenergie,
- Errichtung, Betrieb und Abriss von Gebäuden sind in Europa für mehr als ein Drittel des gesamten Treibhausgasausstoßes und für circa 25 Prozent des gesamten Abfallaufkommens verantwortlich (OECD, 2003; European Commission, 2004).

Investitionen in neue Gebäude, in den Gebäudebestand oder in Infrastrukturprojekte verursachen erhebliche Energie- und Stoffströme sowie Wirkungen auf die Umwelt und haben einen entscheidenden Einfluss auf die Qualität der städtischen

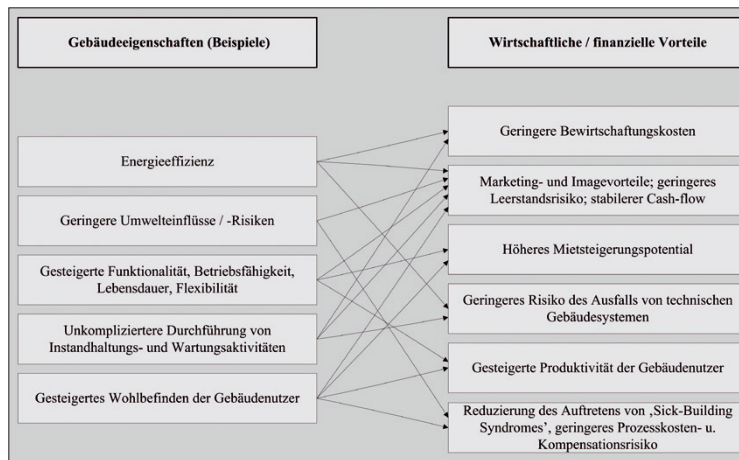


Abb. 3: Wirtschaftliche Vorteile nachhaltiger Immobilienanlagen

Umwelt. Sie können daher wesentlich dazu beitragen, die Lebensqualität heutiger und künftiger Generationen zu verbessern. Für sozial verantwortliche beziehungsweise nachhaltigkeitsorientierte Investoren sind Immobilien daher als Anlageoption besonders geeignet.

(3) Nachhaltige Immobilienanlagen bieten im Vergleich zu herkömmlichen Immobilienanlagen eine ganze Reihe von Vorteilen, die bislang bei der Formulierung und Umsetzung von Investitionsstrategien privater und institutioneller Investoren, bei Projektkonzeptionen, bei der Vermarktung entsprechender Anlageprodukte sowie bei Betrieb und Management in der Regel nur untergeordnete Beachtung erfahren. Die Zusammenhänge zwischen einzelnen Gebäudeeigenschaften und der Wirtschaftlichkeit nachhaltiger Immobilienanlagen sind in der oben stehenden Abbildung 3 zusammengefasst.

Obwohl diese Vorteile in der Literatur ausreichend beschrieben und an Beispielprojekten dokumentiert sind (siehe hierzu: Wilson et al., 1998; Heerwagen, 2000; Yates, 2001 und Kats et al., 2003), ist die Monetarisierung und Quantifizierung dieser Vorteile aufgrund mangelnder Datengrundlagen jedoch – mit Ausnahme der Bewirtschaftungskostenreduzierung, die sich direkt messen lässt – bisher nur bedingt möglich. Hierin wird einer der Hauptgründe gesehen, weshalb das Thema Nachhaltigkeit in der Immobilienwirtschaft noch nicht die notwendige Beachtung erfährt. Zahlreiche Faktoren erschweren Nachweis und Verständnis der Zusammenhänge zwischen Nachhaltigkeitsaspekten und Immobilienwerten beziehungsweise zwischen finanzieller und ökologischer sowie sozialer Immobilienperformance (Lützkendorf und Lorenz, 2005).

Vor kurzem wurde jedoch ein Bericht mit dem Titel „Green Value – Green buildings, growing assets“ von der Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) veröffentlicht, welcher die oben aufgeführten Vorteile nachhaltiger Immobilien ausdrücklich bestätigt und einen positiven Zusammenhang zwischen Marktwerten und Nachhaltigkeitseigenschaften von Immobilien anerkennt (RICS, 2005).

#### Anlagestrategien für Anbieter nachhaltiger Immobilieninvestmentprodukte

Die Geldanlage in nachhaltige Immobilien lässt sich prinzipiell sowohl über direkte als auch über indirekte Anlageformen realisieren; die Direktanlage eignet sich aufgrund des hierzu notwendigen erheblichen Einsatzes von Ressourcen und Know-how jedoch eher für institutionelle Anleger. Als indirekte Anlageformen kommen Investitionen in Offene und Geschlossene Immobilienfonds, in Immobilienspezialfonds, Immobilien-AGs, Real Estate Partnerships und Real Estate Investment Trusts (REITs) in Betracht. Für die Entwicklung nachhaltiger Immobilieninvestmentprodukte, für die Neuausrichtung existierender Produkte sowie für die Realisierung nachhaltigkeitsorientierter Immobilieninvestments im Allgemeinen sind folgende Anlagestrategien denkbar:

#### Anlagestrategien

- **Selection/Screening:** Ankauf beziehungsweise Verkauf von Immobilien (zum Beispiel zur Portfoliozusammenstellung oder -optimierung), die gewisse Mindeststandards hinsichtlich ihrer ökologischen und sozialen Performance erfüllen/nicht erfüllen.



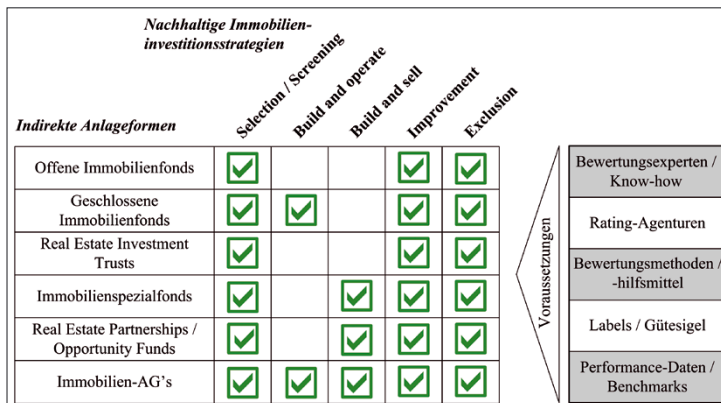


Abb. 4: Anlageoptionen und Investitionsstrategien

- **Build and operate/Build and sell:** Investitionen in Neubauprojekte, die explizit unter Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten geplant, erstellt und betrieben werden.
- **Improvement:** Investitionen in Bestandsobjekte zur Verbesserung der ökologischen und sozialen Immobilieneigenschaften.
- **Exclusion:** Vermeidung/Ausschluss von Immobilieninvestitionen, die eine schädliche Einwirkung auf Umwelt und Gesellschaft erwarten lassen, zum Beispiel Störung der Nachbarschaft, Umsiedlung von Anwohnern, Aufschüttung von Feuchtgebieten, Zerstörung historischer Bauwerke oder Stadtstrukturen, et cetera.

Die Abbildung 4 zeigt 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.

**Stufenprogramm zur Beurteilung des Beitrages von Immobilien zu einer nachhaltigen Entwicklung**

Bei der Entwicklung von nachhaltigen „Produkten“ im Immobilienbereich stellt sich natürlich die Frage, wie der Beitrag von Einzelbauwerken und Gebäudebeständen zu einer nachhaltigen Entwicklung beschrieben, beurteilt und kommuniziert werden soll, welche Berichtspflichten existieren, welche Informationsquellen, Instrumente und Hilfsmittel zur Verfügung stehen und welche Akteure und Berufsgruppen hieran beteiligt sein werden.

Die Grundlage für eine Beurteilung eines Gebäudes bildet im Idealfall ein Gebäudepass, der umfangreiche und gesicherte Informationen zum Objekt enthält. Bisher werden Gebäudepässe einzeln, nur für Wohngebäude und nur auf freiwilliger Basis, erstellt. Sie sind nicht normiert. Als Orientierung für Aufbau und Inhalt kann die Hausakte des Bundesministeriums für Verkehr, Bau- und Wohnungswesen (BMVBW) gelten. Weitere

Land	Bezeichnung	Quelle
Österreich	„Gebäudezertifikat nach dem Total Quality Assessment“	Österreichisches Ökologie-Institut und Kanzlei Dr. Bruck <a href="http://www.argetq.at/">www.argetq.at/</a>
Deutschland	„Hausakte für den Neubau von Einfamilienhäusern“	Bundesministerium für Verkehr, Bau- und Wohnungswesen <a href="http://www.bak.de/Portals/_Rainbow/infomaterial/596-0/hausakte.pdf">www.bak.de/Portals/_Rainbow/infomaterial/596-0/hausakte.pdf</a>
Italien	„Fascicolo del fabbricato“	Verschiedene Quellen
Niederlande	„Gebouwdoossier“	Ministerie van VROM (Ministry of Housing) <a href="http://www.vrom.nl/pagina.html">www.vrom.nl/pagina.html</a>
Schottland	„Purchaser’s Information Pack“	Scottish Executive <a href="http://www.scotland.gov.uk/library5/housing/pfph-00.asp">www.scotland.gov.uk/library5/housing/pfph-00.asp</a>
Spanien	„Libro del Edificio“	Verschiedene Quellen
Großbritannien	„Home Information Pack“	Office of The Deputy Prime Minister <a href="http://www.housing.odpm.gov.uk">www.housing.odpm.gov.uk</a>

Tabelle 2: Beispiele für nationale Gebäudepässe beziehungsweise Hausakten für Wohnimmobilien



Beispiele für Gebäudepässe beziehungsweise Hausakten für Wohnimmobilien in Europa sind in oben stehender Tabelle aufgeführt. (Tabelle 2)

Die Beschreibung und Beurteilung des Beitrages von Gebäuden zu einer nachhaltigen Entwicklung, die gleichzeitig und gleichberechtigt auf funktionale, ökonomische, ökologische und soziale Aspekte eingeht, ist derzeit unter anderem Gegenstand der internationalen Normung bei ISO (International Organisation for Standardization, ISO TC 59 SC 17 „Sustainability in Building Construction“) und bei CEN (European Committee for Standardization, CEN/TC 350 „Sustainability of Construction Works“). Der Schwerpunkt dieser Normungsaktivitäten liegt zurzeit im Bereich der Umweltqualität („environmental performance“) sowie der Lebenszykluskosten von Bauwerken (siehe hierzu zum Beispiel ISO 21931). Bis diese Standards jedoch anwendungsbereit vorliegen, muss ein Zeitraum von mindestens drei weiteren Jahren überbrückt werden. Es wird daher vorgeschlagen, einen Stufenplan zu verfolgen:

Bedingt durch die Einführung eines bei jeder Transaktion verbindlich vorzulegenden Energieausweises gemäß EU-Richtlinie zur Gesamtenergieeffizienz von Gebäuden sowie auf Basis der in der Planung ohnehin zu erstellenden Unterlagen können derzeit bereits folgende Angaben zur Beschreibung und Beurteilung von Gebäuden herangezogen und bei der Vermarktung von nachhaltigen Immobilieninvestmentprodukten eingesetzt werden:

#### **Phase 1 – Nutzung (im Prinzip) verfügbarer Unterlagen und Informationen**

##### **(a) grundstücks- und standortbezogene Angaben**

- ◇ Angaben zu Altlasten auf dem Grundstück
- ◇ Angaben zum Versiegelungsgrad des Grundstücks
- ◇ Angaben zu Einflüssen und Risiken, die von der Umgebung/Umwelt auf das Bauwerk einwirken (können)
- ◇ Angaben zu Einflüssen und Risiken, die vom Gebäude und seiner Nutzung auf das Grundstück, die Umgebung und die Umwelt einwirken (können)

##### **(b) bauwerksbezogene Angaben**

- ◇ Energieausweis mit:
  - Hinweisen auf Grad der Erfüllung gesetzlicher Vorgaben (Primärenergie<sup>1</sup>)

- Hinweisen auf Bedarf an Endenergie<sup>2</sup>
- Hinweisen auf die Qualität der Haustechnik/ eingesetzter Energieträger<sup>3</sup>
- Hinweisen auf die energetische Qualität der Gebäudehülle<sup>4</sup>
- Hinweisen auf die Qualität der Planung<sup>5</sup>
- Hinweisen auf die Qualität der Ausführung<sup>6</sup>

- ◇ Baukosten nach DIN 276
- ◇ Nutzungskosten nach DIN 18960
- ◇ Abschätzung der thermischen Behaglichkeit
- ◇ Abschätzung des visuellen Komforts
- ◇ Abschätzung des akustischen Komforts (Schallschutz und Raumakustik)
- ◇ Abschätzung der Langlebigkeit, Umnutzbarkeit, Drittverwertbarkeit
- ◇ Abschätzung der Wartungs- und Instandhaltungsfreundlichkeit
- ◇ Abschätzung der Rückbau- und Recyclingfreundlichkeit

Zusätzlich können für bestehende Bauten Angaben zur Raumluftqualität (unter anderem TVOC (total volatile organic compound) und olfaktorische Frische), zur Qualität des Trinkwassers, zum Vorkommen von Schwarzsimmel, zum Vorkommen von elektro-magnetischen Feldern sowie zur Belastung mit Radon gemacht werden.

##### **(c) managementbezogene Angaben**

- ◇ Vorliegen (und Umsetzung) eines Konzeptes zur Sicherung der Qualität von Planung und Ausführung
- ◇ Vorliegen (und Umsetzung<sup>7</sup>) eines Energiemanagements/-verbrauchscontrolling
- ◇ Vorliegen (und Umsetzung) eines Nutzungskostenmanagements/-benchmarking
- ◇ Vorliegen (und Umsetzung) eines Instandhaltungs- und Wartungsplans
- ◇ Vorliegen (und Umsetzung) eines Planes zur Gewährleistung von Sicherheit, Gesundheit und Umweltschutz während der Nutzung und Instandhaltung
- ◇ Vorliegen (und Umsetzung) eines Konzeptes zur Erhebung der Nutzerzufriedenheit
- ◇ Vorliegen (und Umsetzung) eines Konzeptes zur Nutzerbeteiligung

#### **Phase 2 – Volldeklaration**

In Ergänzung der Unterlagen und Informationen, die in der Phase 1 die Grundlage für die Beschreibung und Beurteilung von Gebäuden bilden, kann in Phase 2 zusätzlich für Neubauten eine Liste der verwendeten Bau- und Bauhilfsstoffe erstellt



werden. Deren Einsatz sollte über ein Gebäude- und Raumbuch im Objekt verortet werden. Ziel dieser – über eine heute übliche Baubeschreibung hinausreichenden – Unterlage ist die Abschätzung von Risiken für Umwelt und Gesundheit sowie möglicher Probleme (und Kosten) einer späteren Entsorgung. Eine Möglichkeit zur Beschreibung des Anteils an nachwachsenden, mineralischen und fossilen Rohstoffen im Gebäude auf Basis einer Volldeklaration der verwendeten Baustoffe stellt das von der Arbeitsgemeinschaft kontrolliert deklarerter Rohstoffe e. V. (ARGE kdR) entwickelte „Ressourcen-R“ dar. Dieses Label kennzeichnet auf einer Zehnerskala die jeweils enthaltenen Anteile der Rohstoffe: nachwachsend, mineralisch und fossil. (Für weitere Informationen zum Ressourcen-R siehe: <http://www.argekdr.de>).

### **Phase 3 – Umsetzung internationaler Normen, Nutzung standardisierter Ergebnisse**

In circa drei bis fünf Jahren werden voraussichtlich auf internationaler und europäischer Ebene Normen zur Ökobilanzierung, zur Lebenszykluskostenrechnung sowie zur Beurteilung von Gesundheits- und Komfortaspekten in Gebäuden vorliegen. Hiermit lassen sich künftig unter anderem gutachterliche Berichte zur „Integrated Building Performance“ und insbesondere zur Umweltqualität von Gebäuden erstellen. Bereits jetzt steht in Deutschland unter anderem mit LEGEP ([www.legep.de](http://www.legep.de)) ein komplexes Planungs- und Bewertungshilfsmittel zur Verfügung, das sich an diesen kommenden Normen orientiert. Eine Übersicht zu sonstigen Planungs- und Bewertungshilfsmitteln liegt mit Lützkendorf (2002) vor.

Sinngemäß können diese Angaben, Informationen und Bewertungsergebnisse auch auf Gebäudebestände übertragen werden.

### **Konsequenzen für den Informationsbedarf und die Verantwortung des Fondsanalysten**

Bei der Beurteilung eines Immobilienfonds ist neben der steuerlichen und rechtlichen Fondskonstruktion die Qualität beziehungsweise die Leistungs- und Zukunftsfähigkeit der im Fonds enthaltenen Immobilien von ausschlaggebender Bedeutung. Diese wurde in der Vergangenheit bei der Beurteilung von Anlageprodukten jedoch aufgrund von vorhandenen Steuervorteilen, optimistischen Prognosen der Fondsinitiatoren oder des Vertrauens auf die Wirksamkeit gesetzlicher Kontroll- und

Steuerungsmechanismen teilweise vernachlässigt, was sich durch zahlreiche „Schieflagen“ Offener wie Geschlossener Immobilienfonds zeigte. Derzeit tritt jedoch gerade bei den Geschlossenen Immobilienfonds die Leistungsfähigkeit der Fondsimmobilen wieder in den Vordergrund des Anlegerinteresses. Hierfür sind neben dem entstandenen Vertrauensverlust in Bezug auf Immobilienfonds auch die Pläne der neuen Bundesregierung zur Besteuerung von Geschlossenen (Immobilien-) Fonds verantwortlich, die eine Erzielung von Steuervorteilen weiter erschweren. Gemäß § 15b EStG (Einkommenssteuergesetz) sollen die steuerlichen Anfangsverluste, sobald sie 10 Prozent der investierten Summe übersteigen, nun nicht mehr sofort bei der Anschaffung mit anderen Einkünften, sondern nur noch mit den zukünftigen Erträgen aus exakt dieser Einkunftsquelle verrechnet werden dürfen. Hierbei bedeutet „Einkunftsquelle“ nicht nur die jeweilige Einkunftsart, sondern der tatsächliche Fonds beziehungsweise die tatsächliche Beteiligungsgesellschaft. Des Weiteren soll nach der derzeitigen Steuerrechtslage gem. §§ 22 Nr. 2 und 23 Nr. 1 Satz 2 EStG die bisherige Steuerfreiheit auf Veräußerungsgewinne nach Ablauf der Spekulationsfrist für Anschaffungen ab 2007 entfallen. Veräußerungsvorgänge werden dann mit einem pauschalen Steuersatz von 20 Prozent versteuert (siehe hierzu Mayer et al., 2005). Diese Maßnahmen werden dazu führen, dass die Attraktivität eines Geschlossenen Immobilienfonds weniger durch die mit der Investition verbundenen Steuervorteile, sondern verstärkt durch die Qualität der im Fonds enthaltenen Immobilien bestimmt wird.

Zu den wesentlichen Aufgaben des Fondsanalysten gehört neben der Prüfung der Fondskonstruktion sowie der Güte der Fondsimmobilen zum Zeitpunkt der Anschaffung auch die Überprüfung der im Fondsprospekt gemachten Prognosen. Hierzu sind insbesondere eine Einschätzung der künftigen Leistungsfähigkeit beziehungsweise Marktgängigkeit der Immobilien sowie eine Abschätzung der Höhe der künftigen Bewirtschaftungs- und Instandhaltungsaufwendungen notwendig. Für den Analysten stellt sich demnach zum Beispiel die Frage, welche Konsequenzen sich aus der technischen Gebäudeausstattung in Bezug auf künftige Bewirtschaftungs- und Instandhaltungsaufwendungen ergeben. Derartige Fragen lassen sich aber mit den derzeit in Fondsprospekten enthaltenen Informationen noch nicht beantworten.

Nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, welches im Oktober 2004 in Kraft trat, dürfen Geschlossene Fonds seit Juli 2005 zwar nur noch





dann vertrieben werden, wenn zuvor ein von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) genehmigter Prospekt veröffentlicht worden ist. Damit unterliegen die Geschlossenen Immobilienfonds zum ersten Mal einer offiziellen staatlichen Aufsicht. Das BaFin richtet bei der Prospektprüfung den Augenmerk insbesondere auf die Vollständigkeit der Darstellung der Fondsriskiken; bei der Genehmigung durch das BaFin handelt es sich jedoch um einen rein formellen Check, die inhaltliche Richtigkeit der Prospektangaben wird nicht geprüft. Dies ist bei der Prospektprüfung durch den Wirtschaftsprüfer nach den Standards des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW ES4) anders. Eine solche Prüfung ist gesetzlich zwar nicht vorgeschrieben, aber kein seriöser Anbieter Geschlossener Fonds verzichtet heute mehr darauf, den Emissionsprospekt von einem Wirtschaftsprüfer beurteilen zu lassen. Der Prüfstandard (ES4) wurde kürzlich vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) aktualisiert. Der Wirtschaftsprüfer beurteilt, ob die Aussagen im Prospekt vollständig, richtig und klar sind. Maßgeblich dafür ist nicht das Verständnis eines Fachmannes, sondern das eines „durchschnittlich verständigen und vorsichtigen Anlegers, der über ein Grundverständnis für die wirtschaftlichen Gegebenheiten der angebotenen Vermögensanlage verfügt“. In den modifizierten Standard „ES4“ wurden nunmehr auch die BaFin-Prüfkriterien integriert. Darüber hinaus enthält der modifizierte Standard einige Neuerungen, die auf eine erhöhte Informations- und Offenlegungspflicht der Fondsinstitute abzielen. Risiken müssen deutlicher herausgearbeitet werden und dürfen nicht – wie bisher in Prospekten oft geschehen – durch die Gegenüberstellung von Chancen relativiert werden. Der modifizierte Standard hat darüber hinaus zur Zielsetzung, dass Fonds untereinander besser vergleichbar werden. Zu diesem Zweck sind unter anderem bei Angeboten zu Vermögensanlagen in Immobilien ergänzend zu den allgemeinen Anforderungen an den Inhalt von Prospekten zusätzliche Angaben erforderlich: So müssen zum Beispiel Angaben über die vorgesehene Bau- und Ausstattungsqualität und bei Bestandsimmobilien Angaben über den Erhaltungszustand, erkennbare Mängel und vorgesehene Modernisierungsmaßnahmen sowie Modalitäten zur Instandhaltung und der Nebenkostenabrechnungen gemacht werden. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass insbesondere durch die Neuerungen des IDW ES4 die Informations- und Offenlegungspflichten in Bezug auf Geschlossene Fonds zwar verschärft wurden, dass aber der

Wortlaut des Prüfstandards noch sehr allgemein gehalten ist und daher dem Informationsbedarf des Fondsanalysten nicht voll gerecht wird. Hinzu kommt, dass Angaben zur Energieeffizienz des Gebäudes, zu den übrigen Umwelteigenschaften sowie zu gesundheits- und sicherheitsrelevanten Immobilieneigenschaften derzeit in Fondsprospekten völlig unberücksichtigt bleiben.

Aufgrund der oben beschriebenen Zusammenhänge zwischen umwelt- und gesundheitsrelevanten Gebäudeeigenschaften und Marktwerten stellt sich die Frage, ob und inwieweit der Analyst seine Sorgfaltspflicht verletzt, wenn er diesen Aspekten bei der Beurteilung von Anlageprodukten keine Beachtung schenkt. In Bezug auf den institutionellen Anlagemarkt gibt die aktuelle Studie der UNEP Finance Initiative mit dem Titel „Gesetzliche Rahmenbedingungen für die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsaspekten im Rahmen von Investitionsentscheidungen institutioneller Investoren“ eine relativ eindeutige Antwort.<sup>8</sup> Die Studie stellt klar, *„dass eine Berücksichtigung von ökologischen und sozialen Aspekten im Rahmen der Investitionsanalyse und Entscheidungsfindung erfolgen muss und dies in allen untersuchten Ländern und Regionen (Frankreich, Deutschland, EU, Italien, Japan, Spanien, UK, Australien, Kanada und USA) ausdrücklich vom Gesetzgeber erlaubt und mehr oder weniger auch gefordert wird, sofern angenommen werden kann, dass ökologische und soziale Aspekte einen Einfluss auf die finanzielle Performance diese Investments haben werden.“* (UNEP FI, 2005, S. 13–S14).

Aus Sicht der Autoren sollten sich daher die Berufsgruppen der Fondsanalysten und Wirtschaftsprüfer ihrer Verantwortung in diesem Bereich und eines vorhandenen Nachholbedarfes bewusst werden sowie für eine erweiterte Informations- und Offenlegungspflicht (insbesondere im Hinblick auf umwelt- und gesundheitsrelevante Gebäudeeigenschaften) seitens der Initiatoren von indirekten Immobilienanlageprodukten einstehen.

### Schlussbetrachtung und Ausblick

Aufgrund der oben skizzierten Entwicklung im Bereich des Socially Responsible Investment kann von einer Veränderung des bisher vorherrschenden Investitionsparadigmas ausgegangen werden (siehe Abbildung 5). Wurden zunächst Nachhaltigkeitsaspekte gar nicht berücksichtigt (1), ergab eine diesbezügliche Erweiterung

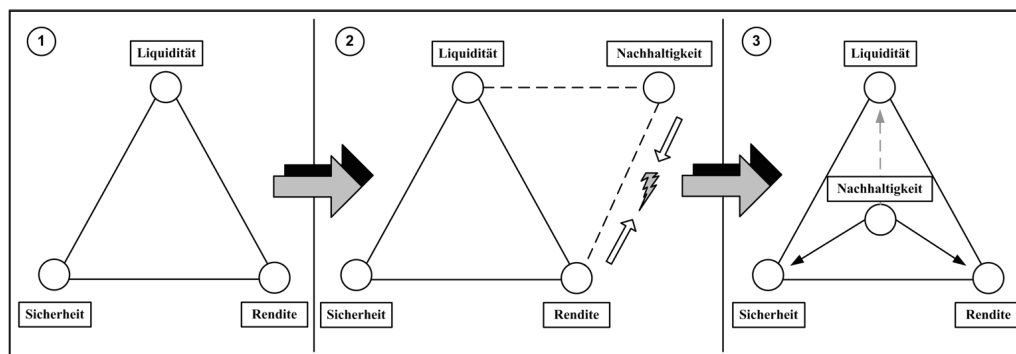


Abb. 5: Veränderung des Investitionsparadigmas

zunächst einen Konflikt zwischen der Erzielung einer möglichst hohen Rendite einerseits und der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten andererseits (2). Es ist jedoch zu erwarten, dass die Marktteilnehmer erkennen, dass sich hohe Renditen gerade durch Einbeziehung nachhaltiger Prinzipien in Investitions- und Anlagestrategien erzielen lassen (3). Dies gilt insbesondere für den Immobilien- und Bausektor. (Abbildung 5)

Auch wenn sich die finanziellen Vorteile sowie das Risikominderungspotenzial nachhaltiger Immobilien aufgrund ungenügender Datengrundlagen noch nicht eindeutig empirisch quantifizieren und damit bei der Bewertung von Immobilien und Investitionsalternativen exakt einpreisen beziehungsweise berücksichtigen lassen, so sind diese Vorteile doch offensichtlich vorhanden und es ist zu erwarten, dass „nachhaltige Immobilien in den kommenden Jahren verstärkt nachgefragt werden, auch wenn dies noch nicht in ihrem jetzigen Marktwert berücksichtigt ist beziehungsweise berücksichtigt werden kann. Im Gegensatz dazu werden nichtnachhaltige Immobilien zunehmend an Wert verlieren; wie schnell und in welchem Maße dieser Wertverlust ausfallen wird, hängt jedoch von einer Vielzahl von Faktoren ab.“ (Paul McNamara, Chairman of the Investment Property Forum, 2005)

Die Notwendigkeit der Umsetzung von Prinzipien einer nachhaltigen Entwicklung im Immobilienbereich sowie der Entwicklung und Anbieten entsprechender Produkte und Dienstleistungen ergibt sich damit nicht nur aus der gesamtgesellschaftlichen Verantwortung der Akteure des Immobilienmarktes, sondern dient der Erhaltung und Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit der Anbieter von Immobilien und Immobiliendienstleistungen, gleich welcher Art.

#### Fußnoten

<sup>1</sup>der dargestellte Aufwand an Primärenergie ist ein Indikator für die Inanspruchnahme nicht erneuerbarer Ressourcen für eine energetische Nutzung

<sup>2</sup>der auf einzelne Energieträger aufgeschlüsselte Bedarf an Endenergie bildet die Basis für eine Umrechnung in die zu erwartenden Energiekosten für Heizung, Warmwasser und Strom sowie für die Abschätzung der resultierenden Wirkungen auf die Umwelt, insbesondere die CO<sub>2</sub>-Emissionen

<sup>3</sup>ausgedrückt über die Anlagenaufwandszahl

<sup>4</sup>ausgedrückt über die spezifischen, auf die Wärme übertragende Umfassungsfläche bezogenen Transmissionswärmeverluste

<sup>5</sup>ausgedrückt über die Art des Umgangs mit Wärmebrücken

<sup>6</sup>ausgedrückt über die Art des Umgangs mit der Sicherung und Darstellung der Luftdichtheit der Gebäudehülle

<sup>7</sup>bei Bestandsbauten

<sup>8</sup>„...integrating environmental, social and governance (ESG) considerations into an investment analysis so as to more reliably predict financial performance is clearly permissible and is arguably required in all jurisdictions.“ (UNEP FI, 2005, S. 13)

#### Literaturhinweise

Ambachtsheer, J., 2005, Socially Responsible Investing – Moving into the Mainstream [online], Published by: Mercer Investment Consulting, Available at: <http://www.merceric.com/summary.jhtml/dynamic/idContent/1181715>, [Accessed at: 08 December 2005]

European Commission, 2004, Towards a thematic strategy on the urban Environment [online], COM(2004)60, Brussels, 2004, Available at: [http://europa.eu.int/comm/environment/urban/thematic\\_strategy.htm](http://europa.eu.int/comm/environment/urban/thematic_strategy.htm), [Accessed at: 05 September 2004]

Eurosif, 2003, Socially Responsible Investment among European Institutional Investors [online], Published by: European Sustainable and Responsible Investment Forum, Available at: <URL: <http://www.eurosif.org/pub2/lib/2003/10/srrept/index.shtml>>, [Accessed at: 12 May 2004]

Heerwagen, J., 2000, Green buildings, organizational success and occupant productivity, Building Research & Information, Vol. 28 No. 5/6, 2000, pp. 353–367

IDW Institut der Wirtschaftsprüfer, 2005, IDW Standards [online], Available at: <<https://www.idw.de/idw/generator/id=281114.html>>, [Accessed at: 07 Juli 2005]



- ISO 21931 Building Construction, Sustainability in Building Construction; Framework for Assessment of Environmental Performance of Buildings, International Organization for Standardization, Standard under development, 2005
- Kats, G., Alevantis, L., Berman, A., Mills, E., Perlman, J., 2003, The Costs and Financial Benefits of Green Buildings – A Report to California's Sustainable Building Task Force [online], Available at: <URL: <http://www.usgbc.org/Docs/News/News477.pdf>>, [Accessed at: 22 January 2004]
- Loew, T., 2002, Internationale Entwicklung der Regulierungen zur Förderung ökologisch-ethischer Finanzdienstleistungen [online], Published by: Institut für ökologische Wirtschaftsforschung, Available at: <URL: <http://www.ioew.de/home/downloaddateien/DP5602.pdf>>, [Accessed at: 10 June 2003]
- Lützkendorf, T., 2002, Nachhaltiges Planen, Bauen und Bewirtschaften von Bauwerken – Ziele, Grundlagen, Stand und Trends bei Bewertungsmethoden und Hilfsmitteln [online], Kurzstudie für das Bundesministerium für Verkehr, Bau und Wohnungswesen, Available at: <[http://www.bbr.bund.de/bauwesen/nachhaltigbauen/download/kurzstudie\\_mai2002.pdf](http://www.bbr.bund.de/bauwesen/nachhaltigbauen/download/kurzstudie_mai2002.pdf)>, [Accessed at: 18 Dezember 2005]
- Lützkendorf, T. and Lorenz, D., 2005, Sustainable Property Investment: Valuing sustainable buildings through property performance assessment, Building Research & Information, Vol. 33, No. 3, pp. 212–234
- Mayer, L., Schmid, F. und Schuhler, C., „Freiheit“ statt Sozialstaat [online], Available at: <<http://www.isw-muenchen.de/download/freiheit-statt-sozialstaat.pdf>>, [Accessed at: 18 Dezember 2005]
- McNamara, P., 2005, Interview with Property Week, Property Week, 14.10.2005, pp. 84–86
- Murphy, C. J., 2002, The Profitable Correlation – Between Environmental and Financial Performance: A Review of the Research [online], Published by: Light Green Advisors, Available at: <URL: <http://www.lightgreen.com/files/pc.pdf>>, [Accessed at: 28 January 2003]
- OECD, 2003, Environmentally Sustainable Buildings – Challenges and Policies, OECD Publications, Paris, 2003
- O'Rourke, A., 2003 The message and methods of ethical investment, Journal of Cleaner Production, Vol. 11, 2003, pp. 683–693
- RICS, 2005, Green Value – Green buildings, growing assets [online], Published by: The Royal Institution of Chartered Surveyors, Available at: <URL: <http://www.rics.org/NR/rdonlyres/93B20864-E89E-4641-AB11-028387737058/0/GreenValueReport.pdf>>, [Accessed at: 18 November 2005]
- SiRi Group, 2005, Green, social and ethical funds in Europe 2005 [online], Published by: SiRi Company, Available at: <URL: [http://www.siricompany.com/pdf/SRI\\_Funds\\_Europe\\_2005.pdf](http://www.siricompany.com/pdf/SRI_Funds_Europe_2005.pdf)> [Accessed at: 16 October 2005]
- Sirmans, C. F. and Worzala, E., 2003, International Direct Real Estate Investment: A Review of the Literature, Urban Studies, Vol. 40, No. 5–6, pp. 1081–1114
- UNEP FI, 2005, A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment, [online], Published by: United Nations Environment Program Finance Initiative, Available at: <URL: [http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields\\_legal\\_resp\\_20051123.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf)>, [Accessed at: 08 December 2005]
- US SIF, 2003, 2003 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States [online], Published by: US Social Investment Forum, Available at: <URL: [http://www.socialinvest.org/areas/research/trends/sri\\_trends\\_report\\_2003.pdf](http://www.socialinvest.org/areas/research/trends/sri_trends_report_2003.pdf)>, [Accessed at: 28 February 2004]
- Wilson, A., Uncapher, J., McManigal, L., Hunter Lovins, L., Cureton, M., Browning, W. D., 1998, Green Development: Integrating Ecology and Real Estate, John Wiley & Sons, New York, 1998
- Worzala, E. and Sirmans, C. F., 2003, Investing in International Real Estate Stocks: A Review of the Literature, Urban Studies, Vol. 40, No. 5–6, pp. 1115–1149
- Yates, A., 2001, Quantifying the Business Benefits of Sustainable Buildings [online], Published by: The Building Research Establishment, Available at: <URL: <http://www.bre.co.uk>> [Accessed at: 22 November 2001]
- Ziegler, A., Rennings, K., und Schröder, M., 2002, Der Einfluss ökologischer und sozialer Nachhaltigkeit auf den Shareholder Value europäischer Aktiengesellschaften [online], Veröffentlicht von: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH, Available at: <URL: <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp0232.pdf>>, [Accessed at: 10 January 2005]