



**Universität
Zürich** UZH

Abschlussarbeit

zur Erlangung des

Master of Advanced Studies in Real Estate

Die Auswirkungen der Berücksichtigung von ESG-Kriterien auf die Bewertung von Büro- und Einzelhandelsimmobilien – Eine qualitative Betrachtung

Verfasser:

Bodenmann

Martin

8052 Zürich

Eingereicht bei:

Cornel Widmer, Global Head of Real Estate,

Zurich Insurance Company

Abgabedatum:

02.09.2022

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	V
Tabellenverzeichnis	VI
Executive Summary	VII
1 Einleitung	1
1.1 Ausgangslage und Relevanz des Themas.....	1
1.2 Forschungsfrage	3
1.3 Aufbau und Methodik	4
2 Das ESG-Konzept und sein Einfluss auf die Immobilienbewertung	6
2.1 Begriffserklärung und Eingrenzung	6
2.1.1 ESG-Faktoren	6
2.1.2 Wert einer Renditeliegenschaft von institutionellen Eigentümer*innen	8
2.1.3 Gewerbliche Nutzung	9
2.1.4 Verortung der Begriffe im St. Galler Management-Modell	9
2.2 Herleitung und Tragweite von ESG	13
2.3 Das Vier-Quadranten-Modell.....	16
2.3.1 Der Flächenmarkt.....	16
2.3.2 Der Kapitalmarkt	19
2.3.3 Der Baumarkt.....	23
2.3.4 Der Flächenbestand und das vollständige Modell	24
2.3.5 Zwischenfazit.....	25
2.4 Der Einfluss der ESG-Faktoren auf die DCF-Methode	28
2.4.1 Die DCF-Methode	28
2.4.2 Marktmiete.....	32
2.4.3 Bewirtschaftungskosten/Unterhalt.....	33
2.4.4 CapEx.....	33
2.4.5 Diskontierungs- und Kapitalisierungszinssatz.....	34
2.4.6 Nutzungsdauer	34
2.4.7 Zwischenfazit.....	35
3 Empirische Untersuchung	36

3.1	Forschungsdesign	36
3.1.1	Ablauf der Interviews und Untersuchungsziel.....	36
3.1.2	Auswahl der Befragten	37
3.1.3	Erhebungsmethode.....	38
3.1.4	Aufbereitungsverfahren	38
3.1.5	Auswertungsverfahren	38
3.2	Expert*innenübergreifender Vergleich	39
3.2.1	Verortung und Entwicklung des ESG-Konzepts	39
3.2.2	Der Einfluss verschiedener Akteur*innen	45
3.2.3	ESG und der Immobilienwert	47
3.3	Expert*inneninterviews institutionelle Eigentümer*innen	50
3.3.1	Interview IE 1	50
3.3.2	Interview IE 2	51
3.3.3	Interview IE 3	53
3.3.4	Interview IE 4	54
3.4	Interview mit Fachexpert*innen Bewertung/Beratung	55
3.4.1	Interview B/B 1.....	55
3.4.2	Interview B/B 2.....	57
3.4.3	Interview B/B 3.....	58
4	Synthese der Ergebnisse	59
5	Schlussbetrachtung	63
5.1	Fazit	63
5.2	Diskussion und Limitierungen	64
5.3	Ausblick.....	65
	Literaturverzeichnis	66
	Anhang	71
Anhang 1	Sustainable Development Goals (SDG)	71
Anhang 2	Interviewleitfaden	72
Anhang 3	Liste der Codes für die Auswertung in MAXQDA.....	76

Abkürzungsverzeichnis

AI	Artificial Intelligence
B/B	Bewertung/Beratung
BIM	Building Information Modeling
CRREM	Carbon Risk Real Estate Monitor
BREEAM	Building Research Establishment Environmental Assessment Methodology
CapEx	Capital Expenditure
DCF	Discounted Cashflow
ESG	Environment/Umwelt, Social/Gesellschaft und Governance
EU	Europäische Union
GRESB	Global Real Estate Sustainability Benchmark
IE	Institutionelle Eigentümer*innen
IoT	Internet of Things
LEED	Leadership in Energy and Environmental Design
OpEx	Operational Expenditure
PropTech	Property-Technology
S.	Seite(n)
SVS	Swiss Valuation Standard
Tab.	Tabelle
vgl.	vergleiche

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Globale Ziele Nachhaltigkeit Agenda 2030	6
Abb. 2: Verortung ESG im St. Galler Management-Modell.....	10
Abb. 3: Regulatorischer Zeitplan EU-Taxonomie.....	14
Abb. 4: Flächenmarkt mit Mietpreisfindung	16
Abb. 5: Standort- und Bewertungskriterien Nachfrage	17
Abb. 6: Kapitalmarkt mit Total Return	20
Abb. 7: Baumarkt	23
Abb. 8: 4-Quadranten-Modell	24
Abb. 9: Einfluss von ESG auf DCF-Bewertung.....	35
Abb. 10: Wichtige Interviewaspekte	36
Abb. 11: Stand ESG-Transformationsprozess.....	40
Abb. 12: Bedeutung von ESG-Massnahmen.....	41
Abb. 13: Einfluss von ESG-Massnahmen auf den Immobilienwert	42
Abb. 14: Einfluss von ESG-Massnahmen auf die Parameter der DCF-Bewertung	47

Tabellenverzeichnis

Tab. 1: Aufbau, Fragestellungen und Methodik der Arbeit	5
Tab. 2: Merkmale Wohnimmobilien vs. Büro- und Einzelhandelsimmobilien	9
Tab. 3: Zusammensetzung des Diskontierungzinssatzes	31
Tab. 4: Interviewpartner*innen	37

Executive Summary

Die drei ESG-Kriterien „Environmental (E), Social (S) und Governance (G)“ gewinnen in der Nachhaltigkeitsdebatte zunehmend an Bedeutung und werden zurzeit intensiv diskutiert. Auch die Immobilienbranche hat in den letzten vier Jahren einen regelrechten „ESG-Aufschwung“ erlebt. Alleine die Tatsache, dass die Bau- und Immobilienbranche rund 40 % des globalen CO₂-Fussabdrucks verantwortet und mit rund 60 % enormes Einsparpotential aufweist, zeigt die grosse Verantwortung und das Potential dieser Branche auf (Baumann & Müller, 2021, S. 376). Dabei liegt die Herausforderung in der Vereinbarkeit von Nachhaltigkeit und Wirtschaftlichkeit. Die Masterarbeit betrachtet die Auswirkungen der ESG-Kriterien auf den Immobilienwert. Dieser Sachverhalt wird unter Zuhilfenahme einschlägiger, sozialwissenschaftlicher Literatur erarbeitet. Dabei kommen Konzepte wie das St. Galler Management-Modell, das Vier-Quadranten-Modell von DiPasquale & Wheaton (1992) und die DCF-Bewertungsmethode für die Untersuchung und Strukturierung zum Tragen.

Die Erkenntnisse wurden mit einer qualitativen Befragung von sieben Verantwortungsträger*innen bei institutionellen Eigentümer*innen und Expert*innen im Bereich Bewertung/Beratung vertieft. Im Rahmen einer qualitativen Inhaltsanalyse wurden die Interviews anhand der Software „MAXQDA“ codiert und die Aussagen danach expertenübergreifend und wichtige Einzelnennungen separat dargelegt. Auf Grundlage dieser Daten konnten daraufhin Vergleiche durchgeführt und Schlussfolgerungen gezogen werden.

Es kann aufgezeigt werden, dass ESG-Kriterien implizit und explizit den Wert einer Liegenschaft beeinflussen. Dabei ist nach Nutzungsart, Grösse der Mieterschaft, der Lage und den Kriterien „E“, „S“ und „G“ zu differenzieren. Der Fokus ist momentan auf Massnahmen im Bereich Environmental gerichtet, da dies von verschiedenen Anspruchsgruppen gefordert wird, einige Aspekte quantifizierbar sind und viel Zeit für die Umsetzung erforderlich ist. Daneben nehmen die Gebäudeflexibilität sowie die Gesundheit und das Wohlbefinden innerhalb des „S“-Kriteriums einen wichtigen Stellenwert ein. Lediglich indirekt wirkt hingegen eine nachhaltige Positionierung hinsichtlich Governance, weil dadurch eher der Unternehmens- als der Gebäudewert betroffen ist. ESG-konforme Flächen zeichnen sich durch eine höhere Zahlungsbereitschaft von Mieter*innen und Käufer*innen aus, weisen weniger Leerstand auf und lassen sich einfacher finanzieren. Bei den DCF-Parametern äussert sich der positive Effekt auf den Immobilienwert vor allem durch die höheren Mieteinnahmen, einen reduzierten Diskontierungs- und Kapitalisierungszinssatz sowie tiefere Investitionskosten.

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage und Relevanz des Themas

Mit den geschlossenen Abkommen der Pariser Klimakonferenz und des UNO-Gipfels in New York des Jahres 2015 erhielt die Nachhaltigkeitsdebatte ein vorher noch nie dagewesenes Gewicht. Das Ziel dieser Abkommen besteht darin, die globale Erwärmung auf maximal 2,0 °C, falls machbar sogar auf 1,5 °C, verglichen mit den Werten des vorindustriellen Niveaus, zu beschränken. Um diese Vorgaben zu erfüllen, ist es erforderlich, die Treibhausgasemissionen zwischen den Jahren 2040 und 2060 gesamthaft auf null zu senken und darüber hinaus Bestandteile des bereits emittierten CO₂ zu binden (Wüest Partner Gruppe, 2021). Mit diesem bedeutenden Schritt hat sich die Nachhaltigkeitsthematik auf immer weitere Aspekte des Wirtschaftslebens ausgeweitet und hält damit zunehmend auch Einzug in den Bereich der Immobilienwirtschaft. Am 10. März 2021 wurde mit der Offenlegungsverordnung ein weiterer bedeutender Schritt in diese Richtung getan und das sogenannte ESG-Konzept vorgestellt. Mit diesem Konzept, das sich auf die zentralen Aspekte der Umwelt (*Environment*), des Gesellschaftlichen (*Social*) und der Governance fokussiert, wird das Ziel verfolgt, nachhaltigkeitsbezogene Investitionen in Immobilien konkret und messbar zu machen. Die erste bedeutende Phase der europäischen ESG-Regulierung wurde damit eingeläutet.

Während sich erste Bestrebungen vor allem auf die umweltbezogenen (*Environment*)-Faktoren beziehen, strebt das Konzept die Umsetzung eines umfassenden Nachhaltigkeitsgedankens an. Dieser Gedanke soll besonders innerhalb des Finanzsektors operationalisiert werden, das heisst, auf Basis von erfass- und messbaren Indikatoren im Rahmen der Unternehmensbewertung bzw. von Anlagestrategien die Erreichung folgender Vorgaben und Ziele ermöglichen (Reich, 2022, S. 138):

- Übereinstimmung von Anlagen mit Wertvorstellungen
- Verbesserung des Risiko-/Ertragsprofils eines Portfolios
- Neben den finanziellen, monetären Erträgen die Erreichung eines positiven, sozialen und ökologischen Effekts

Der Bedarf an Finanzierungsmitteln für die Erreichung dieser Ziele ist immens. Die europäische Kommission geht von zusätzlichen Investitionskosten von insgesamt 260 Mrd. Euro pro Jahr aus, um das ursprünglich gesetzte Ziel der CO₂-Reduktion von 40 % bis im Jahr 2030 zu erreichen. Dieses wurde mittlerweile jedoch auf 50 % angehoben (Conrads, 2021, S. 34). Damit sich Europa bis 2050 als klimaneutral bezeichnen kann, schätzt

McKinsey die nötigen Ausgaben auf 28 Billionen Euro, was 980 Mrd. Euro an Gesamtkosten pro Jahr entspricht. Das hört sich nach viel an, jedoch sind 800 Mrd. Euro pro Jahr sogenannte „Sowieso-Kosten“, die gegenwärtig aufgrund von fossilen Technologien anfallen. Die weiteren 180 Mrd. Euro pro Jahr sind zusätzliche Investitionen, die durch Umschichtung der Ausgaben innerhalb der 800 Mrd. Euro in reduzierter Weise oder nicht notwendig wären (McKinsey, 2020, S. 30–31). Der Anteil, der dem Immobiliensektor zuzuschreiben ist, liegt gemäss Studie von McKinsey (2020) bei 30 %. Davon müssen rund 85 % dafür aufgewendet werden, Anreize und Rahmenbedingungen für die Förderung zu schaffen, da sie sich anderenfalls nicht direkt amortisieren. Es geht somit um eine gerechte und wirtschaftliche Lastenverteilung von Transaktionskosten und der Finanzierung der Incentivierung zwischen Eigentümer*innen, Gesellschaft und Nutzer*innen. Diesem Bereich gehören unter anderem Themenfelder wie „Stranded Assets“ und „Regulatory and Market Risks“ an, welche die Investoren und Finanzmärkte zum Handeln zwingen. Denn diese betreffen die Werthaltigkeit der Bilanz, die zunehmend in Frage gestellt wird und für Unternehmen von grosser Bedeutung ist (Reich, 2022, S. 150).

Um ein effizientes und intelligentes ESG-Reporting umsetzen zu können, spielen der Zugang und die Qualität von entsprechenden Daten eine essenzielle Rolle. Erste Entwicklungen zeigen, dass sich durch die zunehmend digitale Infrastruktur der Immobilienwirtschaft die Verfügbarkeit relevanter Daten fortlaufend verbessert. Zukünftig sollen in digitalen Ökosystemen, worunter Konzepte wie Internet of Things (IoT), Artificial Intelligence (AI) und Building Information Modeling (BIM) fallen, Datenquellen noch leichter und schneller nutzbar sein (Wüest Partner Gruppe, 2021). Eine objektivierbare Darstellung der Ist-Situation, die Darlegung von Entwicklungsszenarien und deren Auswirkung sowie eine erhöhte Transparenz werden den Weg für das risikoadjustierte Einpreisen von ESG-Kriterien ebnen. Dies wiederum ermöglicht deren Berücksichtigung in der Bewertung, indem die Prognose künftiger Cashflows realitätsnah abgebildet werden kann.

Durch das Einpreisen von ESG-Faktoren verändern sich bei der Bewertung verschiedene Parameter. So können auf der einen Seite höhere Betriebskosten resultieren, bspw. aufgrund steigender Energiepreise oder der Verrechnung von Klimarisiken. Auch die notwendigen Investitionskosten können tangiert sein, so bei der Entsorgung und Beschaffung von Baumaterialien oder der Deponierung von Schadstoffen. Auf der anderen Seite weisen wirksame Kreislaufwirtschaftskonzepte oder eine erhöhte Ressourceneffizienz einen positiven Effekt aus. Somit stehen Herausforderungen wie die faire Verteilung von Lasten und der Umgang mit externen Effekten im Raum. Aktuell kommen weitere

gesellschaftliche Fragestellungen wie reduzierte Einkommen, Pandemie mit Lockdowns, soziale Distanzierung etc. hinzu. Damit einhergehend stellt sich die Frage, wie die Finanzmarktbeziehungen und verschiedenen Geschäftsmodelle in der Immobilienwirtschaft zu gestalten sind. Zurzeit gilt der Einbezug von ESG-Kriterien in den Kreditvergabe- und Anlageprozessen oft als Hygienefaktor, dessen Treiber im regulatorischen Umfeld liegt. Die Kopplung von ESG mit der Analyse finanzieller Performance und der Risikoanalyse befindet sich noch in den Kinderschuhen. Die Unternehmen weiten jedoch Schritt für Schritt ihre Nachhaltigkeitsberichterstattung aus, inklusive integriertem Reporting. (Reich, 2022, S. 152)

Erste Bestrebungen den Zusammenhang zwischen finanziellen Aspekten und ESG-Ratings zu beleuchten, wurden bereits unternommen, jedoch bedarf es weiterer Analysen zur Klärung der genauen Wechselwirkungen (Reich, 2022, S. 152). Dabei ist unter anderem die nachvollziehbare und strukturierte Berücksichtigung der quantitativen und qualitativen ESG-Kriterien in der Bewertung zu betrachten und der Ursache-Wirkungs-Zusammenhang näher zu beleuchten. Somit besteht besonders für institutionelle Eigentümerinnen grosse Unsicherheit darüber, welche Herangehensweise mit den neuen Vorgaben und Möglichkeiten zu wählen ist.

1.2 Forschungsfrage

Auf Basis der beschriebenen Problematik widmet sich die vorliegende Masterarbeit der Beantwortung folgender Forschungsfrage:

Welche Auswirkungen hat die Berücksichtigung von ESG-Kriterien auf die Bewertung von Büro- und Einzelhandelsimmobilien?

Um diese Forschungsfrage zu beantworten, nähert sich die Arbeit der Thematik wie folgt. Im theoriebasierten, ersten Teil wird erläutert, inwiefern ESG-Kriterien und Bewertung in dieser Arbeit zu verstehen und einzuordnen sind. Dabei wird aktuelle und relevante wissenschaftliche Literatur herangezogen um die zentralen Begriffe wie ESG-Kriterien, Liegenschaftswert sowie Büro- und Einzelhandelsimmobilien zu definieren und das Untersuchungsgebiet zielführend einzugrenzen. Anhand des St. Galler Management-Modells wird eine umfassende Darlegung und Verortung des Themas vorgenommen, die zur Orientierung und Einordnung hilft. So wird insbesondere aufgezeigt, was die Treiber der ESG-Entwicklung sind und welche Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft durch diesen Wandel entstehen. Anschliessend wird die im Fokus stehende Bewertungsmethode Discounted Cashflow (DCF) erläutert. Weiter werden im theoretischen Teil die ESG-Kriterien diskutiert. Erstens wird anhand des Vier-Quadranten-Modells von DiPasquale und

Wheaton die Nachfrage- und die Angebotssituation von ESG-konformer Fläche modelliert. Dabei sind das Verhalten von institutionellen Eigentümer*innen und deren Stakeholdern sowie die regulatorischen Rahmenbedingungen von Interesse. Zweitens wird dargelegt, wie die Berücksichtigung von ESG bei Immobilien die einzelnen Parameter der DCF-Methode beeinflusst. Über die Erschließung der genannten Themenfelder sollen wichtige Erkenntnisse gewonnen, Handlungsimplicationen für die Praxis abgeleitet und Forschungslücken identifiziert werden. Dadurch kann im Anschluss gezielt eine Situationsanalyse mit Hilfe qualitativer Expert*inneninterviews durchgeführt werden. Dabei wurden Fachpersonen aus der Branche der institutionellen Eigentümer*innen und dem Fachbereich Bewertung/Beratung ausgewählt, um wichtige Themenfelder aus verschiedenen Perspektiven zu beleuchten. Das in der Literaturanalyse und den Interviews ermittelte Wissen wird im darauffolgenden Kapitel zusammengeführt. Es soll aufgezeigt werden, wie ESG-Aspekte auf die Bewertung wirken und welche Konsequenzen sich daraus für Anlegerinnen und Anleger in Einzelobjekte und Portfolios ergeben.

1.3 Aufbau und Methodik

Nachdem im Abschnitt 1.1 die Ausgangslage und Relevanz des Themas rund um ESG-Kriterien im Zusammenhang mit dem Wert von Liegenschaften dargelegt wurde, lag der Fokus im Abschnitt 1.2 auf der Forschungsfrage und es wurde aufgezeigt, welche Herangehensweise zu deren Beantwortung gewählt wurde.

Im nachfolgenden zweiten Kapitel werden die Grundlagen und die Herleitung der ESG-Kriterien erarbeitet. Einleitend wird eine Verortung und Eingrenzung dieser Thematik vorgenommen. Zudem werden zentrale Begriffe geklärt, um ein gemeinsames Verständnis zu schaffen. Der Fokus liegt dabei auf den konzeptionellen Grundlagen der ESG-Kriterien in der Immobilienwirtschaft und auf deren Einfluss auf den Wert einer Immobilie. Dabei wird anhand der DCF-Methode die Auswirkung der Berücksichtigung unterschiedlicher ESG-Faktoren auf die Parameter des Bewertungsverfahrens aufgezeigt. Neben einer isolierten Betrachtung werden auch Interdependenzen des Einflusses auf mehrere Faktoren untersucht.

Kapitel 3 enthält die qualitative, empirische Untersuchung, die auf Basis halbstrukturierter Interviews durchgeführt wurde. Ein erster Teil der Expertinnen und Experten gehört dem Kreis der institutionellen Eigentümer*innen von Immobilien an, der zweite Teil setzt sich aus Vertreter*innen des Fachbereichs Bewerten/Beraten zusammen. Zunächst werden das Forschungsdesign und das Datenerhebungskonzept vorgestellt, anschliessend wird eine interviewübergreifende, deskriptive Auswertung vorgenommen, wobei darauf

geachtet wurde, die Resultate möglichst ohne Interpretationseinflüsse durch den Verfasser darzulegen. Bedeutende Einzelaussagen der Expertinnen und Experten runden das dritte Kapitel ab.

Im vierten Kapitel wird das in der Theorie und Praxis ermittelte Wissen zusammengeführt, um Parallelen und Differenzen darzulegen. Das Aufzeigen von Handlungsempfehlungen zum Umgang mit ESG-Faktoren nimmt einen weiteren Teil dieses Kapitels ein.

Das letzte und somit abschliessende Kapitel 5 enthält das Fazit mit der Essenz aller erarbeiteter Inhalte aus Theorie und Praxis. Eine kritische Würdigung bzw. Eingrenzung sind ebenfalls ein wichtiger Bestandteil dieses Kapitels. Geschlossen wird die Arbeit mit einem Blick in die Zukunft, um zum einen eine Prognose über künftige Entwicklungspfade vorzunehmen und zum anderen auf anknüpfende Forschungsthemen hinzuweisen. Nachfolgende Tabelle 1 gibt einen Überblick des Inhalts und der Struktur dieser Arbeit.

Aufbau		Fragestellungen / Themenfelder	Methodik
Kap. 1	Einleitung: <ul style="list-style-type: none"> • Ausgangslage und Relevanz des Themas • Zielsetzungen und Forschungsfrage • Aufbau und Methodik 		Analyse wissenschaftlicher Literatur und Publikationen/Studien
Kap. 2	Konzeptionelle Grundlagen von ESG in der Immobilienwirtschaft und der Einfluss auf den Immobilienwert	<ul style="list-style-type: none"> • Einordnung & Begriffserklärung • Wo liegt der Ursprung von ESG und wie hat sich der Einfluss und die Stossrichtung gewandelt? • Wie reagieren die institutionellen Eigentümer*innen und deren Stakeholder auf die neusten Entwicklungen (Regulator, Kapitalmarkt, Nutzer etc.)? • Welchen Einfluss übt das ESG-Konzept auf den Wert von Immobilien aus? 	Untersuchung von Literatur, Verortung mittels St. Galler Management-Modell, Entwicklung ESG-Konzept; Vier-Quadranten-Modell von DiPasquale & Wheaton; Analyse DCF-Methode
Kap. 3	Praktischer Teil: Qualitative, empirische Forschung	<ul style="list-style-type: none"> • Welche Handlungsempfehlungen geben Dienstleistungs- / Beratungsunternehmen institutionellen Eigentümer*innen von Immobilien ab? • Wie schätzen institutionelle Eigentümer*innen selbst die Situation rund um ESG im Hinblick auf den Wert ihrer Liegenschaften ein? • Welches sind die grössten Treiber der zunehmenden Manifestation von ESG in der Immobilienwirtschaft und wie soll damit umgegangen werden? 	Halbstrukturiertes Leitfadenterview mit Expert*innen: <ol style="list-style-type: none"> a) Institutionelle Eigentümer*innen b) Fachexpert*innen Bewertung/Beratung Codierung und Analyse der Aussagen
Kap. 4	Synthese	<ul style="list-style-type: none"> • Welche Erkenntnisse und Handlungsempfehlungen können aufgrund der Gegenüberstellung von Literatur- und Praxisanalyse gewonnen bzw. abgegeben werden? • Wie wirken sich ESG-Aspekte auf die Bewertung aus und welche Konsequenzen ergeben sich für Anlegerinnen und Anleger in Einzelobjekte und Portfolios (bewertungsrelevante Faktoren)? • Sehen die institutionellen Anlegerinnen die Berücksichtigung von ESG-Kriterien eher als „Value Creator“ oder als „Value Defender“? 	Zusammenführung der Erkenntnisse und Handlungsimplicationen
Kap. 5	Fazit, Diskussion und Ausblick	<ul style="list-style-type: none"> • Kurze Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse • Reflektierende Diskussion und Kritik der Fragestellung und der Aussagekraft • Ausblick auf weitere Forschung/Fragestellungen 	
Forschungsfrage		Welche Auswirkungen hat die Berücksichtigung von ESG-Kriterien auf die Bewertung von Büro- und Einzelhandelsimmobilien?	

Tab. 1: Aufbau, Fragestellungen und Methodik der Arbeit (Eigene Darstellung)

2 Das ESG-Konzept und sein Einfluss auf die Immobilienbewertung

Wie viele andere Branchen tat sich auch die Immobilienwirtschaft schwer, die wirtschaftlichen Zielsetzungen mit der Verantwortung für die Gesellschaft und der Ökologie zu verknüpfen. In der Zwischenzeit hat eine Kehrtwende stattgefunden. Anlass dafür sind unter anderem die gesetzlichen und regulatorischen Vorgaben, aber auch die höhere Erwartung der Anspruchsgruppen wie Investor*innen, Immobiliennutzende, Aktionär*innen und Mitarbeitende.

2.1 Begriffserklärung und Eingrenzung

2.1.1 ESG-Faktoren

Bei ESG-Faktoren handelt es sich um eine Sammlung verschiedener Nachhaltigkeitsfaktoren, die in die drei Bereiche Umwelt (Environment), Gesellschaft (Social) und Governance gegliedert werden. ESG steht bis dato aber überwiegend für die Weiterentwicklung vieler ökologischer Bestrebungen. Neu soll damit eine Transformation der Nachhaltigkeit im weiteren Sinne einhergehen. Die Agenda 2030 bildet dafür mit ihren 17 Hauptzielen für eine nachhaltige Entwicklung den Grundstein. Diese Sustainable Development Goals, kurz SDGs genannt, wurden 2015 am UNO-Gipfel in New York publiziert und bestimmen die Priorisierung vorerst bis im Jahre 2030. Die 17 übergeordneten SDGs sollen den Weg zu einer kontinuierlichen Entwicklung unter ausgewogener Berücksichtigung von ökologischen, sozialen und ökonomischen Aspekten ebnen (Conrads, 2021, S. 29). Wie in Abbildung 1 ersichtlich, verfügen die 17 SDGs über untergeordnete Zielsetzungen (weitere Details im Anhang 1, S. 71). Die dazugehörigen Indikatoren ermöglichen das Messen des Zielerreichungsgrads und ein entsprechendes Ergreifen von Massnahmen, falls Korrekturen am Kurs nötig sind.



Abb. 1: Globale Ziele Nachhaltigkeit Agenda 2030 (ESG-konforme Immobilienbewertung, 2021)

Die bereits einleitend angesprochene ESG-Verordnung der EU von 2021 weitet das vorherrschende Verständnis der Nachhaltigkeit in der Immobilienwirtschaft von der Stufe eines einzelnen Objekts bis hin zum ganzheitlichen nachhaltigen Investieren aus. Das hat zur Folge, dass im Immobiliensektor nicht mehr lediglich die Liegenschaft an sich ins Licht gerückt wird, sondern das Augenmerk auch auf die Investor*innen bzw. die Eigentümerschaft gerichtet ist und diese in die Pflicht genommen wird. Zurzeit dominiert im Programm der Buchstabe „E“ mit Fokus auf die Reduktion des CO₂-Austosses bei der Erstellung und während des Betriebs eines Gebäudes. Im Bereich Gesellschaft, „S“, wandelt sich der Bedeutungshorizont zunehmend und schliesst fortlaufend weitere Aspekte ein: Neben der Sozialverträglichkeit und dem Wohlbefinden der Nutzer*innen kommen Themen wie Inklusion, Gleichberechtigung und Einhaltung der Menschenrechte hinzu. Wichtig ist, dass unter „Social“ nicht sozial, sondern das Wohl der Gesellschaft und deren positive Entwicklung zu verstehen ist. Eine ähnliche Ausweitung der Auslegung zeigt sich bei der wirtschaftlichen Nachhaltigkeit. Sie konzentrierte sich hauptsächlich auf die Lebenszykluskosten. Mit der Ablösung durch den Ausdruck Governance sind nun Managementstrukturen, Vergütungsregulierung und Mitarbeiterbeziehungen inkludiert (Wüest Partner Gruppe, 2021). Da die vorliegende Arbeit eine Analyse des Werts überwiegend auf Ebene der Liegenschaften und nicht auf der übergeordneten Stufe des Unternehmens selbst vornimmt, sind die folgenden objektbezogenen Massnahmen bzw. Merkmale relevant:

- Environment: Treibhausgase, Energieeffizienz und Ressourcenverbrauch
- Environment/Social: Smart Building, Mobilität und (Gebäude-)Flexibilität
- Social: Gesundheit/Wohlbefinden und Sicherheitsempfinden

Die ESG-Faktoren, die der „Governance“ zugeteilt sind, können zum einen aufgrund ihrer nicht immer klaren Materialität weniger eindeutig gewürdigt und zum anderen nicht klar auf eine Liegenschaft geschlüsselt werden. Da insbesondere die Bedeutung der Wertschöpfungskette und die Komplexität der Interdependenzen zwischen den Akteurinnen und Akteuren zunehmend steigt, soll die Untersuchung des folgenden Faktors in dieser Arbeit zu neuen Erkenntnissen führen:

- Wirtschaft/Governance: Institutionelle Eigentümer*innen samt Wertschöpfungskette (Rechte Arbeitnehmende, Faire Bezahlung, Good Governance)

Um dem Anspruch der Gewinnung aufschlussreicher Informationen mit einer genügenden Tiefe gerecht zu werden, finden die weiteren hier nicht explizit erwähnten ESG-Kriterien geringere Berücksichtigung. Um das ambitionierte CO₂-Ziel Netto-Null bis

spätestens 2050 zu erreichen, greift die Operational Carbon Footprint Perspektive zu wenig. Der gesamte Lebenszyklus einer Liegenschaft und somit eine gesamtheitlichere Betrachtung ist gefragt. Startpunkt bildet damit die Planung und geht über zur Erstellung, dem Betrieb, bis hin zum Rückbau, damit sämtliche Materialflüsse, also auch Embodied Carbon bzw. graue Energie, in die Bewertung fallen. (Baumann & Müller, 2021, S. 392)

2.1.2 Wert einer Renditeliegenschaft von institutionellen Eigentümer*innen

Bei institutionellen Eigentümer*innen handelt es sich um Versicherungen, Pensionskassen und Anlagestiftungen. Der Investmentstil bzw. die -strategie lässt sich somit in einem Spannungsfeld von „Core/Core+“, über „Value Added“ bis hin zu „Opportunistic“ näher beim erstgenannten Begriff einordnen. Die erwartete Rendite, die durch Mieteinnahmen und nicht durch den Kapitalwert generiert wird, fällt eher tief aus und ist dementsprechend mit wenig Risiko behaftet. Zu den Objekten gehören grössere, erstklassige Liegenschaften in den Innenstädten, die Mieterinnen und Mieter mit guter Bonität und längeren Mietverträgen nutzen (Trübstein, 2012, S. 27–30).

Dabei entspricht der Wert eines Objekts einer subjektiven Aussage über Bedeutung und Geltung eines Gutes. Er ergibt sich somit aus Analysen, Wertungen und Beurteilungen. Der Wert wird dabei ermittelt oder geschätzt. Somit gilt es, eine klare Trennlinie zum Preis zu ziehen. Dieser ist der effektiv geforderte bzw. bezahlte, monetäre Betrag für eine spezifische Leistung oder ein bestimmtes Gut. Die oft gebräuchliche Definition für den „Fair Value“, die auch im Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) angeführt wird, lautet wie folgt (RICS, 2021, S. 11):

„The estimated amount for which an asset or liability should exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in an arm’s length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.“

Für die Marktwertermittlung von Renditeliegenschaften kommt gemäss international anerkannten Verfahren die Discounted-Cashflow-Methode (DCF) zur Anwendung. Diese Methode hat sich ebenfalls in der Schweizer Praxis etabliert (SVKG, 2019, S. 20). Sie errechnet den Wert, der gemäss IFRS 13 geforderten Fair Value für Liegenschaften als Anlageimmobilie zur Erzielung von Mieteinnahmen und Wertsteigerungen (Swiss Valuation Standard, 2017, S. 33–35), aus diskontierten zukünftigen Kapitalflüssen unter Berücksichtigung der folgenden Faktoren (Trübstein, 2012, S. 219–220):

- Verlässliche Einschätzung der Ertragslage und somit die Marktmieten und die aktuelle Vermietungssituation

- Transparente und nachvollziehbare Aufbereitung und Darstellung des Bewertungs-Modells und der darin enthaltenen Ereignisse, Annahmen und Ergebnisse

2.1.3 Gewerbliche Nutzung

Neben der Art der Eigentümerschaft kann bei Immobilien auch eine Unterscheidung zwischen der Art der Immobilie selbst bzw. deren Nutzung gemacht werden. Diese Kategorisierung wird nach den diversen Nutzungsarten einer Liegenschaft, bspw. Wohnimmobilien und Nicht-Wohnimmobilien, vorgenommen. Zur letztgenannten Kategorie gehören insbesondere Handelsimmobilien, Krankenhäuser, Infrastrukturimmobilien, Lagerhallen, Büroimmobilien und verschiedene weitere Spezialimmobilien (Rottke, 2017, S. 85). Obwohl sich diese funktionale Zuteilung der Immobilienarten in der Praxis durchgesetzt hat, gibt es Uneinigkeit hinsichtlich der Kategorisierung einzelner Arten von Immobilien. Im Speziellen wird die Zuordnung zu den Gewerbeimmobilien uneinheitlich und inkonsistent gehandhabt, weshalb hier die nötige Trennschärfe geschaffen werden muss. Massgebend soll der direkt resultierende Nutzen durch die originäre Funktion der jeweiligen Immobilie sein und nicht die übergeordnete Ebene, die sich im Unternehmenszweck der Nutzung widerspiegelt (Rottke, 2017, S. 147–148). In der vorliegenden Arbeit liegt der Fokus auf Büro- und Einzelhandelsimmobilien. Für die Unterscheidung zwischen den Immobilienarten und zur Unterstützung der Einordnung dient Tabelle 2.

Kriterien	Wohnimmobilien	Büro- & Einzelhandelsimmobilien
Marktrisiko	Unterliegen sehr geringen Volatilitätskoeffizienten	Weisen eine hohe Korrelation mit der allgemeinen Konjunktur auf
Wirtschaftliche Lebensdauer	30 – 50 Jahre	10 – 50 Jahre
Lagen	Urban und ländlich	Hauptsächlich Zentrum und Zentrumsnähe
∅ Vertragslaufzeit	Kurz bis mittel	Mittel bis lang
Mitgestaltung Mieter	Gering	Mittel bis hoch
Lärmintensität	Tiefe Belastung	Mittlere Belastung
Ausbaustandard	Eigentümergehäuse	Rohbau

Tab. 2: Merkmale Wohnimmobilien vs. Büro- und Einzelhandelsimmobilien (Eigene Darstellung)

2.1.4 Verortung der Begriffe im St. Galler Management-Modell

Nachhaltigkeit stellt ein omnipräsentes Thema in Gesellschaft und Politik dar. Der sich zunehmend abzeichnende Wandel betreffend Einstellung und Werthaltung führt dazu, dass sich Akteur*innen künftig noch tiefgreifender mit Aspekten rund um Nachhaltigkeit auseinandersetzen müssen. Dies ist insbesondere auch bei institutionellen Immobilieneigentümer*innen der Fall (Böhnlein, 2021, S. 397). Denn selten war eine Zielsetzung so deutlich formuliert, wie die folgende: CO₂-Neutralität bis im Jahre 2050. Aufgrund der schneller als angenommen voranschreitenden Erderwärmung, gemäss dem im Sommer 2021 publizierten Bericht des Weltklimarates (IPCC), wird jedoch ein noch

konsequenteres und rascheres Handeln nötig (Baumann & Müller, 2021, S. 375). Ein Unternehmen braucht dafür eine entsprechend adäquate strategische Ausrichtung, die ideale Voraussetzungen für das Erreichen von ESG-Vorgaben aber auch verschiedenen weiteren Zielen bieten soll. Dies wiederum entscheidet darüber, ob eine institutionelle Eigentümerin erfolgreich am Markt agieren kann (Böhnlein, 2021, S. 398). Um die vielschichtigen Themen und Zusammenhänge aufzuzeigen und ein gesamtheitlicheres Bild zu erhalten, eignet sich das St. Galler Management-Modell. Das Modell stellt die Organisation, im vorliegenden Fall in Form der institutionellen Eigentümerin, als komplexes System dar und zeigt die verschiedenen Elemente auf, mit der sie in einer dynamischen und wechselseitigen Relation steht (Rüegg-Stürm & Grand, 2019, S. 39).

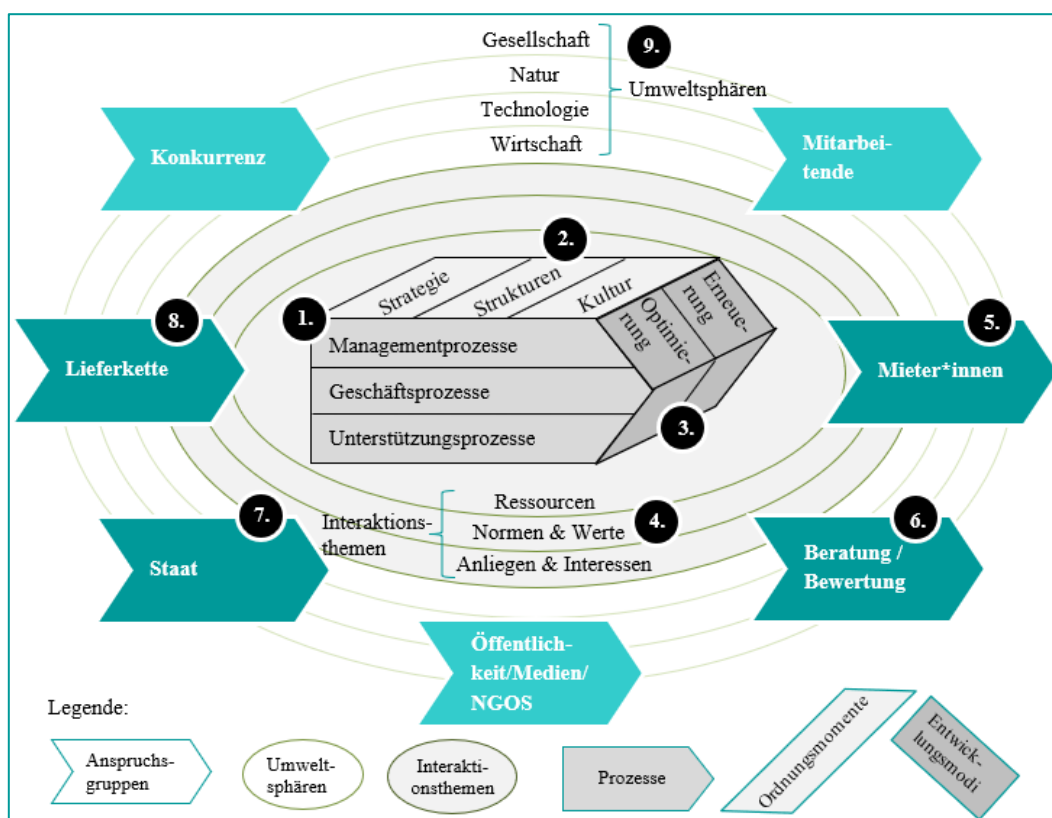


Abb. 2: Verortung ESG im St. Galler Management-Modell (in Anlehnung an Bieger et al., 2021, S. 26)

Sechs Elemente bzw. Begriffskategorien spielen im Modell, wie in Abbildung 2 dargestellt, eine bedeutende Rolle: Die Organisation mit „Ordnungsmomenten“, „Entwicklungsmodi“ und „Prozessen“ sowie „Anspruchsgruppen“, „Umweltsphären“ und „Interaktionsthemen“. Sie nehmen Bezug auf die im Zentrum stehenden Dimensionen des Managements. In diesem Kontext wird darunter eine Systemorganisation verstanden, die als „komplexes, zweckorientiertes Wertschöpfungssystem agiert und die dazu erforderliche Management-Praxis als ein Zusammenspiel von Regelkreisen und Feedbackbotschaften versteht“ (Rüegg-Stürm & Grand, 2019, S. 42). Für die vorliegende Arbeit sind

überwiegend die Kategorien „Prozesse“, „Ordnungsmomente“, „Entwicklungsmodi“, „Interaktionsthemen“, „Umweltsphären“ sowie die Anspruchsgruppen „Mieter*innen“, „Bewertung/Beratung“, „Staat“ und „Lieferkette“ von Bedeutung. Die einleitend definierten ESG-Massnahmen bilden die Grundlage zur Erläuterung dieses Modells:

1. Prozesse: Zur unternehmerischen Führungsarbeit, den Managementprozessen, zählen Tätigkeiten wie Koordination, Planung, Qualitätssicherung sowie Controlling für die Geschäfts- und Unterstützungsprozesse (Rüegg-Stürm, 2009, S. 112). Für die Ausrichtung auf ESG-Aspekte sind Daten und damit gewonnenes Wissen sowie Erkenntnisse von immenser Bedeutung. So gelingt es einem Unternehmen zu wissen, wo welche Mengen an ESG-relevanten Ressourcen genutzt werden und wie der Verbrauch zielführend reduziert werden kann (Böhnlein, 2021, S. 401). Die Vorgehensweise ist als iterativer Kreislaufprozess zu verstehen, in dem Ziele gesetzt, eine Auswahl von Massnahmen getroffen werden und eine Ergebniskontrolle sowie Optimierung stattfindet.

2. Ordnungsmomente: Ordnungsmomente stellen die übergeordnete Strukturierung der organisationalen Abläufe dar. Sie tragen somit dazu bei, dass das Tagesgeschäft stringent abläuft und die Prozesse zum angestrebten Ergebnis für die Wertschöpfungsbeteiligten führen. Dabei stiftet die Vision und Strategie eine mittel- und langfristig sinnstiftende Orientierung (Rüegg-Stürm & Grand, 2019, S. 44). Eine Verankerung des ESG-Konzeptes auf dieser Ebene ist zentral und äussert sich bspw. darin, nicht nur auf Anforderungen des Regulators reaktiv zu agieren, sondern Nachhaltigkeit proaktiv in der Unternehmens-DNA zu verankern. Eine isolierte Top-down-Vorgabe in Richtung Nachhaltigkeit funktioniert nicht, so Böhnlein (2021, S. 405). Um die Qualität der eigenen Leistungen und Produkte sicherzustellen sowie mit nachhaltigem und erfolgreichem unternehmerischen Handeln im Konkurrenzkampf zu überzeugen, müssten sich institutionelle Eigentümer entlang der vollständigen Wertschöpfungskette nachhaltig aufstellen (2021, S. 405). Wichtig in diesem Zusammenhang ist, dass ein frühzeitiges Auseinandersetzen mit der Thematik und der Entwicklung verschiedener Szenarien stattfindet. Falls dies nicht der Fall ist, läuft die Organisation Gefahr, unter anderem an Wettbewerbsfähigkeit einzubüssen oder Ziele bzw. Vorgaben unter Zugzwang und somit nicht ökonomisch umzusetzen.

3. Entwicklungsmodi: Dieser Begriff steht für die Umweltdynamik, die aus einem Wechselspiel von Initiativen, Erkenntnisfortschritt und Innovation resultiert. Im Kontext Immobilien fallen bspw. Entwicklungen in Richtung Smart-Building und optimierte Fassadendämmungen in diese Kategorie. Prägend können neben Innovations-Vorstössen ebenfalls gesellschaftliche Krisen, wie der Klimawandel und politische Umbrüche wirken

(Rüegg-Stürm & Grand, 2019, S. 4). Dies bedingt, dass Unternehmen eine kontinuierliche und stimmige Entwicklung konsistent mit ihrer Strategie anstreben. Unter Optimierung fällt im Zusammenhang mit ESG-Kriterien bspw. die Erfassung von Daten, um die Effizienz zu steigern und die Kosten zu reduzieren. Werden die Informationen zusätzlich verwendet, um weitere Anspruchsgruppen mehrwertgenerierend zu bedienen, ist der Wandel fundamentaler und gehört der Erneuerung an.

4. Interaktionsthemen: Zwischen einer Organisation und ihren Stakeholdern bestehen vielseitige Austauschbeziehungen. Die Interaktion, bei der die Kommunikation von höchster Bedeutung ist, beinhaltet alles, was zwischen Anspruchsgruppen und der institutionellen Eigentümerin ausgetauscht, zur Verfügung gestellt, herangetragen oder streitig gemacht wird (Rüegg-Stürm, 2009, S. 77–78). Dazu gehört unter anderem auch der Handel mit CO₂-Zertifikaten (Rüegg-Stürm & Grand, 2019, S. 44), der vor dem Hintergrund der Ressourcenknappheits-Thematik einen Übergang zu einer schadstofffreien und ökologisch nachhaltigen Kreislaufwirtschaft weiter forcieren soll (Böhnlein, 2021, S. 401).

*5., 6., 7. & 8. Anspruchsgruppen – Mieter*innen, Beratung/Bewertung, Staat und Lieferkette:* Eine Organisation funktioniert nie zum Selbstzweck, sondern erbringt eine Geschäftstätigkeit, um einen Mehrwert bzw. Nutzen für die Gesellschaft zu erbringen. Die Aktivität geschieht im Austausch mit unterschiedlichsten Anspruchsgruppen und deckt Aspekte wie Bedürfnisse, Interessen und Anliegen ab (Rüegg-Stürm, 2009, S. 74–77). Im Immobilien-Kontext sind dies bspw. die Mieter*innen, die zunehmend höhere Ansprüche gegenüber der Vermieterschaft stellen. Implementierte ESG-Faktoren haben auch einen Einfluss auf die Reputation und das Image der Anbietenden von Flächen und sollen mit dessen Kultur und Strategie im Einklang stehen. So ergeben sich sogenannte „Grüne Mietverträge“ mit der Zielsetzung, die Vermieterschaft zu einer nachhaltigen Bewirtschaftung und die Mieterschaft zu einer nachhaltigen Nutzung in sozialer, ökologischer und ökonomischer Hinsicht der Immobilie anzuhalten (Böhnlein, 2021, S. 406) Die Fachexpert*innen Bewertung/Beratung schätzen den Wert der Liegenschaften ein, bspw. zum Zweck der Bilanzierung. Dabei ist entscheidend, wie die Berücksichtigung von ESG-Faktoren quantifizierbar gemacht werden kann und inwiefern diese in die Bewertungsmethode einfließen. Es bestehen bereits erste Konzepte und Durchführungsstrategien, weil aber die Ansätze messbar und transparent sein müssen, sind Weiterentwicklungsbestrebungen alternativlos und unabdingbar (Böhnlein, 2021, S. 404). Der Bundesrat hat im August 2019 beschlossen, dass die Schweiz bis im Jahr 2050 höchstens so viel

Treibhausgase ausstossen darf, wie technische und natürliche Speicher, bspw. Wälder und Böden, aufnehmen können (BAFU, 2019). Der Staat möchte gerne im Interesse der Bevölkerung und aus eigenen Motiven eine nachhaltigere Entwicklung der Gesellschaft, Wirtschaft und Umwelt. Vor allem dort, wo der Markt versagt, gilt es korrigierend zu intervenieren. Das erstrebenswerte Ziel, insbesondere um die Wohlfahrt der Gesellschaft insgesamt zu erhöhen, liegt in der Internalisierung externer Effekte, die aus der Warte von Investorinnen und Investoren ein Risiko darstellen. Letztendlich geht es darum, die unternehmerischen Risiken nicht einfach in Form von Kosten der Allgemeinheit zu übertragen, sondern den Verursachenden zuzuordnen (Reich, 2022, S. 143). Gerade im Bereich Immobilien hat die gesamte Wertschöpfungskette eine grosse Tragweite. Deshalb lohnt es sich umso mehr, bspw. auch die Lieferanten zu prüfen und bewusst mit gewissen Anbieterinnen und Anbietern Kooperationen einzugehen. Dies stellt eine Herausforderung dar, da die Lieferketten immer komplexer und intransparenter werden.

9. Umweltsphären – Gesellschaft, Natur, Technologie & Wirtschaft: Mit Vergleichsparametern kann anhand der Veränderungen in der Natur, der Gesellschaft und der Wirtschaft eine Beurteilung hinsichtlich der ESG-Entwicklung vorgenommen werden, da die ESG-Kriterien in diesen drei Sphären verankert sind. Moderne Technologien unterstützen bzw. ermöglichen es erst, die dafür notwendigen Informationen zu gewinnen und die Daten zur Erkenntnisgewinnung zu verarbeiten (Böhnlein, 2021, S. 404). Diese vier Sphären sind als essenzielle Bezugsfelder der unternehmerischen Wertschöpfung zu verstehen. Im vorliegenden Kontext sind alle Bereiche wichtig und müssen kontinuierlich auf neue Veränderungstrends beurteilt werden (Rüegg-Stürm & Grand, 2019, S. 44). Für Unternehmen ist es wichtig, in die eigene Strategie, Kultur, Prozesse und Strukturen ein Leitbild nachhaltiger Entwicklung zu integrieren und davon ein Gestaltungsmodell abzuleiten (Jäger & Benning-Linnert, 2021, S. 87). Die Nummerierung von „1.–9.“ gibt keinen geradlinigen Prozess vor. Vielmehr wurden Bereiche identifiziert, die hinsichtlich ESG und Bewertung für institutionelle Eigentümer*innen einen grossen Einfluss ausüben.

2.2 Herleitung und Tragweite von ESG

„If you can't measure it, you can't manage it“
Peter Drucker

Die ESG-Faktoren werden zunehmend wichtiger, bedingt durch Vorgaben und Offenlegungspflichten wie bspw. der European-Sustainable-Finance-Taxonomie, nachfolgend EU-Taxonomie genannt. Diese Verordnung, die von der europäischen Kommission verabschiedet wurde, verfolgt den Zweck, für die Akteur*innen eine gemeinsame Sprache

der Nachhaltigkeit (Wilke & Conrads, 2021, S.165) und ein einheitliches Klassifizierungssystem für nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten zu schaffen. Die Umsetzung über nationales Recht wird dadurch obsolet (Conrads, 2021, S. 40). Die Corona-Pandemie hat diesen Prozess etwas entschleunigt, nichtsdestotrotz sind seit 2020 fortlaufend verbindliche Ausführungs- und Offenlegungsfristen geschaffen worden (Hornung, 2021). Den zeitlichen Ablauf zeigt Abbildung 3 auf.

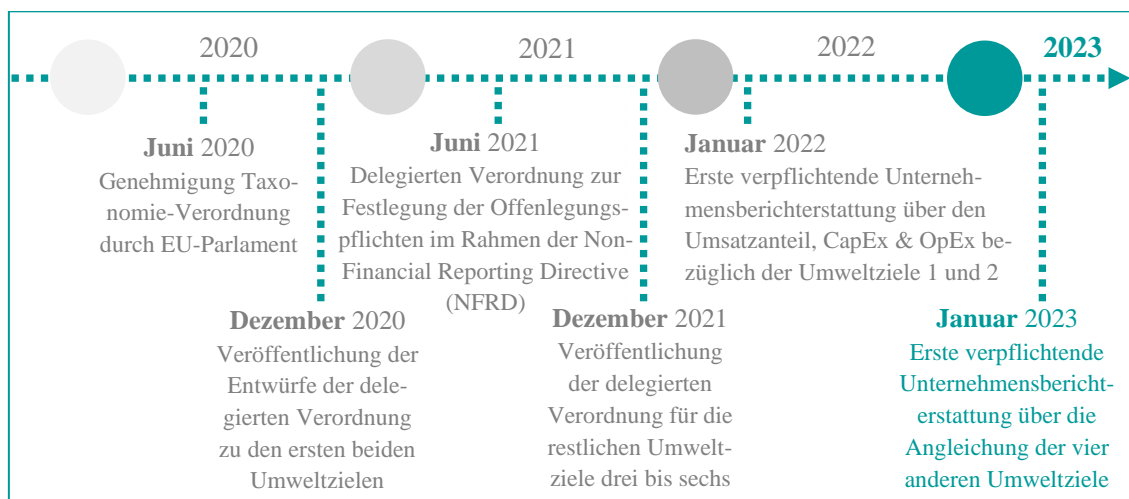


Abb. 3: Regulatorischer Zeitplan EU-Taxonomie (in Anlehnung an Avaro, 2022)

Da die Prozesse zum Aufbau des Datenmanagements und Reportings zeitaufwändig sind, wächst der Handlungsdruck auf die institutionellen Eigentümer*innen. Der durch die Europäische Kommission veröffentlichte EU-Aktionsplan aus dem Jahre 2018 enthält Themen zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums. Die drei übergeordneten Ziele davon lauten (Hornung, 2021):

- Die Lenkung der Kapitalflüsse in nachhaltige Investitionen
- Die Einbettung von Nachhaltigkeit in das finanzielle Risikomanagement
- Die Förderung von Transparenz

Dieser EU-Aktionsplan betont die gegenseitige Beziehung und Abhängigkeit für die Finanzierung der Pariser Klimaschutzziele und der im ersten Kapitel erwähnten Sustainable Development Goals, SDGs. Das Ergebnis davon ist die EU-Taxonomie: Ein Klassifizierungssystem, das eine Liste von ökologisch nachhaltigen Wirtschaftstätigkeiten darstellt. Zusätzlich bildet die EU-Taxonomie das Fundament für standardisierte, technische Offenlegungs- und Screening-Pflichten (Conrads, 2021, S. 40). Die damit einhergehenden Berichtspflichten führen dazu, dass die Aussagekraft der Erstattung nichtfinanzieller Aspekte massgebend erhöht wird. Der Grund ist in der Verknüpfung zwischen nichtfinanziellen und finanziellen Themenfeldern zu finden (Avaro, 2022). Die Taxonomie-

Verordnung trat am 12. Juni 2020 in Kraft. Der Immobiliensektor ist von der Taxonomie in allen Phasen des Lebenszyklus betroffen: 1) Der Errichtung neuer Gebäude, 2) dem Erwerb von Gebäuden, 3) der Renovierung von Bestandesobjekten und 4) Sanierungsmassnahmen wie Einbau erneuerbarer Energien sowie wirtschaftliche, fachliche und technische Tätigkeiten (Hornung, 2021). Die Taxonomie hält sechs übergeordnete technische Überprüfungs-kriterien fest (Avaro, 2022):

1. Klimaschutz bzw. Eindämmung des Klimawandels – CO₂-Reduktion ab 2021
2. Anpassung an den Klimawandel, Erhöhung der Resilienz ab 2021
3. Nachhaltige Nutzung und Schutz der Wasser- und Meeresressourcen Ende 2022
4. Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft Ende 2022
5. Prävention, Mitigation und Kontrolle der Umweltverschmutzung Ende 2022
6. Schutz und Wiederherstellung der Biodiversität und der Ökosysteme Ende 2022

Dieser breite Themenkreis zeigt auf, dass mit einer Erfassung von reinen Energieverbrauchsdaten nur ein Bruchteil der relevanten ESG-Faktoren und EU-Taxonomie-Kriterien abgedeckt werden kann (Hornung, 2021). Ob eine Investition zurzeit als taxonomiekonform gilt, wird mit Hilfe von vier Kriterien beurteilt (Conrads, 2021, S. 40). Es wird geprüft, ob sie:

1. Wesentlich zur Erfüllung eines der sechs Nachhaltigkeitsziele beiträgt,
2. kein anderes Ziel beeinträchtigt („Do Not Significant Harm“ (DNHS)),
3. soziale Mindeststandards einhält wie Menschen- und Arbeitsrechte („Minimal Social Safeguard“), und
4. gemäss den technischen Prüfkriterien vorgenommen wird.

Diese vier Aspekte müssen kumulativ erfüllt sein. Die EU-Taxonomie-Offenlegungsverordnung, die seit Dezember 2019 in Kraft ist, adressiert insbesondere Finanzmarktteilnehmende wie Lebensversicherer, Fondsgesellschaften und Vermögensverwaltungen. Betroffen sind Unternehmen, die mindestens 500 Mitarbeitende beschäftigen und unter die nicht-finanzielle Berichterstattung fallen (Avaro, 2022). Es muss erstens offengelegt werden, welche Nachhaltigkeitsrisiken ihre Anlageprodukte enthalten, und zweitens wird verlangt, dass solche Risiken in den Unternehmens- und Investitionsentscheidungen mit einbezogen werden. Drittens ist offenzulegen, wie etwaige nachteilige Nachhaltigkeitsauswirkungen berücksichtigt und gewichtet werden. In der Immobilienwirtschaft sind davon bspw. „Stranded Assets“ tangiert. Viertens sollen die Nachhaltigkeitsrisiken einer Evaluation ihres Einflusses auf die Rendite unterzogen werden (Hornung, 2021). Konkret werden nach EU-Taxonomie folgende Grössen transparent offengelegt: Umsatz,

Investitionsausgaben (CapEx) und Betriebsausgaben (OpEx). Die von der Taxonomie verlangten Informationen können entweder in einem separaten Teil des Geschäftsberichts oder einem eigenständigen Nachhaltigkeitsbericht publiziert werden (Avaro, 2022).

2.3 Das Vier-Quadranten-Modell

Das Modell wurde im Jahre 1992 von DiPasquale und Wheaton vorgestellt. Die vier Quadranten zeigen die Zusammenhänge zwischen dem Flächen-, dem Kapital-, dem Bau- markt und dem Flächenbestand. Das Modell gibt Aufschluss über das langfristige Gleichgewicht von Preisniveau, Mietzinsniveau, Bautätigkeit und dem Flächenbestand. Diese gehören zu den endogenen Variablen. Einfluss auf das Gleichgewicht üben exogene Faktoren wie bspw. das Zinsniveau oder die Steuern auf dem Kapitalmarkt, die Veränderung zwischen Bevölkerungsentwicklung und Flächennachfrage oder der technologische Fortschritt der Bauwirtschaft aus. Mit diesem Modell können Mechanismen und Zusammenhänge treffend analysiert werden. (Geltner, Miller & Clayton, 2014, S. 29–35)

2.3.1 Der Flächenmarkt

Beim Flächenmarkt treffen die Nachfrage und das Angebot von Mietflächen aufeinander (Abbildung 4). Dabei entsteht ein Gleichgewicht, das zwar durch Einflussfaktoren und Eingriffe kurz ausser Kraft gesetzt werden kann, sich anschliessend aber stets wieder auf einem neuen Mietpreisniveau pro m^2 und Gesamtflächenangebot in m^2 einpendelt.

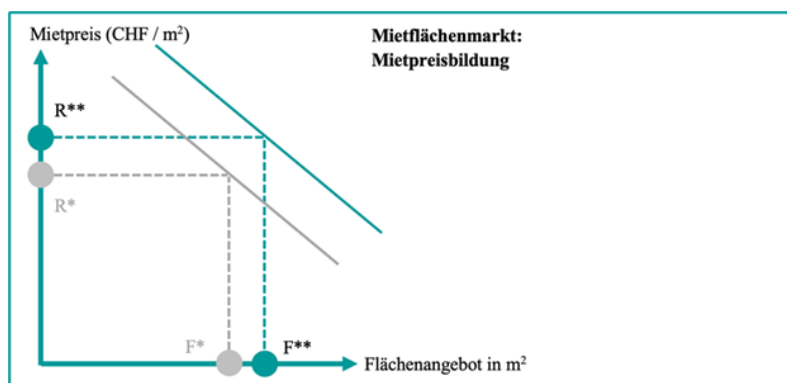


Abb. 4: Flächenmarkt mit Mietpreisfindung (in Anlehnung an Geltner et al., 2014, S. 30)

ESG-Faktoren haben auf die Marktmiete einen erheblichen Einfluss: Neben dem Ausstattungsstandard und der Mikro- sowie Makrolage spielen künftig ESG-Kriterien bei der Entscheidungsfindung potenzieller Mieter*innen eine bedeutende Rolle, was sich unmittelbar auf die Nachfrage- und Angebotsituation auswirkt. Daraus ist eine marktgerechte und transparente ESG-inkludierte Marktmiete ableitbar (Wenkel et al., 2021, S. 4). Der zunehmende rechtliche, politische und gesellschaftliche Druck, vermehrt ESG-konforme Flächen nachzufragen, kommt hinzu. Die steigende Nachfrage sorgt kurz- bis mittelfristig für eine Mietpreiserhöhung bei ESG-konformen Flächen. Da die Anpassung adäquater

Flächen Zeit benötigt, kann das Angebot dieser Nachfrage nicht zeitnah gerecht werden. Somit findet sich der neue Mietpreis R^{**} oberhalb des alten Gleichgewicht-Mietpreises R^* (Jäger & Benning-Linnert, 2021, S. 136). Abbildung 5 verdeutlicht die immer höheren Anforderungen an die Flächen.

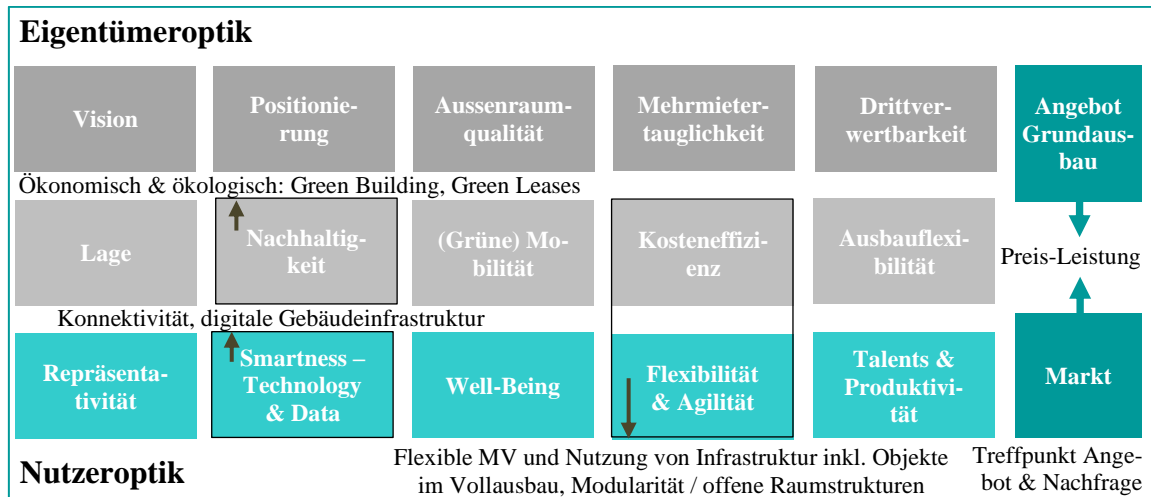


Abb. 5: Standort- und Bewertungskriterien Nachfrage (in Anlehnung an Dressen & Kovacs, 2021)

Nicht nur Umweltfaktoren, sondern auch soziale Kriterien haben – zusätzlich verstärkt durch die Corona-Pandemie – an Bedeutung gewonnen. So sind Faktoren wie Wohlbefinden und Gesundheit der Mieterinnen und Mieter sowie innovative, mehrwertgenerierende Nutzungskonzepte für Gewerbeimmobilien im Markt stark gefragt (PwC GmbH, 2021, S. 31). Vor wenigen Jahren lag der Fokus lediglich auf der Bauweise. Heute schauen institutionelle Eigentümer*innen und Investor*innen auf die Produktivität und Gesundheit der Mitarbeitenden ihrer Mieterschaft. Somit wird beim Kauf oder der Sanierung von Liegenschaften die Sicht des Kunden eingenommen (Patrizia AG, 2018). Dem Faktor Agilität und Flexibilität wird ebenfalls viel Aufmerksamkeit gewidmet: Weltweit entstehen neue Ideen und Konzepte von Arbeit, Arbeitsumgebungen und Geschäftsimmobilien, bspw. durch das Aufkommen einer Sharing Economy und neuen Formen der Finanzierung, wie dem Crowdsourcing (Dressen & Kovacs, 2021). Weiter beschäftigt sich der Markt mit Themenfeldern wie Arbeitssicherheit, angemessene Vergütung und inzwischen auch mit gerechten Mieten. Doch soziale Aspekte im Verlaufe des ganzen Lebenszyklus eines Gebäudes von der Planung über den Bau, den Betrieb und die Erneuerung bzw. Beseitigung ist schwer zu messen bzw. anspruchsvoll verlässlich zu klassifizieren. Die Rahmenbedingungen und Vorstellungen der verschiedenen Marktteilnehmenden werden jedoch zunehmend konkreter. So lässt die Stadt Zürich über die sozialen Aspekte verlauten, dass unter anderem die Bedürfnisse der Bevölkerung und örtlichen Gegebenheiten in Planungs- und Bauprozesse zu integrieren sind (emonitor AG, 2022, S. 7).

Unter das Stichwort „Environmental“ fallen ressourceneffiziente Verfahren, die während dem Lebenszyklus einer Immobilie technisch realisierbar sind. An Stellenwert gewinnt in diesem Kontext die Bionik – das Transferieren von Natur-Phänomenen auf die Technik. Die Nutzenden von Liegenschaften interessieren prioritär Baumaterialien und -substanz, Gebäudeeffizienz und -klima. Eine Möglichkeit, den Nachweis zu erbringen, sind anerkannte Zertifizierungssysteme wie bspw. „LEED“, „BREEAM“, „SNBS“ oder „DGNB“ (Patrizia AG, 2018). Die ursprünglichen Gebäudelabels zielten dabei lediglich auf die Berücksichtigung des Energieverbrauchs ab. Mit dem sich reduzierenden Anteil der Betriebsenergie im Verhältnis zur Gesamtumweltbelastung rückte die Relevanz, die aufzuwendende Energie für Erstellung und Rückbau, die sogenannte graue Energie, ins Zentrum. Ebenfalls in die Bilanz fließt der durch die Liegenschaft induzierte Verkehr. Die Erbauungskosten machen, über die gesamte Lebensdauer einer Liegenschaft betrachtet, oft einen geringen Anteil an den totalen Kosten aus. Um einen ökonomischen Umgang mit monetären Mitteln zu gewährleisten, liegt die Zielsetzung für die Erstellung und den Betrieb einer Immobilie auf der Minimierung der Kosten des gesamten Lebenszyklus. Dabei sollen die Infra- und Raumstrukturen nachhaltig und lange in gebrauchstauglichem Zustand bleiben. Dies bedarf einer zielgruppengerechten Anpassung an die sich verändernden Interessen. Im Fokus liegt hier die Nutzungsqualität des Objekts für die angestrebte Zielgruppe. Das Aufhalten in Gebäuden hat Auswirkungen auf Personen. Das Label „SNBS-Standards Hochbau“ handelt insbesondere Bereiche wie Schallschutz, Raumluftqualität, -temperatur und visuelle Aspekte ab (emonitor AG, 2022, S. 14–16). Ferner erwarten Mieter*innen aktuelle, auf ihre Bedürfnisse zugeschnittene Lösungen der Arbeitsorganisation und möchten über die neusten Entwicklungen hinsichtlich ESG auf dem Laufenden gehalten werden (Patrizia AG, 2018). Schliesslich hängt bei gewerblichen Kunden die Reputation massgeblich von der ESG-Konformität ab.

Studien haben gezeigt, dass sich eine höhere Zahlungsbereitschaft für eine Liegenschaft mit regenerativen Energiequellen aufgrund der reduzierten Nebenkosten feststellen lässt (Wüest Partner AG, 2022, S. 3). So fallen bei einem Objekt, das mit einer Wärmepumpe betrieben wird, die Kosten im Vergleich zu einem Gebäude mit einer Gas- oder Ölheizung tiefer aus (Wüest Partner AG, 2022, S. 3). Neue technologische Möglichkeiten sorgen für mehr Transparenz und vereinfachte Prozesse. Dank Smart Building können diverse Verbraucher wie E-Ladestationen, Batteriespeicher, Luft-Wasser-Wärmepumpen und Mieteinheiten automatisch und digital gelenkt werden. Zudem kann der Energieverbrauch detailliert gemessen und ausgewertet werden. Somit entfällt diese manuelle und komplexe Tätigkeit des Immobilienverwalters. Systeme wie bspw. Ormera machen es möglich, dass

eine Abrechnung vollautomatisiert abläuft, indem diese direkt mit intelligenten Smart-Meter-Messgeräten im Gebäude korrespondieren (Egli, 2021, S. 4). Die Kopplung der effizienten und effektiven Gebäudetechnik für Beleuchtung, Kühlung und Klimatisierung birgt erhebliches Nachhaltigkeitspotenzial. Dadurch lässt sich etwa die Luftqualität und die Temperatur zeitnah an die aktuelle Personenbelegung anpassen. Die Verwendung von entsprechend intelligenter PropTech kann, muss aber nicht, in einer Kostenreduktion bei der Immobilienbewirtschaftung resultieren, mit dem Effekt, nachhaltiger und ressourcenschonender zu agieren. Es wird geschätzt, dass die digitale Vernetzung mittels IoT den Energieverbrauch von Gebäuden um etwa zehn Prozent reduziert (Patrizia AG, 2018). Daneben erhöhen IoT und seine Basistechnologien Sensorik & Aktorik die Lebensqualität der Nutzenden, indem sie ermöglichen, das Verhalten von Fläche und Mietenden besser zu verstehen. Dafür ist es zwingend notwendig, Aspekte wie Nutzerrollen, Dateneigentum, Datensicherheit und -hoheit genau festzulegen. Die Digitalisierung der Schnittstelle zur Kundschaft bietet grosses Potential in mehreren Dimensionen: schnelle und einfache Kommunikationswege, erhöhte Transparenz, Zugriff der Mieterschaft auf die eigenen Daten und generelle Prozessverbesserungen. Die Leittechnik in Kombination mit IoT fördert zusätzlich das Bewusstsein für Umweltthemen, womit die Ökobilanz verbessert werden kann. Viele Dienstleistungen, die durch den digitalen Wandel ermöglicht werden, führen zunehmend zu einem optimierten Arbeitserlebnis (Büchi, 2021, S. 6). Durch die technologischen Möglichkeiten geht die Entwicklung auch in der Immobilienwirtschaft zusehends in Richtung Ökosysteme, die sich entlang der unterschiedlichen Customer Journeys bilden. Dabei arbeiten verschiedene Akteurinnen und Akteure entlang der Wertschöpfungskette auf Grundlage einer gemeinsamen Value Proposition (Wertversprechen) zusammen, mit dem Ergebnis, dass Mehrwert für alle Beteiligten entsteht. Es geht hier auch darum, ein einheitliches Verständnis über die ESG-Kriterien zu haben und dieses konsequent zu leben, um eine vorteilhafte Position im Markt zu erreichen bzw. zu halten. Durch höhere Datenmengen und bei guter Datenqualität resultieren aus dem Einsatz erweiterter Prognose- und Analysetechnologien, bspw. AI, wertvolle Möglichkeiten: Es lässt sich nicht nur das gegenwärtige Gebäudeverhalten exakt analysieren, sondern sogar Voraussagen der zukünftigen Entwicklung bzw. Verhalten werden möglich. Dies unterstützt und erhöht die Qualität der Aussagekraft und Beurteilung bei einem Verkauf, bei der Liegenschaftsbewertung sowie bei Sanierungen und Umbauten. (Staub, 2021, S. 4)

2.3.2 Der Kapitalmarkt

Auf dem Kapitalmarkt treffen das Kapitalangebot und der Kapitalbedarf aufeinander, im Fall des Immobilienmarkts also die Investor*innen und die Eigentümer*innen bzw.

Entwickler*innen. Der Markt funktioniert wie folgt: Wenn der Total Return steigt, sinkt der Immobilienwert, falls die Mieten konstant bleiben. Höhere Unterhaltskosten führen hingegen zu einer Parallelverschiebung der Kurve nach rechts und umgekehrt. Die Formel des Immobilienpreises setzt sich wie folgt zusammen (Geltner et al., 2014, S. 34):

$$\text{Immobilienpreis} = \frac{\text{Bruttoertrag} - \text{Betriebs-}/\text{Unterhaltskosten}}{\text{Zielrendite} - \text{Wertsteigerungsrate}}$$

Dabei stellt der Total Return die zentrale Grösse der Bewertung dar und entspricht der Zielrendite: Total Return (R) = Gesamtergebnis / Immobilienwert (P).

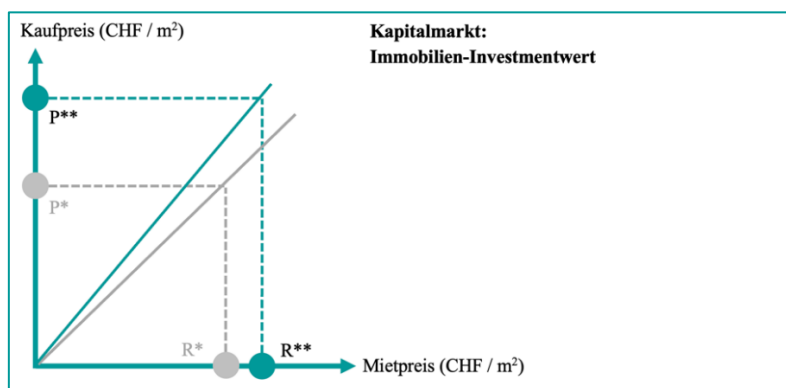


Abb. 6: Kapitalmarkt mit Total Return (in Anlehnung an Geltner et al., 2014, S. 30)

Wegen der Berücksichtigung von Risiken im Zusammenhang mit ESG werden auf den Kapitalmärkten zunehmend ESG-konforme Unternehmen und Immobilien nachgefragt werden. Dies führt in kurzer bis mittlerer Frist zu reduzierten Diskontierungs- und Kapitalisierungszinssätzen, auch aufgrund optimierter Fremdkapitalkonditionen und daraus resultierend zu erhöhten Kaufpreisen und Immobilienwerten. Ganz kurzfristig gesehen liegen die Preise sogar oberhalb von P** (Jäger & Benning-Linnert, 2021, S. 136–137). So stufen Asset-Manager das Risiko ESG-konformer Anlagen als tiefer ein, weshalb institutionelle Eigentümer*innen immer häufiger in nachhaltige Anlagen investieren (PwC GmbH, 2021, S. 20). Zudem nimmt die Handelbarkeit und Liquidierbarkeit zu, wenn eine Büro- und Einzelhandelsimmobilie ESG-Kriterien wie flexible Nutzbarkeit, hohes Wohlbefinden, moderne Technologien und ressourcenschonender Betrieb vereinigt. Auf der anderen Seite wird das Leerstandsrisiko reduziert (emonitor AG, 2022, S. 14–16).

Ein weiterer Faktor, der auf den Einbezug von Nachhaltigkeitskriterien einzahlt, findet sich neben der verbesserten Performance hauptsächlich in der Vermeidung von „Stranded Assets“. Gegenwärtig verlangen zunehmend mehr Investorinnen und Investoren nach weitreichender Transparenz und Offenlegung hinsichtlich nachhaltiger Investments. Dabei stehen Asset-Manager*innen vor der Herausforderung, Strategien offen zu kommunizieren und die Massnahmen klar auszuweisen. Getrieben wird diese Einwicklung durch

die EU, die einen fortlaufend stärkeren aufsichtsrechtlichen Rahmen vorgibt. Nachhaltigkeit ist aus diesem Grund künftig ein gewichtiges Traktandum der europäischen Finanzmarktregulierung. Finanzintermediäre und Ratingagenturen haben Nachhaltigkeitsrisiken als Risikotreiber zu berücksichtigen. Bei der Umsetzung benötigen institutionelle Eigentümer*innen bereits jetzt externe Dienstleistungen. Zu einem späteren Zeitpunkt soll der Zustand erreicht werden, dass Aspekte rund um Nachhaltigkeit internalisiert sind. Dies weist ebenfalls auf die Tragweite des Themas hin und unterstreicht, dass der Fokus auf ESG-Kriterien kein vorübergehender Trend darstellt (PwC GmbH, 2021, S. 8–14).

Die Bau- und Immobilienbranche verantwortet rund 40 % des CO₂-Austosses, weshalb dieser Branche enorme Verantwortung zukommt und mit 60 % auch das grösste Potential für Einsparungen aufweist (Baumann & Müller, 2021, S. 376; emonitor AG, 2022, S. 4). Untersuchungen haben die Relevanz von Klimarisiken für den Gebäudewert analysiert. Dabei wurden drei Büroimmobilien mit jeweils hohem, mittlerem und niedrigem Energieverbrauch einer regulatorischen Simulation unterzogen. Die Untersuchung hat gezeigt, dass der Effekt der höheren Attraktivität von effizienten Gebäuden auf dem Markt, die Büroliegenschaft gefragter macht und die Mietzinseinnahmen in positiver Weise beeinflusst. Die Immobilie mit niedrigem Energieverbrauch erfuhr einen Wertaufschlag von 5 % und die beiden anderen einen Abschlag zwischen 5 % und 9 %. Den grössten Einfluss übte bei dieser regulatorischen Simulation eine Nutzungsbeschränkung aus, die eine Renovation gemäss den Anforderungen von 2050 unausweichlich machte. Hier verzeichneten die Liegenschaften mit hohem und mittlerem Verbrauch einen Discount von 34 % und 28 %, während das energieeffiziente Objekt im Wert stagnierte. Die Einführung einer CO₂-Abgabe auf die heizungsbedingten Emissionen des Gebäudes ergab nur einen minimalen Wertabschlag bei den Gebäuden mit mittlerer und hoher Energieverbrauchsklasse (Seiler, 2021, S. 70). Dabei stellt die CO₂-Abgabe eine kritische Grösse dar. Ist er auf der einen Seite zu tief, widerspiegelt dieser nicht die externen Kosten, weswegen kein Handlungsdruck entsteht. Fällt er zu hoch aus, ist die Antwort soziale Ungerechtigkeit und Fehlallokationen. Der zurzeit geltende Zertifikatspreis pro Tonne CO₂ liegt bei ca. CHF 30, soll jedoch bis 2026 verdoppelt werden und wird auch im späteren Verlauf stetig steigen. Der Weg, diese externen Kosten bzw. Effekte zu internalisieren, liegt in der Verschärfung der gesetzlichen Anforderungen. Dies wiederum führt zu höheren Ausgaben für Eigentümer*innen bei Sanierung, im Neubau und verteuert insgesamt die Wertschöpfungskette aufgrund der CO₂-Bepreisung nicht erneuerbarer Energieträger, was im Kapitalmarkt tiefere Renditen zur Folge haben kann (Reich, 2022, S. 145). Die EU hat inzwischen angekündigt, einen eigenen Emissionshandel für die Sektoren Verkehr und

Gebäude zu initiieren. Die betroffenen Akteur*innen sollen eine Emissions-Berichterstattung ab 2025 vornehmen und ab 2026 wird der Kauf von Zertifikaten ermöglicht. Dabei wird sich die Anzahl bzw. Menge der Zertifikate jährlich, im Rahmen des Cap-Mechanismus, verringern. Durch die immer stärker werdende monetäre Belastung schafft die EU Anreize, um ein Ausweichen auf emissionsarme Technologien zu kanalisieren (Mussaëus, Truong & Stollmann, 2021, S. 287).

Für Transparenz und Unterstützung auf dem Dekarbonisierungspfad von Bestandesimmobilien mit Energieoptimierungsbedarf, darunter auch „Stranded Assets“, hilft ein von der EU entwickeltes Tool namens CREEM: Carbon Risk Real Estate Monitor (Lakenbrink, 2021, S. 281). Dabei liegt das Augenmerk vor allem auf transitorischen Risiken (Baumann & Müller, 2021, S. 380–381). Diese Art von Risiko charakterisiert sich durch die Transformationsnotwendigkeit zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft. Als Referenzmassstab dienen dabei die Zielsetzungen des Pariser Klimaabkommens. Diese Art von Risiken wurden aufgrund technischer Neuerungen und Möglichkeiten auf dem Markt, bspw. in Form von Baumaterialien, Dateneruierung etc. relevant; aber auch Regularien betreffend Energieeffizienzanforderungen, CO₂-Abgabe oder Mindestenergieperformanzen spielen eine Rolle. Ausserdem treten Anforderungen durch die Nutzer- und Investorennachfrage auf (PwC GmbH, 2021, S. 21). So weisen klimaneutral betriebene Immobilien eine aus Investoren- und Eigentümersicht vorteilhaftere Rendite-Risiko-Struktur auf (Wüest Partner AG, 2022, S. 18). Ein Gebäude, das mit Gas oder Öl beheizt wird und Emissionen von 25 kg CO₂/m²/a aufweist hat ceteris paribus einen um zehn Basispunkte höheren Diskontierungssatz als eine identische Liegenschaft, die sich einzig und allein durch deren regenerative Wärmeerzeugung unterscheidet (Wüest Partner AG, 2022, S. 20). Ein Wechsel einer Heizung mit Gas oder Öl auf eine Wärmepumpe ist mit zusätzlichen Kosten verbunden, die es ebenfalls miteinzubeziehen gilt. Auf den beobachteten Transaktionen fussend, weist die Zahlungsbereitschaft kleine Differenzen zwischen weniger nachhaltig und nachhaltig betriebenen Immobilien auf. Ferner fällt die Renditeerwartung bei einer Immobilie mit fossiler Heizung im Vergleich zu einer Liegenschaft mit Wärmepumpen-Lösung etwas höher aus (Wüest Partner AG, 2022, S. 3). Den Unterschieden in der Zahlungsbereitschaft liegen mehrere Ursachen zugrunde: Investoren meiden vermehrt fossil beheizte Immobilien, weil die ESG-Taxonomie an Wichtigkeit zulegt. Bei ESG-konform betriebenen Liegenschaften nehmen sie dafür tiefere Anfangsrenditen hin. Weiter fällt ins Gewicht, dass Immobilien ohne CO₂-Emissionen bessere Voraussetzungen auf eine günstigere Finanzierung haben (Wüest Partner AG, 2022, S. 21–22). Deshalb werden Asset-Manager*innen hauptsächlich in Objekte investieren, die ein

ESG-Mindestrating oder eine Zertifizierung tragen (PwC GmbH, 2021, S. 24). Diese weisen geringere Risiken aus, bspw. bei der Vermietung. Die erwarteten Geldflüsse sind dadurch mit geringeren Unsicherheiten behaftet, die sich in der Konsequenz aus Regulierungsanpassungen ergeben. Ein Beispiel hierfür ist die Umsetzung von MuKE, den „Mustervorschriften der Kantone im Energiebereich“ (Wüest Partner AG, 2022, S. 22).

Neben ökologischen werden auch sozioökonomische Standards und KPIs angewendet. Dabei stehen die Gesundheit und das Wohlbefinden von Arbeitnehmenden sowie moderne Nutzungskonzepte zunehmend im Fokus von Investitionsentscheidungen. Die Aspekte werden überwiegend durch eine Expansion der technischen Due Diligence involviert. Dazu kommen die Sustainability Due Diligence und individuelle Scoring-Modelle, die einer strukturierten, sorgfältigen Analyse bei der Akquise dienen. Für das Monitoring und die Steuerung bei Bestandesliegenschaften kommen Audits, die Konzeption von „Green Leases“ und automatisierte Reportings zum Tragen (PwC GmbH, 2021, S. 21).

2.3.3 Der Baumarkt

In diesem Modellausschnitt treffen der Preis für die Generierung von neuer Fläche in m^2 und die Kaufbereitschaft der Investor*innen aufeinander. Der technologische Fortschritt kann dazu führen, dass Bauen günstiger wird. Die Kurve in Abbildung 7 verschiebt sich dann nach links und für den gleichen Preis kann mehr Fläche gekauft werden.

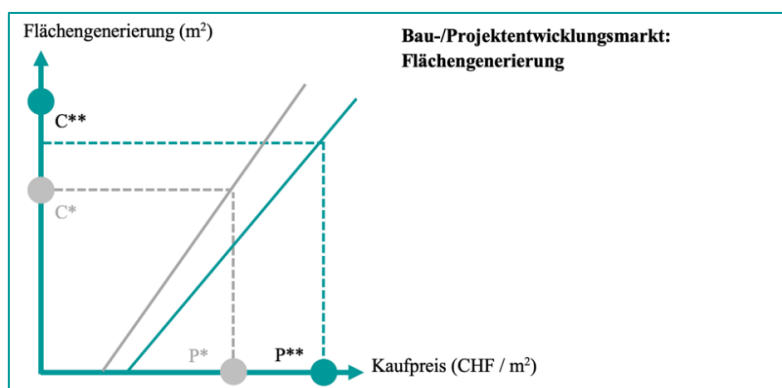


Abb. 7: Baumarkt (in Anlehnung an Geltner et al., 2014, S. 30)

Im Hinblick auf ESG-Kriterien steigen die Kaufpreise und Investmentwerte. Somit sind Projektentwickler*innen kurz- bis mittelfristig auch trotz höherer fixer und variabler Kosten durch die Anforderungen von ESG-Kriterien angetrieben, noch mehr ESG-konforme Fläche zu realisieren, deren Umfang vermeintlich auf kurze Sicht sogar oberhalb von C** liegt (Jäger & Benning-Linnert, 2021, S. 136–137). Bei kleineren Projekten sind einfache Standards geeignet. Umfassende Standards harmonieren besser mit Grossprojekten. Der Einsatz angemessener Standards, je nach Grösse des Projektes, erhöht die Wahrscheinlichkeit, die entsprechend höheren Sanierungs- bzw. Investitionskosten über den

Lebenszyklus einer Immobilie zu amortisieren (emonitor AG, 2022, S. 21). Während bei kleineren Projekten einfachere Standards sinnvoll sind, lohnen sich umfassendere bzw. höhere Standards bei Grossprojekten. In der Schweiz leistet der SNBS-Standard einen wertvollen Beitrag zu den drei Bereichen Umwelt, Gesellschaft und Wirtschaft, analog zu den ESG-Faktoren (emonitor AG, 2022, S. 12). Gerade die Verminderung der CO₂-Emissionen ist zwischenzeitlich dank gut funktionierender und innovativer Alternativtechnik beim Bau von Liegenschaften möglich. Dies reicht bis hin zum Einsatz von treibhausgasfreiem Beton. Dazu kommt eine erhöhte Energieeffizienz, für die dank Madaster-Materialpass (Gebäudepass) bereits im Bau die Basis gelegt wird. Dieser Gebäudepass garantiert die vollständige Rezyklierbarkeit von eingesetzten Baumaterialien. Die Schlagworte lauten hier „Cradle-to-Cradle“ und graue Energie (emonitor AG, 2022, S. 4–5).

2.3.4 Der Flächenbestand und das vollständige Modell

Das Flächenbestandsgleichgewicht stellt eine reine Flächenbuchhaltung dar. Dabei werden die abgerissenen den neu entstandenen Flächen gegenübergestellt. Abbildung 8 illustriert das vollständige Modell.

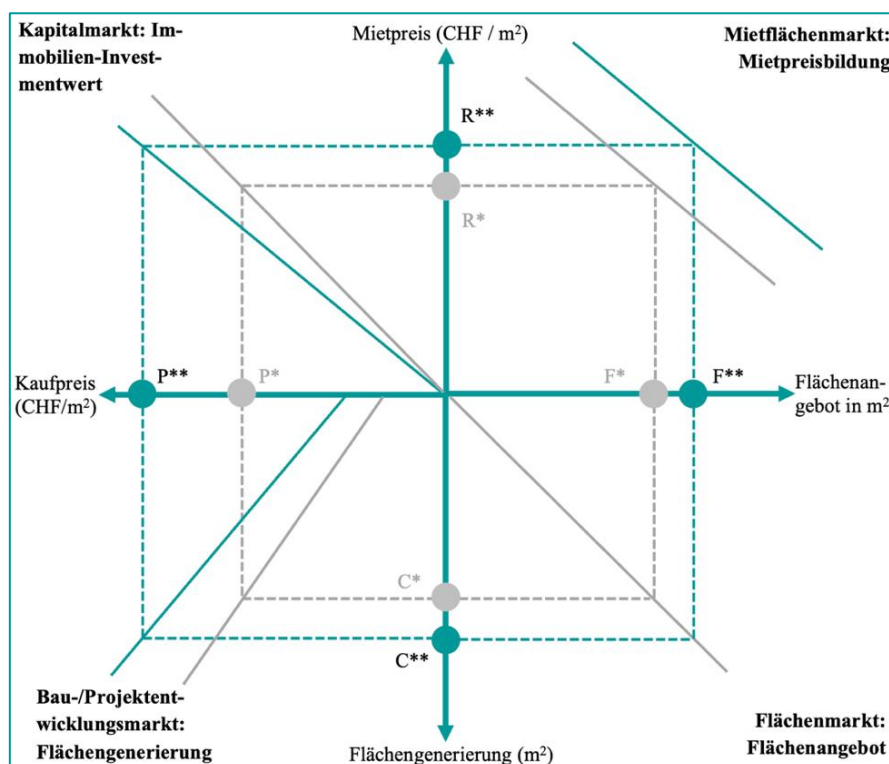


Abb. 8: 4-Quadranten-Modell (in Anlehnung an Geltner et al., 2014, S. 30)

In Folge der intensivierten Projektentwicklungstätigkeit steigt auf mittlere bis lange Dauer das ESG-konforme Flächenangebot von F* zu F**. Eine konstant bleibende Nachfrage nach ESG-konformen Mietflächen führt bei höherem Angebot an ESG-konformen Flächen zu moderat tieferen Mieten bei R**. Das Niveau bleibt jedoch deutlich oberhalb

dem Ausgangsmietpreis R^* . Die leichte Mietzinsreduktion führt auf den Kapitalmärkten bei konstanten Renditeansprüchen mittel- bis langfristig zu absinkenden Immobilienwerten auf P^{**} . Die zurückgegangenen Werte binden bei konstant verbleibenden Herstellungskosten mittel- bis langfristig die ESG-konforme Entwicklungstätigkeit auf C^{**} zurück. Unter idealtypischen Bedingungen kehrt demnach nach einer Weile ein neues Marktgleichgewicht ein. (Jäger & Benning-Linnert, 2021, S. 137)

2.3.5 Zwischenfazit

Die Integration von Nachhaltigkeit in den Bereichen Umwelt, Gesellschaft und Governance ist schon lange kein Nischenthema mehr. So hat unter anderem die Immobilienbranche erkannt, dass die Nachhaltigkeit in dreierlei Hinsicht nicht nur einen positiven Einfluss auf unsere Umwelt ausübt, sondern auch das Fundament für ein profitables und rentables Geschäftsmodell darstellen kann (PwC GmbH, 2021, S. 9). Studien belegen, dass ESG-Konformität mit höheren Unternehmens- und Immobilienwerten einhergeht (Jäger & Benning-Linnert, 2021, S. 128). Nichtsdestotrotz wirken sich die zu ergreifenden Massnahmen und damit einhergehenden Investitionen im ESG-Transformationsprozess kurz- und mittelfristig zunächst belastend auf die laufenden Cashflows aus. Dementsprechend sind Preisanpassungen erforderlich, um die Rendite zu halten. Die Erreichung von gewissen ESG-Nachhaltigkeitszielen ist an technologische Innovationen gekoppelt. Dies bedeutet zugleich, dass neue Märkte mit neuen Investment-Opportunitäten entstehen (Naumer, 2021, S. 255).

Nachdem sich die Immobilienbranche zunächst schwer damit tat, wirtschaftliche Ziele mit der Verantwortung für Gesellschaft und Umwelt zu vereinen, wird aktuell vieles unternommen. Neben gesetzlichen Vorgaben auf nationaler und internationaler Ebene geben vor allem die höheren Erwartungen der Anspruchsgruppen Anlass, diese Entwicklung voranzutreiben (Patrizia AG, 2018). Die Überwindung des Konflikts zwischen Wirtschaftlichkeit und Nachhaltigkeit wird durch den Abenteurer und Forscher Bertrand Piccard treffend auf den Punkt gebracht (zitiert nach Baumann & Müller, 2021, S. 375): „Heute gibt es keinen Grund mehr für einen Kampf zwischen Ökologie und Ökonomie. Es ist rentabler geworden, die Umwelt zu schützen, als sie zu zerstören.“

Nachhaltig aufgestellte institutionelle Eigentümer*innen und Immobilien gelten insbesondere als wertstabiler und langfristig konkurrenzfähiger. Nachhaltige Massnahmen sind je länger je mehr nicht mehr optional, sondern zwangsläufig notwendig (Jäger & Benning-Linnert, 2021, S. 87). Die Hürden für den Wandel liegen vor allem in langjährig manifestierten Denk- und Handlungsmustern. Die Managementstrategie und die

Anreizstrukturen waren bislang zumeist auf wenige Jahre ausgelegt, während die Immobilien ein langlebiges Gut darstellen. Durchgeführte Massnahmen sollen möglichst zeitnah einen sichtbaren Effekt entfalten, bspw. eine bessere Vermietbarkeit mit höheren Mieten oder die Erreichung einer im Voraus definierten Rendite. Die Herausforderung, neu eine ESG-konforme, konkrete Strategie mit Gültigkeit für die nächsten 30 Jahre zu präsentieren, ist erheblich (Baumann & Müller, 2021, S. 376). Dabei stellen sich die Fragen, wie der Wandel erfolgreich gestaltet wird, wie Opportunitäten genutzt werden und welche strategische Neuausrichtung dazu die optimalen Bedingungen liefert (PwC GmbH, 2021, S. 10). Wie aus Umfragen hervorgeht, verfolgen Unternehmen gegenwärtig modulare Lösungen, um neue Möglichkeiten im Markt zu eröffnen. Es wird davon ausgegangen, dass institutionelle Eigentümer*innen den risikobezogenen Blickwinkel um auswirkungsbezogene Aspekte ergänzen (PwC GmbH, 2021, S. 32). Viele Akteur*innen der Immobilienwirtschaft stufen ESG als wichtiges Differenzierungsmerkmal ein und rechnen mit einer deutlichen Segmentierung im Markt, was zu Verlierer*innen und Gewinner*innen führt. Mehr Offenlegungspflichten rund um Nachhaltigkeit und das zunehmende Informationsbedürfnis der Mieterschaft und der Öffentlichkeit werden den Druck weiter erhöhen. Die steigende Nachfrage nach ESG-konformen Flächen wird den Markt prägen. Dies kann bis zur Abstrafung vom Markt führen oder in einem „Downgrade“ von Liegenschaften münden (PwC GmbH, 2021, S. 6).

Studien haben gezeigt, dass sich nachhaltig betriebene Immobilien überwiegend an besseren Lagen befinden, was einen hohen positiven Einfluss auf ihren Wert hat. Zudem wurde festgestellt, dass in diejenigen Liegenschaften, die bereits einen tiefen CO₂-Ausstoss ausweisen, mehr investiert wird und deshalb ein im Vergleich zu anderen Immobilien hoher Wert resultiert. (Wüest Partner AG, 2022). Bei baulichen Eingriffen sind umfangreiche Refurbishment-, Redevelopment- und Revitalisierungsmassnahmen oft nicht zwingend nötig. Bereits mit Hilfe von kleineren und mittleren Eingriffen an Bestandesliegenschaften, unter anderem an sekundären und tertiären Gebäudestrukturen und in Prozessen, kann eine signifikante Senkung des Ressourcenverbrauchs herbeigeführt werden. Unter diese objektbezogenen Massnahmen fällt die Reduktion nicht umgelegter Bewirtschaftungskosten in Form von Wartung, Instandsetzung, Sanierung, Renovierung und Modernisierung (Jäger & Benning-Linnert, 2021, S. 121). Die Datenbasis ist momentan noch zu spärlich, um ein klares Bild zu zeichnen. Diese kann in Zusammenarbeit mit den zurzeit florierenden ESG-PropTech-Unternehmen und einem Einsatz von Smart-Metering kurz- bis mittelfristig optimiert werden (PwC GmbH, 2021, S. 33). Dabei gilt es auch, ein nachhaltiges Vertragsmanagements auszugestalten. Hiermit stellen

Anbieter*innen und Nutzer*innen sicher, dass institutionelle Eigentümer*innen ihre Nachhaltigkeitsagenda auch auf Mieter*innen und Betreiber*innen, bspw. in Form von „Green Leases“, übertragen. Dazu ist ein adäquater Datentransfer zwischen den Beteiligten über automatische Schnittstellen zwingend nötig (PwC GmbH, 2021, S. 33).

Soziale und gesellschaftliche Nachhaltigkeit, also die Themen, die unter dem Buchstaben „S“ in ESG zusammengefasst werden, sind ebenfalls in den Fokus gerückt: Darunter fallen bspw. innovative Nutzungskonzepte, flexible Gebäude, Smart Building, Inklusion, Mobilitätsangebot, Konnektivität und Austausch. Hier sollten die institutionellen Eigentümer*innen eine gewisse Flexibilität zulassen sowie kreative und neuartige Lösungen fördern. Unter dem Buchstaben „G“ in ESG, der für Wirtschaft und Governance steht, schreitet die Entwicklung ebenfalls stetig voran. Mit zunehmender Implementierung von Qualitätsmanagementsystemen, wie DIN EN ISO 9000, übernehmen unter anderem Global Corporates nicht nur für ihr eigenes Handeln Verantwortung, sondern zusätzlich für vor- und nachgelagerte Stufen der Wertschöpfungskette (Jäger & Benning-Linnert, 2021, S. 87). Die zurzeit am stärksten prägende ESG-Komponente „E“ beschäftigt die Eigentümer*innen intensiv. Neue Untersuchungen zeigen Erkenntnisse hinsichtlich unterschiedlicher Heizerzeugungssysteme auf. So zahlt eine Investorin für eine fossil beheizte Immobilie weniger als für eine Liegenschaft, die über ein nachhaltiges System verfügt. Die Investitionskosten, die für eine Wärmepumpe zusätzlich anfallen, können in den meisten Fällen mittels höherer Mieterträge sowie tieferen Renditeerwartungen kompensiert werden (Wüest Partner AG, 2022, S. 22). Entscheidend ist, die Schlüsselfrage zu beantworten, die gemäss Mayer (2021) folgendermassen lautet: Können Sozial- und Umweltkapital überhaupt monetarisiert werden? Genau diese Monetarisierung beeinflusst insbesondere die Bewertung der Liegenschaften und ist massgebend für die Beurteilung der Auswirkung auf die Umwelt und die verschiedenen Anspruchsgruppen. Somit muss die Frage, unter Berücksichtigung der damit einhergehenden Bewertungsschwierigkeiten, bejaht werden, falls Kosten und Auswirkung der Geschäftstätigkeit entlang der gesamten Wertschöpfungskette internalisiert werden sollen. Die dafür notwendige Berechnung und ein entsprechendes Risikomanagement sind äusserst komplex (Jäger & Benning-Linnert, 2021, S. 93). Der Mangel an Transparenz, Messbarkeit, Vergleichbarkeit, Beurteilbarkeit und Standardisierung hemmt das Voranschreiten des ESG-Transformationsprozesses (Amir & Serafeim, 2018, S. 93). Die Nachhaltigkeit spielt, verglichen mit den klassischen Anlagekriterien Liquidität, Rendite und Sicherheit, immer noch eine sekundäre Rolle. Es findet aber eine zunehmend stärkere Verschiebung in Richtung gleichwertiges Kriterium statt (PwC GmbH, 2021, S. 20). Die gewonnene Essenz aus dem 4-Quadranten-Modell

bildet diesen Aspekt folgendermassen ab: ESG-Konformität geht mit einer höheren Liegenschaftsprofitabilität und einem höheren Liegenschaftswert einher. Der Transformationsprozess wirkt sich aufgrund der benötigten investiven Eingriffe auf die laufenden Cashflows zunächst belastend aus. Dies führt dazu, dass etwaige Preisadjustierungen zur Bewahrung der Rendite erforderlich sind (Jäger & Benning-Linnert, 2021, S. 128).

2.4 Der Einfluss der ESG-Faktoren auf die DCF-Methode

2.4.1 Die DCF-Methode

Die international etablierte und anerkannte Discounted-Cashflow-Methode (DCF-Methode) ist ein Ansatz innerhalb der dynamischen Ertragswertverfahren der Investitionsrechnung. Sie wird heute auch zunehmend bei der Wertermittlung von Liegenschaften angewendet. Damit die Aussagekraft und Nachvollziehbarkeit gewährleistet ist, ist ein transparentes Darlegen der Berechnungen und Annahmen ein Muss (SVKG, 2012, S. 107). Der Wert lässt sich mittels Addition, der in den einzelnen, zukünftigen Perioden anfallenden und diskontierten Geldflüssen, ableiten. Diese Methode eignet sich für die Wertermittlung aller Objektarten, die Erträge abwerfen, so auch grosse Gewerbeimmobilien mit komplexer Mieterstruktur, weshalb sie häufig von institutionellen Investor*innen verwendet wird (SVS, 2017, S. 64). Eine periodengerechte Berücksichtigung und genaue Wiedergabe der künftigen Cashflows werden damit ermöglicht. Unter anderem stellen dabei Diskont- und Kapitalisierungssätze sowie periodenspezifische Mietsteigerungspotentiale bedeutende Einflussgrössen dar. Das Modell ist ein Zweiperiodenmodell, wobei in eine dynamische und eine statische Periode unterschieden wird. Ein angemessener Zeitraum für die dynamische Phase liegt bei 10 Jahren. Aufgrund der darüber hinaus verbundenen Unsicherheit folgt anschliessend die statische Phase. Dabei werden nicht mehr, wie für die einzelnen Jahre bzw. Perioden von „P1–P10“, die Cashflows ermittelt, sondern pauschal für den gesamten verbleibenden Zeitraum ein Geldfluss kapitalisiert. Abschliessend folgt die Summierung aller diskontierter Cashflows. Daraus ergibt sich der Barwert des Geldflusses, der unter Einbezug der Marktparameter (bspw. Diskontsatz) dem Marktwert des Objekts entspricht (SVKG, 2012, S. 107). Die Formel zur Berechnung des Marktwerts im Modell setzt sich wie folgt zusammen (SVKG, 2012, S. 108):

$$PV = \left[\frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_{10}}{(1+r)^{10}} \right] + \left[CF_R * \left(\frac{1}{i} - \frac{1/i}{(1+i)^n} \right) \right]$$

Phase 1 Phase 2

PV	Present Value, Marktwert	r	Diskontierungssatz
CF ₁₋₁₀	Cashflows der Jahre 1 bis 10	i	Kapitalisierungszinssatz (r – Wachstum)
CF _R	Cashflows ab dem 11 Jahr	n	Laufzeit in Anzahl Jahre

Die erste Periode wird oft als dynamische oder explizite Phase bezeichnet, während die zweite Periode statische oder nicht explizite Phase genannt wird. Im erstgenannten Zeitraum, der Prognosephase, wird auf der Einnahmeseite die bekannte Entwicklung der Mietverträge, insbesondere Mietanpassungen und indexierte Festmieten abgebildet und auf der Ausgabenseite werden bspw. Sanierungsaufwände in drei Jahren dargestellt (Hersberger, 2008, S. 45). Um diese periodenspezifischen Überschüsse von Cashflows zu modellieren, greift man auf die Liegenschaftsbuchhaltung der letzten drei bis fünf Jahre zurück. Weiter werden Benchmarks und interne Budgets zur Einschätzung beigezogen. Dabei kommen die folgenden Ausgaben und Einnahmen zum Tragen (SVKG, 2012, S. 108): 1) Mietertrag: Mieteinnahmen abzüglich Nebenkosten; 2) Mietzinsausfälle: Permanenter oder temporärer Leerstand, Mietminderungen, Inkassoverluste etc.; 3) Mietzinsreduktion: Vermietungszugeständnisse, Rabatte; 4) Instandhaltung- und Betriebskosten; und 5) Instandsetzungskosten.

Bei Büro- und Einzelhandelsimmobilien sind die Mietzinsausfälle im Vergleich zu Wohnliegenschaften höher und stärker von Markt- sowie Konjunkturzyklen abhängig. Zudem wird bei kommerziellen Mietverhältnissen jeder Vertrag nach Art, Beginn und Ende (indexiert, gestaffelt, befristet, unbefristet usw.) sowie mit der jeweiligen individuellen Indexierung hinterlegt. Die künftige Anpassung der Miete geht von der aktuellen Marktmiete aus (Seiler, 2021, S. 36). Dabei kommt der Bestimmung des marktkonformen Mietpotentials und der Ermittlung der aktuellen Vermietungssituation grosse Bedeutung zu (Ammann, 2021, S. 41). Ein weiterer Unterschied gegenüber Wohnimmobilien ergibt sich aus der geringeren Überwälzbarkeit wertvermehrender Investitionen auf den Mietzins (Seiler, 2021, S. 36). Bei der Bewirtschaftung von Liegenschaften gilt der Usus, dass Rückstellungen pro Jahr für grosszyklische Instandsetzungsarbeiten vorgenommen werden. Diese variieren je nach Lebensdauer von Installationen, Fenster, Haustechnik, Dach etc. Fallen solche Ausgaben beim Zweiperiodenmodell in die zweite Phase, werden die künftig anfallenden Kosten mittels Annuitätenrechnung in jährlich konstante Beträge umgerechnet (Hersberger, 2008, S. 43–47). Zu den Bewirtschaftungskosten zu Lasten der Eigentümer*innen, die nicht der Mieterschaft verrechnet werden können, gehören: Leerstand bzw. Mietzinsausfälle, Verwaltungskosten, Betriebskosten und Instandhaltungskosten. Dabei sind die Leerstände gemäss den historischen Gegebenheiten, bspw. struktureller Leerstand, sowie den momentanen und künftigen Verhältnissen des Markts abzubilden. Für kommerzielle Liegenschaften ist es heute üblich, von längeren Absorptionszeiten bzw. Leerständen von 3 % bis 6 % inklusive Inkassorisiken auszugehen. Bei der Abbildung der Geldflüsse soll eine Immobilie nicht doppelt abgestraft werden, indem

zum Beispiel eine Erhöhung des Leerstands bei gleichzeitiger Senkung der Mieten vorgenommen wird (Seiler, 2021, S. 43). Die Instandsetzungskosten bzw. Investitionen bilden einen bedeutenden Bestandteil in der Modellierung von Cashflows. Oft wird dieser Aspekt zwischen Vermieter- und Mieterschaft diskutiert. Dabei üben vor allem drei Faktoren einen grossen Einfluss auf die Instandsetzungskosten aus:

- Die Eingriffstiefe der Investition: Umfang der Sanierung
- Die Höhe der prognostizierten Ausgaben: Je nach Expert*in/Bewerter*in kann diese Einschätzung stark variieren
- Der Ausführungszeitpunkt: Zeitwert des Geldes, d.h., je später eine Investition realisiert wird, desto geringer fällt der Einfluss auf den Gebäudewert aus

Bei den Investitionsausgaben (CapEx) existiert eine Regel für die Praxis, die besagt, dass für jeden Renovationszyklus nach ungefähr 30 Jahren seit der Erbauung oder der letzten Sanierung 35 % des Gebäudeneuwerts, der mittels aktuellem Gebäudeversicherungswert einfach ermittelt werden kann, investiert werden muss (Seiler, 2021, S. 44-47).

Der Diskontsatz wird für das Diskontieren der Geldflüsse angewendet. Durch diesen Abzinsungssatz ist es erst möglich, den Barwert zu erhalten und dadurch die auf der Zeitachse unterschiedlich anfallenden Ausgaben und Einnahmen miteinander zu vergleichen. Denn aus der finanzmathematischen Lehre ist bekannt, dass ein Schweizer Franken heute mehr Wert hat, als ein Schweizer Franken in der Zukunft, da das Geld heute mit einer Rendite angelegt und der Geldfluss, bspw. in Form einer Einnahme, zu einem späteren Zeitpunkt mit Risiko und Ungewissheit verbunden ist (Pape & Steinbach, 2011, S. 142–143). So gibt der Diskontsatz die Kosten für das verwendete Kapital wieder. Die in der Praxis etablierteste Variante der Herleitung ist das Opportunitäts- oder Risikokomponentenmodell. Grundsätzlich hat der Diskontsatz die Rolle einer Vergleichsrendite inne. Eine Geldgeber*in verfügt über die Möglichkeit, das Kapital in alternative Anlagen mit einer vergleichbaren Risikostruktur zu investieren. Entscheidend ist somit, wie die erzielbaren Renditen der vergleichbaren Investments zu beurteilen sind, wobei die Wahl auf die vorteilhafteste Variante fällt. Die Vergleichsrendite bildet sich aus der Rendite risikoäquivalenter (Kapital-)Anlagen und einem Risikozuschlag. Als Basis eignet sich die langjährige Bundesobligation. Deren Rendite-Risiko-Struktur lässt sich mit derjenigen einer durchschnittlichen Immobilie am ehesten vergleichen. Die unsystematischen Risiken sind im Risikozuschlag berücksichtigt (SVKG, 2012, S. 110). Der Diskontierungssatz gemäss Risikokomponentenmodell setzt sich wie in Tabelle 3 aufgelistet, zusammen. Wichtig ist hierbei, dass im Diskontsatz nur diejenigen Risiken abgebildet sind, die in den Geldflü-

ssen nicht berücksichtigt werden können. Dem bereits angesprochenen Aspekt der doppelten Bestrafung muss ebenfalls Aufmerksamkeit geschenkt werden, damit bspw. Ab- bzw. Zuschläge für die Mikro- und Makrolage nicht bereits bei den Mieten abgebildet werden.

Berechnungsgrösse	Risikoprämie	Bemerkung
Basissatz nominal	1.00 %	Zinssatz risikofreier Alternativenanlagen, bspw. 10-jährige Bundesobligation (per 7. Juni 2022)
Illiquidität	0.76 %	Allg. Kapitalilliquidität von Liegenschaften
Nutzung	1.20 %	Büro- und Handelsimmobilien
Makrolage	-0.25 %	Stadt Zürich
Mikrolage	-0.10 %	Zentrumslage
Diverse Risiken	0.00 %	Beteiligungen
Vergleichsrendite / Diskontierungszinssatz	2.61 %	Nominal Jahre 1–10
Kapitalisierungszinssatz	2.08 %	Real ab dem 11. Jahr für Exit (Fischer-Formel)

Tab. 3: Zusammensetzung des Diskontierungszinssatzes (in Anlehnung an Seiler, 2021, S. 46)

Der Diskontierungszinssatz ist mit viel Unsicherheit behaftet, übt aber einen grossen Einfluss auf den Wert aus, weswegen eine sorgfältige Beurteilung unabdingbar ist. Mittels Fischer-Formel ergibt sich ausgehend vom Diskontierungszinssatz der Kapitalisierungszinssatz. Weitere Anpassungen aufgrund künftiger Risiken und Chancen sowie der Indizierung der Mieten sind ebenfalls zu integrieren (Seiler, 2021, S. 57–58). Der Ermittlung des Barwerts mittels Kapitalisierungszinssatz in der zweiten Phase, bspw. als Fortführungs-, Residualwert oder Terminal Value bezeichnet, kommt eine grosse Bedeutung zu, da dieser häufig deutlich mehr als 60 % des gesamten Wertes ausmacht (Guserl & Pernsteiner, 2015, S. 169–170). Beim DCF-Bewertungsansatz ergibt die Differenz zwischen Einzahlungs- und Auszahlungsüberschüssen die zu berücksichtigenden Cashflows. Abschreibungen finden keine Anwendung und sind gemäss Rechnungslegungsstandards auch nicht zulässig (SVKG, 2012, S. 109). Ebenso wird weder die Restnutzungsdauer von Anlagen noch der Wert des Bodens explizit berücksichtigt – beide Einflussgrössen fließen somit indirekt in den Diskontierungs- und Kapitalisierungszinssatz ein (Kadel, Von Richthofen & Hackelbert, 2021, S. 472). Die Inflation wird in den weiteren Darlegungen mittels Nominalwert- und nicht Sachwertrechnung berücksichtigt, was bedeutet, dass die Teuerung bei den Ausgaben und Einnahmen der Cashflows abgebildet wird (SVKG, 2012, S. 109). In der heutigen Praxis entspricht der Wert im Exit der ewigen Rente und geht von einem unendlichen Bewertungshorizont aus. Herausfordernd bei der DCF-Bewertung ist die marktnahe Modellierung folgender vier Parameter: 1) die Erfassung der Einnahmeseite mit den Einzahlungsüberschüssen und Mieteinnahmen; 2) die Prognose der Ausgabenseite, hier im Speziellen die nicht periodischen Instandsetzungskosten; 3) die adäquate Berücksichtigung der Teuerung bzw. Inflation; und 4) den

Diskontierungssatz der 1. Phase und den Kapitalisierungssatz für den Residualwert (Seiler, 2021). Die Stärke der Methode liegt in der Wertermittlung für Objekte mit unterschiedlichen Zahlungsströmen. Ein zusätzlicher Vorteil, gerade gegenüber dem Ertragswertverfahren, findet sich in der periodenspezifischen Zuteilung der Cashflows. Treffen die in der Prognosephase vermuteten Zahlungsströme zu, hat der DCF-Ansatz als Resultat einen sehr exakten Immobilienwert zur Folge (SVKG, 2012, S. 115).

2.4.2 Marktmiete

Nachhaltige Büro- und Einzelhandelsunternehmen werden häufig in Zentrumslagen oder etablierten Gewerbevierteln errichtet. Die Schwierigkeit besteht nun, auch wenn die Mietzinseinnahmen höher als die ortsüblichen Marktmieten ausfallen, das Delta verlässlich zu eruieren, das aufgrund von Nachhaltigkeitsaspekten generiert wird. Eine Vielzahl publizierter Studien (vgl. Kirk, 2017; Fuerst & Dalton, 2019) zeigen auf, dass Mietpreisaufschläge bei zertifizierten Gebäuden im Vergleich zu konventionellen Objekten beobachtet werden. Am Markt bereits etablierte Systeme schliessen neben ökologischen Kriterien auch wirtschaftliche und soziale Aspekte in die Beurteilung mit ein (Kadel et al., 2021, S. 479). Dies resultiert unter anderem aus der vorliegenden EU-Taxonomie, die einen rechtssicheren, einheitlichen Rahmen der Bewertung zur Verfügung stellt und somit wichtiger als bisherige Gebäudezertifikate ist (Wenkel et al., 2021, S. 4). So achten die Nutzer*innen in Form von Arbeitgebenden zunehmend auf das Wohlbefinden und den Komfort der Arbeitnehmenden. Die höhere Zahlungsbereitschaft von Unternehmen lässt sich mit einer niedrigeren Personalfuktuation und einer gesteigerten Produktivität mehr als rechtfertigen (vgl. Heath, Jackson & Goode, 2018). Ein taxonomie-kompatibles Objekt ist für mehr Nutzende interessant (Stamm et al., 2022, S. 6). Zudem sinkt aufgrund der Marktfähigkeit das Vermarktungs- und Leerstandsrisiko. Unternehmen, die nachhaltige Objekte anmieten, weisen in der Tendenz eine höhere Solvenz auf (Patrizia AG, 2018). Das Halten von ESG-konformen Büro- und Einzelhandelsimmobilien stellt sich in zweierlei Hinsicht für Investor*innen als Chance heraus: Zum einen können die Cashflows gesteigert, zum anderen durch die Leistungskraft der Mieterschaft der Fläche die Geldflüsse stabilisiert werden (Beyerle & Slupik, 2020, S. 2). Neben dem positiven Effekt auf nachhaltige Objekte lässt sich ein Discount bei herkömmlichen Immobilien, sogenannten Brown Buildings, verzeichnen. Umfragen, die von RICS weltweit mit gewerblichen Akteuren durchgeführt wurden, belegen, dass Mietpreisrückgänge bei nicht-zertifizierten Liegenschaften und Mietpreiszuschläge bei zertifizierten Objekten zu beobachten sind (Wübbelmann & Hackelberg, 2021, S. 19–20). Ein weiterer positiver Effekt ergibt

sich aufgrund der tieferen Nebenkosten, was zu höheren Sollmieten bei konstanter oder gar steigender Zahlungsbereitschaft führt (Seiler, 2021, S. 69).

2.4.3 Bewirtschaftungskosten/Unterhalt

Bei den nicht umlegbaren Verwaltungskosten wird davon ausgegangen, dass ESG-Faktoren diese in der Wertermittlung nicht massgeblich beeinflussen (Kadel et al., 2021, S. 481). In der Reduktion der Instandhaltungs- und Betriebskosten liegt ein weiterer Grund für die Akzeptanz höherer Mieten. Durch ESG-Massnahmen, die zur Senkung von Emissionen beitragen, insbesondere durch die Nutzung erneuerbarer Energien und Verbrauchsmonitoring, können Ausgaben und Verbrauch gezielt gesenkt werden. Von den tieferen, laufenden Betriebskosten, im Falle einer Umlage, profitiert neben der Eigentümer*in auch die Mieterschaft (Wübbelmann & Hackelberg, 2021, S. 481). Andere Autor*innen stellen dies in Frage (Wenkel et al., 2021, S. 5): „Mit Blick auf die Instandhaltungskosten legen verschiedene Studien nahe, dass Gebäude mit moderner Gebäudetechnik und Leitsystemen partiell höhere Instandhaltungskosten induzieren.“ Zwar sind Einsparungen im Betrieb möglich, aber der Effekt auf die nicht umlegbaren Kosten der Bewirtschaftung sei unter dem Strich eher als vernachlässigbar anzusehen. Bei komplexen, gesteuerten Büro- und Einzelhandelsliegenschaften wird jedoch künftig das Nutzerverhalten einen immer bedeutenderen Einfluss ausüben. Mit Monitoring- und Controllingssystemen ist es heute möglich, Wartungs- und Instandhaltungsintervalle zu optimieren und somit Schaden- und Instandhaltungskosten zu minimieren. Das Objekt, neben dem Monitoring auch aufgrund hochwertiger Baumaterialien, ist langlebiger, die Qualität kann länger garantiert und es kann ein Mehrwert in ökonomischer und ökologischer Hinsicht geschaffen werden. Höhere Investitionskosten zu Beginn können mittels Einsparungen während der Betriebsphase früher amortisiert werden (Kadel et al., 2021, S. 481).

2.4.4 CapEx

Bei den Capital Expenditures (CapEx) ist entscheidend, dass die Taxonomiefähigkeit der Immobilie in der Zukunft zum richtigen Zeitpunkt realisiert bzw. bewahrt wird. Die erforderlichen Investitionskosten sind von einer befugten Fachperson zu eruieren sowie innerhalb der Bewertung adäquat zu berücksichtigen und transparent offenzulegen (Wenkel et al., 2021, S. 5). Es besteht das Risiko, dass Unternehmen, die nicht nachhaltig agieren, abgestraft werden. Dies bedeutet, dass eine Verschiebung von Investitionszyklen stattfindet, bspw. aufgrund vorgezogener Sanierungen wegen energetischer Gesamtkonzepte. Entscheide im Spannungsfeld zwischen Ersatzneubau und Sanierung, unter dem Gesichtspunkt der Rentabilisierungsfähigkeit, müssen detailliert geprüft werden (Seiler,

2021, S. 69). Bestandesimmobilien, die vor dem 31. März 2020 errichtet wurden, erhalten die Klassifizierung ESG-konform, falls sie unter die 15 % der energieeffizientesten Gebäuden im regionalen bzw. nationalen Kontext gehören oder ein „Energy Performance Certificate A“ ausweisen können. Bei Revitalisierungs-, Redevelopment-, Sanierungs- und Modernisierungs-Massnahmen muss zur Erreichung der ESG-Konformität der Primärenergiebedarf um 30 % gesenkt werden (Jäger & Benning-Linnert, 2021, S. 123).

2.4.5 Diskontierungs- und Kapitalisierungszinssatz

Das Rendite-Risiko-Profil des jeweiligen Objekts widerspiegelt sich im Kapitalisierungszinssatz. Berücksichtigung finden sämtliche Kriterien wie Baujahr, Vermietungsquote, Mieterstruktur, Nutzung, Lage usw. (Kadel et al., 2021, S. 483). Bei diesem Parameter nimmt die Bedeutung und der Einfluss der EU-Taxonomie stetig zu, da künftig das Verlangen nach Transparenz für die Investor*innen hinsichtlich ESG-Faktoren zunehmen wird. Für Marktteilnehmende wie Mietende und Eigentümer*innen bedeutet dieser Informationsgewinn einen immer eindeutigeren Entscheid zwischen herkömmlichen bzw. „stranded“ und nachhaltigen Assets. Für institutionelle Eigentümer*innen zeichnen sich ESG-konforme Liegenschaften durch geringere Risiken aus. Dies gilt für das Erzielen von Cashflows, insbesondere bestimmt durch den Vermietungsgrad und die Marktmiete, aber auch aufgrund höherer Verkaufspreise bei einer möglichen Veräusserung (Wenkel et al., 2021, S. 5). Der zusätzliche Effekt des Wettbewerbsvorteils dank ESG-kompatiblen Liegenschaften und der damit einhergehenden höheren Nachfrage lässt darauf schließen, dass Nachhaltigkeitsaspekte massgeblichen Einfluss auf diesen Parameter ausüben (Seiler, 2021, S. 69). Gewisse Autor*innen präsentieren hierzu sogar konkrete Zahlen: Anleger*innen in „grüne“ Immobilien seien gewillt, als Preis für mehr Sicherheit, bis zu 0,65 Prozentpunkte tiefere Renditen in Kauf zu nehmen (Patrizia AG, 2018). Grund dafür ist auf der einen Seite das Entfallen von Ausgaben für Neupositionierung und Modernisierung, sofern die Immobilien bereits gemäss den neusten Standards realisiert sind, und auf der anderen Seite, wenn auferlegte Anpassungen an nachhaltige Standards oder Auflagen staatlich subventioniert werden.

2.4.6 Nutzungsdauer

Die Restnutzungsdauer ergibt sich aus der Differenz der objektspezifischen Gesamtnutzungsdauer und dem am Bewertungsstichtag gegebenen Alter. Sie wird erheblich von Kosten-Ertrags-Abwägungen geleitet: Entsprechend den lokalen ökonomischen Verhältnissen, dem baulichen Gebäudezustand und der künftigen Verwertbarkeit. Vor allem bei Gewerbeimmobilien führt das sich immer rasanter ändernde Nachfrageverhalten zu zunehmend

kürzeren Revitalisierungszyklen (Kadel et al., 2021, S. 482). Ebenfalls als bestimmender Einflussfaktor fungiert der Regulator, der die Dauer, wie dies bspw. in den Niederlanden der Fall ist, limitiert. Aus diesem Grund sind die an einem Standort geltenden Vorgaben und Richtlinien zu prüfen (Wenkel et al., 2021, S. 5).

2.4.7 Zwischenfazit

Die Abbildung 7 greift die wesentlichen Aspekte in visualisierter Form auf.

	Mietertrag / Marktmiete	Bew.-Kosten & Unterhalt	CapEx	Diskontierung Kapitalisierung	Nutzungs- dauer
Effekt & Ausprägung	Höhere Präferenz, niedrigere Nebenkosten, solventere Mieter*innen, geringere Fluktuation	Steigende CO ₂ -Abgaben, erneuerbare Energien, Technologie (Monitoring & Steuerung), Materialqualität	Nicht nachhaltig wird immer teurer (Markt: externe Effekte werden internalisiert)	Wettbewerbsvorteil ggü. nicht ESG-konformen Immobilien, Transparenz und Quantifizierbarkeit nimmt zu	Regulator gibt je nach Region / Standort Restnutzdauer vor, Kosten-Ertrags-Abwägung
Konsequenz	Höhere Sollmieten bei konstanter oder gar steigender Zahlungsbereitschaft	Reduktion Instandhaltungs- & Betriebskosten vs. komplexere Technik, Optimierung Intervalle, höhere Zufriedenheit der Mieter*innen	Verschiebung der Investitionszyklen, vorgezogene Sanierungen aufgrund energetischer Gesamtkonzepte	Höhere Nachfrage und höherer Verkaufspreis, mehr Sicherheit, geringere/einfachere Finanzierungskosten	ESG als Strategie gegen kürzere Revitalisierungszyklen (Flexibilität, Nachhaltigkeit, SMART-Buildings etc.)
Konsequenz Nicht-Berücksichtigung	Sinkende Nachfrage, geringere Miete, längere Dauer für Wiedervermietung, Discount Brown Buildings	Höhere Versicherungsprämien, erhöhte Kapital- und Betriebskosten, grösseres Riskexposure	Abschlag Objektwert, grösseres Riskoexposure (geringere Liquidität & Verkauflichkeit), höhere Abschreibungen	Grössere Volatilität der Cashflows, höhere Rendite für höheres Risiko	Restnutzdauer erheblich tiefer, bei zu langem Warten wird Handlungsspielraum immer kleiner, hohe Kosten
	Einflussstärke: 4	Einflussstärke: 1	Einflussstärke: 3	Einflussstärke: 5	Einflussstärke: 2

Legende Einflussstärke: 1 = schwach, 5 = stark

Abb. 9: Einfluss von ESG auf DCF-Bewertung (in Anlehnung an Seiler, 2021 & Beyerle & Slupik, 2020)

ESG wirkt auf unterschiedliche Parameter. Auf der Marktseite auf Miete sowie Zinssatz und auf der Objektseite auf die Restnutzdauer, die Bewirtschaftungsaufwände und Betriebskosten sowie die Diskontierung und Kapitalisierung. Der SVS (SVS, 2017) gibt vor, die Nachhaltigkeit einer Immobilie zu evaluieren. Darüber hinaus soll sich die Bewertung bewusst sein, wie der Wert kurz, mittel- und langfristig durch Nachhaltigkeitsaspekte beeinflusst wird. In den Bewertungsgutachten sollen aber vorerst lediglich die Implikationen abgebildet sein, die auch durch den Markt beim Bewertungsstichtag reflektiert sind (SVS, 2017, S. 78). Dabei gilt es zu prüfen, für welche Parameter eine Berücksichtigung am treffendsten erscheint und dies anschliessend transparent darzulegen. Die Erläuterung zur gewählten Vorgehensweise ist ebenfalls aufzuführen. Die Transformationsleistung der Bewertung stellt eine beachtliche Herausforderung dar, da der qualitative Einfluss quantitativ in den Eingabegrössen abzubilden ist (Kadel et al., 2021, S. 477–478).

3 Empirische Untersuchung

In diesem Kapitel wird die Auswirkung der Berücksichtigung von ESG-Kriterien auf den Liegenschaftswert von Expertinnen und Experten aus zwei Fachbereichen beurteilt. Vorgängig wird in einem ersten Schritt das Forschungsdesign der Untersuchung dargelegt.

3.1 Forschungsdesign

3.1.1 Ablauf der Interviews und Untersuchungsziel

Folgende Prozessschritte wurden für die Durchführung der Befragung und die Auswertung eingehalten:

1. Erstellen des Interviewleitfadens aufgrund der gewonnenen Erkenntnisse während der Literaturrecherche (Forschungslücken, Ungereimtheiten, Zukunftsprognosen etc.) und der anfangs gestellten Forschungsfrage (Anhang 2, S. 72)
2. Führen der Interviews vor Ort oder via Microsoft Teams inkl. Tonaufnahme
3. Erstellen eines Volltranskripts mit Hilfe der Software „Trint“
4. Analyse und Auswertung inkl. Codierung der Aussagen mit Hilfe der Software „MAXQDA“ (Anhang 3, S. 76 & Kap. 3.1.5). Deskriptive Darlegung in zwei Teilen:
 - a. Expert*innenübergreifender Vergleich (Kap. 3.2)
 - b. Wichtige Einzelnennungen pro Expert*in (Kap. 3.3 und 3.4)

Es werden Antworten für die folgenden Themenblöcke untersucht, die gemäss Gliederung in Abbildung 10 aufgeführt sind.

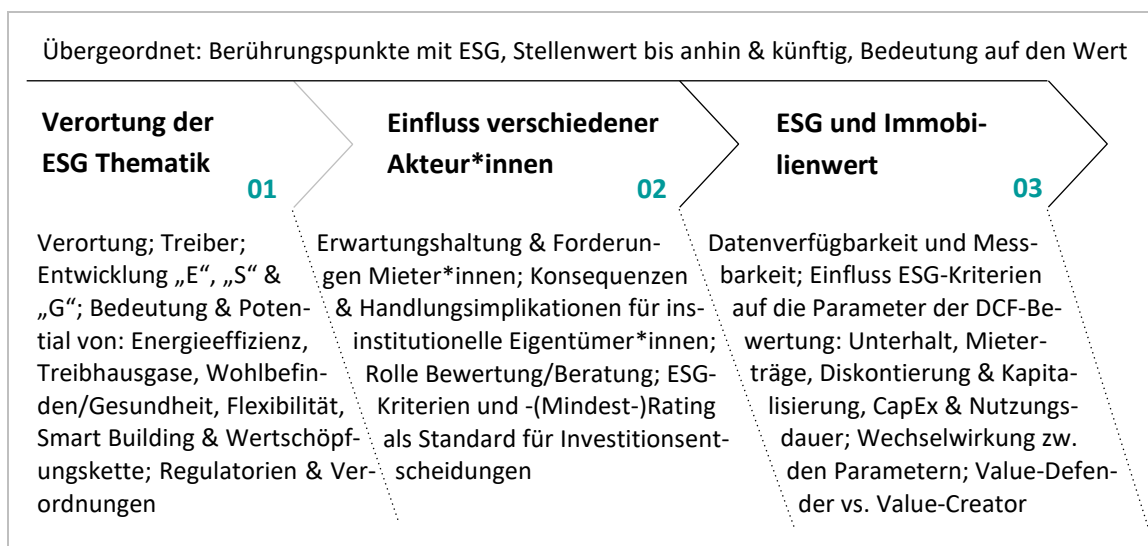


Abb. 10: Wichtige Interviewaspekte (Eigene Darstellung)

Leitfadengestützte Interviews zeichnen sich durch ihre thematische Strukturierung aus. Abgezielt wird darauf, die Eigenpräsentation der Expert*innen mittels erzählgenerierender Fragestellungen zu motivieren. Um zum einen eine selbstläufige Schilderung und zum anderen eine inhaltliche Fokussierung zu garantieren, kommt ein offener,

halbstrukturierter Interviewleitfaden zum Einsatz. Dieser soll hinreichend die Möglichkeit für freie Erzählpassagen mit individuellen Schwerpunktsetzungen zulassen (Kühl, Strodtz & Taffertshofer, 2009, S. 35).

3.1.2 Auswahl der Befragten

Um die oben aufgeführten Fragen zu beantworten, wurden zwei Gruppen von Verantwortungsträger*innen befragt. Zum einen wurde eine Auswahl von Vertreter*innen institutioneller Eigentümer*innen und zum anderen eine Auswahl von Bewerter*innen/Berater*innen aus der Immobilienwirtschaft getroffen, die in Tabelle 4 aufgeführt sind.¹

Gruppe	Unternehmen	Experte/Expertin
Institutionelle Eigentümer*innen	Lebensversicherungsgesellschaft Region: Weltweit / 2'500 MA	IE 1: Head Real Estate Portfolio Management, Third-Party Asset
	Versicherungsgesellschaft Region: Weltweit / 60'000 MA	IE 2: Head Portfolio Management
	Pensionskasse Region: Schweiz / 150 MA	IE 3: Leiter*in Real Estate Management
	Versicherungsgesellschaft Region: Weltweit / 150'000 MA	IE 4: Head Real Assets
Bewertung/Beratung	Bewertung, Beratung, Daten & Analysen, Software und Bildung Region: Europa / 300 MA	B/B 1: Director
	Transaktionsmanagement, Bewertung, Strategieberatung, Vermietung und Research Region: Weltweit / 95'000 MA	B/B 2: Vice President Valuation
	Geschäftsmodelle & Strategien, Digitale Lösungen, Building & Operations, Nachhaltigkeit & Performance und Organisation & Prozesse Region: Schweiz / 120 MA	B/B 3: Head of Service Unit Sustainability

Tab. 4: Interviewpartner*innen (Eigene Darstellung)

Die Perspektive der Mieter*innen, als wichtige Akteur*innen in dieser Arbeit, wird durch die Fachpersonen Bewertung/Beratung abgedeckt, die über einen weitgreifenden Einblick und eine enge Beziehung verfügen – insbesondere durch die Nähe während ihrer Tätigkeit. Die Interviews wurden im Juli 2022 durchgeführt. Um dem Anspruch eines Experteninterviews gerecht zu werden, zählen alle in Tabelle 4 aufgeführten Befragten hohen Hierarchiestufen, teilweise sogar der Geschäftsleitung, an. Als Expert*in wird gemäss Kühl et. al. (2009, S. 33) eine Kennerin, ein Sachverständiger oder Fachperson bezeichnet, die über besondere Wissensbestände und Erfahrung verfügen. Somit zeichnen sich diese Interviews dadurch aus, dass sie auf einen exponierten Kreis von Personen ausgelegt sind, die spezifische, privilegierte Informationen zu liefern vermögen sowie einen Einfluss auf Entscheidungsprozesse haben. Diese Vorgaben und Gütekriterien erfüllen die ausgewählten Interviewpartner*innen allesamt. Zudem generiert die Wahl von

¹ Neun Expertinnen und Experten wurden angefragt, wovon sieben das Interview wahrgenommen haben.

zwei unterschiedlichen Samplegruppen eine umfassendere Betrachtung verschiedener Blickwinkel und lässt dadurch weitreichendere Rückschlüsse zu (Mayer, 2013, S. 40).

3.1.3 Erhebungsmethode

Um aus der empirischen Untersuchung zu gültigen und stichhaltigen Schlüssen zu gelangen, gilt es, die relevanten Informationen und Daten aus der Stichprobe zu eruieren. Hierfür eignen sich insbesondere zwei Ansätze aus der Wirtschafts-, Sozial- und Geistesforschung: Ein quantitatives und ein qualitatives Verfahren (Mayer, 2009, S. 15). Die qualitative Methode ist im Gegensatz zur quantitativen Forschung nicht bedingungslos theoriegeleitet. Bei der Verwendung von qualitativen Methoden, wie bspw. dem Experteninterview mit halbstrukturiertem Leitfaden, ist die Formulierung von Fragestellungen und Konzepten dennoch unabdingbar (Mayer, 2009, S. 28–29). Nach Mayring (2022, S. 70) bietet sie sich vor allem dann an, wenn bereits einiges an Informationsgehalt über die Thematik zur Verfügung steht und dezidierten, spezifischen Fragestellungen nachgegangen werden kann. Bei der vorliegenden Fragestellung fällt die Wahl somit zugunsten der qualitativen Erhebungsmethode aus. Diese wird je nach Autor*in unterschiedlich bezeichnet: So bspw. problemzentriertes Interview (Mayring, 2022, S. 67) oder Leitfadeninterview (Mayer, 2009, S. 37). Kennzeichnend für diese Art ist, dass ein Leitfaden mit offen formulierten Fragen zugrunde liegt, auf die der oder die Befragte frei antworten kann. Während der Befragung wurde darauf Wert gelegt, die Denkprozesse der Proband*innen nicht zu stark von aussen zu lenken. Dadurch soll eine Beeinflussung und Verzerrung möglichst verhindert werden. Trotzdem war es vereinzelt unumgänglich nachzufragen, um expertenübergreifende Gegenüberstellungen vornehmen zu können.

3.1.4 Aufbereitungsverfahren

Durch die Erhebung wird versucht, Daten aus der Realität zu gewinnen. Die gesammelten Informationen müssen in einem nächsten Schritt festgehalten, aufbereitet sowie strukturiert werden. Erst im Anschluss kommt die Auswertung zum Zug (Mayring, 2022, S. 85). Eine schriftliche Fassung der Aussagen der Interviewpartner*innen ist für die Analyse von Vorteil. Zu präferieren ist dabei nach Kühl et al. (2009, S. 41) ein Volltranskript. Als Regel gilt dabei: Das Transkript muss all die Informationen umfassen, die bei der Interpretation genutzt werden.

3.1.5 Auswertungsverfahren

Das Ziel der Auswertung besteht darin, im Vergleich der erhobenen Aussagen das überindividuell Gemeinsame herauszukristallisieren (Mayer, 2013, S. 47). Die strukturierende, qualitative Inhaltsanalyse bietet sich dazu an. Das Ordnen der gewonnenen

Informationen erfolgt insbesondere über inhaltliche und formale Aspekte, aber auch Einschätzungen auf bestimmten Dimensionen und Skalierungen. Der Prozess setzt sich wie folgt zusammen: In einem ersten Schritt werden für wichtige Aspekte Kategorien gebildet. Zweitens werden die zur Kategorie gehörigen Passagen in den Transkripten identifiziert und gekennzeichnet. In einer abschliessenden Phase werden die hervorgehobenen Textstellen gefiltert, zusammengefasst und der zugehörigen Kategorie zugeteilt, um den überindividuellen Vergleich zu ermöglichen (Mayring, 2022, S. 118–120). In der vorliegenden Arbeit wird mit der Codierungs-Software „MAXQDA“ gearbeitet. Anschliessend werden die Ausführungen der einzelnen Expert*innen isoliert betrachtet. Hier geht es um Informationen, die besonders wichtig sind und von den anderen Interviewten nicht aufgegriffen wurden.

3.2 Expert*innenübergreifender Vergleich

3.2.1 Verortung und Entwicklung des ESG-Konzepts

Die institutionellen Eigentümer*innen haben allesamt dedizierte ESG-Themen ausgewählten Mitarbeitenden zugewiesen oder sogar Spezialistenrollen dafür geschaffen (IE 1, 00:01:42). Dies ist auch auf Seiten Bewertung und Beratung zu vernehmen (B/B 3, 00:01:39). Dabei wird ein zunehmender, länderübergreifender Austausch und Schulungen zur Förderung des ESG-Wissens beobachtet (B/B 1, 00:00:30). Auffallend ist dabei, dass die Anzahl der Projekte seit 2019 exponentiell angestiegen ist (B/B 1, 00:01:58). Der Wendepunkt hinsichtlich Forcierung der ESG-Thematik wurde ebenfalls einheitlich mit den Jahren 2018 und 2019 in Verbindung gebracht – der Zeitpunkt, „als die ESG-Konformität der Liegenschaften kontinuierlich genauso wichtig wurde wie die Performance“ (IE 1, 00:01:03; IE 3, 00:16:16; B/B 1, 00:06:34). Davor verstand die Mehrheit der institutionellen Eigentümer die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten mehr als Marketinginstrument und weniger als Bestandteil einer in sich schlüssigen Unternehmensstrategie (IE 1, 00:10:26). Die Treiber sind mannigfaltiger Natur, wobei einige davon dominieren. Vorstösse der Politik, Gesellschaft und regulatorische Anforderungen wie die Verpflichtung der Schweiz zu Netto-Null bis 2050, die AMAS-Kennzahlen zur CO₂-Intensität, SFDR-Kriterien, EPC, MuKE etc. (IE 1, 00:07:01; IE 3, 00:13:44). Der Klimawandel mit den Klimarisiken wird unisono als wichtigster Treiber tituiert. Dieser löst eine Kaskade an weiteren Handlungen aus: CO₂-Ausstoss, Kreislaufwirtschaft, Ressourcenverbrauch, Biodiversität, Mobilität etc. (IE 4, 00:11:21). So hat bspw. die FINMA 2021 ein Rundschreiben zur „Prävention und Bekämpfung von Greenwashing“ in den Umlauf gebracht (B/B 3, 00:07:56). Die Investor*in und Eigentümer*in ziehen dabei mit.

Zurzeit geschieht dies noch überwiegend aus einer Risiko- und weniger aus einer Opportunitäten-Überlegung (B/B 2, 00:11:30). Nun reichen nicht mehr lediglich Worte über das grüne Anlegen, sondern es müssen Fakten aufgezeigt werden und Taten folgen (B/B 1, 00:05:17, 00:09:16). Die Mieter*innen nehmen dabei eine weniger starke Transformationsrolle ein, wobei es gilt, diese Gruppe differenziert zu betrachten. Grosse, internationale Unternehmen stellen erhöhte Anforderungen an die Flächen. ESG-konforme Liegenschaften mit Zertifikaten üben auf die Wahl einen entscheidenden Einfluss aus. Denn solche Akteur*innen verfolgen selbst eine Nachhaltigkeitsstrategie, wobei die gemieteten Flächen einen nicht unerheblichen Teil dazu beitragen. Dies muss transparent ausgewiesen werden, um Vorgaben von verschiedenen Anspruchsgruppen wie Regulator, Staat, Kund*innen, Lieferanten etc. zu erfüllen. Auch für die interviewten Unternehmen bildet dies ein Erfordernis, um bspw. überhaupt Mandate für gewisse Kunden wahrnehmen zu können (B/B 3, 00:07:56). Die Technologie stellt dabei ein passiver Treiber dar. Sie ist bereits weit im Baubereich verbreitet und ist eher die Konsequenz als die Ursache, im Sinne von: „Technology follows Design“ (IE 1, 00:07:11; B/B 3, 00:07:56). Die Umwelt, das „E“, dominiert augenscheinlich das Geschehen. Bei Social und Governance identifizieren die Akteur*innen wenig Handlungsbedarf und schätzen den aktuellen Stand als gut ein. Die Bestrebungen liegen prioritär auf der Senkung der Treibhausgase. Die Definition des Absenkpfeades ist nur eine Erscheinung davon. Daneben nehmen die Berater*innen innerhalb ihrer Mandate Energie-Ist-Analysen und CapEx-Planungen wahr (B/B 3, 00:02:16), während die Mess- und Quantifizierbarkeit dieser Massnahmen den Fokus auf den ESG-Faktor „E“ begünstigt (B/B 1, 00:13:15; B/B 2, 00:17:28). Ferner braucht es für den Wandel in diesem Bereich viel Zeit und ein ausgeklügeltes Konzept, weswegen die Auseinandersetzung möglichst früh zu erfolgen hat (IE 1, 00:11:50). Abbildung 11 stellt unterschiedliche Facetten des Stands des ESG-Transformationsprozesses dar. Es existiert eine grosse Diskrepanz zwischen dem Stand des Wissens und der zurechtgelegten ESG-Strategie sowie dem Stand der Umsetzung. Erstgenannter befindet sich in der oberen Hälfte des Entwicklungsstands und Zweitgenannter ungefähr in der Mitte der unteren Hälfte (IE 1, 00:09:31; IE 2, 00:16:52; IE 4, 00:12:43; B/B 1, 00:11:52; B/B 3, 00:16:35).

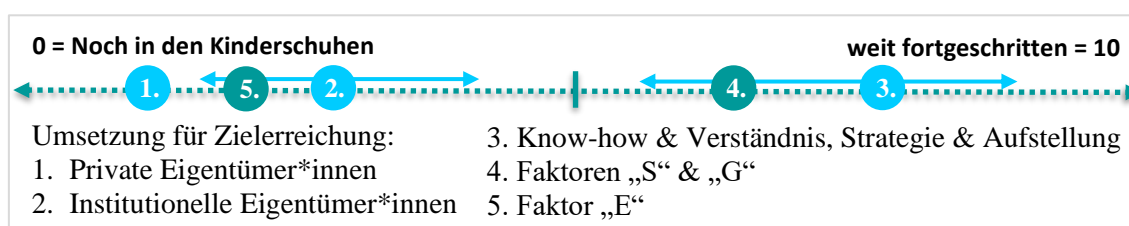


Abb. 11: Stand ESG-Transformationsprozess (Eigene Darstellung)

Dabei unterscheidet sich der Umsetzungsstand wiederum aufgrund der Art der Eigentümerschaft. Institutionelle Eigentümer*innen sind in der Zielerreichung wesentlich weiter fortgeschritten als private Eigentümer*innen, die lediglich im Besitz einer oder weniger Liegenschaften sind. Ein Grund liegt darin, dass grössere Eigentümer*innen häufiger kompakte und grössere Immobilien zentrumsnah in Städten besitzen, wo bspw. die Möglichkeit eines Anschlusses an die Fernwärme besteht (IE 3, 00:16:16). Dabei gilt es, sich vor Augen zu führen, dass ca. zwei Drittel der Immobilien im Besitz Nicht-Institutioneller ist (BB 2, 00:14:43). Zudem sehen die Expert*innen die Entwicklung der „S“- und „G“-Faktoren als weiter fortgeschritten als bei dem Faktor „E“ an.

Die EU-Taxonomie entfaltet im Vergleich zu der Schweiz, abgesehen von grossen Akteur*innen, vor allem in Deutschland bereits seine Wirkung (B/B 1, 00:29:58). International tätige Investor*innen und Eigentümer*innen orientieren sich auch in der Schweiz stark an der EU-Taxonomie. Dabei stehen die Richtlinie und die SFDR-Kriterien in engem Bezug zueinander (IE 1, 00:28:25; B/B 3, 00:31:22). Diese und ähnliche Verordnungen werden gemäss Expert*inneneinschätzung künftig einen immer zentraleren Einfluss ausüben (B/B 2, 00:31:59). Damit vor allem die „E“-Zielsetzungen erreicht werden können, erwarten die Interviewten rigidere und konsequentere staatliche Eingriffe sowie Vorgaben. Zum einen können positive Stimuli bzw. Belohnungen, wie bspw. in Form von Subventionen, gesetzt und zum anderen negative Konsequenzen wie Abgaben und Strafsteuern auferlegt werden (IE 2, 00:04:43, 01:09:53; IE 3, 00:05:03; IE 4, 00:04:18). Dabei spielt bspw. eine Rolle, ob die Emissionen nach dem CREEM-Tool bzw. -Ansatz gemessen und überwacht werden oder eine andere Methode zum Einsatz kommt. Hierbei gibt es etliche Diskrepanzen und in diesem Kontext ist gerade die Einheitlichkeit, Messbarkeit und Vergleichbarkeit der Schlüssel zu einer erfolgreichen Transformation (IE 1, 00:26:56; IE 2, 00:04:43).

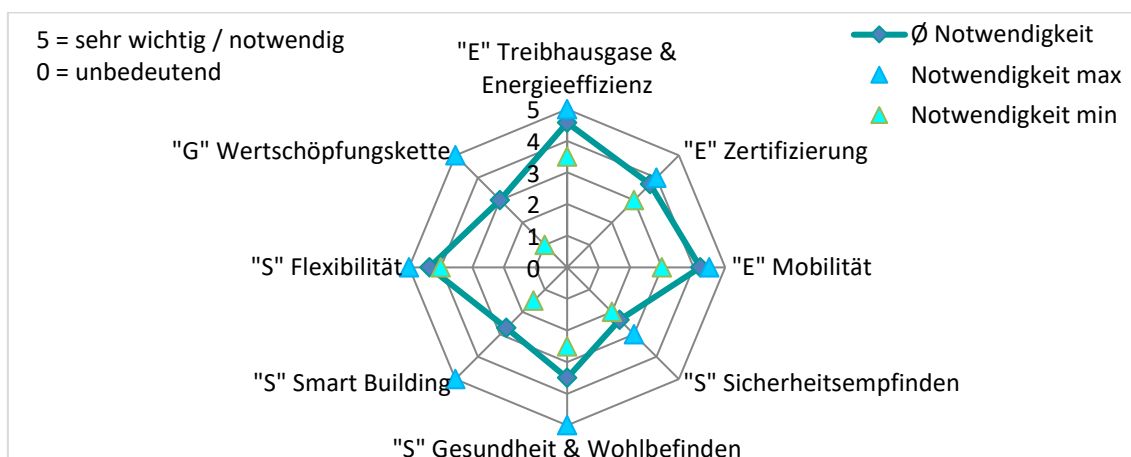


Abb. 12: Bedeutung von ESG-Massnahmen (Eigene Darstellung)

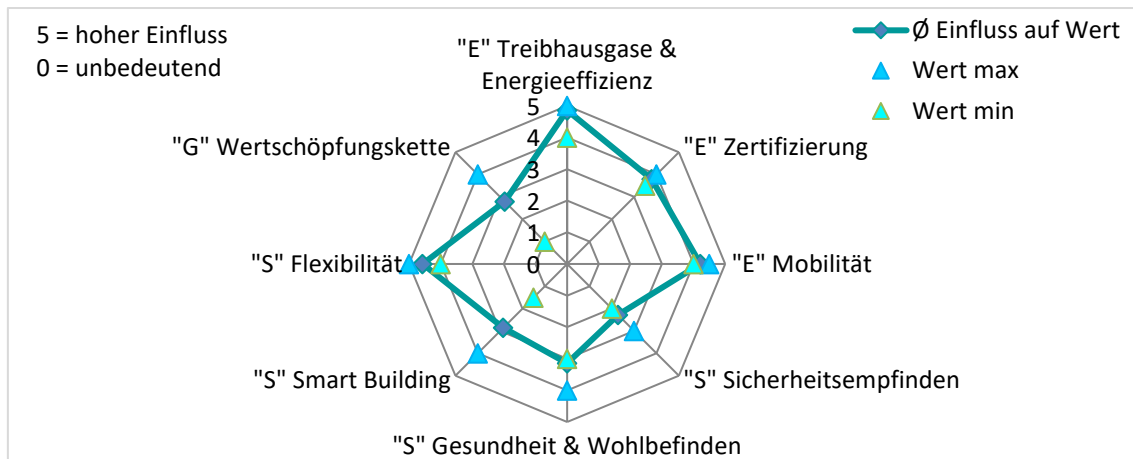


Abb. 13: Einfluss von ESG-Massnahmen auf den Immobilienwert (Eigene Darstellung)

Die in Abbildung 12 aufgeführten ESG-Massnahmen wurden gemäss ihrer Bedeutung und Notwendigkeit eingestuft. Abbildung 13 zeigt die Expert*inneneinschätzung der gleichen Massnahmen hinsichtlich Einfluss auf den Immobilienwert auf. Dabei liegt eine Skala von „0“ = unbedeutend bis „5“ = hoher Einfluss vor. Einleitend gilt es zu vermerken, dass die beiden Kriterien geringfügig unterschiedlich eingeschätzt wurden. Den höchsten Wert erhalten in beiden betrachteten Dimensionen die Treibhausgase und die Energieeffizienz. Diese Komponenten können gemessen werden, unterliegen der Regulierung und es herrscht diesbezüglich Planungssicherheit bei den Eigentümer*innen (IE 1, 00:15:49; B/B 1, 00:15:28). Zudem führen die Reduktion der Treibhausgase und eine erhöhte Energieeffizienz zu tieferen Nebenkosten und ggf. entsprechend zu einer höheren Nettomiete (IE 1, 00:20:26). Um das CO₂-Netto-Null-Ziel bis 2050 zu erreichen, werden gerade im Umfeld von Geschäftsimmobilien, bei denen der Energieträger von hoher Bedeutung sind, zunehmend striktere Vorgaben des Gesetzgebers erwartet (IE 2, 00:19:07). Es wird somit für die Eigentümer*innen entscheidend, Verbräuche zu messen und diese transparent offenzulegen (IE 2, 00:50:38). Die Aufgabe umfasst dabei nicht nur ausschliesslich das „Monitoren und Tracken“ des Betriebs, sondern die Betrachtung der Immobilien über den ganzen Lebenszyklus. Darunter fällt die Nachhaltigkeitsprüfung von Baumaterialien, die Wiederverwendbarkeit von Stoffen etc. Eine ganzheitliche Perspektive im Sinne der Kreislaufwirtschaft ist dabei ratsam und nicht nur die isolierte Kostenbetrachtung des Baus. Durch einen End-to-End-Prozess von der Planung über den Bau und die Nutzung bis hin zur Wiederverwendung ist das Einbeziehen aller tangierten Anspruchsgruppen notwendig (IE 1, 00:23:33; IE 2, 01:01:00). Dabei gilt es, die Erneuerungszyklen intelligent anzugehen und hinsichtlich Ressourcenverbrauch den Umgang mit der grauen Energie zu optimieren. Dieser Paradigmenwechsel soll hin zu mehr Nachhaltigkeits- und Kostenwahrheit führen (IE 3, 00:17:02; IE 4, 00:41:52).

Zertifizierung wird im Schnitt mit einer knappen „4“ als sehr relevant eingestuft. Gewisse Mieter*innen, überwiegend grössere Unternehmen, orientieren sich daran. Sie stellt eine Art Gütesiegel dar und macht eine Einschätzung der ESG-Konformität innerhalb der komplexen Thematik einfach. Momentan ist die Anzahl zertifizierter Gebäude noch überschaubar. Bei stark zunehmender Anzahl stellt sich die Frage, ob eine Entwertung des Zertifikats aufgrund der geringeren Exklusivität mittelfristig stattfinden wird (B/B 1, 00:15:46). Eine Zertifizierung liefert jedoch klar bezifferbare Aussagen über ein Gebäude betreffend Nachhaltigkeitsaspekten, was einen hohen Wert darstellt (B/B 2, 00:25:04). Die Bewertung dieses Kriteriums hängt ebenfalls vom Anbieter, bspw. LEED oder BREEAM, und den Kategorien wie Neubau-, Betriebs- oder Well-Being-Zertifikat ab (B/B 3, 00:21:18).

Eine gute Lage und Verkehrserschliessung sind als Massnahme für den Aspekt Mobilität häufige Nennungen und sind gemäss Expert*inneneinschätzung von hoher Bedeutung für den Wert einer Liegenschaft (IE 3, 00:38:13). Aber auch hier gilt es nach Nutzung zu differenzieren: Retail- und Büroliegenschaften sind zentrumsnah gut aufgestellt, im Bereich E-Commerce sind Agglomerationen und ländliche Gebiete präferiert (B/B 3, 00:21:18). E-Mobilität hat sich bereits etabliert, wobei noch ein grosser Teil des Angebots nicht vermietet ist. Doch es sind Investitionen in die Zukunft, die bereits jetzt notwendig sind (IE 3, 00:22:32). Trotzdem wird kontrovers diskutiert, ob alternative Technologien wie Wasserstoff oder der gezielte Ausbau des ÖV nicht einer nachhaltigeren Entwicklung entsprechen (IE 2, 00:36:34; IE 3, 00:22:32).

Der Faktor Sicherheit wurde als eher unwichtig bzw. neutral eingestuft. Die Schweiz ist insgesamt ein sicheres Land und die Sicherheitsaspekte werden insbesondere aufgrund der Baustandards mit dem Prädikat sehr gut beurteilt (IE 2, 00:19:07; IE 3, 00:22:32).

Auch die Aspekte, die unter Gesundheit und Wohlbefinden fallen, sind bereits in den Bauvorschriften enthalten. Es werden Aussagen über Temperatur, Luftfeuchtigkeit, Akustik, Belichtung und Ähnliches getroffen (IE 1, 00:16:40; B/B 2, 00:38:06), wobei der Spagat zwischen Home-Office und Arbeit vor Ort sowie Open-Space und Einzelbüros für produktives Arbeiten bewerkstelligt werden muss. Die Räume sollen eine gewisse Qualität aufweisen, zum Aufenthalt einladen, die Ideengenerierung begünstigen und den Austausch fördern (IE 2, 00:21:25).

Die Werte beim Kriterium Smart Building weisen eine hohe Streuung auf. Dies unterstreicht das heterogene Begriffsverständnis. Bei der Gebäudesteuerung wird eher ein Vorteil wieder in Richtung „Low-Tech“ gesehen. Es ist besser, das Gebäude zentral als zu

detailliert und individuell zu „managen“. Zudem sind weniger komplexe Lösungen langlebiger und weniger fehleranfällig (IE 1, 00:16:40; IE 2, 00:21:25; B/B 1, 00:15:46). Gewisse Expert*innen äussern eine konträre Haltung dazu und sehen sehr wohl viel Potential, bspw. mit dem Einsatz von „Smart Meters“. Diese sind im Einsatz für eine adäquate Storen-Steuerung, der Heizungs-Adjustierung aufgrund Angaben zu Temperaturen des Aussen- und Innenraums sowie der Sonneneinstrahlung etc. (IE 4, 00:37:41). Da bei „Smart Metern“ das Gewinnen und Auswerten der Daten mit Kosten und Aufwand verbunden ist, soll auch klar bestimmt werden, was nicht gemessen werden soll (B/B 3, 00:28:12). Von noch sophistizierteren Lösungen bzw. vollautomatisierten Gebäuden wird dabei jedoch abgesehen. Der anzustrebende Weg lautet: „Am richtigen Ort die richtige Technik“ (B/B 1, 00:15:46). Die intelligente Technik für die Verrichtung der Arbeit und die Kommunikation der Mitarbeitenden bzw. Nutzer*innen untereinander und mit der Kundschaft ist jedoch von hoher Bedeutung.

Der Gebäudeflexibilität, insbesondere der Grundrissqualität, wird ein sehr hoher Wert zugewiesen (IE 4, 00:17:41). Die Zyklen der Nutzungsarten und Anforderungen werden immer kürzer. Die Veränderungen müssen auf die Liegenschaften übertragen werden, damit die Nutzungsqualität gegeben ist. Die Sihlpost in Zürich gilt in diesem Kontext als Paradebeispiel (B/B 2, 00:20:05). Die Mieter*innen müssen sich individuell einrichten können (IE 3, 00:22:32). Dabei gilt es, die Frage nach dem Grad der optimalen Flexibilität zu beantworten, da eine maximale Ausprägung enorm viel kostet (B/B 3, 00:28:12). Eine besondere Herausforderung sind zudem denkmalgeschützte Objekte (IE 1, 00:16:41).

Bei der Governance bzw. der Wertschöpfungskette herrscht ein unterschiedliches Verständnis, worin ein Grund für die hohe Streuung der Beurteilung zu finden ist. In der Schweiz generell und vor allem die grossen Akteur*innen haben Standards wie der „Code of Conduct“, die eine Good Governance auch entlang der Wertschöpfungskette garantieren (B/B, 00:25:37).

Als weitere wichtige ESG-Massnahmen wurden folgende genannt: „Diversity and Inclusion“ (IE 1, 00:23:33), energetische Unabhängigkeit (IE 1, 00:23:33), Heterogenität in der Mieterschaft, der Mietpreisgestaltung und Nutzung (IE 2, 00:54:24; B/B 1, 00:26:21), „Green Leases“ (IE 2, 01:02:12), Biodiversität und Ressourcenverbrauch im Rahmen der Kreislaufwirtschaft (B/B 3, 00:27:07). Dabei stellen Massnahmen, die ambivalent zueinanderstehen, die Eigentümer*innen vor Herausforderungen. Einerseits gilt es, die CO₂-Emissionen zu reduzieren und andererseits sind Pflicht-Parkplätze erforderlich (IE 2, 00:12:53; IE 3, 00:09:13). Zertifizierte Gebäude mit kontrollierter Lüftung, in denen die

Nutzer*innen nicht individuell die Fenster öffnen können und dadurch ein persönlicher Austausch mit der „Aussenwelt“ unterbunden wird, sind weitere Problemfelder (IE 2, 00:12:53). Bei der Biodiversität müssen die Unterhaltskosten inkludiert werden: Eine Magerwiese ist günstig und erfüllt beide Anforderungen, während eine begrünte Fassade sehr aufwandsintensiv ist und finanziell zu Buche schlägt (B/B 3, 00:49:46).

3.2.2 Der Einfluss verschiedener Akteur*innen

Für internationale Mieter*innen an zentralen Lagen im höheren Preissegment sind Zertifizierungen sehr wichtig. Die Vermieter*innen müssen aufzeigen, dass die ESG-Kriterien umgesetzt werden und die Bedürfnisse der Nutzenden berücksichtigt werden (IE 3, 00:05:03). Die Lage ist nach wie vor *das* ausschlaggebende Entscheidungskriterium (IE 1, 00:32:56). Das Verhalten der Mieter*innen wird nach Ansicht der Expert*innen über den Preis gesteuert. Solange die fossile Heizerzeugung günstiger als bspw. die Variante Wärmepumpe ist, kümmern sich wenige Nutzende um die Thematik (IE 2, 00:39:17). Ein KMU profitiert jedoch bereits aufgrund ESG-konformer Flächen von Steuervorteilen. Dies ist auch in einigen Kantonen bei einer gewissen energetischen Limite der Fall (IE 2, 01:03:37, 01:09:53). Die Mieter*innen erwarten durch zertifizierte Flächen eine damit verbundene Produktivitätssteigerung (B/B 3, 00:33:00). Die institutionellen Eigentümerinnen fordern bei der Bewertung mehr „Guidance“ und Aussagen darüber, inwiefern ESG-Massnahmen in die Bewertung einfließen (IE 2, 00:47:08). Die Bewerter*innen wiederum können erst Handeln, wenn genügend Datenpunkte und Evidenz vorliegen. Möglichkeiten bestehen bei der Anpassung der CapEx oder dem Diskontierungszinssatz (IE 4, 00:28:27). Weiter wird gefordert, dass neben den Nettomieten eine umfassendere Sicht mit Nebenkosten und Betriebsoptimierungen eingenommen werden soll (IE 1, 00:25:53). Jedoch sind die tatsächlichen Transaktionen ausschlaggebend und solange sich ESG-Konformität nicht widerspiegelt, sind den Bewerter*innen die Hände gebunden (IE 1, 00:42:30). ESG-Ratings können mittlerweile immer professioneller und standardisiert durchgeführt werden (IE 1, 00:02:45). Die Beratenden nehmen zurzeit eine sehr wegweisende Funktion ein. Zu ihren Leistungen gehören Beratungen zu Aspekten wie Strategie, Prozessoptimierungen, Betriebsverbesserungen, CO₂-Absenkpfad oder CapEx-Planung (B/B 3, 00:02:16). Die institutionellen Eigentümer*innen akquirieren immer noch nicht-ESG-konforme Liegenschaften, bspw. wenn der Standort attraktiv ist. Es muss jedoch gemäss Regulatorien aufgezeigt werden, wie innerhalb eines vorgegeben Zeitfensters die benötigte nachhaltige Transformation durchgeführt wird (IE 1, 00:41:42; IE 4, 00:26:50). Initiativen wie Madaster zeigen auf, dass das Rezyklieren und der Umgang mit der bestehenden Substanz, das heisst, der grauen Energie, immer zentraler wird (IE 2, 00:41:22).

Die Befragten weisen hierbei auf den hohen Stellenwert einer stringenten ESG-Transformationsstrategie im Zeichen eines proaktiven Vorgehens hin (IE 1, 00:34:30). Dabei sind grosse, institutionelle Eigentümer*innen im Vorteil, da sie über viel Know-how im Umgang mit dem Bestand und über zahlreiche Ressourcen verfügen. Kleinere Eigentümer*innen sind künftig gezwungen, aufgrund der fehlenden ESG-Ertüchtigungsmöglichkeiten Immobilien zu verkaufen, was die Preise solcher Gebäude auch aufgrund der reduzierten Nachfrage drücken wird (IE 1, 00:37:10; IE 2, 00:04:43). Herausfordernd wird sein, dass rund 80 % des derzeitigen Schweizer Gebäudeparks 2050 noch bestehen wird. Somit muss man sich bewusst sein, dass zum einen das Erzielen von Fortschritten immer anspruchsvoller wird und zum anderen Liegenschaften die zeitnah saniert werden bzw. wurden, in 30 Jahren wieder ihren Erneuerungszyklus erreicht haben (IE 2, 00:54:25; IE 3, 00:18:13; B/B 2, 00:11:30). Chancen identifizieren die Expert*innen in nachhaltigen Investitionen, die für Unabhängigkeit und Planungssicherheit sorgen. Aufgrund der derzeitigen Entwicklung rund um Erdgas und Erdöl, die eine Versorgungsunsicherheit und stark ansteigende Preise mit sich bringt, gewinnt Autarkie an Relevanz (B/B 3, 00:36:58). Bei den interviewten Eigentümer*innen ist das Einbeziehen von ESG-Kriterien bei Investitionsentscheidungen bereits zum Standard geworden. Bei Akquisitionen bilden ESG-Kriterien einen Bestandteil der Due Diligence und bei Investitionen in den Bestand kommen die Aspekte ebenfalls zum Tragen (IE 1, 00:40:59; IE 2, 00:48:51).

Im Folgenden werden die Handlungsimplicationen für institutionelle Eigentümer*innen dargelegt. Wenn ESG-Massnahmen realisiert werden, ist unter anderem die Perspektive der Nutzenden bereits früh in die Planung aufzunehmen (IE 2, 00:21:25). Dabei ist modulares Bauen entscheidend, damit Anpassungen anhand von kleinen Eingriffen realisierbar und die Erneuerungszyklen der einzelnen Bauteile aufeinander abgestimmt sind (IE 2, 00:29:00). Bei Investitionen und Sanierungen gilt es, nach dem Top-down-Ansatz und dem Paretoprinzip zu verfahren: Über das ganze Portfolio sollen bei den Liegenschaften dort Veränderungen vorgenommen werden, wo das beste Kosten-Nutzen/Impact-Verhältnis gegeben ist. Durch eine Auslegeordnung kann eine Priorisierung unter Berücksichtigung der zu realisierenden Meilensteine bis bspw. 2050 vorgenommen werden (IE 1, 00:15:46, 00:28:19). Zudem soll nicht lediglich das Minimum, sondern voraussichtlich ein paar Schritte zusätzlich unternommen werden. Bei der Elektromobilität heisst dies, auch wenn die Anzahl benötigter E-Parkplätze zurzeit noch überschaubar ist, die Grundausstattung mit Leerrohren und Anschlussleistung bereits umfassender anzulegen, damit ein Nachfrageanstieg schnell und kostenschonend zu bedienen sein wird (B/B 3, 00:36:58). Bei zu langem Abwarten erhöhen sich die Risiken und der grosse

Nachholbedarf kann das Unternehmen teuer zu stehen kommen (B/B 2, 00:28:48). Ein proaktives Vorgehen ist für grössere Eigentümer*innen aus mehreren Gründen ratsam. Durch eine frühzeitige konforme Aufstellung verfügt das Unternehmen über mehr Handlungsoptionen und ist freier im Entscheiden und Gestalten. Daneben wird ESG-Know-how aufgebaut und die Rolle bewegt sich hin gemäss dem Best-Owner-Prinzip.

3.2.3 ESG und der Immobilienwert

Zurzeit sind die Risiken der „Stranded Assets“ noch nicht in den Preisen abgebildet, weswegen es sich noch nicht lohnt, diesen Bestand zu akquirieren und zu ertüchtigen (IE 2, 00:41:22). Die Lage und die Art der Nutzung ist entscheidend, ob sich ESG-konforme Flächen auszahlen. An dezentralen Lagen ist ein Überwälzen der ESG-Konformität auf die Mieterschaft äusserst anspruchsvoll. In Grossstädten an zentraler Lage hingegen kann ein „Green Premium“, also eine Wertsteigerung, die mit einer höheren Liquidität einhergeht, beobachtet werden. ESG-konforme Liegenschaften lassen sich als weiteren Vorteil einfacher finanzieren (B/B 2, 00:40:33). Die Auswirkung der Berücksichtigung von ESG-Massnahmen auf den Immobilienwert sind mannigfaltig und komplex. Die Abbildung 14 zeigt den Einfluss von ESG-Kriterien auf die Parameter der DCF-Wertermittlung.

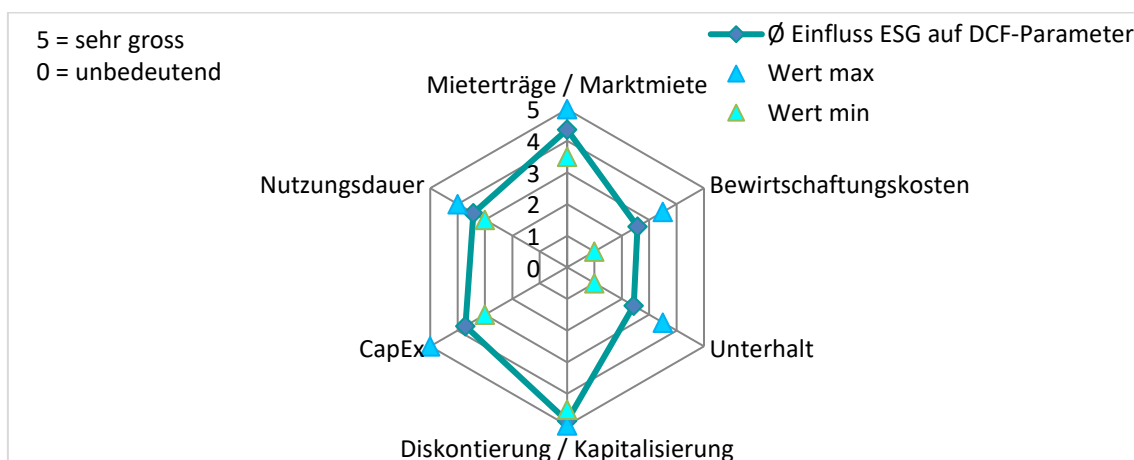


Abb. 14: Einfluss von ESG-Massnahmen auf die Parameter der DCF-Bewertung

Der Einfluss der Mieterträge bzw. der Marktmiete wird als sehr hoch eingestuft. Die Zahlungsbereitschaft, vor allem wenn das Angebot knapp ist, fällt für grosse internationale Mieter*innen hoch aus, da diese bspw. aufgrund interner Richtlinien nur noch Liegenschaften mit Labels nutzen können. Bei kleineren Mieter*innen ist dies weniger der Fall. Diese Zielgruppe gewichtet vor allem die Möglichkeit nach dem Prinzip „Plug and Play“ (IE 2, 01:02:12). Zudem können die Netto-Mieterträge wegen geringerer Nebenkosten, bspw. aufgrund eines nachhaltigen Energieträgers, erhöht werden (B/B 1, 00:50:12). Dabei fällt dieser Effekt gemäss Expert*innenaussage bei einem Fernwärmeanschluss, da Intermediäre zwischengelagert sind, geringer als bei einer Wärmepumpe aus (B/B 1,

00:50:12). Flexibilität sorgt insbesondere dafür, dass die Nutzungsqualität höher und die Vermietbarkeit besser ist und damit die Leerstandsrisiken tiefer liegen (B/B 2, 00:26:18).

Bei den Bewirtschaftungskosten fallen die Einschätzungen am unterschiedlichsten aus. In der Tendenz ist der ESG-Effekt auf diesen Parameter jedoch geringfügig zu spüren. Aufgrund zusätzlicher Komplexität, bspw. der Technik, kann sogar ein erhöhter Aufwand des Facility Managements oder der Verwaltung erforderlich sein (IE 2, 00:58:06; IE 3, 00:47:38). Jedoch ist bei diesem Parameter eine hohe Schwankungsbreite der Kosten zu beobachten, was Optimierungspotential vermuten lässt (B/B 3, 00:42:24).

Beim Unterhalt sehen die Einschätzungen der Expert*innen sehr ähnlich aus. Beobachtet werden hier Ambivalenzen. Je nachdem können nachhaltige Materialien eine kürzere Lebensdauer bedeuten sowie Biodiversität und intelligente Technik viel Aufwand erfordern (IE 4, 00:33:03).

Der Diskontierungs- und Kapitalisierungssatz wurde als sehr relevant beurteilt. Dabei kommen hier die Interdependenzen zwischen den Parametern besonders stark zum Ausdruck. So haben Immobilien mit höheren und stabileren Mieterträgen sowie in gutem und unterhaltsarmem Zustand eine tiefere Diskontierung (IE 1, 00:46:59). Zudem ist auch die Zahlungsbereitschaft im Rahmen eines Kaufs und Verkaufs höher. Daneben liegt eine bessere Liquidität vor und Geldgeber*innen können schneller gefunden werden (IE 2, 00:58:06). Die Immobilie kann einem breiteren Publikum angeboten werden, was eine erhöhte Nachfrage zur Folge hat. Zudem reduziert sich das Risiko der Unsicherheit der Zukunft, bspw. aufgrund sich verändernden, rechtlichen Rahmenbedingungen, das Gebäude rasch ESG-konform zu transformieren (IE 2, 01:03:37; IE 4, 00:35:00).

Dies geht wiederum Hand in Hand mit den CapEx und soll bei beiden Parametern berücksichtigt werden. Der Umrüstungsdruck auf eine erneuerbare Heizerzeugung steigt aus regulatorischen und geopolitischen Gründen, was die Preise in die Höhe schnellen lässt. Da in der Bewertung jedoch vom Fortführungsszenario ausgegangen wird, ist der Einfluss dieses Parameters mittelstark (B/B 1, 00:52:28; B/B 2, 00:49:39).

Die Nutzungsdauer wird ähnlich bewertet. Hier gilt es, die Lebenszyklen möglichst in die Länge zu ziehen. Längere Zyklen haben auch einen Einfluss auf die Abschreibungen (IE 2, 00:58:06; B/B 3, 00:44:09). Die grössten Hebel finden sich bei den Mieterträgen, dem Diskontierungssatz und den CapEx.

Die Expert*innen aus der Gruppe Bewertung/Beratung betonen, dass bei den ESG-Ratings die Herausforderung darin besteht, „mit gleichen Ellen zu messen“. Für jedes

Beurteilungskriterium ist ein Leitfaden erforderlich. Dies ist vor allem bei den überwiegend qualitativen Faktoren „S“ und „G“ der Fall, um die Nachvollziehbarkeit und Einordnung sicherzustellen (B/B 1, 00:34:48). Auch aufgrund der weniger eindeutigen Messbarkeit stehen diese weniger stark im Fokus (B/B 2, 00:47:45). Denn erst die Möglichkeit des Messens und Vergleichens der eigenen Entwicklung und der relative Vergleich mit Mitbewerbern lässt Aussagen über die Bedeutung der ESG-Kriterien für eine Immobilie zu. Und dies ist wiederum entscheidend, damit die richtigen Massnahmen mit der grössten Wirkung zielführend zur Anwendung kommen (B/B 1, 00:47:39). Der empfohlene iterative Kreislaufprozess setzt sich aus den folgenden Phasen zusammen: „Plan, Check, Act and Report“ (B/B 3, 00:40:59). In Zukunft wird die Dichte an Transaktionen und Vermietungen, bei denen ESG-Faktoren mitspielen, zunehmen. Dadurch können wichtige Datenpunkte gewonnen und gewisse Muster identifiziert werden, die in die Bewertung einfließen (B/B 2, 00:43:42). Ergebnisse von Studien, die vom Beratungsunternehmen der Befragten durchgeführt wurden, zeigen auf, dass das konsequente Verfolgen einer ESG-Strategie keinen Wettbewerbsnachteil mit sich zieht. An guten und stark nachgefragten Lagen werde sogar ein „Green Premium“ gelöst (B/B 2, 00:43:42).

Die Aussagen zur Frage, ob die ESG-Transformation einen „Value Creator“ oder „Value Defender“ bedeute, fallen mit einer leichten Tendenz zu Erstgenanntem kontrovers aus. Dies lässt sich damit begründen, dass dieser Aspekt aus verschiedenen Blickwinkeln betrachtet werden kann. Für einen „Value Creator“ spricht die langfristige Orientierung der Immobilieninvestor*innen (IE 1, 00:48:12). Ferner stellt die ESG-Bewegung keine kurzfristige, temporäre Erscheinung dar, sondern wird präsent bleiben. Mit zunehmender Erfahrung sehen die Eigentümer*innen darin Opportunitäten, um gezielt Werte zu kreieren (IE 2, 01:05:48). Andere Eigentümer*innen treffen Massnahmen aus der Perspektive „Value Defender“. Im Liegenschaftsportfolio selbst treibe es die Investitionskosten in die Höhe und gleichzeitig seien die Risiken noch nicht in der Bewertung abgebildet (IE 4, 00:40:13): „Ich muss eine neue Heizung einbauen, was Geld kostet. Aber wenn ich es nicht mache, verliere ich mehr, als die neue Heizung kostet.“ Auf Stufe des Managements kann, sofern die Themen von Bedeutung sind, ein positiver Unternehmenswert generiert werden (IE 4, 00:39:40). Zurzeit ist die Entwicklung sehr durch die Investor*innen getrieben und erfolgt mehr aufgrund des Motivs „Müssen“ und weniger durch das „Wollen“ (B/B 1, 00:57:04). Künftig werden aber dadurch vermehrt Wertsteigerungen möglich sein und sich das Blatt eindeutiger in Richtung „Value Creator“ wenden (B/B 1, 00:58:24). Dabei gilt es, auch aufgrund der Lage zu differenzieren: „Value Creator“ an guten Lagen und guten Standorten – „Value Defender“ an B- und C-Lagen (B/B 2, 00:56:40). Kleinere

Eigentümer*innen, die über weniger Ressourcen und Erfahrung verfügen, sehen dies stärker als Bürde und Herausforderung (B/B 3, 00:48:29). Solange ESG-Kriterien sich nicht eindeutig in ihren Wertbeitrag aufschlüsseln lassen, spricht die Unsicherheit und geringe Planbarkeit eher für die Bezeichnung „Value Defender“ (IE 3, 00:45:01).

3.3 Expert*inneninterviews institutionelle Eigentümer*innen

3.3.1 Interview IE 1

Impulse im ESG-Transformationsprozess gehen momentan weniger von den Mieter*innen und den neuen, technologischen Möglichkeiten aus. Die tatsächlichen Treiber sind die Umwelt- und Gesellschaftspolitik sowie die geopolitische Situation (IE 1, 00:07:11). Als ein Vorteil im ESG-Transformationsprozess, insbesondere auch für die Bereiche „S“ und „G“, wird die technische und kaufmännische Inhouse-Bewirtschaftung beurteilt. Die Schnittstelle zwischen Eigentümerschaft und Verwaltung kann dementsprechend personell und prozesstechnisch optimal aufeinander ausgerichtet und abgestimmt werden. So lassen sich die gemeinsamen Werte in konsistenterer Weise gegenüber den Anspruchsgruppen leben (IE 1, 00:10:26). Dies macht das Disziplinieren einer externen Bewirtschaftung, bspw. hinsichtlich Governance-Themen, obsolet (IE 1, 00:13:40). Aus prozessualer und strategischer Sicht ist es entscheidend, bewusst eine Auswahl an ESG-Massnahmen zu treffen. Dabei sind institutionelle Eigentümer*innen gut beraten, die Aspekte rund um „E“ konsequent zu verfolgen. Die Umsetzung bzw. Zielerreichung dauert, vor allem im Vergleich zu „S“ und „G“, sehr lange (IE 1, 00:11:50): „Environmental kann man nicht von heute auf morgen realisieren, weil es braucht einen ganzen Lebenszyklus der Liegenschaft (...). Und deswegen ist die Tragweite viel grösser als die von ‚S‘ und ‚G‘.“ Dazu kommt, dass Aspekte wie Gesundheit und Wohlbefinden, die bspw. eine angenehme Temperatur und Luftqualität in den Büros sowie ausreichende Belichtung beinhalten, ex- oder implizit bereits durch Bauvorschriften abgedeckt sind (IE 1, 00:16:40). Als eine gewisse Herausforderung gestaltet sich die Entwicklung der Rahmenbedingungen. Subventionen und Förderbeiträge sind hinsichtlich Sprechung und Zeitpunkt momentan noch zu unklar geregelt, wobei die E-Mobilität ein Exempel statuiert. Dieser Zustand hemmt das Voranschreiten, da Eigentümer*innen sich in einem Spannungsfeld bzw. einem „Trade-Off“ zwischen einer proaktiven Umsetzung und dem Abwarten auf die passenden Rahmenbedingungen befinden (IE 1, 00:34:30). Was zunehmend mehr an Bedeutung innerhalb dieser „E“-Komponente gewinnt, ist die energetische Unabhängigkeit, bspw. mit Photovoltaik (IE 1, 00:23:23). Eine weitere Herausforderung findet sich in der Vergleichbarkeit und im Vorliegen unterschiedlicher Annahmen. Die Expert*in

weist dabei auf die AMAS KPIs hin und ist folgender Ansicht (IE 1, 00:26:56): „Diese Richtlinie ist noch zu wenig spezifiziert – wie diese zu messen sind und wie gemessene oder berechnete Flächen sich darauf beziehen sollen. Wir sind sehr technisch unterwegs, aber es gibt nach wie vor noch zu wenig Einheitlichkeit bei den wichtigsten KPIs, wie zum Beispiel der CO₂-Intensität.“

Hinsichtlich Immobilienwert liegt das Augenmerk zu stark auf den Nettomieten und der Eigentümer*innensicht. Dabei ist die Anwendung einer 360-Grad-Betrachtung und somit die Berücksichtigung der Höhe der Nebenkosten und Betriebsoptimierungen sinnvoll, aber noch zu wenig gegeben (IE 1, 00:25:53). Die Bedeutung des Diskontierungszinssatzes gilt es ebenfalls genau zu beobachten. Die jüngsten Entwicklungen, weg von einem negativen Zinsumfeld, hin zu einer deutlichen Erhöhung des Leitzinses durch die SNB, lassen Aussagen in einem Licht mit kurzer Halbwertszeit erscheinen (IE 1, 00:46:06).

Die Implementierung der ESG-Anforderungen in das Management der Liegenschaften schreitet rasch voran. Dabei spielen die Messbarkeit und die Vergleichbarkeit eine zentrale Rolle. Schliesslich geht es darum aufzuzeigen, wie Risiken, unter anderem „Stranded Assets“, angemessen berücksichtigt werden und wo man im Vergleich mit anderen Investor*innen steht (IE 1, 00:48:37).

3.3.2 Interview IE 2

Die Treiber in Form von Regulatorien sind bis anhin noch nicht stark spürbar. Mit MuKEn, Mustervorschriften der Kantone im Energiebereich, wurden insbesondere erste, sehr konkrete Rahmenbedingungen geschaffen. Der externe Druck ist hingegen moderat, was ebenfalls ein Grund dafür ist, dass die Unternehmen frei in der Gestaltung ihrer Nachhaltigkeitsstrategie sind. In den Worten der Fachperson „geben sie sich vorerst einen grünen Touch“ (IE 2, 00:04:43). Eine Massnahme der Selbstregulierung liegt im CO₂-Absenkpfad. Um die Zielsetzungen einer nachhaltigen Entwicklung erreichen zu können, braucht es aber striktere Massnahmen und erhöhten öffentlichen Druck: Rigidere Vorgaben mit Unterstützung von Abgaben und Strafsteuern auf der einen Seite sowie positive Stimuli und Anreizstrukturen auf der anderen Seite (IE 2, 00:21:25). Bei den Gewerbeflächen werden verkürzte Zyklen sichtbar. Für einen intensivierten Wandel und Diskurs über Home-Office war die Corona-Pandemie verantwortlich. Die Forderung nach zusätzlich nutzenstiftender Fläche, gerade im Bürosegment, kam auf. Die Immobilien sollen nicht lediglich die Verrichtung der Arbeit ermöglichen, sondern zusätzlich einen gesellschaftlichen Beitrag bzw. Mehrwert leisten. Die Welten Home-Office und Arbeitsplatz bei Arbeitgebenden vor Ort müssen sinnvoll aufeinander abgestimmt werden und nahtlos

ineinandergreifen. Die Flächen müssen ihren Beitrag zu einem positiven Arbeitsalltagserlebnis leisten (IE 2, 00:21:25). Es geht auch darum, Flächen und Rahmenbedingungen zur Verfügung zu stellen, wo Ideen und Beziehungen entstehen können. Die Identifikation von Mitarbeitenden mit einem Unternehmen wird unter anderem auch dadurch begünstigt, dass die Arbeitgeber*in eine ESG-Strategie für die Mitarbeitenden verfolgt. Als Anbieter*in von Büroliegenschaften ist somit die Einnahme einer Kund*innen- und Nutzer*innensicht unabdingbar. So ist eine Arbeitgeber*in in der Rolle der Mieter*in, insbesondere aufgrund des herrschenden „War-for-Talents“, vermehrt auf attraktive Räumlichkeiten angewiesen (IE 2, 00:21:25).

Die Fachperson macht auf die Ambivalenz einiger Aspekte aufmerksam (IE 2, 00:12:53): „Man sagt auf der einen Seite, dass man einen CO₂-Absenkpfad beschreitet und den Verbrauch reduzieren will bzw. muss und auf der anderen Seite hat man immer noch Vorgaben betreffend Pflichtparkplätzen.“ Zudem sollen Interaktionen mit der Umwelt ermöglicht oder sogar gefördert werden, was sich positiv auf die „S“-Komponente auswirkt. Im Gegenzug sind Minergie-Gebäude streng geregelt und das Öffnen des Fensters ist nur teilweise möglich, womit die „E“- mit der „S“-Komponente in einem Zielkonflikt steht (IE 2, 00:29:58). Auch die Verkehrsthematik wird vermehrt zu kontroversen Debatten führen. Einerseits wird der Individualverkehr gesamthaft stetig eingeschränkt, die Elektromobilität hingegen intensiviert. Hier stellt sich die Frage nach der Sinnhaftigkeit, da der ÖV per se nachhaltiger ist (IE 2, 00:36:34).

Die Anspruchsgruppe der Mieter*innen fragt gegenwärtig noch zu wenig aktiv nach erneuerbaren Heizerzeugungssystemen. Die sogenannte „Öl- und Gasheizungsscham“, in Anlehnung an die „Flugscham“, tritt noch zu wenig stark an die Oberfläche. Die Fachperson erwartet, dass der Preismechanismus, bspw. die Überwälzung der höheren Nebenkosten, die Mieter*innen dazu veranlasst, die Vermieter*in zur Abkehr von fossilen Energieträgern zu bewegen (IE 2, 00:39:17). Für eine institutionelle Eigentümer*in mit einer gewissen Grösse ist der proaktive Umgang mit der ESG-Thematik ratsam. Das breite und tiefe Know-how ermöglicht einen mehrwertgenerierenden Umgang, vor allem mit Liegenschaften im Bestand und untermauert das Best-Owner-Prinzip (IE 2, 00:41:22). „Wir verfügen über die Fähigkeiten und Kapazitäten und weisen viel Erfahrung auf, um nachhaltig zu agieren und einen entsprechenden sozialen Impact zu erzielen.“ Dies ist bis jetzt noch wenig der Fall. Der Grund dafür liegt insbesondere an den hohen Preisen für ESG-Massnahmen und einer konservativen Berücksichtigung der Risiken.

Die Einnahme einer End-to-End-Prozessoptik für Eigentümer*innen ist zukünftig erfolversprechend. Somit sollen bspw. bei der Planung bereits konkrete Nutzungskonzepte unter Absprache mit verschiedenen Anspruchsgruppen wie Bewirtschaftung, Mieter*innen etc. integriert werden (IE 2, 01:01:00). Dies wird einen positiven Einfluss auf den Wert der Liegenschaft haben. Den Effekt auf den Diskontierungszinssatz schätzt die Expert*in sogar höher ein, als dies bei Wohnimmobilien der Fall ist. Somit dürfte eine Reduktion von gut zehn Basispunkten als realistisch betrachtet werden (IE 2, 01:02:12). Ein konkretes Beispiel zeigt die Auswirkung einer Liegenschaft mit positiver Energiebilanz in Genf auf. Die Eigentümer*in konnte aufgrund der Einhaltung von Vorgaben bei einer Immobilie über 20 Jahre lang steuerfrei wirtschaften. Diese Stimuli beeinflussen die Cashflows und den Immobilienwert in positiver Weise (IE 2, 01:09:53).

3.3.3 Interview IE 3

Um erfolgreich und konsistent zu agieren, macht IE 3 die ESG-Aspekte zum Know-how aller Mitarbeitenden: „Wir tendieren dazu, dass jede Schulter, sprich, jede Mitarbeiterin und jeder Mitarbeiter, mit seinen Kernkompetenzen dazu beiträgt“ (IE 3, 00:00:32). ESG-Aspekte sollen von allen Mitarbeitenden verstanden werden und gemäss interner Umfrage gehört Nachhaltigkeit zu den drei Themen mit dem höchsten Interessensgrad. Bei Mietinteressenten, die Büroflächen im höheren Preissegment an zentraler Lage suchen, sind ESG-Faktoren stark gefragt: „Sie möchten Zertifikate sehen und/oder man muss ihnen aufzeigen können, dass man nachhaltig handelt bzw. aufgestellt ist und an ihren Bedürfnissen partizipiert“ (IE 3, 00:05:03). Bei Immobilien mit sehr tiefen Nachhaltigkeitswerten, finden die Eigentümer*innen nur noch vereinzelt oder gar nicht mehr verlässliche und solvente internationale Mieter*innen. Dabei werden auch ESG-Aspekte unter „S“ verfolgt. Dies muss immer strikt mit dem Auftrag, im vorliegenden Fall den Rentenverpflichtungen einer Pensionskasse, im Einklang stehen. Einen Mietpreis tief unter der Marktmiete zu verlangen, würde somit im Kontinuum zwischen der Sicherung der Rentenansprüche und fairen, sozialen Mieten stehen (IE 3, 00:09:13). Solche und weitere kontroverse Diskussionen mit dem Regulator, der Öffentlichkeit, Mitbewerber*innen usw. bringen die Industrie weiter voran. Die Berücksichtigung verschiedener Ansichten und ein bewusst gestalteter Reflexionsprozess macht das Bauen wertvoller (IE 3, 00:10:45). Zurzeit ist das befragte Unternehmen mit der Implementierung des CO₂-Benchmarks REIDA beschäftigt. Bei dessen Konzipierung nahm die Pensionskasse eine aktive Rolle ein. Es ist für die Branche entscheidend, dass selbst proaktiv vorangeschritten wird und nicht gewartet wird, bis einem von aussen Auflagen gemacht werden (IE 3, 00:29:27).

Von grossem Interesse ist für das Unternehmen, wie der Mehrwert der Nachhaltigkeit ausgewiesen wird. Bewerter*innen verkünden bereits, dass ESG-Faktoren implizit in diversen Aspekten enthalten sind. Von Seiten der Eigentümer*innen besteht der Bedarf zu wissen, welchen Einfluss explizit auf die Liegenschaft ausgeübt wird (IE 3, 00:30:29). Ein weiterer Vorteil sieht die befragte IE in Form der Steuerbefreiung, die das Unternehmen vor gewissen Risiken und monetären Belastungen schützt (IE 3, 00:32:14).

Um nachhaltig zu handeln, ist eine Obergrenze an CO₂-Emissionen in Kilogramm pro m² definiert. Falls die Grenze bei einer Akquisition nicht eingehalten ist, muss aufgezeigt werden, mit welchen Massnahmen dies innerhalb eines gewissen Zeitfensters umgesetzt wird. Bei Investitionen in den Bestand ist entscheidend, dass Opportunitäten hinsichtlich optimaler Positionierung und mehr Unabhängigkeit getätigt werden (IE 3, 00:39:49). Zur Verdeutlichung verwendet die Expert*in folgendes Beispiel: „Ich würde nicht zwingend sagen, dass eine massive Wärmedämmung und teure Fenster bei einem Altbau eine gute Lösung darstellen, wenn bspw. aus gesellschaftlichen und weiteren Gründen das Gebäude künftig eine geringe Nachfrage erfährt“ (IE 3, 00:42:03).

ESG-Kriterien stellen gemäss dieser Fachperson einen „Value Creator“ dar. Zwar nimmt man weniger Rendite in Kauf, eine isolierte Renditebetrachtung greift aber zu kurz. Es resultiert ein anderes Rendite-Risiko-Profil, das von der Investor*in individuell aufgrund ihres Risikoappetits etc. einzuordnen ist. Es gilt festzuhalten, dass viele sanierungsbedürftige Liegenschaften eine hohe Rendite ausweisen. Dies ist aber lediglich so lange der Fall, bis Sanierungen realisiert werden (IE 3, 00:53:50).

3.3.4 Interview IE 4

Die Vertreter*in der institutionellen Eigentümer*in 4 weist auf die Bedeutung der Lieferkette hin. Hier kommen ESG-Kriterien beim Bauen zur Anwendung und es werden Aspekte wie Kreislaufwirtschaft sowie CO₂-Emissionen integriert. Dementsprechend wird Zweitgenanntes nicht nur während dem Betrieb, sondern auch bereits beim Bau berücksichtigt (IE 4, 00:04:18). Der wichtigste Treiber im Rahmen des ESG-Transformationsprozesses liegt gemäss Expert*in im „Klimawandel, Klimawandel und Klimawandel“. Diese Thematik sei ebenfalls Dreh- und Angelpunkt für verschiedene weitere, geforderte Massnahmen. Es löst aus, dass die Investitionen nachhaltig angelegt sind und ein Beleg erforderlich ist, wie viel CO₂-Emissionen ein Portfolio verursacht. Klimawandel tangiert auch das Thema Biodiversität. Ferner ist davon das bereits erwähnte Thema der Kreislaufwirtschaft mit dem Ressourcenverbrauch betroffen (IE 4, 00:11:21). Ein Lösungsansatz liegt beim Heizungersatz mit erneuerbarer Energie, der Stromproduktion

mit eigener Photovoltaik und dem Dämmen der Gebäudehülle – wobei auch hier auf Nachhaltigkeit bei der Produktherstellung und dem Material geachtet werden muss. (IE 4, 00:13:19)

Die befragte Person sieht sich in einer proaktiven und innovativen ESG-Transformationsrolle und versucht dementsprechend als ein „First Mover“ in der Branche zu agieren. Dies beinhaltet etliche Vorteile, berge aber auch die Gefahr, dass viel Anstrengungen und Bemühungen, unter anderem mit externen Berater*innen, unternommen werden und dabei andere Akteur*innen Trittbrettfahren können (IE 4, 00:25:13). Trotzdem werden momentan noch nicht ESG-konforme Objekte, bspw. mit Öl- oder Gasheizung, akquiriert. Dies könnte sich jedoch künftig ändern. Gemäss bisheriger Strategie muss bei Immobilien mit fossilen Heizungen, unabhängig des Alters, innerhalb von fünf Jahren ein nachhaltiger Ersatz erfolgen. Da der Einfluss auf die Performance innerhalb des Gefässes temporär negativ ausfällt, wird abgewogen, ob auf eine nicht noch nachhaltigere Strategie gewechselt werden soll (IE 4, 00:26:50).

Das Unternehmen setzt bei ihren Liegenschaften Smart Meters ein, um passgenauere Einstellungen vornehmen zu können. Es werde aber noch nicht so weit gegangen, dass die Mieterschaft bspw. detaillierte Informationen über die Nutzung der Anzahl Personen von Aufzügen oder die Belegungszahlen auf einem Stockwerk liefert, um die Haustechnik dementsprechend zu optimieren. Mit Smart Meters verfügen gewisse Liegenschaften aber über eine intelligente Storen-Steuerung sowie Heizungsadjustierung aufgrund der Aussen-temperatur, Sonneneinstrahlung und Raumtemperatur. Daneben wird auch die Verwendung einer Kühlung als mehrwertgenerierend betrachtet (IE 4, 00:37:41). Es wird appelliert, stets die Lebenszyklusperspektive einzunehmen, auch im Fall von Sanierungen. Der Fokus soll nicht nur auf dem künftig CO₂-neutralen Betrieb, sondern auch auf dem Ausstoss während dem Bau liegen (IE 4, 00:41:52).

3.4 Interview mit Fachexpert*innen Bewertung/Beratung

3.4.1 Interview B/B 1

ESG ist ein neues Thema bei den Kund*innen, die eine Beratung oder Bewertung anfordern, und gewinnt zunehmend an Bedeutung. B/B 1 verfügt intern über ESG-Spezialist*innen, die sich dediziert den Themenfeldern widmen und auch für Bewertungen beigezogen werden. Es gibt Kund*innen, die ganze Portfolios mit dem ESG-Rating des Befragten „screenen“. Es gibt aber auch Fälle, in denen Kund*innen ihr eigenes Rating-Konstrukt kreiert haben oder das des Befragten verwenden und zusätzlich gewisse Modifikationen vornehmen (B/B 1, 00:00:30). Dabei ist die Anzahl ESG-Mandate stetig

gestiegen: 2019 waren es zwei, 2020 lag die Zahl bei fünf, 2021 wurden 19 gezählt und im ersten Halbjahr 2022 wies das Auftragsbuch des Unternehmens bereits 45 ESG-Projekte auf (B/B 1, 00:01:58). Inhaltlich handelt es sich hauptsächlich um ESG-Aspekte wie Energie und Umwelt, bspw. den CO₂-Absenkpfad, auch weil dieser am besten messbar ist (B/B 1, 00:03:39). Auslöser ist dabei nicht mehr überwiegend der Regulator, sondern zunehmend weitere Anspruchsgruppen wie Investor*innen, die aussagekräftige Angaben und Fakten in Erfahrung bringen wollen (B/B 1, 00:05:19). Für Global Corporates stellt sich zunehmend die Frage, ob genügend ESG-konforme Flächen zu mieten sind. Falls ein merklicher Anstieg der Nachfrage verzeichnet wird, kann dies zumindest temporär zu deutlichen Mietzinsanstiegen aufgrund des Angebotsengpasses führen. ESG-konforme Immobilien verfügen in der nahen Zukunft über einen USP (B/B 1, 00:09:46).

Aus dem ESG-Transformationsprozess resultieren Gewinner*innen und Verlierer*innen. Es hat sich gezeigt, dass nicht immer die umfassendste und teuerste Massnahme zum besten Ergebnis führt. Das Finden der besten Teillösungen für die einzelnen Liegenschaften über das ganze Portfolio gesehen, ist ein erfolgsversprechender Pfad. Dabei gilt es stets das Kosten-Nutzen-Verhältnis zu prüfen, was dazu führen kann, dass gewisse Liegenschaften zurückgestellt werden, weil mit geringen Investitionen an anderen Liegenschaften der Effekt des „Überkompensierens“ erreicht werden kann (B/B 1, 00:15:46). Da der Transformationsprozess viel Zeit beanspruchen wird, rät der Experte, einen Top-down-Ansatz mit Blickwinkel auf ganze Portfolios zu wählen. Viele Eigentümer*innen haben beschränkte personelle und monetäre Ressourcen. Deshalb sollen die Aspekte und Immobilien forciert werden, die den grössten positiven Impact ergeben. Die vollständige Erfassung und Auslegeordnung vor dem Ergreifen der Massnahmen wird nicht empfohlen, da ein hoher Aufwand und Zeitverlust zu grosse Hürden darstellen (B/B 1, 00:28:19). Ein aus B/B-Sicht wichtiger Stellenwert hat die Qualität des Areals bzw. die Mikrolage, die ebenfalls ein ESG-Kriterium darstellt. Per se ist eine Büro- oder Einzelhandelsimmobilie an abgelegener Lage bzw. ohne vernünftige Verkehrserschliessung als schlecht zu taxieren (B/B 1, 00:25:10). So entstanden erfolgreiche Areale oder Stadtgebiete dort, wo etwas läuft und wo sich Geschäfts- und Wohnnutzung vermischen, denn Vielfalt und Austausch wirkt belebend und sorgt für eine stabile Entwicklung (B/B 1, 00:26:21).

Flexibilität und Wandelbarkeit bei den Büro- und Handelsimmobilien ist für die Fachperson der zentrale Erfolgsfaktor. Zum einen gilt dies für die initiale Wahl einer Fläche und zum anderen bei bereits bestehenden Mietverhältnissen, wie sich aufgrund der gegenwärtigen Entwicklung zeigt. Dabei ist bspw. ein Mix aus Fokuszellen und Räumen für

Kollaborationen essenziell (B/B 1, 00:31:49). Schwierigkeiten ergeben sich jedoch beim Messen und dem „Rating“ dieses ESG-Kriteriums, bspw. im Hinblick auf den Immobilienwert. Voraussetzung dabei ist, dass mit gleichen Ellen gemessen wird, was aufgrund der Berücksichtigung vieler qualitativer Aspekte noch zu wenig akkurat geschieht (B/B 1, 00:34:52). „Eine Strategie über einen längeren Zeithorizont, bspw. bis 2050 zu haben, begünstigt es, vorausschauend zu planen und die Investition koordiniert zum passenden Zeitpunkt und in der richtigen Reihenfolge zu tätigen“ (B/B 1, 00:52:54).

3.4.2 Interview B/B 2

Das Unternehmen B/B 2 beobachtet, dass es zunehmend Mieter*innen gibt, überwiegend Konzerne bzw. Global Corporates, die ausschliesslich ESG-konforme Flächen suchen, weil dies in ihren internen Richtlinien festgehalten ist. Dies hat einen Einfluss auf den Flächen- und Kapitalmarkt und führt insbesondere zu einem höheren Immobilienwert von nachhaltigen Liegenschaften (B/B 2, 00:07:19). Heute sind Gebäude weltweit für 40 % der CO₂-Emissionen verantwortlich. Eine weitere Erkenntnis, die ebenfalls in einer vom Beratungsunternehmen veröffentlichten Studie zu finden ist, zeigt auf, dass rund 80 % des heutigen Gebäudeparks in der Schweiz 2050 noch bestehen wird. Gezielte Massnahmen am Bestand sind somit von grosser Bedeutung, um die Zielsetzungen bis 2050 erreichen zu können (B/B 2, 00:11:30). In diesem Kontext gilt es auch die Qualität und Flexibilität der Räume zu nennen. Dabei soll eine gegenwärtige und langfristige Nutzbarkeit des Gebäudes garantiert werden. Denn in den letzten Jahren hat sich die Art und Weise des Arbeitens rasch gewandelt. Das Beratungsunternehmen verdeutlicht diesen Aspekt wie folgt (B/B 2, 00:26:18): „Wenn man mit Gebäuden ohne hohe Investitionen eine Transformation aufgrund verschiedener Arbeitszeitmodelle oder Arbeitsformen schnell herbeiführen kann, ist dies in der heutigen Zeit ein sehr grosser Wettbewerbsvorteil.“

Die Niederlassungen in UK berichten der Fachperson, dass in London bereits eine Angebots-Knappheit von ESG-konformen Flächen besteht. Dies treibt den Wert dieser Objekte in die Höhe. Mittelfristig wird sich die Situation wieder normalisieren. Dabei wandelt sich die Möglichkeit von einem Wettbewerbsvorteil hin zur Verhinderung eines Wettbewerbsnachteils, für die Akteur*innen, die noch wenig Anstrengung in Richtung ESG unternommen haben. Das Ergebnis ist ein Wert-Abschlag bzw. ein „Brown Discount“ bei diesen Immobilien (B/B 2, 00:35:45). Falls konsequent eine ESG-Strategie verfolgt wird, können Eigentümerinnen auf der anderen Seite an guten innerstädtischen Lagen momentan von einem „Green Premium“ profitieren. Dieser setzt sich aus einer höheren Zahlungsbereitschaft sowie einer erhöhten Liquidität zusammen. Zudem lassen sich ESG-

konforme Liegenschaften einfacher finanzieren (B/B 2, 00:40:33). Auch hier gelten gewisse Prämissen. Das Premium hängt stark von einer zentralen Lage ab. Für weniger gute Lagen, so genannte B- und C-Lagen, kann dies nicht geltend gemacht werden. Für die Mieter*innen sieht die Situation je nach Land unterschiedlich aus und es kommt auch stark auf die Konkurrenzsituation an (B/B 2, 00:35:45). Studien des Unternehmens haben ergeben, dass mit dem Verfolgen einer ESG-Strategie mit hoher Wahrscheinlichkeit ein Wettbewerbsnachteil ausgeschlossen werden kann. Ein klareres Bild wird sich mit Zunahme der Datendichte aus Transaktionen und Vermietungen ergeben. Bis anhin „liegen noch zu wenig Transaktionen vor, bei denen dieses Thema klar im Fokus stand bzw. wo man das irgendwo anhand eines Preisschildes festgemacht hat“ (B/B 2, 00:43:42).

3.4.3 Interview B/B 3

Dieses Beratungsunternehmen setzt sich zurzeit mit Themen wie Treibhausgasemissionen und Energie-Ist-Analysen auseinander. Dabei dominieren der CO₂-Absenkpfad und die CapEx-Planung. Auch Unterstützung bei Aspekten wie E-Mobilität, Biodiversität oder Nebenkosten-Benchmarking wird nachgefragt. Für das Benchmarking wurde zudem ein Tool entwickelt. Ferner werden Befragungen bei der Mieterschaft durchgeführt, um auch die Komponente „S“ abzudecken und um Aussagen über Gesundheit und Wohlbefinden zu treffen (B/B 3, 00:02:16). Die Verankerung der Nachhaltigkeit in der Strategie und damit einhergehend die Überwachung via „Monitoring“ und „Controlling“ ist dabei der Schlüssel. In diesem Zusammenhang verweist die Fachperson auf den Ansatz „Plan-Check-Act“: „Es wird gemessen, daraus Massnahmen im Rahmen der Nachhaltigkeitsstrategie abgeleitet, um die Zielerreichung zu verbessern – probiert es aus und schaut, ob dadurch stetig Optimierungen und Verbesserungen erzielt werden“ (B/B 3, 00:06:33). Auch das Unternehmen der befragten Person verfolgt eine Nachhaltigkeitsstrategie, wobei die Immobilien ihren Teil dazu beitragen. Weiter ist dies nötig, um gewisse Mandate überhaupt noch übernehmen zu dürfen, da die Kund*innen dies einfordern. Für Immobilieneigentümer*innen ist ein Zeithorizont von 20, 30 Jahren aufgrund des Lebenszyklus ein nicht allzu langes Zeitfenster. Dies heisst, dass mit Blick auf das Netto-Null-Ziel bis 2050 die Chance besteht, innerhalb *eines* wirtschaftlichen Sanierungszyklus das Richtige zu tun. Verpasst man diese, wird es gemäss Expert*in enorm kostenintensiv werden: „Wir haben noch einen Schuss bis 2050 und der muss sitzen“ (B/B 3, 00:07:56). Die interviewte Person weist auf eine spannende Entwicklung einer seiner Kund*in hin. In diesem Fall treten Umweltüberlegungen in den Vordergrund und reine Wirtschaftlichkeitsüberlegungen in den Hintergrund. Dieses Unternehmen schreibt sich selbst hohe Mindestanforderung vor, bspw. im Energieverbrauch und der -effizienz, und falls diese nicht

eingehalten werden, kommt ein Verbot der Betriebserlaubnis zum Tragen. Dies hat einen grossen Effekt auf die DCF-Bewertung. Für die Eigentümer*in ist es unerheblich, wie teuer die Sanierungsmassnahmen zu stehen kommen und wie die Werte betreffend „Pay-back-Time“ ausfallen. Bei den meisten Eigentümer*innen findet jedoch ein breiter abgestütztes Abwägen zwischen den Anforderungen statt (B/B 3, 00:11:13). Smart Meter werden als nützliches Hilfsmittel im Bestand und bei Neubauten eingestuft. Gemäss Interviewpartner*in ist die Festlegung der zu eruierten Werte wegweisend. So ist auch festzulegen, was nicht gemessen wird, wodurch Kosten und Komplexität in Form von zu vielen Daten eingespart werden können (IE 3, 00:28:12).

Der Gebäudeflexibilität wird ein hoher Wert zugewiesen. Diese kann zum einen durch eine Mieterbefragung und zum anderen mittels einer „Real Option Betrachtung“ beurteilt werden. Zweitgenannte Variante beinhaltet die methodische Lösungsfindung, um herauszufinden, was Flexibilität kosten darf und inwiefern die Unsicherheit der Zukunft in die Berechnung einzufließen hat. Aufgrund der hohen Komplexität und des unvorteilhaften Aufwand-Ertrags-Verhältnisses sehen die Meisten von dieser Option ab (IE 3, 00:30:32).

Das Beratungsunternehmen lebt die Empfehlungen an die eigene Kundschaft auch selbst. Auf der Suche nach neuer Bürofläche zur Miete achtet es auf gewisse Zertifikate, weil damit eine Produktivitätssteigerung in Verbindung gebracht wird. Die aktuelle Angebotslage sorgt dafür, dass sich die Suche länger als erhofft gestaltet (IE 3, 00:33:00). Die höhere Produktivität lässt sich darauf zurückführen, dass in ESG-konformen Räumlichkeiten ein verbessertes Wohlbefinden sowie höherer thermischer und akustischer Komfort gegeben sind. Vor allem Unternehmen wie Google, Apple und ähnliche Player legen grossen Wert darauf und sind gerne bereit, höhere Mieten dafür zu bezahlen. Unter dem Strich lohnt sich dies, wenn bedenkt wird, dass hochqualifizierte Arbeitskräfte durch bessere Rahmenbedingungen ihre Leistung um 10 % erhöhen können (IE 3, 00:34:51).

4 Synthese der Ergebnisse

Die Verortung der Thematik im St. Galler Management-Modell bringt zum Ausdruck, dass ESG in allen Elementen auf unterschiedliche Art und Weise zu finden ist. Eine deutliche Intensivierung der Nachhaltigkeitsbestrebungen mit exponentiellem Anstieg spüren die Befragten seit drei, vier Jahren. Dabei nehmen der Staat und der Regulator eine federführende Rolle ein. So wird die Schweiz in Zukunft indirekt von der EU-Taxonomie tangiert sein, die insbesondere einen Grundstein für standardisierte, technische Offenlegungs- und Screening-Pflichten bildet. Betroffen sind dabei Unternehmen mit über 500 Mitarbeitenden. Noch verbindlicher wirken im Energiebereich die seit 2014 aktualisierten

MuKEN und hinsichtlich CO₂-Ausstoss das Klimaabkommen von Paris, wodurch sich die Schweiz bis 2030 zur Halbierung der Emissionen verpflichtet hat. Dies gibt bereits einen Eindruck über die stärksten Treiber des Transformationsprozesses in Form des Klimawandels, der eine Kaskade an Aspekten und Handlungen auslöst: Energieeffizienz, Ressourcenverbrauch, Treibhausgase, Mobilität, Biodiversität, Kreislaufwirtschaft, Gebäudedeflexibilität etc. Daneben gehen auch Impulse von den Mieter*innen, Investor*innen und Eigentümer*innen aus, die ESG-Faktoren bereits in ihren Strategien und Berichterstattungen berücksichtigen. Für institutionelle Eigentümer*innen besteht die Herausforderung darin, konkrete ESG-Strategien mit Gültigkeit für ca. 30 Jahre zu definieren, während die Anreizstrukturen in Unternehmen wesentlich kürzer ausgelegt sind. Der Stand des ESG-Transformationsprozesses kann je nach Blickwinkel unterschiedlich eingeschätzt werden. Einerseits wird die Umsetzung als noch in den Kinderschuhen steckend, andererseits das Wissen und die zurechtgelegten Strategien als weit fortgeschritten beurteilt. Dabei gilt es zwischen kleinen und grossen Eigentümer*innen zu unterscheiden. Die zweitgenannte Gruppe ist ersterer voraus.

Eine Differenz zwischen Expert*inneneinschätzung und Literatur lässt sich betreffend Technologie, bspw. hinsichtlich Smart Building, identifizieren. In der Praxis werden eher verlässlich funktionierende, praktikable und instandhaltungsarme Low-Tech-Lösungen präferiert, wohingegen die Theorie auf das grosse Potential, bspw. für Einsparungen und erhöhte Raumqualität, von intelligenter Technologie aufmerksam macht. Einigkeit herrscht hingegen bei der hohen Bedeutung der Gebäudedeflexibilität und Grundrissqualität. Die Anforderungen werden zunehmend vielfältiger und die Zyklen der Nutzungsarten fallen immer kürzer aus. Vor wenigen Jahren war der Fokus noch viel einseitiger auf die Bauweise gelegt. Nun schauen institutionelle Eigentümer*innen und Investor*innen auf optimale Raumqualität, Komfort und Gesundheit der Mitarbeitenden der Mieterschaft. Studien zeigen, dass bei zertifizierten Immobilien die Produktivität merklich höher ausfällt. Somit wird bereits bei der Gebäudeplanung, beim Kauf und der Sanierung von Liegenschaften durch die Brille der Nutzenden geblickt, um ein qualitativ hochstehendes Produkt zu ermöglichen. Vor allem grössere, internationale Mieter*innen, die ebenfalls eine Nachhaltigkeitsstrategie verfolgen und ausweisen müssen, können ausschliesslich noch ESG-konforme Flächen mieten. Da Gebäudelabels viele der ESG-Kriterien beinhalten, orientieren sich die Mieter*innen stark daran. Eine dementsprechend stark angestiegene Nachfrage wird bspw. in Grossstädten wie London verzeichnet, kann aber auch schon in geringerem Ausmass in Zürich beobachtet werden. Somit deckt sich die Feststellung der Analyse anhand des Vier-Quadranten-Modells aus der Theorie mit den

Aussagen der Expert*innen hinsichtlich einer kurzfristigen Angebotsknappheit. ESG gilt zurzeit als wichtiges Differenzierungsmerkmal. Überwiegend in den Städten an A-Lagen geht damit ein „Green Premium“ einher. Mittel- bis langfristig wird dieser Wettbewerbsvorteil verloren gehen, was auf der anderen Seite für nicht-nachhaltige Flächen ein Wertabschlag, einen „Brown Discount“, bedeutet. An B- und C-Lagen hingegen ist das Lösen des „Premiums“ viel schwieriger. Ebenfalls hängt der Aufschlag von der Nutzungsart, den regionalen Vorgaben und der Konkurrenzsituation ab. So legen kleine Mieter*innen weniger Wert auf ESG-Aspekte, sondern gewichten bspw. Möglichkeiten wie „Plug and Play“ höher ein. Auch für die Mieterschaft von Einzelhandelsimmobilien zählen die Frequenz und Visibilität oft mehr als Nachhaltigkeitskriterien und sie sind nicht auf A-Lagen angewiesen. So funktionieren konzentrierte Formen wie Einkaufszentren, bspw. das Glatt, durchaus in Agglomerationen oder ländlicheren Gebieten. Hier kristallisieren sich gewisse Ambivalenzen heraus: Immobilien abseits von Zentren sind bspw. eher auf Parkplätze angewiesen. Gewisse Labels inkludieren bei ihrer Bewertung jedoch den durch eine Liegenschaft induzierten Verkehr. Gleichzeitig sind eine gewisse Zahl an Pflichtparkplätzen vorgegeben.

Die Annahmen der Parameter der DCF-Methode dürften sich künftig verändern. Mit zusätzlich auswertbaren Daten aus Vermietung und Transaktionen wird es gelingen, Muster für die adäquate Berücksichtigung in der Bewertung zu eruieren. An nachgefragten Orten können ESG-konforme Büro- und Einzelhandelsimmobilien höhere Mieteinnahmen generieren. Zudem fallen die verbrauchsabhängigen Kosten für Energie, die auf die Mieter*innen überwältigt werden können, bei effizienten Liegenschaften tiefer aus. Dies wiederum resultiert in einer höheren Zahlungsbereitschaft für die Nettomiete.

Da ESG-Konformität zukunftsorientierte Arbeitsmodelle ermöglicht und zu Produktivitätssteigerungen führt, werden Verträge eher verlängert oder es werden schneller neue Nutzende gefunden. Dadurch sind von Seiten Eigentümer*innen aufgrund der besseren Verhandlungsmacht weniger Eingeständnisse vorzunehmen. Zudem weisen die Mieter*innen solcher Flächen in der Regel eine höhere Solvenz auf.

Die Eingabegrösse der umlegbaren Verwaltungskosten übt im ESG-Kontext keinen massgeblichen Einfluss auf die Wertermittlung aus. Jedoch zeigt die Auswertung der Interviews auf, dass bei diesem Parameter eine hohe Schwankungsbreite der Kosten vorliegt, was Optimierungspotential vermuten lässt.

Bei den CapEx sollen die Infra- und Raumstrukturen lange in gebrauchstauglichem und an die Bedürfnisse wandelbaren Zustand mit hoher Nutzungsqualität bleiben. Bei einigen

Objekten im Bestand sind ESG-kompatible Sanierungen trotz höherer Investition rentabel. Dadurch werden gewisse Risiken mitigiert, die sich durch die rasche Veränderung der Gesetzgebung und Nutzeranforderung ergeben. Werden keine oder nur wenige Massnahmen antizipierend getroffen, mündet dies bewertungsseitig in einem höheren Instandsetzungsfond des Exits. Dabei sorgen bereits kleinere und mittlere Eingriffe am Bestand zu einer signifikanten Senkung des Ressourcenverbrauchs.

Der Diskontierungs- und Kapitalisierungszinssatz reflektiert die Risiken in Verbindung mit den künftigen Cashflows einer Liegenschaft während der Haltedauer. Es gibt somit überzeugende Gründe, weshalb dieser Satz bei ESG-konformen Gebäuden tiefer sein soll. Aufgrund der einhergehenden höheren Handelbarkeit bzw. Liquidität und angestiegener Nachfrage sinkt das Risiko, weshalb Eigentümer*innen und Investor*innen bereit sind, weniger hohe Renditen in Kauf zu nehmen.

Quantitative Aussagen zum Einfluss von ESG-Kriterien auf einzelne DCF-Parameter sind aufgrund der schwachen Datenlage und der Interdependenzen zwischen den Eingabegrössen nur vage möglich. Durch mehr Erfahrungswerte und anhand von multiplen Regressionsanalysen werden immer exaktere Annahmen den Weg in die Bewertung finden. Eine ähnliche Herausforderung stellt die Datenverfügbarkeit, Nachvollziehbarkeit und Vergleichbarkeit dar. So existieren CO₂-Intensitäts-Ratings, die auf nicht einheitlichen Berechnungsgrundlagen und KPIs basieren. Bei einer ständig wachsenden Weltbevölkerung sind relative Werte wie bspw. Ausstoss pro Kopf oder pro m² und nicht absolute Vorgaben zielführend. Dies bedingt eine quantitative Transformationsleistung und die damit verbundene transparente Berücksichtigung von ESG-Kriterien im Rahmen der Immobilienbewertung. Dabei sind den Bewerter*innen momentan noch die Hände gebunden, da sich ESG-Konformität noch nicht klar in den Transaktionspreisen widerspiegelt.

Grössere institutionelle Eigentümer*innen sind im ESG-Transformationsprozess gut aufgestellt. Durch umfangreiche Ressourcen, viel Know-how und weniger externe Abhängigkeiten können sie die Entwicklung, bspw. im Umgang mit dem Bestand, mehrwertgenerierend und proaktiv gestalten. Weil rund 80 % des derzeitigen Gebäudeparks im Jahr 2050 noch bestehen wird, ist dieser Aspekt von enormer Bedeutung. Bei ESG-Sanierungen und Investitionen ist ein Top-down-Ansatz mit Portfoliosicht nach dem Paretoprinzip zielführend. Es sind liegenschaftsübergreifend dort Optimierungen anzubringen, wo das beste Kosten-/Nutzen/Impact-Verhältnis lokalisiert wird. Gerade vor diesem Hintergrund zeigt sich, dass nicht zwangsläufig die umfassendste, sondern auch Teillösungen zu einem guten Ergebnis führen. Dabei sind Massnahmen auf dem Zeitstrahl, bspw. bis 2050,

stringent aufeinander abzustimmen und zu priorisieren. Um möglichst alle Faktoren für einen nachhaltigen Weg zu berücksichtigen, ist das Anstreben der Kreislaufwirtschaft und das Einbeziehen aller tangierten Anspruchsgruppen notwendig. Unter dem Kriterium „E“, wo zurzeit aufgrund der hohen Dringlichkeit und langer Umsetzungsdauer die Priorität liegt, sind Heizungsersatz mit erneuerbarer Energie, die Stromproduktion mit eigener Photovoltaik und das Dämmen der Gebäudehülle hoch im Trend. Es gilt auch hier, bereits bei der Produktherstellung und der Materialwahl auf Nachhaltigkeitsaspekte zu achten. Für eine erfolgreiche ESG-Transformation wird neben den Bewertungsschwierigkeiten wegweisend sein, wie das Sozial- und Umweltkapital monetarisiert werden kann. Dies beeinflusst insbesondere die Bewertung der Liegenschaften und ist massgebend für die Beurteilung der Auswirkung auf die Umwelt und verschiedene Anspruchsgruppen. Ziel muss es sein, die Kosten und Auswirkung der Geschäftstätigkeit entlang der gesamten Wertschöpfungskette möglichst zu internalisieren. Eine Komponente bildet dafür der durch die EU angekündigte, ab 2026 startende Zertifikat-Emissionshandel für die Sektoren Verkehr und Gebäude.

Die ESG-Transformation stellt sowohl einen „Value Creator“ als auch einen „Value Defender“ dar. Für den Wertetreiber sprechen die Positionierungsmöglichkeit von grösseren Unternehmen und der Wettbewerbsvorteil an zentralen Lagen. Die erhöhten und zusätzlichen Investitionskosten auf Liegenschaftsstufe, die fehlende Planbarkeit und Ungewissheit der Zukunft werden als Gründe für die Einordnung als „Value Defender“ genannt.

5 Schlussbetrachtung

5.1 Fazit

Die drei ESG-Kriterien gewinnen in der Nachhaltigkeitsdebatte zunehmend an Bedeutung. Dabei liegen die Herausforderungen in der Vereinbarkeit der Nachhaltigkeit und Wirtschaftlichkeit sowie im Umgang mit den damit einhergehenden Opportunitäten und Gefahren. ESG kann somit in verschiedensten Bereichen der Immobilienwirtschaft identifiziert werden, was auch die Verortung im St. Galler Management-Modell verdeutlicht. Die stärksten Treiber des ESG-Wandels liegen in Form des Klimawandels vor, der eine Kaskade an Aspekten und Handlungen wie Energieeffizienz, Ressourcenverbrauch, Treibhausgase, Mobilität etc. auslöst. Die Modellierung des Marktes für ESG-konforme Flächen im Vier-Quadranten-Modell von DiPasquale & Wheaton zeigt auf, dass die Nachfrage kurz bis mittelfristig das Angebot übersteigt und somit von erhöhten Preisen im Vergleich zu nicht-konformer Fläche auszugehen ist. Dabei kann das „Green Premium“ überwiegend bei Büroflächen an A-Lagen, die internationale Unternehmen mieten

bzw. nachfragen, gelöst werden. Zugleich achtet diese Mieterschaft vor allem auf Gebäudelabels, da sie sich insbesondere davon eine höhere Produktivität der Mitarbeitenden versprechen und sie teilweise ebenfalls eine Nachhaltigkeitsstrategie verfolgen und ausweisen müssen. Die Priorität der Massnahmen liegt zurzeit im Bereich Environment, da klare Vorgaben vorliegen und die Umsetzung viel Zeit beansprucht. Daneben nehmen die Gebäudeflexibilität sowie die Gesundheit und das Wohlbefinden innerhalb des „S“-Kriteriums einen wichtigen Stellenwert ein. ESG-konforme Flächen zeichnen sich durch eine höhere Zahlungsbereitschaft aus, weisen weniger Leerstand auf und lassen sich einfacher finanzieren. Bei den DCF-Parametern äussert sich der positive Effekt auf den Immobilienwert vor allem durch die höheren Mieteinnahmen, einen reduzierten Diskontierungs- und Kapitalisierungszinssatz sowie tiefere Investitionskosten. Gemäss Paretoprinzip sind die ESG-Ertüchtigungen bei denjenigen Liegenschaften vorzunehmen, mit denen im Portfolio vergleichsweise das beste Kosten-/Nutzen-Verhältnis erzielt werden kann.

5.2 Diskussion und Limitierungen

Da es sich bei dieser qualitativen, empirischen Betrachtung um eine Stichprobenuntersuchung handelt, können die Erkenntnisse und Folgerungen lediglich für einen Teil der Grundgesamtheit als repräsentativ betrachtet werden. Der Anspruch betreffend Aussagekraft besteht hauptsächlich darin, bedeutende Themenfelder und Aspekte zu beleuchten. Damit umfassendere Rückschlüsse von grösserer Tragweite gezogen werden können, wäre eine quantitative Analyse mit ausreichend dichten Daten aus Vermietungen und Transaktionen zielführend. Allerdings kann auch eine Erweiterung der Stichprobe in Anzahl und Art der Expert*innen einen mehrwertstiftenden Beitrag leisten. Es wurden sieben Interviews mit Verantwortungsträger*innen von Branchenführern durchgeführt, wovon vier befragte Personen institutionellen Eigentümer*innen und drei dem Fachbereich Bewertung/Beratung angehören. Einige davon waren bereits in beiden Bereichen tätig. Mittels einer selektiven Auswahl der Expert*innen, der zweifachen Perspektive aus Sicht Eigentümer*innen und Bewertung/Beratung sowie der gründlichen Untersuchung der codierten Volltranskripte darf die Anzahl von sieben Expert*innen als adäquat beurteilt werden. Die Befragung weiterer Interessensgruppen wie Regulator, Öffentlichkeit, Prop-Tech oder Mieterschaft bietet sich ebenfalls an, wobei mit dem Bereich Bewertung/Beratung die Sichtweise dieser Marktakteur*innen impliziert ist. Daneben stellen Veränderungen und die Dynamik der ESG-Thematik getroffene Annahmen rasch wieder in Frage. Erschwerend kommt hinzu, dass die ESG-Thematik eine Erscheinung jüngerer Zeit darstellt und somit nicht durchgehend ein einheitliches Verständnis und eine

Vergleichbarkeit gegeben ist. Ferner sind isolierte und allgemeingültige Aussagen bei der DCF-Bewertung schwierig zu treffen. Wird eine ESG-Massnahme umgesetzt oder ein DCF-Parameter verändert, kommen die Wechselwirkungen innerhalb dieses komplexen Systems zum Tragen. So stellen die Darlegungen dieser Arbeit weniger eine allgemeingültige Lösung dar, sondern sollen dazu dienen, die Verantwortungsträger*innen und Meinungsbildner*innen in der Immobilienbranche für einige bedeutende Aspekte zu sensibilisieren, sie zur Reflexion zu bewegen und mittels integrierter Betrachtung auf brachliegendes Potential aufmerksam zu machen.

5.3 Ausblick

Das Augenmerk der gegenwärtigen Bestrebungen ist auf die Umwelt gerichtet. Künftig sollen jedoch zunehmend auch Social- und Governance-Faktoren im Reporting bzw. der Berichterstattung ausgewiesen werden. Hierbei werden neue, innovative Lösungen von PropTech-Unternehmen, die Schnittstellen bedienen und die Dateneruierung und Auswertung auf ein höheres Niveau bringen, wegweisend sein. Daneben wird die Forderung der Eigentümer*innen betreffend Art und Weise der Berücksichtigung von ESG-Kriterien bei der Immobilienbewertung immer lauter. Aus Sicht der Bewertung existiert dafür die Evidenz in noch zu geringem Ausmass. Sobald jedoch eine genügende Dichte an Daten existiert und Muster erkennbar werden, gilt es genau zu beobachten, inwiefern die Eingabegrössen des DCF-Verfahrens adjustiert werden. Weiter wird der Regulator eine wegweisende Rolle spielen. Vor allem zum Zeitpunkt, wenn bspw. die CO₂-Emissionsreduktion weit fortgeschritten ist und es darum geht, die letzten Optimierungen auf bereits hohem Niveau zu realisieren. Denn ganze 80 % der Immobilien, die im Jahr 2050 bestehen werden, sind heute bereits gebaut. Die Investitionen und Arbeiten am Bestand werden somit von grosser Tragweite sein. Aspekte wie Kreislaufwirtschaft, graue Energie, Madaster und der Emissionshandel werden eine zweite Renaissance erfahren. In diesem Kontext nehmen die grossen institutionellen Eigentümer*innen eine Vorreiterrolle ein. Entscheidend sind in diesem Kontext jedoch auch die Klein- und Kleinsteigentümer*innen, die rund zwei Drittel des Gebäudeparks besitzen und über viel weniger Ressourcen, Know-how und Handlungsspielraum verfügen. Eine weitere Herausforderung findet sich in der Bekämpfung eines globalen Problems mit lokalen Lösungen. Sanktionen und Restriktionen in der Schweiz oder Europa können dazu führen, dass die Märkte zu stark reguliert werden und die internationale Konkurrenzfähigkeit dadurch untergraben wird. Es wird somit sehr interessant sein, welche Entwicklungen und Veränderungen sich in den nächsten Jahren rund um ESG und den Immobilienwert ergeben.

Literaturverzeichnis

- Ammann, A. (2021). *Einführung in die Immobilienbewertung. Frühlingssemester 2021*. Zürich: Institut für Banking and Finance UZH.
- Avaro, D. Y. (2022). *EU Taxonomie Richtlinien in Ihrem Unternehmen implementieren*. <https://s-peers.com/sap-analytics/sustainability-analytics/eu-taxonomie-implementation/>
- Bundesamt für Umwelt BAFU (2019). *Bundesrat will bis 2050 eine klimaneutrale Schweiz*. <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-76206.html>
- Baumann, R., & Müller, J. (2021). Praxiserfahrungen zu Entwicklung und Implementierung von Nachhaltigkeitsstrategien: Aus dem Unvermeidlichen eine Tugend machen. In T. Veith, C. Conrads, & F. Hackelberg (Hrsg.), *ESG in der Immobilienwirtschaft: Praxishandbuch für den gesamten Immobilien- und Investitionszyklus* (S. 375–396). Freiburg: Haufe-Lexware.
- Beyerle, T., & Slupik, A. (2020). Market Tracker ESG Investment 2020. *Catella Research*, 4.
- Bieger, T., Heer, S., Kuster, S., & Tuckermann, H. (2021). *Einführung in die Managementlehre: Basierend auf dem St. Galler Management-Modell*. Bern: Haupt.
- Böhnlein, J. (2021). ESG im Asset-Management. In T. Veith, C. Conrads, & F. Hackelberg (Hrsg.), *ESG in der Immobilienwirtschaft: Praxishandbuch für den gesamten Immobilien- und Investitionszyklus* (S. 397–414). Freiburg: Haufe-Lexware.
- Büchi, P. (2021). Die digitale Transformation ist eine Frage des Überlebens. *Fokus: Bau- & Immobilienwelt, 1* (Smart Media), 20.
- Conrads, C. (2021). Politik und Regulatorik im Spannungsfeld zwischen Gestaltung der ESG-Transformation und wachsendem Regulierungsdruck. In T. Veith, C. Conrads, & F. Hackelberg (Hrsg.), *ESG in der Immobilienwirtschaft: Praxishandbuch für den gesamten Immobilien- und Investitionszyklus* (S. 25–78). Freiburg: Haufe-Lexware.
- Dressen, M., & Kovacs, A. (2021). *CBRE: Retail Trends & Commercial Letting. Herbstsemester 2021*. Zürich: Institut für Banking and Finance UZH.
- Egli, M. (2021). Mit Smart Buildings zur nachhaltigen Liegenschaft. *Fokus: Bau- & Immobilienwelt, 1* (Smart Media), 20.

- emontor AG. (2022). *Whitepaper: ESG-Kriterien in der Immobilienbranche*. <https://emontor.ch/esg-kriterien-in-der-immobilienbranche/>
- Geltner, D. M., Miller, N. G., Clayton, J., & Eichholtz, P. (2014). *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. (Third Edition). Mason: OnCourse Learning.
- Guserl, R., & Pernsteiner, H. (2015). *Finanzmanagement: Grundlagen, Konzepte und Umsetzung*. (2. Aufl.). Wiesbaden: Gabler. DOI 10.1007/978-3-8349-4683-6.
- Hersberger, D. (2008). *Wertermittlung mit dem DCF-Verfahren bei Wohn- und Büroimmobilien in der Schweiz und in Deutschland*. Wiesbaden: BoD – Books on Demand.
- Hornung, R. (2021, März 31). ESG-konforme Immobilienbewertung – Status quo und Ausblick. *Wüest Partner Schweiz*. <https://www.wuestpartner.com/ch-de/2021/03/31/esg-konforme-immobilienbewertung-status-quo-und-ausblick/>
- Jäger, C., & Benning-Linnert, M. (2021). Markttrends und Werttreiber. In T. Veith, C. Conrads, & F. Hackelberg (Hrsg.), *ESG in der Immobilienwirtschaft: Praxishandbuch für den gesamten Immobilien- und Investitionszyklus* (S. 79–156). Freiburg: Haufe-Lexware.
- Kadel, D., Von Richthofen, J., & Hackelberg, F. (2021). ESG in der Immobilienbewertung. In T. Veith, C. Conrads, & F. Hackelberg (Hrsg.), *ESG in der Immobilienwirtschaft: Praxishandbuch für den gesamten Immobilien- und Investitionszyklus* (S. 461–488). Freiburg: Haufe-Lexware.
- Kühl, S., Strodtholz, P., & Taffertshofer, A. (Hrsg.). (2009). *Handbuch Methoden der Organisationsforschung: Quantitative und qualitative Methoden*. (1. Aufl.). Wiesbaden: VS Verl. für Sozialwissenschaften.
- Lakenbrink, S. (2021). Instrumente zur Messung von ESG-Kriterien und Taxonomie. In T. Veith, C. Conrads, & F. Hackelberg (Hrsg.), *ESG in der Immobilienwirtschaft: Praxishandbuch für den gesamten Immobilien- und Investitionszyklus* (S. 273–282). Freiburg: Haufe-Lexware.
- Mayer, H. O. (2009). *Interview und schriftliche Befragung: Entwicklung, Durchführung und Auswertung*. (5., überarb. Aufl.). München: Oldenbourg.
- Mayer, H. O. (2013). *Interview und schriftliche Befragung: Grundlagen und Methoden empirischer Sozialforschung* (6., überarb. Aufl.). München: Oldenbourg.

- Mayring, P. (2022). *Qualitative Inhaltsanalyse: Grundlagen und Techniken* (13., aktual. Auflage). Weinheim: Beltz.
- McKinsey. (2020). *Net-Zero Europe – Decarbonization pathways and socioeconomic implications*. [https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/business%20functions/sustainability/our%20insights/how%20the%20european%20un-
ion%20could%20achieve%20net%20zero%20emis-
sions%20at%20net%20zero%20cost/net-zero-europe-vf.pdf](https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/business%20functions/sustainability/our%20insights/how%20the%20european%20union%20could%20achieve%20net%20zero%20emissions%20at%20net%20zero%20cost/net-zero-europe-vf.pdf)
- Mussaëus, P., Truong, S., & Stollman, T. (2021). Energierechtliche und -wirtschaftliche Besonderheiten im Rahmen von ESG. In T. Veith, C. Conrads, & F. Hackelberg (Hrsg.), *ESG in der Immobilienwirtschaft: Praxishandbuch für den gesamten Immobilien- und Investitionszyklus* (S. 283–318). Freiburg: Haufe-Lexware.
- Naumer, H.-J. (Hrsg.). (2021). *Vermögensbildungspolitik: Wohlstand steigern - Ungleichheit verringern - Souveränität stärken*. Wiesbaden: Springer. DOI 10.1007/978-3-658-34057-5.
- Pape, U., & Steinbach, M. (2011). Zukunftsorientierung in der betrieblichen Finanzwirtschaft. In V. Tiberius (Hrsg.), *Zukunftsorientierung in der Betriebswirtschaftslehre* (S. 139–149). Wiesbaden: Gabler. DOI 10.1007/978-3-8349-6642-1.
- Patrizia AG. (2018). *Nachhaltigkeit in der Immobilienbranche: Verantwortlich Investieren zahlt sich aus*. <https://www.patrizia.ag/de/news-detail/nachhaltigkeit-in-der-immobilienbranche-verantwortlich-investieren-zahlt-sich-aus/>
- PwC GmbH. (2021). *Real Estate Benchmark Studie 2021: ESG - der grosse Wandel in der Immobilienbranche*. Berlin: Softcover.
- Reich, S. (2022). Die Rolle von Environmental, Social & Governance (ESG) in der gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Transformation. In A. Pfnür, M. Eberhardt, & T. Herr (Hrsg.), *Transformation der Immobilienwirtschaft: Geschäftsmodelle, Strukturen, Prozesse und Produkte im Wandel* (S. 137–155). Wiesbaden: Springer. DOI 10.1007/978-3-658-35363-6.
- Royal Institution of Chartered Surveyors RICS (2021). *RICS Valuation - Global Standards*. Norwich: Page Bros.
- Rottke, N. B. (2017). Theoretisches Fundament der Immobilienwirtschaftslehre. In N. B. Rottke & M. Thomas (Hrsg.), *Immobilienwirtschaftslehre Management* (S. 73–89). Wiesbaden: Springer.

- Rottke, N. B. (2017). Immobilienarten. In N. B. Rottke & M. Thomas (Hrsg.), *Immobilienwirtschaftslehre Management* (S. 141–171). Wiesbaden: Springer.
- Röttmer, N., Michaels, A., Fromageot, F., & Schwarz, F. (2021). Auswirkungen des Klimawandels auf die Immobilienwirtschaft: Ansätze zur Steuerung von Klimachancen und -risiken. In T. Veith, C. Conrads, & F. Hackelberg (Hrsg.), *ESG in der Immobilienwirtschaft: Praxishandbuch für den gesamten Immobilien- und Investitionszyklus* (S. 249–271). Freiburg: Haufe-Lexware.
- Rüegg-Stürm, J. (2009). Das neue St. Galler Management-Modell. In R. Dubs, D. Euler, J. Rüegg-Stürm, & C. E. Wyss (Hrsg.), *Einführung in die Managementlehre*. (2. Aufl., S. 65–192). Bern: Haupt.
- Rüegg-Stürm, J., & Grand, S. (2019). *Das St. Galler Management-Modell: Management in einer komplexen Welt*. Stuttgart: UTB.
- Schweizerische Vereinigung kantonaler Grundstückbewertungsexperten SVKG (2019). *Das Schweizerische Schätzerhandbuch; Bewertung von Immobilien*. (5. Auflage). Zürich: Schulthess.
- Seiler, M. (2021). *PwC: Ertragswert, internationale Verfahren und DCF: Mit der Theorie in die Praxis. Frühlingsemester 2021*. Zürich: Institut für Banking and Finance UZH.
- Stamm, D., Fürer, T., & Jünger, J. (2022). Der Einfluss von Nachhaltigkeitsaspekten auf Immobilienentscheide. In D. Stocker, M. Bregovic, J. Droxler, & A. Monney (Hrsg.), *JLL Büromarkt Studie Schweiz* (S. 6–10). Zürich: JLL.
- Staub, P. (2021). IoT erobert die Bau- und Immobilienwelt. *Fokus: Bau- & Immobilienwelt, 1* (Smart Media), 20.
- Schweizerische Vereinigung Kantonalen Grundstückbewertungsexperten SVKG (2012). *Das Schweizerische Schätzerhandbuch: Das umfassende und praxisorientierte Lehrbuch über die wichtigen Immobilien-Bewertungsmethoden der Schweiz*. (4., überarb. und erweiterte Auflage). Zürich: Schulthess.
- Swiss Valuation Standard SVS (2017). *Best Practice of Real Estate Valuation in Switzerland*. Zürich: vdf Hochschulverlag an der ETH Zürich.
- Trübstein, M. (Hrsg.). (2012). *Praxishandbuch Immobilieninvestments: Anlagevehikel, Märkte, Strategien in Deutschland und Österreich*. (1. Aufl.). Wiesbaden: Gabler.

- Wenkel, J., Fischer, P., Reinberg, M. P., & Wollein, A. (2021). *Positionspapier ESG in der Immobilienbewertung*. <https://www.pwc.at/de/presse/2021/esg-wird-in-zukunft-die-bewertung-von-immobilien-ma%C3%9Fgeblich-beeinflussen/positionspapier-esg-in-der-immobilienbewertung.pdf>
- Wilke, E., & Conrads, C. (2021). ESG im internationalen Kontext. In T. Veith, C. Conrads, & F. Hackelberg (Hrsg.), *ESG in der Immobilienwirtschaft: Praxishandbuch für den gesamten Immobilien- und Investitionszyklus* (S. 157–192). Freiburg: Haufe-Lexware.
- Wübbelmann, K., & Hackelberg, F. (2021). ESG in der Immobilienbewertung. *Der Immobilienbewerter - Zeitschrift für die Bewertungspraxis*. 2021 (2), 18–22.
- Wüest Partner AG. (2022). *Die Wirkung von Nachhaltigkeit auf Immobilienwerte: Eine empirische Untersuchung über den Zusammenhang zwischen dem fossilen CO₂-Ausstoss von Wohnrenditeliegenschaften und deren Marktwert*. Zürich: Wüest Partner AG.
- Wüest Partner Gruppe. (2021, März 31). *ESG-konforme Immobilienbewertung – Status quo und Ausblick*. <https://www.wuestpartner.com/ch-de/2021/03/31/esg-konforme-immobilienbewertung-status-quo-und-ausblick/>

Anhang

Anhang 1 Sustainable Development Goals (SDG)

1. Beendigung von <u>Armut</u> , überall und in allen Formen	
2. Beendigung von <u>Hunger</u> : Ernährungssicherheit und eine bessere Ernährung erreichen und eine nachhaltige Landwirtschaft fördern	
3. Die Gewährleistung und Förderung eines gesunden <u>Lebens</u> für alle Menschen jeden Alters	
4. Inklusive, gerechte und hochwertige <u>Bildung</u> gewährleisten und Möglichkeiten des lebenslangen Lernens für alle fördern	
5. Erreichung von <u>Geschlechtergleichheit</u> und Selbstbestimmung von Mädchen und Frauen	
6. Verfügbarkeit und nachhaltige Bewirtschaftung von <u>Wasser</u> und Sanitärversorgung für alle gewährleisten	
7. Zugang zu bezahlbarer, verlässlicher, nachhaltiger und zeitgemäßer <u>Energie</u> für alle sichern	
8. Dauerhaftes, inklusives und <u>nachhaltiges Wirtschaftswachstum</u> , produktive Vollbeschäftigung und menschenwürdige Arbeit für alle fördern	
9. Eine belastbare Infrastruktur aufbauen, inklusive und nachhaltige Industrialisierung fördern und <u>Innovationen unterstützen</u>	
10. <u>Ungleichheit</u> innerhalb von und zwischen Staaten verringern	
11. Städte und Siedlungen inklusiv, sicher, <u>widerstandsfähig</u> und <u>nachhaltig</u> machen	
12. Für nachhaltige <u>Konsum-</u> und <u>Produktionsformen</u> sorgen	
13. Umgehend Maßnahmen zur <u>Bekämpfung des Klimawandels</u> und seiner <u>Auswirkungen</u> ergreifen	
14. Ozeane, Meere und <u>Meeresressourcen</u> im Sinne einer nachhaltigen Entwicklung erhalten und nachhaltig nutzen	
15. <u>Landökosysteme</u> schützen, <u>wiederherstellen</u> und ihre nachhaltige Nutzung fördern, <u>Wälder</u> nachhaltig bewirtschaften, <u>Wüstenbildung</u> bekämpfen, <u>Bodenverschlechterung</u> stoppen und umkehren und den <u>Biodiversitätsverlust</u> stoppen	
16. <u>Friedliche</u> und <u>inklusive Gesellschaften</u> im Sinne einer nachhaltigen Entwicklung fördern, <u>allen Menschen</u> Zugang zur <u>Justiz</u> ermöglichen und effektive, <u>rechenschaftspflichtige</u> und <u>inklusive Institutionen</u> auf allen Ebenen aufbauen	
17. <u>Umsetzungsmittel</u> stärken und die <u>globale Partnerschaft</u> für nachhaltige Entwicklung <u>wiederbeleben</u>	

Anhang 2 Interviewleitfaden

Hinweise:

- Fragen in schwarzer Schrift werden explizit gestellt, während graue Passagen zum Nachfassen bzw. Verifizieren dienen.
- Interviewpartner*innen und Informationen werden anonymisiert.
- Das Interview wird aufgezeichnet. Die Datei wird bis spätestens 31.12.2022 gelöscht.
- Es wird eine ungezwungene und freie Gesprächsführung angestrebt. Sämtliche Daten werden anonymisiert, damit keine Rückschlüsse auf die Person, die Position oder das Unternehmen möglich sind.
- Das Interview wird in Schriftsprache geführt.

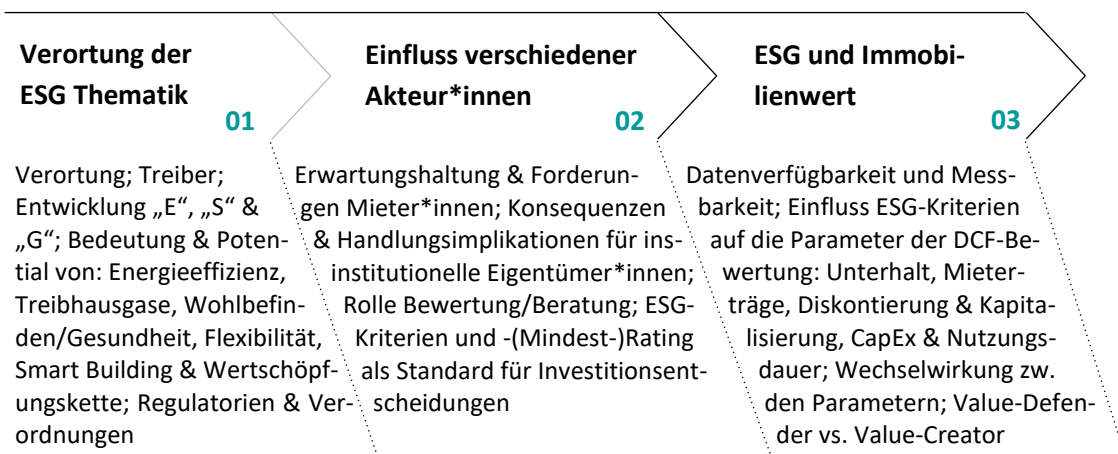
I Eingangsfragen

- Einleitende Informationen über den Experten / die Expertin und das Unternehmen:
 - Welchen Bezug haben Sie zur vorliegenden Thematik und inwiefern beschäftigt Sie diese in Ihrem Tagesgeschäft?
 - Wie bewegt diese Thematik Ihr Unternehmen (Inhaltliche Schwerpunkte, Anz. MA etc.)?
 - Wie hat sich der Stellenwert von ESG in Ihrem beruflichen Umfeld verändert und wie wird diese Entwicklung weiter voranschreiten?

Eingrenzung / Fokus:

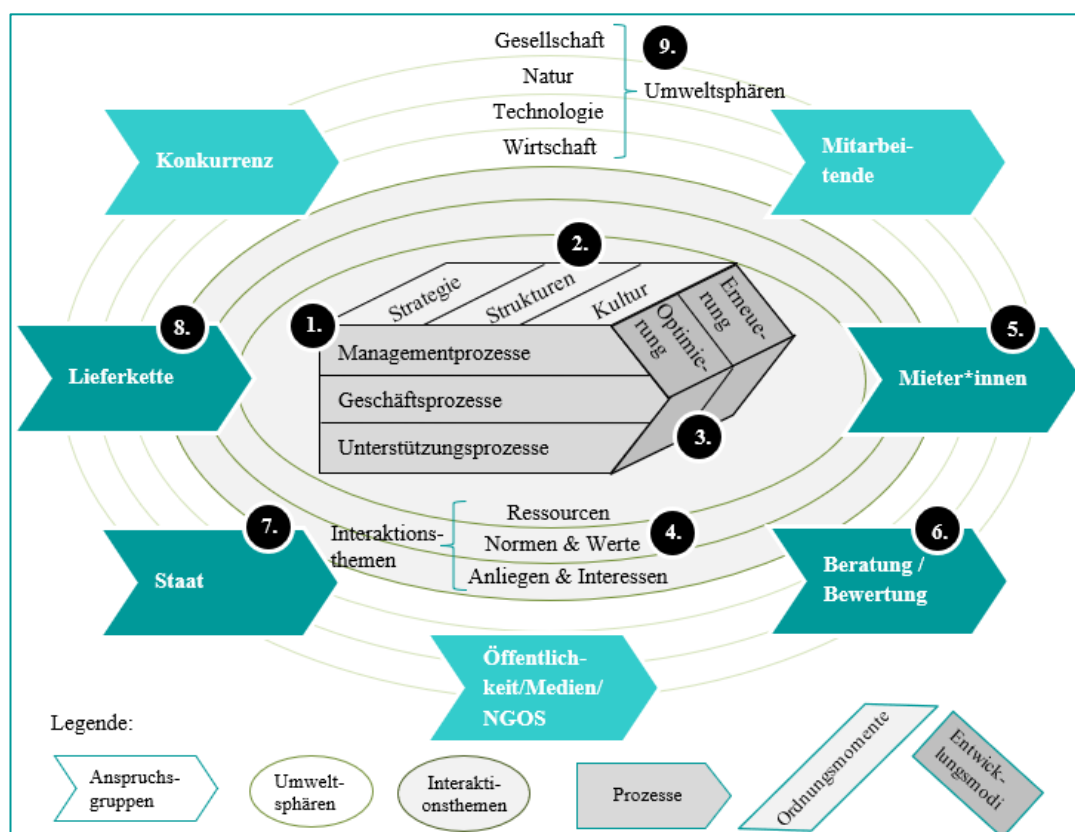
- ESG Faktoren: Treibhausgase, Energieeffizienz, Ressourcenverbrauch, Monitoring, Gesundheit & Wohlbefinden, Mobilität, Sicherheit, Smart Building, Flexibilität, Wertschöpfungskette (Lieferanten & Bewirtschaftung / Vermarktung)
- Gewerbliche Mieter*innen: Büro- und Einzelhandelsimmobilien
- Bewertungsmethode: DCF Verfahren
- Institutionelle Eigentümer*innen mit Fokus auf Stufe Immobilienwert (weniger Unternehmenswert)

Übergeordnet: Berührungspunkte mit ESG, Stellenwert bis anhin & künftig, Bedeutung auf den Wert



01 Entwicklung und Auswirkung von ESG auf den Immobilienmarkt

- Wo verorten Sie das Thema ESG, mit Berücksichtigung des Einflusses auf den Wert, im St. Galler Management-Modell? Was sind die Treiber für die Entwicklung rund um ESG-Kriterien?
 - Politik, Gesellschaft, Regulator, institutionelle Eigentümer*innen, Mietende, Technologie etc.



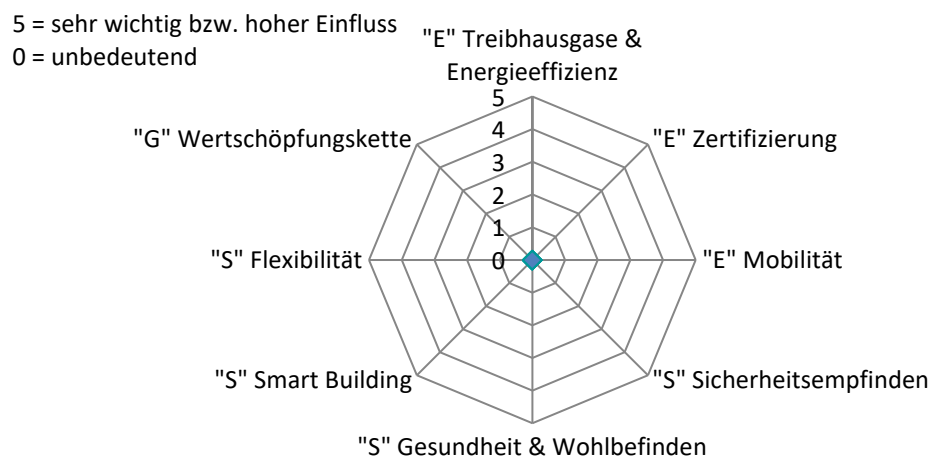
- Wie hat sich die Thematik hinsichtlich der drei Bereiche Umwelt, Gesellschaft und Wirtschaft / Governance für institutionelle Eigentümer*innen verändert?
 - Wo stehen die Akteur*innen heute auf einer Skala von 0–10, wenn man sich den Zeithorizont bis 2050 vor Augen hält?

0 = Noch in den Kinderschuhen

weit fortgeschritten = 10



- Wie unterschiedlich ist die Tragweite / Bedeutung von „E“, „S“ und „G“?
- Wie schätzen Sie die im Spinnendiagramm enthaltenen ESG-konformen Massnahmen hinsichtlich folgender Aspekte ein:
 - Ist wichtig und notwendig, sowie
 - Birgt Potential zur Erhöhung des Werts einer Liegenschaft (bzw. schützt vor Preisabschlag).



- Gibt es weitere wichtige Massnahmen in diesem Kontext?
- Was unternehmen Sie als institutionelle Eigentümer*in bzw. was raten Sie aus der Bewertung/Beratung betreffend dieser Themenfelder?
- Wie hoch ist im ESG-Transformationsprozess die Bedeutung der EU-Taxonomie und weiterer Verordnungen und Regulatorien?

02 Akteur*innen wie Mietende, institutionelle Eigentümer*innen & Bewerber*innen/Berater*innen

Was sind die Erwartungshaltung und Forderungen der Mietenden betreffend ESG-Kriterien?

- Unterschiede Wohn- und Gewerbeimmobilien (Fokus auf Büro- und Handelssimmobilien)
- Wie viele Mieter*innen treffen die Wahl der Lokalität aufgrund von ESG-Kriterien?
- Gehen Sie kurzfristig von einem Nachfrageüberschuss an ESG-konformer Fläche aus?
- Welche Konsequenzen und Handlungsimplicationen lassen sich aufgrund der Entwicklung von ESG für institutionelle Eigentümer*innen von einzelnen Liegenschaften ableiten?
 - Gefahren und Chancen bzw. Opportunitäten, Herausforderungen
 - Reaktiver vs. proaktiver Ansatz
 - Umgang mit Bestandesbauten (Ersatzneubau, Sanierung) und Akquisition von Liegenschaften
- Welche Rolle nehmen im ESG-Transformationsprozess Expert*innen aus der Bewertung/Beratung ein?
- Wird das Einbeziehen von ESG-Kriterien bei Investitionsentscheidungen zum Standard?

- Wird künftig Ihrer Meinung nach überwiegend in Immobilien mit einem bestimmten ESG-Mindestrating investiert.

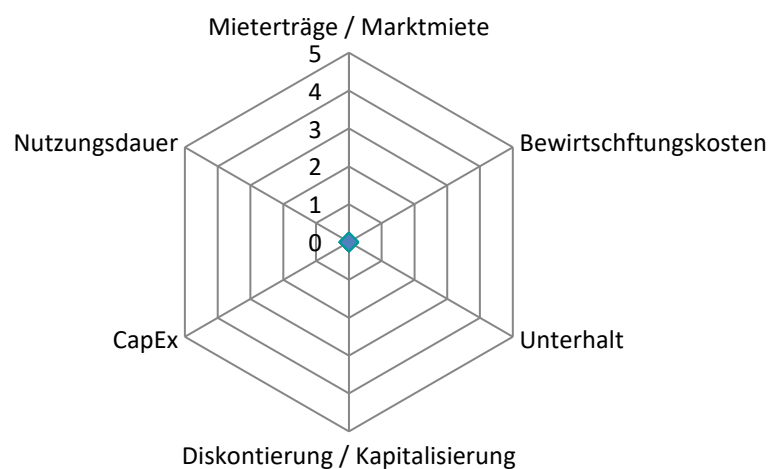
03 Einfluss von ESG-Kriterien auf den Immobilienwert

- Wie ordnen Sie das folgende Zitat im vorliegenden Kontext ein und welche Aussagekraft übt es aus?

„If you can't measure it, you can't manage it“ - Peter Drucker -

- Wie beurteilen Sie den Einfluss von ESG-Faktoren auf die in der Abbildung aufgeführten Parameter der DCF-Bewertung? (Bitte jeweils einen Wert pro Parameter nennen)

5 = sehr gross
0 = unbedeutend



- Können dazu bereits konkrete Aussagen in Zahlen getroffen werden, inwiefern die Parameter verändert werden und dementsprechend die Bewertung beeinflussen?
- Welche Wechselwirkungen bestehen zwischen den Parametern?

II Zusammenfassung und Abschluss

- Sehen institutionelle Eigentümer*innen bzw. Anleger*innen die Berücksichtigung von ESG-Faktoren eher als „Value Creator“ oder als „Value Defender“?
- Können Sie die drei wichtigsten Punkte nochmals erläutern?
- Gibt es etwas, das ich nicht gefragt habe und Ihrer Meinung nach noch wichtig wäre?

Anhang 3 Liste der Codes für die Auswertung in MAXQDA

Die nachfolgende Liste zeigt die Codes auf, anhand derer die Interviewtranskripte ausgewertet wurden (vgl. Kap. 3). Wie in Kapitel 3.1.5 beschrieben, wurden zuerst auf dem Leitfaden fassend Kategorien und Subkategorien für den ersten Codierungsprozess bestimmt. Die 40 deduktiv konzipierten Kategorien sind unten erfasst. Nach dem ersten Codierungsprozess wurden mittels der bereits codierten Transkriptpassagen im weiteren Verlauf zielführend 13 ergänzende Kategorien und Subkategorien definiert. Diese induktiv erarbeiteten Codes sind nachfolgend kursiv formatiert. Insgesamt wurden 415 Textstellen zur genaueren Analyse und Aufführung im Hauptteil verwendet.

Liste der Codes	Häufigkeit
Codesystem	415
ESG Entwicklung	66
Beschäftigungsgrad/Projekte	8
<i>Wendepunkt</i>	6
Treiber	14
Fokusthemen/Gewichtung	11
<i>Stand Wissen/Strategie</i>	5
<i>Stand Umsetzung</i>	11
EU-Taxonomie / weitere Regulatorien	6
<i>Notwendige Veränderungen</i>	5
Verortung	22
Unternehmensstrategie	7
Immobilie/Produkt	4
Staat/Politik/Öffentlichkeit	5
Wertschöpfungs-/Lieferkette	3
Investoren	3
ESG-Massnahmen	85
Treibhausgase und Energieeffizienz	12
Zertifikate	7
Mobilität/ <i>Lage</i>	8
Flexibilität	10
Gesundheit und Wohlbefinden	7
Smart Building	11

Sicherheitsempfinden	7
Wertschöpfungskette und Governance	4
Weitere Massnahmen	7
<i>Ambivalenz/Spannungsfeld</i>	12
Akteur*innen	120
Mieterschaft	18
Bewertung	16
Beratung	8
Institutionelle Eigentümerinnen	75
Umgang mit Bestandesbauten	6
Immobilientransaktionen	7
Herausforderungen	14
Opportunitäten	7
Gefahren	5
Investitionsentscheidungen	8
<i>Handlungsimplicationen</i>	28
<i>Fokusthemen</i>	3
Immobilienwert	(5) 79
Mieteträge/Marktmiete	11
Unterhalt	8
Bewirtschaftungskosten	7
Diskontierungs-/Kapitalisierungszinssatz	12
CapEx	9
Nutzungsdauer	5
<i>Zahlungsbereitschaft</i>	6
<i>Herausforderung</i>	8
<i>Datenpunkte/Informationen</i>	8
Value Creator vs. Value Defender	10
<i>Wichtige Einzelnennung</i>	33

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „Die Auswirkungen der Berücksichtigung von ESG-Kriterien auf die Bewertung von Büro- und Einzelhandelsimmobilien – Eine qualitative Betrachtung“ selbstständig verfasst und keine anderen Hilfsmittel als die angegebenen benutzt habe.

Alle Stellen, die wörtlich oder sinngemäss aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Schriften entnommen sind, habe ich in jedem einzelnen Falle durch Angabe der Quelle (auch der verwendeten Sekundärliteratur) als Entlehnung kenntlich gemacht.

Die Arbeit hat in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegen und wurde auch noch nicht veröffentlicht.

Zürich, den 02.09.2022

Martin Bodenmann