

Pensionskassen legen nachhaltiger an: Gute Gründe, aber auch Hürden

Schweizer Pensionskassenstudie | November 2021



ESG bei Schweizer Pensionskassen
Schweizer Pensionskassen legen nachhaltiger an

Seite 15

Exkurs: ESG bei Pensionskassen im Ländervergleich
Schweiz mit Aufholpotenzial

Seite 27

Das Renditepotenzial von Nachhaltigkeitsanlagen
Erwartete positive und höhere ESG-Renditen in Schwellenländern

Seite 33

Impressum

Herausgeber: Credit Suisse AG, Investment Solutions & Products

Dr. Nannette Hechler-Fayd'herbe
Head of Global Economics & Research
+41 44 333 17 06
nannette.hechler-fayd'herbe@credit-suisse.com

Dr. Sara Carnazzi Weber
Head of Policy & Thematic Economics
+41 44 333 58 82
sara.carnazzi@credit-suisse.com

Redaktionsschluss

22. November 2021

Bestellungen

Elektronische Exemplare über
www.credit-suisse.com/pensionskassenstudie

Copyright

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.
Copyright © 2021 Credit Suisse Group AG und/oder
mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

Quellenangaben

Credit Suisse, ansonsten spezifiziert

Autoren

Policy & Thematic Economics

Dr. Sara Carnazzi Weber, +41 44 333 58 82, sara.carnazzi@credit-suisse.com
Dr. Jan Schüpbach, +41 44 333 77 36, jan.schuepbach@credit-suisse.com

Strategieberatung Pension Funds & Corporate Investors

Agnes Rivas, +41 44 332 20 98, agnes.rivas@credit-suisse.com
Christian Wicki, +41 44 332 32 18, christian.wicki.2@credit-suisse.com

Autoren aus weiteren Bereichen

Jacqueline Oh, Asset Management
Michael van der Meer, Sustainable Investment Specialists
Aurore Staes, Global Investment Strategy

Mitwirkung

Aneta Daniel
Marcin Jablonski
Christine Mumenthaler
Andreas Weber

Liebe Leserinnen und Leser

Das Anlegen unter Einbezug von ESG-Aspekten (Umwelt, Soziales, Governance) hat auch bei Schweizer Pensionskassen stark an Bedeutung gewonnen. Dies zeigt die vorliegende, bereits sechste Neuauflage der 2009 erstmals erschienenen Pensionskassenstudie der Credit Suisse, die ganz im Zeichen des Themas Nachhaltigkeit steht. Die Expertinnen und Experten der Credit Suisse haben folgende Fragestellungen untersucht: Wie werden nachhaltige Anlagestrategien im Detail umgesetzt? Inwiefern wird auch in Schwellenländern bereits nachhaltig investiert? Wie ist das Renditepotenzial von Nachhaltigkeitsanlagen im Vergleich zu traditionellen Anlagen zu beurteilen? Wie kann bei Immobilienanlagen der Nachhaltigkeitsaspekt berücksichtigt werden? Die Analysen basieren auf einer Umfrage bei Schweizer Vorsorgeeinrichtungen und werden ergänzt durch finanztechnische und gesamtwirtschaftliche Einschätzungen zu den Herausforderungen der Schweizer Pensionskassen bei der Implementierung von nachhaltigeren Anlagen.

Gemäss der durchgeführten Umfrage kann ein wesentlicher und steigender Anteil der in Industrieländern investierten Vermögen als nachhaltig bezeichnet werden. Dabei werden unterschiedliche Ansätze verfolgt, und die Bestrebungen umfassen alle grossen Anlagekategorien. Bei Anlagen in Schwellenländern sind ESG-Kriterien noch deutlich untervertreten, die Anlagen dienen aber oft der Risikoreduktion und können zusätzliches Renditepotenzial erschliessen. Gleichzeitig sehen sich die Pensionskassen jedoch auch mit Hürden konfrontiert: Für vier von fünf befragten Vorsorgeeinrichtungen stellt die noch mangelnde Transparenz bei ESG-Daten und die damit verbundene begrenzte Vergleichbarkeit von ESG-Kriterien eine Herausforderung dar. Nicht zuletzt erfordert die Umsetzung einer nachhaltigeren Anlagestrategie auch personelle Ressourcen und Know-how. Die befragten Pensionskassen sind sich aber ihrer Schlüsselrolle als institutionelle Anleger bewusst und geben grossmehrheitlich an, den Schritt zu nachhaltigerem Investieren aus Überzeugung zu vollziehen. Reputations- und Anlagerisiken infolge Regulierung spielen ebenfalls eine Rolle.

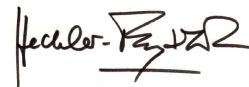
Die Credit Suisse engagiert sich seit Langem für nachhaltiges Investieren und geht das Thema ganzheitlich an. Unsere Experten unterstützen Schweizer Pensionskassen auf allen Ebenen des strategischen Anlageprozesses im individuellen Umgang mit dem Thema Nachhaltigkeit. Der erste Schritt ist die Diskussion im Stiftungsrat, für welche die vorliegende Studie einige Denkanstösse geben kann.

Wir danken allen Beteiligten, die an unserer Umfrage teilgenommen und somit einen wertvollen Beitrag zu unserer Studie geleistet haben.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.



Beat Zeller
Head of Pension Funds & Corporate
Investors



Nannette Hechler-Fayd'herbe
Head of Global Economics & Research

MANAGEMENT SUMMARY	6
STRATEGISCHE EINORDNUNG DES THEMAS NACHHALTIGKEIT	9
Ziel ist eine marktkonforme, aber auch «soziale» Rendite	9
ESG BEI SCHWEIZER PENSIONS KASSEN	15
Schweizer Pensionskassen legen nachhaltiger an	15
Nachhaltige Immobilienanlagen: Pensionskassen in der Verantwortung	21
EXKURS: ESG BEI PENSIONS KASSEN IM LÄNDERVERGLEICH	27
Schweiz mit Aufholpotenzial	27
DAS RENDITEPOTENZIAL VON NACHHALTIGKEITSANLAGEN	33
Erwartete positive und höhere ESG-Renditen in Schwellenländern	33

**Nachhaltigkeits-
überlegungen
manifestieren sich
zunehmend
im Anlageprozess**
(Kapitel 1, S. 9 – 13)

Infolge des erhöhten Nachhaltigkeitsbewusstseins steht für Schweizer Vorsorgeeinrichtungen vermehrt nicht mehr ausschliesslich das Erzielen der nötigen Rendite im Vordergrund. Letztere soll gemäss gesetzlichem Auftrag der zweiten Säule die Verpflichtungen der Institution langfristig decken. Gleichzeitig wird jedoch von den Versicherten und der Öffentlichkeit vermehrt gefordert, dass bei Anlageentscheiden neben traditionellen Kriterien auch ESG-Aspekte (Umwelt, Soziales, Governance) zu berücksichtigen sind. Auch die treuhänderische Sorgfaltspflicht wird zunehmend so interpretiert, dass ESG-Aspekte Teil der ökonomischen Chancen und Risiken darstellen. Der Weg zu einer fundierten, individuellen Nachhaltigkeitspolitik der einzelnen Vorsorgeeinrichtung beginnt bei der Diskussion im Stiftungsrat. Dieser erarbeitet das kassenspezifische Nachhaltigkeitsverständnis als zentrale Grundlage. Auf dieser Basis kann die Nachhaltigkeitspolitik danach schrittweise in alle Stufen des strategischen Anlageprozesses integriert werden: von der Konzeption über die Umsetzung bis zur Erfolgskontrolle.

**Nachhaltigkeit wird
vermehrt
berücksichtigt – mit
unterschiedlichen
Ansätzen**
(Kapitel 2, S. 15 – 20)

Die Pensionskassenumfrage zeigt, dass eine zunehmende Anzahl Vorsorgeeinrichtungen ESG-Kriterien in der Anlagetätigkeit berücksichtigt. Der Anteil der Pensionskassen, die über 60% nachhaltig investieren, ist von 11% vor drei Jahren auf aktuell 28% angestiegen und wird gemäss Umfrageteilnehmern in drei Jahren bei knapp der Hälfte liegen. Dabei wenden Pensionskassen unterschiedliche Ansätze an, der Grossteil von ihnen mehrere parallel. Drei Viertel der Teilnehmenden schliessen Unternehmen oder Branchen mittels Ausschlusslisten aus ihrem Anlage-universum aus. Die vom Schweizer Verein für verantwortungsvolle Kapitalanlagen (SVVK) publizierte Liste entwickelt sich immer mehr zum Branchenstandard. 60% der Vorsorgeeinrichtungen orientieren sich generell an den Empfehlungen des SVVK. Unternehmen werden von den Teilnehmern auch aufgrund ihrer Tätigkeit (beispielsweise Waffenproduktion), ihrer hohen CO₂-Emissionen, ihres Verhaltens in Bezug auf Arbeits- und Menschenrechte oder wegen Korruption ausgeschlossen. Neben dem Ausschluss sind auch ESG-Integration und ESG-Engagement verbreitete Ansätze.

**ESG-konforme
Anlagen primär in der
Schweiz, Europa und
Nordamerika, aber
auch in
Schwellenländern**
(Kapitel 2, S. 15 – 20)

Diese nachhaltigen Anlageansätze kommen primär in der Schweiz, in Europa und in Nordamerika zur Anwendung. Die Erschliessung von zusätzlichen Renditequellen und die Reduktion des Anlagerisikos bewegen Vorsorgeeinrichtungen jedoch auch zu nachhaltigen Anlagen in Schwellenländern generell und insbesondere auch in China. Die Umfrage zeigt: Je höher der Anteil der Pensionskassen, die in einer Region investiert sind, desto höher ist auch der Anteil, der ESG-konform anlegt. Bei Anlagen in Schwellenländern werden die Intransparenz der ESG-Ratings und das Risiko von Greenwashing als Herausforderungen empfunden. Der Anteil nachhaltig investierter Vermögen ist in allen Regionen bei Aktien am höchsten. 90% der Antwortenden geben an, mindestens ein Viertel der Aktienallokation in Industrieländern nachhaltig umgesetzt zu haben. In Schwellenländern tut dies knapp die Hälfte und in China rund ein Viertel.

**Gute Gründe,
aber auch
Hindernisse auf dem
Weg zum
nachhaltigen Anlegen**
(Kapitel 2, S. 15 – 20)

Zu den zentralen Beweggründen für nachhaltiges Investieren zählen primär die Überzeugung, aber auch Reputationsrisiken und aktuelle sowie künftige regulatorische Entwicklungen. Die Intransparenz der ESG-Daten wird von vier von fünf Pensionskassen als Hürde wahrgenommen. Rund die Hälfte sieht in der Unterscheidung zwischen Greenwashing und Anlagen mit nachhaltig positiver Wirkung in Bezug auf die ESG-Kriterien eine Herausforderung. Auch die unklaren Auswirkungen auf die Performance, die mit Nachhaltigkeitsanlagen verbundenen Kosten und die mangelnden Ressourcen werden als Hindernisse genannt. So überrascht es nicht, dass viele Pensionskassen bei ihren Nachhaltigkeitsbestrebungen auf externe Unterstützung zurückgreifen. Dabei werden primär die Dienstleistungen von Banken und Vermögensverwaltern in Anspruch genommen, gefolgt von Consultants und Nachhaltigkeitsagenturen. Beim Engagement und bei der Stimmrechtsausübung werden von 56% beziehungsweise 61% externe Berater beigezogen.

**Nachhaltige
Immobilienanlagen:
Pensionskassen
in der Verantwortung**
(Kapitel 3, S. 21 – 25)

Immobilien sind für einen Grossteil des Ressourcenverbrauchs und der CO₂-Emissionen verantwortlich. Pensionskassen können als wichtige Akteure am Immobilienmarkt durch ihre Entscheide beim Kauf sowie bei der Entwicklung und der Bewirtschaftung von Liegenschaften einen direkten Beitrag zu mehr Nachhaltigkeit leisten. Gleichzeitig können nachhaltige Immobilien aus der Perspektive der Pensionskassen, die auf der Suche nach Rendite sind, einen entscheidenden Mehrwert bieten, da grundsätzlich davon ausgegangen wird, dass sie auf lange Sicht wertbeständiger sind als herkömmliche Immobilien. Ein weiterer wichtiger Treiber für Investitionen in nachhaltige Immobilien sind die zunehmenden regulatorischen Anforderungen.

Der Grossteil der Schweizer Vorsorgeeinrichtungen investiert in Immobilienanlagen in Industrieländern. Knapp 77% beziehungsweise 79% der Befragten geben zudem an, dass mindestens 25% ihrer indirekten beziehungsweise direkten Immobilienanlagen in diesen Ländern ESG-konform umgesetzt werden. Dazu gehören auch konkrete Massnahmen zur Steigerung der Nachhaltigkeit bei neuen und bestehenden Liegenschaften, die zum Beispiel einen tieferen Energieverbrauch zum Ziel haben. Der Anteil an Vorsorgeeinrichtungen, die im Immobilienbereich investieren, sinkt jedoch massiv, wenn man die Gruppe der Industrieländer als Zielmarkt verlässt – zudem ist ausserhalb der Industrieländer der Anteil ESG-konformer Anlagen tiefer. Die grösste Herausforderung für eine erfolgreiche Implementierung von Nachhaltigkeitsstrategien im Immobilienbereich stellen weiterhin die Messbarkeit, Transparenz und Vergleichbarkeit von Nachhaltigkeitsindikatoren dar. Mit Nachhaltigkeitszertifizierungen und Gebäudelabels alleine ist es noch nicht getan, denn ihre Vielfalt und teilweise länderspezifische Ausrichtung erschwert die Vergleichbarkeit. ESG-Benchmarks, welche die Nachhaltigkeitsperformance mittels strukturierter Evaluationen vergleichbar machen, schaffen hier Abhilfe.

**Exkurs: ESG
bei Pensionskassen
im Ländervergleich**
(Kapitel 4, S. 27 – 31)

In welchem Ausmass Pensionskassen heute nachhaltig investieren, hängt zu einem gewichtigen Teil von den nationalen Institutionen und Behörden ab. In Ländern, die den Pensionskassen historisch gesehen eine strengere, traditionellere Auslegung bezüglich der treuhänderischen Sorgfaltspflicht auferlegen, werden ESG-Kriterien in der Regel noch weniger berücksichtigt. Im internationalen Kontext setzt der Global Pension Transparency Benchmark (GPTB) die Schweiz bezüglich verantwortungsbewussten Investierens bei Pensionskassen auf den 11. Platz von 15 untersuchten Ländern weltweit. Damit liegt die Schweiz im unteren Mittelfeld des Rankings, hinter den USA und vor Japan. Die nordischen Länder verfügen mit Blick auf gesellschaftlich verantwortungsbewusste (beziehungsweise ethische oder auch nachhaltige) Anlagen (Socially Responsible Investing, SRI) über eine lange Geschichte und einen guten Ruf. Der GPTB setzt Schweden auf der SRI-Rangliste auf Platz 1; es folgen die Niederlande (Rang 2), Dänemark (3), Kanada (4), Finnland (5) und Norwegen (6).

**ESG-Scores:
Europa an der Spitze,
USA im Mittelfeld,
Schwellenländer
als Schlusslicht**
(Kapitel 5, S. 33 – 37)

Zur Integration von ESG-Aspekten in ihre Anlageentscheidungen nutzen Anleger nicht zuletzt ESG-Klassifikationen und -Scores spezialisierter Ratingagenturen. Die ESG-Scores des MSCI AC World Index bewerten etwas mehr als ein Viertel der Unternehmen (30.3%) mit *Leader* (AAA und AA), die Mehrheit (63.2%) mit *Average* (A, BB und BBB) und eine Minderheit (5.7%) mit *Laggard* (B und CCC). Die meisten Unternehmen in den Schwellenländern finden sich im Segment *Average* (68.3%). Diese Länder hinken aber insofern dem Rest der Welt hinterher, als *Leader* und *Laggard* gleichauf liegen (16.5% bzw. 15.2%). Die Bewertungen des MSCI EM Index zeigen innerhalb der Schwellenländer jedoch ein heterogenes Bild. Lateinamerika steht mit dem höchsten Anteil an Unternehmen in der Kategorie *Leader* (16.8%) an der Spitze, während China und Indien hier nur 7.3% beziehungsweise 8.4% aufweisen können und Russland 2%.

**Wertentwicklung
von ESG-Anlagen:
Überschussrendite in
Schwellenländern
höher als in
Industrieländern**
(Kapitel 5, S. 33 – 37)

Im Hinblick auf eine Analyse der Wertentwicklung von ESG-Anlagen haben wir die MSCI ESG Leaders Indizes untersucht, die den Vorteil haben, dass sie ESG-Kriterien abbilden und dennoch mit herkömmlichen Benchmarks vergleichbar sind. Unsere Ergebnisse deuten darauf hin, dass die ESG-Indizes Überschussrenditen bieten und diese in den Schwellenländern höher sind als in den Industrieländern. In den letzten drei Jahren erzielten der MSCI World ESG Index und der MSCI Emerging Markets ESG Index im Vergleich zu ihren Benchmarks (MSCI AC World und MSCI Emerging Markets) annualisierte Überschussrenditen von 1 % beziehungsweise 1.8 %, in den letzten zehn Jahren 0.1 % beziehungsweise 2.8 %. Wir haben jedoch auch festgestellt, dass diese Überschussrenditen im Laufe der Zeit rückläufig zu sein schienen, auch wenn wir in den letzten Jahren eine Stabilisierung beobachten konnten. Letzteres könnte eine Folge davon sein, dass der ESG-Vorteil den Vorreitern zugutegekommen ist, sich jedoch mit der weltweiten Demokratisierung von ESG abnutzt. Unterstrichen werden muss auch, dass nicht alle Schwellenländer die gleiche positive Wertentwicklung im Vergleich zu herkömmlichen Indizes aufweisen. Einzuschätzen, ob man mit Unternehmen oder Indizes mit hohen ESG-Scores eine bessere Performance erzielt, ist generell schwierig und hängt von vielen empirischen Herausforderungen ab.

**Chance: Minimierung
des Risikos extremer
Verluste**
(Kapitel 5, S. 33 – 37)

Sowohl mit Bottom-up- als auch Top-Down-Ansatz finden wir die Bestätigung, dass es der Einbezug von ESG-Aspekten erlaubt, bestimmte mit defensiven Zügen assoziierte Eigenschaften abzubilden. Beispielsweise sind höhere ESG-Scores mit höheren Dividenden assoziiert, während ESG-Scores negativ mit Aktienkursen und -volatilität zusammenhängen – und dies stabil über einen längeren Zeitraum. Wir gelangen insbesondere zum Schluss, dass mit der Integration von ESG-Scores die Wahrscheinlichkeit sinkt, dass extreme Risiken auftreten. ESG-Eigenschaften scheinen mit einem besseren Schutz der Unternehmen in Krisenzeiten und bei negativen Schockwellen verknüpft.



Ziel ist eine marktkonforme, aber auch «soziale» Rendite

Aufgrund ihrer gesellschaftlichen Bedeutung und ihres grossen Einflusses als wichtige Anlegergruppe wird von Pensionskassen zunehmend nicht nur das Erzielen einer Rendite, sondern auch der aktive Einbezug von ESG-Kriterien bei der Vermögensanlage erwartet. Der Umgang mit Nachhaltigkeit muss vom jeweiligen Stiftungsrat schrittweise erarbeitet werden und manifestiert sich auf allen Stufen des Anlageprozesses.

Erzielung einer marktkonformen Rendite als primärer Auftrag von Vorsorgeeinrichtungen

Gemäss gesetzlichem Auftrag soll die zweite Säule zusammen mit der ersten Säule gewährleisten, dass die Versicherten ihre gewohnte bisherige Lebenshaltung in angemessener Weise fortführen können. Zusammen sollen die beiden Säulen ein Renteneinkommen von rund 60% des letzten Lohnes erzielen. Zu diesem Zweck verwalteten in der Schweiz Ende 2020 1438 Pensionskassen rund CHF 1'064 Mrd. an Vermögen.¹ Bei der Investition dieser Vermögen müssen gemäss Gesetz² Sicherheit, Liquidität und Ertrag berücksichtigt werden. Unter Inkaufnahme vertretbarer Risiken soll eine marktkonforme Rendite erzielt werden, wobei der Einbezug von Nachhaltigkeitsüberlegungen vom Regulator nicht explizit gefordert wird. Artikel 51b Abs. 2 BVG verlangt jedoch von den Anlageverantwortlichen die Wahrnehmung der treuhänderischen Sorgfaltspflicht im Interesse der Versicherten. Dabei müssen alle Chancen und Risiken der Vermögensanlage berücksichtigt werden.

Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien (ESG-Kriterien) können die langfristige finanzielle Entwicklung von Unternehmen beeinflussen. Ob sie vor diesem Hintergrund im Sinne eines ganzheitlichen Verständnisses der treuhänderischen Sorgfaltspflicht berücksichtigt werden müssen, ist nicht abschliessend beantwortet, wird jedoch vermehrt gefordert. Der Schweizerische Pensionskassenverband ASIP empfiehlt in seinem Leitfaden für die Vermögensanlage von Vorsorgeeinrichtungen³ explizit, die treuhänderische Pflicht auch im Sinne der Nachhaltigkeit zu interpretieren. ESG-Risiken und Klimarisiken sollen zwecks eines umfassenden Risikomanagements als Teil der ökonomischen Risiken berücksichtigt werden. Die Schweiz verfolgt im Quervergleich einen liberalen, selbstregulatorischen Ansatz, der den Vorsorgeeinrichtungen einen grossen Gestaltungsspielraum einräumt. Die gesetzlichen Vorgaben in Bezug auf Nachhaltigkeit beschränken sich auf die aktive Ausübung der Aktionärsstimmrechte zu bestimmten Themen. Etwas weiter gehen Regulierungen auf kantonaler Ebene in den Kantonen Freiburg, Waadt und Genf, die einige öffentlich-rechtliche Pensionskassen dazu auffordern, eine nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung zu fördern. In Europa ist die Regulierung im Vergleich zur Schweiz deutlich ausgeprägter, insbesondere in Frankreich, den Niederlanden und Grossbritannien. Schweizer Vorsorgeeinrichtungen handeln aus heutiger Sicht weitgehend freiwillig, wenn sie ESG-Kriterien in der Vermögensanlage berücksichtigen.

Zunehmend fliessen auch Nachhaltigkeitsüberlegungen mit ein

Eine wachsende Zahl von Pensionskassen setzt sich jedoch zum Ziel, nicht nur eine marktkonforme Rendite zu erzielen, sondern durch die gezielte Steuerung von Finanzflüssen auch einen Beitrag zu einer nachhaltigeren Wirtschaft zu leisten. Bei 86% der Schweizer Pensionskassen ist Nachhaltigkeit gemäss Pensionskassenumfrage der Credit Suisse entweder bereits Bestandteil der Anlagestrategie, oder es wird derzeit zumindest die Einführung eines Nachhaltigkeitspassus diskutiert. Hauptmotiv der Berücksichtigung von ESG-Kriterien bei den Anlageentscheidungen ist dabei die Überzeugung und die Absicht, einen Beitrag zu einer nachhaltigeren Wirtschaft zu leisten. Weitere Motive sind gemäss Pensionskassenumfrage das Reputationsrisiko, die Regulierung (aktuell oder in Zukunft) und das Ansehen der Institution. Unabhängig von diesen Beweggründen muss eine Vorsorgeeinrichtung ihren gesetzlichen Auftrag der Erzielung einer angemessenen Rendite für die Destinatäre erfüllen. Dies setzt die Identifikation jener Nachhaltigkeitsaspekte voraus, die sich direkt auf Rendite und Risiko der Anlagen auswirken. Im Sinne der treuhänderischen

¹ Bundesamt für Statistik (BFS), Pensionskassenstatistik: Provisorische Werte 2020

² Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) Art. 71 Abs. 1

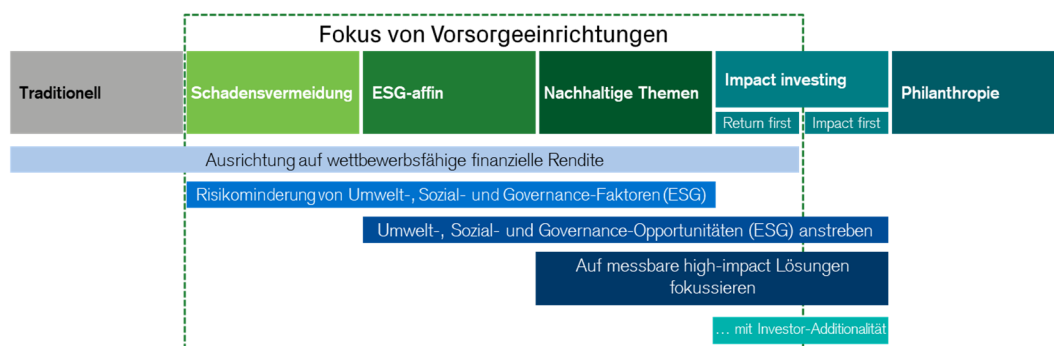
³ Leitfaden für die Vermögensanlage von Vorsorgeeinrichtungen, ASIP (Schweizerischer Pensionskassenverband), Juli 2018

Pflicht gilt es zu identifizieren, welche ESG-Risiken vor diesem Hintergrund Berücksichtigung finden müssen.

Das zunehmende Nachhaltigkeitsbewusstsein zeigt sich auch im verwalteten Vermögen. Im Verlauf der letzten Jahre hat das nachhaltig investierte Vermögen in der Schweiz deutlich zugenommen und erreichte per Ende 2020 CHF 1'520 Mrd. Der Grossteil davon entfällt auf institutionelle Anleger wie Pensionskassen und Versicherungen. Rund ein Drittel ihrer Vermögen wurde per Ende 2020 nachhaltig angelegt.⁴ Grosse institutionelle Anleger bekennen sich vermehrt öffentlich zu Nachhaltigkeit, darunter die weltweit grösste Pensionskasse, der «Government Pension Investment Fund» in Japan, sowie auch gewichtige Schweizer Institutionelle. Viele von ihnen sind Mitglied des 2015 gegründeten Schweizer Vereins für verantwortungsbewusste Kapitalanlagen (SVVK). Zunehmend erwarten auch die Versicherten, dass ihre Pensionskasse zum Umgang mit Nachhaltigkeit im eigenen Anlageprozess Stellung bezieht. Eine aktive Auseinandersetzung der Anlageverantwortlichen mit dem Thema Nachhaltigkeit drängt sich somit immer mehr auf. Pensionskassen als eine der einflussreichsten Anlegergruppen sollen eine Vorreiterrolle einnehmen. Dabei muss der Fokus jedoch auch bei nachhaltigen Anlagen auf dem eigentlichen Auftrag der Vorsorgeeinrichtungen liegen: auf der Erzielung einer Rendite, die es ermöglicht, die Verpflichtungen langfristig zu decken. Im Anlagespektrum kommen daher nur Anlagen infrage, die eine markt-konforme Rendite erwirtschaften (vgl. Abb.).

Nachhaltigkeit im Anlagespektrum

Vielfältige Umsetzungsmöglichkeiten im Anlagespektrum zwischen traditionellen und ESG - orientierten Anlagen



Quelle: Credit Suisse

Schrittweise Integration auf allen Stufen des Anlageprozesses

Angesichts der höheren Nachfrage entwickelt sich auf der Angebotsseite zunehmend ein breites Spektrum an nachhaltigen Finanzprodukten. Dieses deckt verschiedene Ansätze ab und ermöglicht nachhaltige Anlagen in unterschiedlichen Anlagekategorien und Regionen. Auch die Verfügbarkeit von ESG-Daten und -Ratings hat sich in den letzten Jahren verbessert. Dennoch stellt die Umsetzung des globalen Megatrends Nachhaltigkeit in eine konkrete und messbare Anlagepolitik für viele Vorsorgeeinrichtungen eine Herausforderung dar. Ein ganzheitlicher Nachhaltigkeitsansatz sollte sich über alle Stufen des strategischen Anlageprozesses erstrecken. Zunächst werden auf der strategischen Ebene die Grundsätze und Ziele definiert. Im zweiten Schritt erfolgt die Umsetzung der nachhaltigen Anlagepolitik. Und im dritten und letzten Schritt wird die Erfolgskontrolle vorgenommen. In der Praxis wird die Reihenfolge dieser Schritte nicht immer konsequent eingehalten. Oft werden die Grundsätze, an denen sich die Nachhaltigkeitspolitik orientieren soll (strategische Ebene), erst nach erfolgter Investition definiert. Die Credit Suisse rät bei der Integration von Nachhaltigkeit in einen bestehenden Anlageprozess zu einem schrittweisen Vorgehen.

Definition des kassenspezifischen Nachhaltigkeitsansatzes auf strategischer Ebene

Auf der strategischen Ebene legt der Stiftungsrat die Grundlagen fest. Dabei gilt es, verschiedene Fragestellungen im Zusammenhang mit Nachhaltigkeit zu diskutieren, um ein kassenspezifisches Nachhaltigkeitsverständnis zu erarbeiten. Die Abbildung auf der nächsten Seite enthält eine nicht abschliessende Liste von Aspekten auf strategischer Ebene, die den Stiftungsrat bei der Erarbeitung des kassenspezifischen Ansatzes unterstützen können. Der Branchenverband ASIP empfiehlt, vor der Einführung des Nachhaltigkeitsansatzes dessen Auswirkungen auf Rendite, Vermö-

⁴ Swiss Sustainable Finance Market Study 2021

gensverwaltungskosten und Tracking Error sorgfältig zu prüfen. Auch die Verfügbarkeit von Anlagelösungen, die Diversifikation sowie die tatsächliche nachhaltige Wirkung müssen in diesem Zusammenhang im Voraus analysiert werden.⁵

Das kassenspezifische Nachhaltigkeitsverständnis sollte mit dem Auftrag einer Pensionskasse sowie den rechtlichen Rahmenbedingungen (Anlagegrundsätze des BVG und treuhänderische Sorgfaltspflicht) vereinbar sein und gleichzeitig die subjektiven Wertvorstellungen der Destinatäre widerspiegeln. Einzelne Pensionskassen führen im Zusammenhang mit der Erarbeitung der individuellen ESG-Kriterien Umfragen bei den Destinatären durch. Andere, insbesondere Pensionskassen mit sehr vielen aktiven Versicherten oder Einrichtungen mit heterogener Struktur, stützen sich auf bestehende, möglichst objektive Normen. Dazu gehören Gesetze und Verordnungen, aber auch internationale Abkommen und Konventionen. Diese stellen oft den kleinsten gemeinsamen Nenner dar und werden, wie beispielsweise der UN Global Compact, auf der Suche nach objektiven, anerkannten ESG-Kriterien oft als Grundlage herbeigezogen.

Nachhaltigkeit als integraler Bestandteil des strategischen Anlageprozesses

Fragestellungen auf den einzelnen Ebenen zur Diskussion im Stiftungsrat

Strategische Ebene	Umsetzung	Controlling
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ziele und Grundsätze ▪ Nachhaltigkeitsbedürfnis der Destinatäre ▪ Definition des Nachhaltigkeitsverständnisses ▪ Kommunikation ▪ Normativer Rahmen ▪ Nachhaltige Benchmarks ▪ Vorhandene Ressourcen / Expertise ▪ ESG im Anlagereglement 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Zeitraum zur Umsetzung ▪ Nachhaltige Anlagekategorien ▪ Ansatz pro Anlagekategorie ▪ Ausschlusskriterien ▪ Wahl des Vermögensverwalters ▪ Passive versus aktive Umsetzung ▪ Einfluss auf die erwartete Rendite ▪ Einfluss auf die Kosten ▪ Einfluss auf den Tracking Error 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Erfolgsmessung ▪ Reporting ▪ Kennzahlen ▪ Frequenz des Reportings

Quelle: Credit Suisse

Unterschiedliche Interpretationen nachhaltiger Anlagen

Ein Grossteil der Vorsorgeeinrichtungen berücksichtigt Nachhaltigkeit in den Anlageentscheidungen, oder hat die Absicht, dies in Zukunft zu tun. Dabei stellt die Tatsache, dass kein allgemeines Nachhaltigkeitsverständnis besteht, eine Herausforderung dar. Sie führt dazu, dass Nachhaltigkeit von unterschiedlichen Anlegern unterschiedlich interpretiert wird und unterschiedliche Kriterien umfasst. Entsprechend vielfältig sind die Interpretationen und die in der Praxis verfolgten Ansätze. Bei Ausschlussstrategien werden primär Anlagen berücksichtigt, die mit den Werten des Investors übereinstimmen und keinen Schaden verursachen. Bestimmte Unternehmen oder Sektoren, die kontroverse Produkte produzieren, in umstrittenen Sektoren tätig sind oder gegen internationale Standards verstossen, werden aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen. Bei der Integration, einem weiteren wichtigen Ansatz, werden relevante ESG-Faktoren in die Anlageentscheidungen integriert. Der Ansatz fokussiert auf die finanziellen Auswirkungen von Chancen und Risiken im Zusammenhang mit Umweltfragen, Menschenrechten, Corporate Governance und weiteren Themen. Beim Ansatz der nachhaltigen Themen wird Kapital für Unternehmen mobilisiert, die Lösungen für gesellschaftliche Herausforderungen bieten.

Berücksichtigung der Umsetzungsmöglichkeiten als wichtiger Erfolgsfaktor

Gemäss dem Leitfaden für die Vermögensanlage von Vorsorgeeinrichtungen des ASIP sollen die Nachhaltigkeitskriterien nicht nur auf die Vorsorgeeinrichtung, sondern auch auf die vorhandenen Investitionsmöglichkeiten abgestimmt sein.⁶ Dabei gilt es zu beachten, dass die Definition umfassender, individueller Ausschlusskriterien das Anlageuniversum einschränkt und im Rahmen eines aktiv verwalteten Einzeltitelmandats umgesetzt werden muss. Für die Hauptanlagekategorien im Pensionskassenportfolio gibt es ein wachsendes Spektrum an nachhaltigen Anlagefonds. Die Berücksichtigung einer vom SVVK publizierten Ausschlussliste wird dabei immer mehr zum Standard.⁷ Unabhängig von der gewählten Umsetzungsform lohnt es sich, potenzielle Vermögensverwalter schon früh einzubeziehen. Die Hauptanlagekategorien im durchschnittlichen Pensionskassenportfolio bieten volumenmässig den grössten Hebel für eine wirkungsvolle Nachhaltigkeitsstra-

⁵ Leitfaden für die Vermögensanlage von Vorsorgeeinrichtungen, ASIP (Schweizerischer Pensionskassenverband), Juli 2018

⁶ Leitfaden für die Vermögensanlage von Vorsorgeeinrichtungen, ASIP (Schweizerischer Pensionskassenverband), Juli 2018

⁷ Empfehlungen zum Ausschluss, Schweizer Verein für verantwortungsbewusste Kapitalanlagen

tegie. Gemäss dem Schweizer Pensionskassen Index der Credit Suisse waren dies per Ende September 2021 Aktien mit einem Anteil von 33.4 %, gefolgt von Anleihen und Immobilien, die 29.8% beziehungsweise 24.2% der Anlageallokation repräsentieren.⁸

Formalisierung im Anlagereglement und gegebenenfalls im ergänzenden Dokument

Sobald die Nachhaltigkeitspolitik definiert ist, wird sie als Teil der Grundsätze der Vermögensanlage im Anlagereglement festgehalten und formalisiert. Bei 45% aller Pensionskassen ist dieser Schritt gemäss Pensionskassenumfrage schon erfolgt, bei 23% wird die Einführung eines Nachhaltigkeitspassus diskutiert, und 9% haben die Einführung für die nächsten zwei bis drei Jahre beschlossen. Die Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften (ZHAW) hat in einer Studie insbesondere grosse Vorsorgeeinrichtungen auf ihre Nachhaltigkeitspolitik untersucht.⁹ Bei über 90% der 30 untersuchten Institute mit Anlagevolumen ab CHF 3 Mrd. ist diese im Anlagereglement oder im Geschäftsbericht festgehalten. Dabei reicht der Detaillierungsgrad allerdings von wenig konkreten Hinweisen bis zu sehr detaillierten Zielsetzungen.

Da die Anlagereglemente von Schweizer Vorsorgeeinrichtungen periodisch der Aufsichtsbehörde vorgelegt werden müssen, empfiehlt es sich, den Passus zur Nachhaltigkeit auf das Nachhaltigkeitsverständnis und die Ziele zu beschränken und relativ generisch zu halten. Die Konkretisierung sowie detaillierte Ausführungen zur Umsetzung, normative Prinzipien, der zu verfolgende Ansatz für einzelne Anlagekategorien sowie nachhaltige Benchmarks können in einem ergänzenden Dokument beschrieben werden. Je nachdem, welcher Ansatz gewählt wird, können zusätzliche Aspekte, wie beispielsweise Ausschlusslisten oder in den Anlagen zu berücksichtigende ESG Faktoren, relevant sein und ebenfalls im Zusatzdokument Erwähnung finden. Auf diese Weise kann der Stiftungsrat häufige Anpassungen des Anlagereglements vermeiden und gleichzeitig einen flexiblen, pragmatischen Umgang mit diesem wichtigen Thema pflegen.

Umsetzung der ESG-Anlagen durch Spezialisten

Sobald die Grundlagen (Anlagepolitik, Anlagereglement und Mandatsvertrag) definiert sind, kann die Umsetzung durch den Vermögensverwalter erfolgen. Bei Fremdverwaltung werden die Rahmenbedingungen in Bezug auf Nachhaltigkeit in den Mandatsvertrag integriert. So wird bei der Wahl der Vermögensverwalter deren ESG-Kompetenz sowie die Unterzeichnung relevanter Industriestandards immer mehr zum Auswahlkriterium. Für detaillierte Informationen zur Umsetzung verweisen wir auf das Kapitel «Schweizer Pensionskassen legen nachhaltiger an» (ab Seite 15).

Erfolgskontrolle ermöglicht Anpassung der Nachhaltigkeitspolitik

Auf der dritten Stufe des strategischen Anlageprozesses muss die Einhaltung des Anlagereglements und der Anlageerfolg auch in Bezug auf Nachhaltigkeit periodisch überprüft werden. Die Verfügbarkeit von ESG-Daten und -Ratings hat in den letzten Jahren markant zugenommen. Die Daten reichen dennoch oft verhältnismässig wenig weit zurück. Das Fehlen einer allgemeinen Nachhaltigkeitsdefinition und eines ESG-Standards stellt eine zusätzliche Herausforderung dar. Am Markt gibt es derzeit eine Vielzahl von ESG-Ratingagenturen, welche die Nachhaltigkeit von Unternehmen bewerten. Deren Vorgehensweisen und Ratings unterscheiden sich erheblich und sind zum Teil sogar widersprüchlich. Eine erhöhte Transparenz und einheitlichere Beurteilungskriterien, auf welche sich Stiftungsräte bei ihren Entscheidungen in Bezug auf Nachhaltigkeit abstützen könnten, wären sehr hilfreich. Das Reporting von ESG-Kennzahlen ermöglicht die Überwachung der Nachhaltigkeitspolitik durch den Vermögensverwalter und dient als zentrales Führungsinstrument für den Stiftungsrat. Sollte die Vermögensanlage nicht den auf der strategischen Ebene definierten Zielen und Grundsätzen entsprechen, können Anpassungen vorgenommen werden.

⁸ Credit Suisse Schweizer Pensionskassen Index, per 30.09.2021

⁹ Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften (ZHAW), Schweizer Vorsorgeeinrichtungen unter der Nachhaltigkeitslupe, 2021

Die folgende Abbildung fasst die drei Stufen des strukturierten Anlageprozesses und die Aufgaben bezüglich Nachhaltigkeit zusammen.

Aufgaben des Stiftungsrats entlang des Anlageprozesses

Integration von Nachhaltigkeit in den Anlageprozess einer Pensionskasse



Quelle: Credit Suisse

Erfolgsfaktoren bei der Definition der Nachhaltigkeitspolitik

Das Nachhaltigkeitsbewusstsein hat in der zweiten Säule stark zugenommen. Immer mehr Vorsorgeeinrichtungen sind bestrebt, neben den traditionellen Kriterien auch Nachhaltigkeitsaspekte in ihre Anlageentscheide einfließen zu lassen. Dies setzt jedoch eine individuelle Nachhaltigkeitspolitik mit einer klaren Zielsetzung voraus. Auf der strategischen Ebene setzt sich der Stiftungsrat aktiv mit dem Thema auseinander, formuliert das kassenspezifische Nachhaltigkeitsverständnis und hält dieses im Anlagereglement fest. Die Nachhaltigkeitspolitik erstreckt sich dann nach und nach über alle Stufen des strategischen Anlageprozesses. Die Credit Suisse empfiehlt, diese schrittweise zu erarbeiten. Bestehende Normen, wie beispielsweise die Rahmenwerke der Vereinten Nationen, bilden dabei eine sinnvolle Orientierungshilfe. Der Nachhaltigkeitsansatz sollte flexibel sein, damit neue Methoden und Entwicklungen berücksichtigt werden können.



Schweizer Pensionskassen legen nachhaltiger an

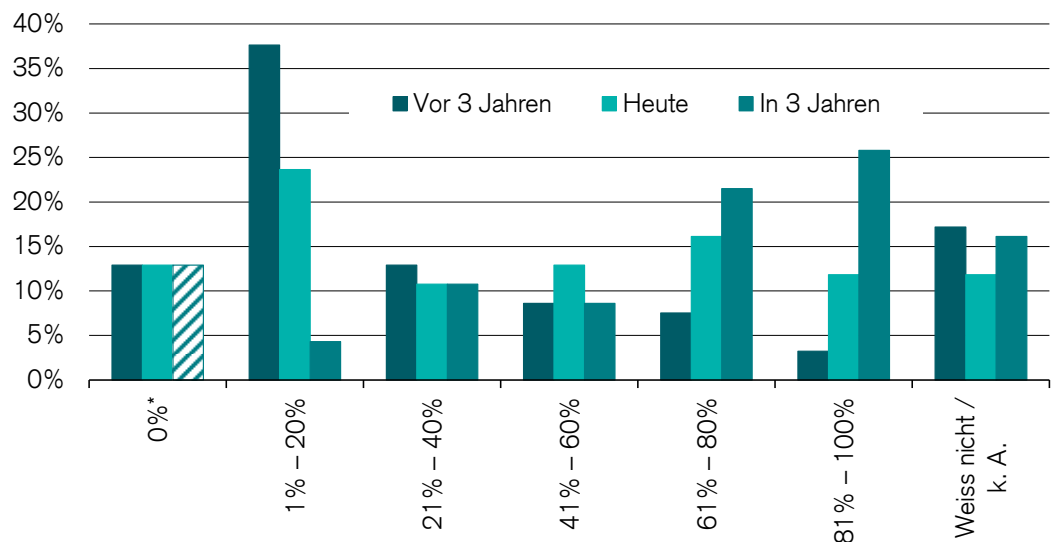
Gemäss Pensionskassenumfrage kann heute ein substantieller und steigender Anteil der in der Schweiz, Europa und Nordamerika durch Vorsorgeeinrichtungen investierten Vermögen als nachhaltig bezeichnet werden. Dabei werden unterschiedliche Ansätze verfolgt, und die Bestrebungen umfassen alle grossen Anlagekategorien. Bei Schwellenländeranlagen ermöglicht der Einbezug von ESG-Überlegungen laut Pensionskassenumfrage nicht nur eine Risikoreduktion, sondern auch die Erschliessung zusätzlichen Renditepotenzials.

Pensionskassenumfrage zeigt heute einen höheren Anteil nachhaltiger Anlagen als noch vor drei Jahren

Rund ein Drittel des von Schweizer institutionellen Anlegern verwalteten Vermögens wird unter Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten investiert.¹⁰ Der Anteil nachhaltiger Anlagen in den Pensionskassenportfolios hat in den letzten Jahren zugenommen, und unsere Pensionskassenumfrage bestätigt diese Dynamik. Sie zeigt, dass der Anteil der heute nach ESG-Kriterien (Umwelt, Soziales, Governance) verwalteten Vermögen bei den meisten Pensionskassen insgesamt höher ist als noch vor drei Jahren (vgl. Abb.). So geben lediglich 11% der Teilnehmenden an, vor drei Jahren über 60% ihrer Anlagen nach ESG-Kriterien getätigt zu haben (61% – 80% und 81% – 100%). Heute überschreiten hingegen bereits 28% der Befragten die 60%-Limite, und in drei Jahren erwartet dies fast die Hälfte aller Umfrageteilnehmer. Zum aktuellen Zeitpunkt gibt mit knapp einem Viertel der grösste Teil der Umfrageteilnehmer an, zwischen 1% und 20% der Anlagen ESG-konform zu investieren. 13% tätigen keine nachhaltigen Anlagen, und 11% machen keine Angabe. Mehr als die Hälfte der Vorsorgeeinrichtungen verteilt sich relativ gleichmässig auf die übrigen Quantile.¹¹

Zunehmender Anteil der nach ESG-Kriterien verwalteten Vermögen im Zeitverlauf

Anteil des nach ESG-Kriterien verwalteten Vermögens (inkl. Immobilien)



* Bei Pensionskassen, deren Anlagestrategie zum Zeitpunkt der Umfrage keine Nachhaltigkeitsanlagen vorsah und bei denen eine solche Einführung auch nicht diskutiert wurde, wird angenommen, dass der Anteil des nach ESG-Kriterien verwalteten Vermögens auch in drei Jahren noch bei 0% liegen wird.

Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2021

¹⁰ Swiss Sustainable Finance Market Study 2021

¹¹ Bei der Interpretation der Resultate darf nicht ausser Acht gelassen werden, dass Analysen je nach Zeitraum, Nachhaltigkeitsdefinition und Untersuchungsart stark divergierende Ergebnisse aufzeigen. In Abwesenheit einer allgemein akzeptierten Definition des Nachhaltigkeitsbegriffs reflektieren umfragebasierte Analysen auch die (subjektive) Selbsteinschätzung der Teilnehmer.

Überzeugung und Reputationsrisiko als zentrale Beweggründe für nachhaltiges Investieren

Hauptbeweggrund für den zunehmenden Einbezug von Nachhaltigkeitsaspekten ist gemäss 80% der befragten Pensionskassen die eigene Überzeugung (vgl. Abb.). Am zweithäufigsten (41%) wird das Reputationsrisiko als Motiv genannt, an dritter Stelle folgt die Regulierung. Dieser Aspekt umfasst die aktuelle Regulierung, aber auch zukünftige regulatorische Entwicklungen. Letztere können Unternehmen in gewissen (nicht nachhaltigen) Sektoren in ihrer Tätigkeit einschränken sowie sich auf den Geschäftsgang und entsprechend auch auf die Rendite auswirken. Weitere Motive, die jeweils rund ein Viertel der Teilnehmenden zum Einbezug von ESG-Überlegungen in der Anlagetätigkeit bewegen, sind das Ansehen der Vorsorgeeinrichtung sowie der Druck seitens der Kunden und Destinatäre, aber auch aus der Öffentlichkeit. Letzterer bewog 2015 einige grosse institutionelle Anleger dazu, den Schweizer Verein für verantwortungsbewusste Kapitalanlagen (SVVK – ASIR) zu gründen. Dies mit dem Ziel, die Mitglieder in der Wahrnehmung ihrer Verantwortung in Bezug auf Nachhaltigkeit zu unterstützen. Das Renditepotenzial wird von etwa jeder vierten Pensionskasse als Beweggrund für den Einbezug von ESG-Kriterien in die Vermögensanlage genannt. Der Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und Rendite wird in Kapitel «Das Renditepotenzial von Nachhaltigkeitsanlagen» ab Seite 33 analysiert.

Vielfalt an verfolgten Ansätzen

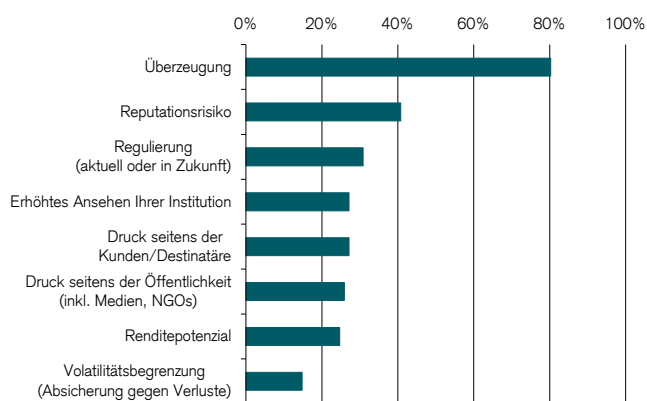
Angesichts der Nachfrage nach nachhaltigen Investitionen hat sich in der Praxis eine Vielzahl von Möglichkeiten zum nachhaltigen Investieren etabliert. Dabei verfolgen die meisten Anleger nicht nur einen, sondern mehrere Ansätze parallel.¹² Je nach Anlagekategorie, die nachhaltig umgesetzt werden soll, eignen sich unterschiedliche Ansätze. Insgesamt ist gemäss Pensionskassenumfrage der Ausschluss, auch negatives Screening genannt, der populärste Ansatz und wird von drei Viertel der Teilnehmenden angewandt. Dabei werden Unternehmen oder Branchen aufgrund unterschiedlicher Kriterien oder Normen aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen. 60% der Umfrageteilnehmer folgen in Bezug auf nachhaltiges Investieren den Empfehlungen des SVVK. Die vom SVVK publizierte Ausschlussliste hat sich in den letzten Jahren zu einer wichtigen Referenz für viele Schweizer institutionelle Anleger entwickelt, und ihre Berücksichtigung wird immer mehr zur Mindestanforderung. Viele Anlageprodukte schliessen darin enthaltene Unternehmen grundsätzlich aus.

Ausschluss von Unternehmen aufgrund der Liste des SVVK und weiterer Ausschlusskriterien

Die Teilnehmer der Pensionskassenumfrage wenden jedoch noch weitere Ausschlusskriterien an, die sich teilweise mit der SVVK-Liste decken. So werden Waffen von 96% der Befragten aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen und rangieren damit an erster Stelle. Zwei Drittel schliessen Unternehmen aufgrund ihres Geschäftsgebarens (Business Conduct) aus, beispielsweise in Bezug auf Arbeits- und Menschenrechte sowie Kinderarbeit. Weitere Kriterien sind Pornografie und Korruption, welche ebenfalls von einer Mehrheit der Teilnehmenden ausgeschlossen werden. Mit 49% schliesst fast die Hälfte gewisse Unternehmen aufgrund ihres zu hohen CO₂-Fussabdrucks und der verursachten Umweltschäden aus. Dabei dürften gleich mehrere der Hauptbeweggründe zum nachhaltigen Investieren eine Rolle spielen: neben der Nachhaltigkeit aus Überzeugung auch Risikomanagement- und Renditeüberlegungen. Institutionelle Anleger ziehen sich

ESG aus Überzeugung – und zur Verringerung von Reputationsrisiken

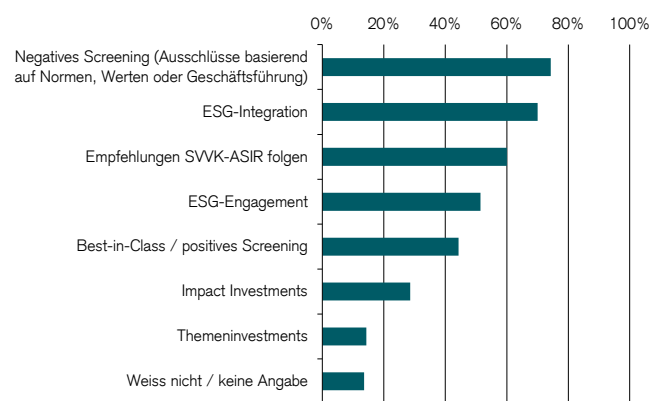
Hauptbeweggründe für nachhaltiges Investieren (max. drei Nennungen möglich)



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2021

Ausschlüsse und ESG-Integration als verbreitetste Strategien

Angewandte Ansätze zur Umsetzung der Nachhaltigkeitsstrategie (Mehrfachnennungen möglich)



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2021

¹² Swiss Sustainable Finance Market Study 2021

beispielsweise vermehrt aus Sektoren zurück, in denen sie langfristig kein Ertragspotenzial sehen und in denen das (Reputations-)Risiko hoch ist (z.B. Kohle). Klima- und Umweltrisiken sowie weitere ESG-Aspekte müssen vor allem dann zwingend in die Anlageentscheidungen einfließen, wenn sie sich nachteilig auf die Performance auswirken können (treuhänderische Sorgfaltspflicht).

70% berücksichtigen in der Finanzanalyse neben traditionellen auch ESG-Kriterien

Die ESG-Integration ist mit einer Zustimmungsrate von 70% der am zweitmeisten verbreitetste Nachhaltigkeitsansatz. Dabei werden ESG-Kriterien explizit neben den traditionellen Entscheidungskriterien in der Finanzanalyse berücksichtigt. Das ESG-Engagement, das von rund der Hälfte der Teilnehmenden angewendet wird, besteht in einem aktiven Ansatz mit dem Ziel, die Unternehmensführung zu einem nachhaltigeren Wirtschaften zu bewegen. Dies scheint insbesondere dann angezeigt, wenn Investoren aus Überzeugung nachhaltig investieren. Der Ansatz setzt jedoch auch entsprechende Ressourcen und Know-how voraus. Engagement wird oft in Kombination mit anderen Ansätzen verwendet.¹³ Screening und ein Best-in-Class-Ansatz werden von 44% der Teilnehmenden angewendet. Dabei werden innerhalb eines Anlageuniversums Unternehmen mit besonders gutem ESG-Rating ausgewählt. Impact Investments und thematische Anlagen werden schliesslich von 29% respektive 14% verwendet.

Berücksichtigung von Nachhaltigkeit primär bei Anlagen in der Schweiz, Europa und Nordamerika

Bei einer Analyse der geografischen Verbreitung von nachhaltigen Investitionen von Schweizer Pensionskassen fällt auf, dass der Anteil nachhaltiger Anlagen gemäss Umfrage in der Schweiz, Europa und Nordamerika am höchsten ist. Grundsätzlich zeigt sich: Je geringer der Anteil der Pensionskassen, die in einer Region investieren, desto weniger wird ESG berücksichtigt. Gemäss Umfrage investieren 89% der Schweizer Pensionskassen allgemein in Schwellenländern (ohne China); in der Region Asien-Pazifik (APAC, ohne China) sind es 76% und in China 68%. Der Anteil der Vorsorgeeinrichtungen, die ESG-konform investieren, liegt in Schwellenländern bei rund 58%, in der Region APAC (ohne China) bei 46% und in China bei 38% (vgl. Abb.).

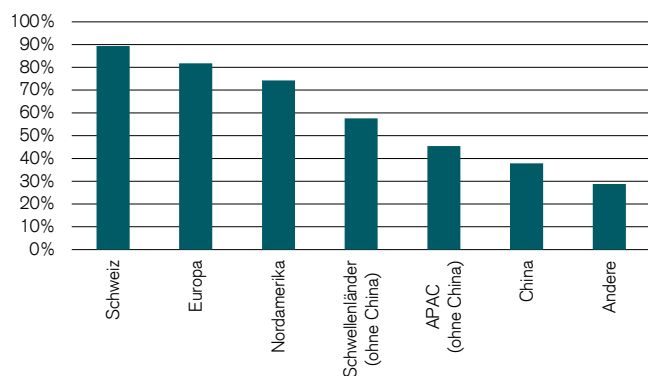
Aktien als Spitzenreiter bei nachhaltigen Anlagen in Industrieländern sowie in Schwellenländern (inkl. China)

ESG-Kriterien wurden zunächst bei Aktienanlagen berücksichtigt. Bei dieser Anlagekategorie eignen sich Ansätze wie Stimmrechtsausübung oder Engagement besonders, da der Aktionär als Miteigentümer ein Mitbestimmungsrecht hat. In der Schweiz wird die aktive Ausübung der Aktionärsstimmrechte zu bestimmten Themen seit 2014 explizit verlangt. Mit dem zunehmenden Nachhaltigkeitsbewusstsein in der Gesellschaft hat sich der Trend zum nachhaltigen Investieren auf weitere grosse Anlagekategorien ausgeweitet. Dazu zählen insbesondere Unternehmens- und Staatsanleihen, aber auch Immobilien und Private Equity.

Gemäss Pensionskassenumfrage werden sämtliche Anlagekategorien in Industrieländern von einem Grossteil der Teilnehmer zu mindestens einem Viertel nachhaltig umgesetzt (vgl. Abb.). Der Anteil ist in den Industrieländern in allen Anlagekategorien höher als in Schwellenländern (ohne China) und in China. In den Industrieländern geben 90% der Teilnehmenden an, mindestens 25% der Aktien nachhaltig angelegt zu haben. An zweiter Stelle folgen Unternehmensanleihen und

Tieferer Anteil von ESG-konformen Anlagen in Schwellenländern

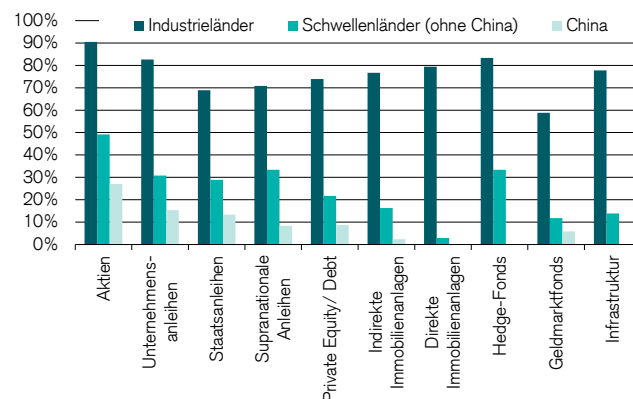
Anteil der Antwortenden, die ESG Kriterien im Anlageprozess beachten, nach Regionen



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2021

Aktien in Industrieländern am häufigsten ESG-konform umgesetzt

Anteil der Antwortenden, die bestimmte Anlageklassen/-kategorien zu mindestens 25% ESG-konform umgesetzt haben



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2021

¹³ Swiss Sustainable Finance market study 2021

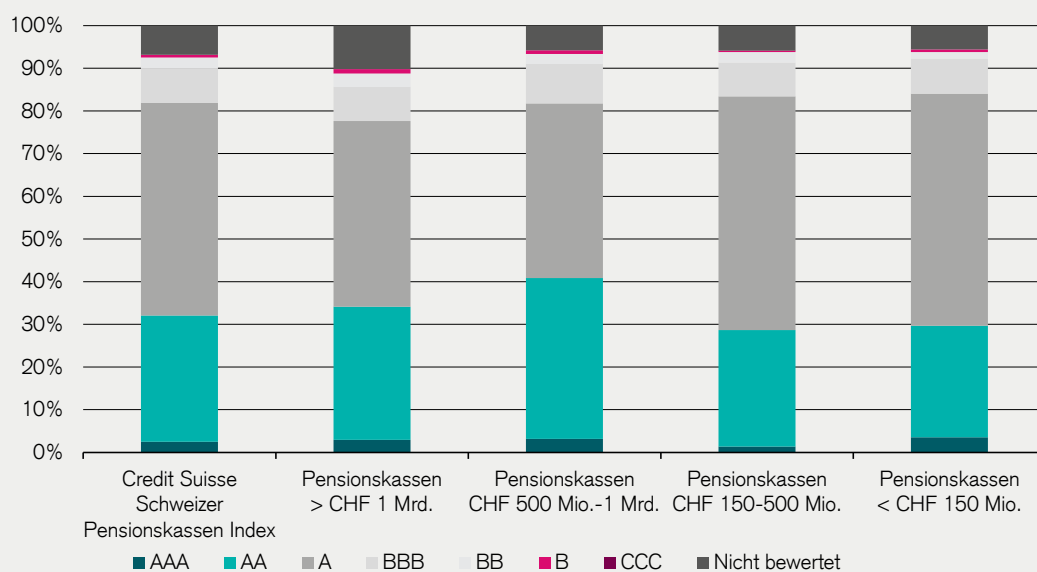
Nachhaltige Anlagen in Aktien und Obligationen durch Schweizer Pensionskassen

Die Pensionskassenumfrage zeigt vielversprechende Bestrebungen von institutionellen Anlegern, einen Beitrag zu einer nachhaltigeren Wirtschaft zu leisten. Diese zeigen sich auch im Credit Suisse Schweizer Pensionskassen Index (credit-suisse.com/globalcustody). In der aktuellen Ausgabe der Publikation wird erstmals auch die Anlageallokation nach MSCI-ESG-Rating untersucht, wobei sich die Analysen ausschliesslich auf Aktien und Anleihen konzentrieren. Die Daten stammen von autonomen Schweizer Pensionskassen, welche die Credit Suisse als Global Custodian gewählt haben. Als führende Anbieterin im Global-Custody-Geschäft ist die Credit Suisse in der Lage, breit abgestützte und somit repräsentative Auswertungen zu den Schweizer Pensionskassen vorzunehmen.

Untenstehende Grafik zeigt, dass im Gesamtindex aller Pensionskassen rund 60% der Anlagen auf ein MSCI-ESG-Rating von A, BBB und BB entfallen, was einem durchschnittlichen Rating entspricht (Average). Die Kategorie der Leader (AAA und AA) ist mit rund 32% stark vertreten. Auf die Nachzügler, die sogenannten «Laggards» mit Rating B oder CCC, entfällt nur ein sehr kleiner Anteil. Analysiert wird im Bericht auch die CO₂-Intensität der Anlageallokation der Pensionskassen gemäss MSCI-AC-World-Index-Rating. Auch hier entfällt der grösste Teil (48%) der Anlagen auf die Kategorie «moderat». Immerhin 34% entfallen auf die CO₂-Intensitätskategorien «sehr tief» und «tief», während rund 7% die Kategorien «hoch» oder «sehr hoch» entsprechen.

Rund die Hälfte der Anlagen entsprechen einem MSCI-ESG-Rating A

Anlageallokation nach MSCI-ESG-Rating (in %), Analyse basiert ausschliesslich auf die Anlageklassen Aktien und Obligationen



Quelle: MSCI, Credit Suisse Schweizer Pensionskassen Index (3. Quartal 2021)

Hedge-Fonds, wo je knapp über 80% der Teilnehmenden mindestens ein Viertel der Anlagen nachhaltig umsetzen. Geldmarktfonds und Staatsanleihen reihen sich am unteren Ende ein, wobei auch hier ein wesentlicher Anteil der Befragten mindestens ein Viertel nachhaltig umsetzt.

Auch bei Schwellenländeranlagen wird primär bei Aktien nachhaltig investiert. Rund die Hälfte gibt an, mindestens ein Viertel der Aktienanlagen in dieser Region ESG-konform umgesetzt zu haben. An zweiter Stelle folgen die Hedge-Fonds. Bei den unterschiedlichen Subkategorien innerhalb der Anleihen gibt jeweils rund ein Drittel an, zu mindestens 25% ESG-konform investiert zu sein (Unternehmensanleihen, Staatsanleihen und supranationale Anleihen). Am tiefsten ist der Anteil bei den direkten Immobilienanlagen. Der Anteil nachhaltiger Anlagen ist mit Blick auf China bei allen Anlagekategorien noch etwas tiefer, wobei auch hier die Aktien vorne liegen. Mitinigem Abstand folgen Staats- und Unternehmensanleihen. Bei mehreren Anlagekategorien werden in China keine nachhaltigen Anlagen getätigt, oder ihr Anteil liegt unter 25%.

ESG in Schwellenländern: Risiko-reduktion und Renditepotenzial im Fokus

Die Nachhaltigkeitsbestrebungen spiegeln sich also primär in der Allokation in Industrieländern wider, sie zeigen sich aber auch in Schwellenländern. Gemäss Umfrage stehen bei ESG-Anlagen in Schwellenländern sowohl Risiko- als auch Renditeüberlegungen im Vordergrund. Über 60% der Umfrageteilnehmer ist der Meinung, dass durch den Einbezug von Nachhaltigkeit bei Anlagen in Schwellenländern die Risiken gesenkt werden können (vgl. Abb.). Weitere Pensionskassen geben an, damit zusätzliche Renditepotenziale erschliessen zu können. Ein zentraler Grund für die dennoch deutlich tiefere ESG-Allokation in Schwellenländern dürfte die dort noch beschränkte Offenlegung und entsprechend eingeschränkte Verfügbarkeit von ESG-Daten sowie deren Qualität sein. 10% halten ESG-Ratings für Schwellenländeranlagen für intransparent, 49% für eher intransparent. Uneinig sind sich die Umfrageteilnehmer in der Frage, inwiefern ESG-konformes Investieren in Schwellenländern überhaupt möglich ist.

Intransparenz als zentrale Hürde bei ESG-Anlagen

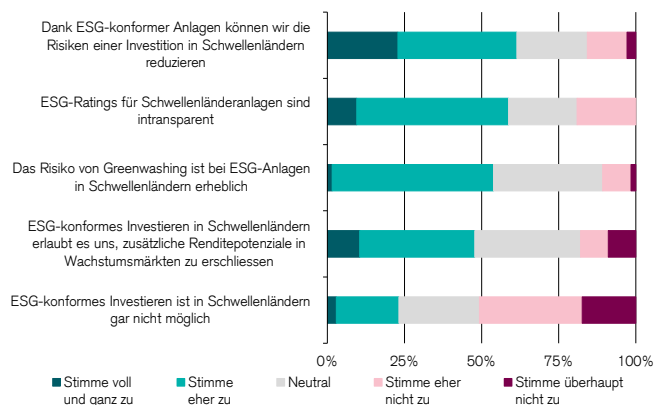
Gefragt nach den Hürden, mit denen die Pensionskassen im Zusammenhang mit Nachhaltigkeitsanlagen generell konfrontiert sind, geben rund 80% der Antwortenden die mangelnde Transparenz und eingeschränkte Vergleichbarkeit von ESG-Daten an (vgl. Abb.). Dies passt zur Aussage von etwa der Hälfte der Stichprobe, die der Meinung ist, dass Greenwashing von effektiv nachhaltigen Anlagen kaum zu unterscheiden ist. Eine gewisse Subjektivität in den ESG-Kriterien und die Vielzahl von Ratingagenturen, welche die Nachhaltigkeit von Unternehmen nach unterschiedlichen Kriterien bewerten, führen zu unterschiedlichen und teils widersprüchlichen Einschätzungen. 40% der Umfrageteilnehmer sind skeptisch bezüglich der Performance von ESG-Anlagen. Die Sicherstellung einer adäquaten Rendite bleibt die zentrale Aufgabe einer Vorsorgeeinrichtung und liegt in der Verantwortung des obersten Organs.

Nachhaltiges Anlegen erfordert Ressourcen und Know-how

Nicht zuletzt erfordert der Wechsel zu einer nachhaltigen Anlagestrategie auch Investitionen in personelle Ressourcen und die Entwicklung von Know-how. Grosse Pensionskassen sind eher in der Lage, Ressourcen zur Verfügung zu stellen und Know-how aufzubauen. So nennt in der Umfrage jede zweite kleinere Pensionskasse (Bilanzsumme < CHF 500 Mio.) knappe Ressourcen als Hürde für nachhaltiges Anlegen. Bei den grösseren (Bilanzsumme >= CHF 5 Mrd.) sind es lediglich 17%. 19% aller Teilnehmenden beklagen schliesslich die mit nachhaltigen Anlagen verbundenen Kosten.

ESG-Anlagen in Schwellenländern zur Reduktion von Risiken

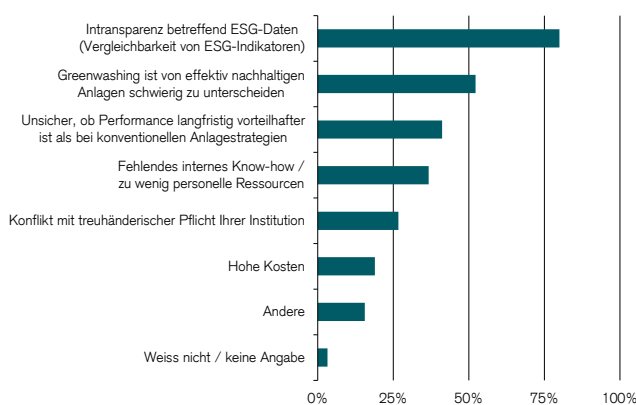
Zustimmungsraten (in %) betreffend Aussagen im Zusammenhang mit ESG-konformer Anlagen in Schwellenländern



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2021

Hürden beim Einbezug von Nachhaltigkeit in die Vermögensanlage

Anteil der Antwortenden, die mit ausgewählten Hürden im Zusammenhang mit Nachhaltigkeitsanlagen konfrontiert sind (Mehrfachnennungen möglich)



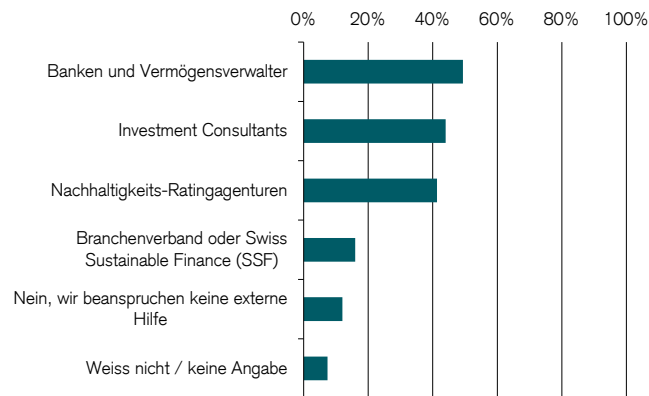
Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2021

Externe Berater und Service Provider

Vor dem Hintergrund begrenzter Ressourcen und fehlenden Know-hows greift ein Grossteil der Pensionskassen bei der nachhaltigen Anlage auf externe Ressourcen zurück (vgl. Abb. auf der nächsten Seite). Fast die Hälfte (49%) nimmt die Unterstützung von Banken und Vermögensverwaltern in Anspruch. Investment Consultants und Nachhaltigkeitsagenturen stehen mit 44% und 41% an zweiter und dritter Stelle. Ergänzt wird dies durch Publikationen, die Unterstützung durch den Branchenverband oder durch die Nutzung der Ressourcen von Swiss Sustainable Finance. 7% nehmen entweder keine externe Beratung in Anspruch oder machen keine Angabe dazu. Bei Engagement-Aktivitäten greifen 56% auf die Dienste von externen Anbietern zurück. Bei der Stimmrechtsausübung sind es 61%.

Wichtige Rolle externer Berater bei der Umsetzung nachhaltiger Anlagen

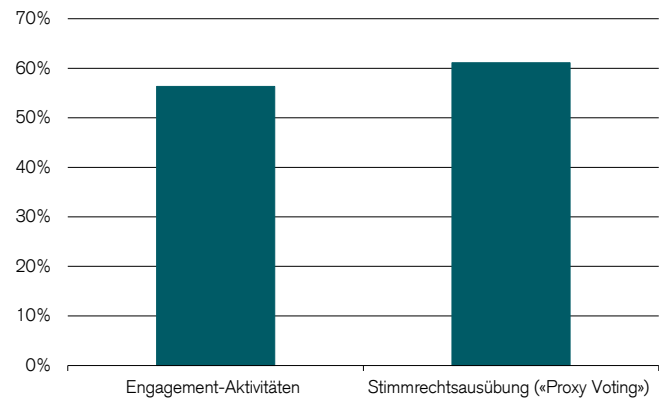
Anteil der Antwortenden, die bei Nachhaltigkeitsanlagen die Unterstützung von ausgewählten externen Beratern in Anspruch nehmen (Mehrfachnennungen möglich)



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2021

Externe Unterstützung bei Engagement und Stimmrechtsausübung

Anteil der Antwortenden, die bei Engagement-Aktivitäten und bei der Stimmrechtsausübung externe Service Provider herbeiziehen.



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2021

Verbesserungspotenzial im Angebot und in der Transparenz von ESG-Anlagelösungen

Die Bestrebungen, nachhaltiger zu investieren, zeigen sich im zunehmenden Volumen, das über unterschiedliche Anlageansätze in Industrieländern, aber auch in Schwellenländern investiert wird, und zwar in allen grossen Anlagekategorien. 60% der Umfrageteilnehmer sind der Meinung, dass das bestehende Angebot an nachhaltigen Produkten ihre Bedürfnisse abdeckt. 40% sehen noch Erweiterungs- bzw. Verbesserungspotenzial. So würden klare Kriterien und messbare Daten ein aussagekräftiges Reporting ermöglichen und mehr Transparenz schaffen. Auch das Fehlen einer einheitlichen Nachhaltigkeitsdefinition und klarer Branchenstandards wird von Teilnehmenden als erschwerend wahrgenommen. Obwohl die Vielfalt an nachhaltigen Finanzprodukten sehr stark zugenommen hat, sehen hier verschiedene Teilnehmer noch zusätzliches Potenzial insbesondere im Bereich der Immobilien- und der alternativen Anlagen.

Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2021

Zum vierten Mal nach 2011, 2014 und 2016 haben wir Schweizer Pensionskassen zu wichtigen Themen der beruflichen Vorsorge befragt. Die Umfrage wurde zwischen Anfang September und Anfang Oktober 2021 durchgeführt. Der digitale Fragebogen wurde an Stiftungsratspräsidenten, Geschäftsführer oder andere zentrale Ansprechpersonen von Pensionskassen versandt. 93 ausgefüllte Fragebögen gingen beim externen Marktforschungsinstitut LINK ein, das die anonyme Umfrage durchführte. Die Anzahl der Antworten schwankte je nach Frage und Filtersetzung. 62 Vorsorgeeinrichtungen gaben die Grösse ihrer Bilanzsumme für das Jahr 2020 an. Diese Angaben teilten sich folgendermassen auf:

CHF 0 – 500 Mio.	34 Vorsorgeeinrichtungen
CHF 500 – 5'000 Mio.:	22 Vorsorgeeinrichtungen
> CHF 5'000 Mio.:	6 Vorsorgeeinrichtungen

Die durchschnittliche teilnehmende Pensionskasse (die dazu Angaben gemacht hat) zählt rund 9100 aktive Versicherte sowie 3400 Altersrentner und weist eine Bilanzsumme von CHF 3.1 Mrd. auf. Gemessen an der Versichertenzahl sind die teilnehmenden Pensionskassen rund dreimal so gross wie der Durchschnitt aller Pensionskassen laut Pensionskassenstatistik des Bundesamts für Statistik. Damit sind in unserer Umfrage grössere Pensionskassen gegenüber kleineren übervertreten.

Nachhaltige Immobilienanlagen: Pensionskassen in der Verantwortung

Immobilien sind für einen Grossteil des Ressourcenverbrauchs und der CO₂-Emissionen verantwortlich. Da Pensionskassen wichtige Akteure am Immobilienmarkt sind, können sie durch ihre Entscheide beim Kauf sowie bei der Entwicklung und Bewirtschaftung von Liegenschaften einen direkten Beitrag zu mehr Nachhaltigkeit leisten.

Immobilien bei der Nachhaltigkeitsdiskussion im Fokus

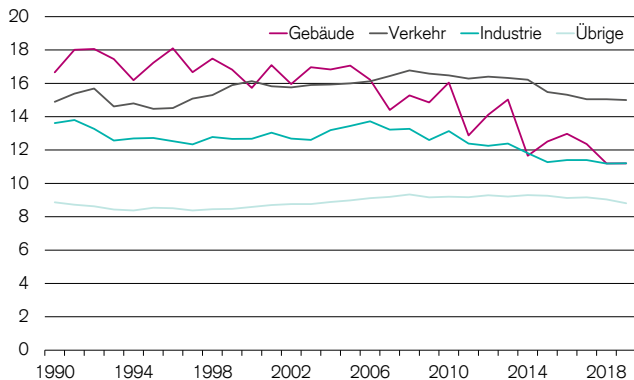
Immobilienanlagen stehen in der Nachhaltigkeitsdiskussion besonders im Vordergrund. Dies überrascht nicht, denn Immobilien sind für einen Grossteil der CO₂-Emissionen sowie des globalen Energie- und Ressourcenverbrauchs verantwortlich. Gemäss Treibhausgasinventar des Bundesamts für Umwelt (BAFU) verursachen Gebäude in der Schweiz etwas mehr als ein Viertel der gesamten CO₂-Emissionen, wenn auch die Tendenz in den letzten 15 Jahren klar sinkend war (vgl. Abb.). Anfang der 1990er-Jahre betrug dieser Anteil noch 30%. Entsprechend zählen Immobilien auch zu den wichtigsten Anlageklassen innerhalb des Themas Nachhaltigkeit. Im Jahr 2020 stellten Immobilienanlagen mit einem Anteil von 14% an den gesamten nachhaltigen Anlagen in der Schweiz die drittgrösste Kategorie nach Aktien (32%) und Unternehmensanleihen (24%) dar, wie aus Daten von Swiss Sustainable Finance hervorgeht.

Pensionskassen als wichtige Akteure im Immobilienbereich in der Verantwortung

Institutionelle Anleger sind im Immobiliensegment stark engagiert, und dies trifft auch auf Schweizer Pensionskassen zu. Im 3. Quartal 2021 betrug der Immobilienanteil in der Anlageallokation von Schweizer Vorsorgeeinrichtungen gemäss Credit Suisse Pensionskassen Index rund 24% – die drittgrösste Anlageposition nach Aktien und Anleihen (vgl. Abb.). Der Fokus liegt dabei auf direkten Immobilienanlagen im Inland. Schätzungen zufolge sind je nach Nutzung zwischen 10% und 20% aller vermieteten Liegenschaften in der Schweiz im Besitz von institutionellen Investoren wie Pensionskassen, Versicherungen oder Anlagestiftungen¹⁴. Pensionskassen können daher durch ihre Entscheide beim Kauf sowie bei der Entwicklung und Bewirtschaftung von Immobilien einen wichtigen Beitrag zur Nachhaltigkeit leisten.

Gebäude verursachen 25% der CO₂-Emissionen

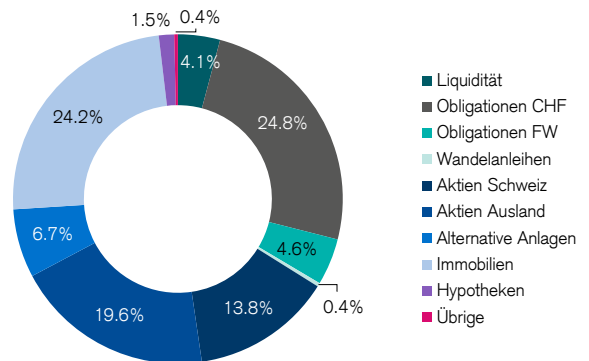
Emissionen in Millionen Tonnen CO₂-Äquivalenten, Schweiz



Quelle: Bundesamt für Umwelt (BAFU)

Immobilien sind bei Pensionskassen eine wichtige Anlageklasse

Anlageallokation gemäss Credit Suisse Schweizer Pensionskassen Index, 3. Quartal 2021, Werte am Quartalsende



FW: Fremdwährung
Quelle: Credit Suisse Pensionskassen Index

¹⁴ Wüest Partner, Bridging the gap: Measuring climate goal alignment and climate actions of Swiss financial institutions, 2° Investing Initiative, im Auftrag des BAFU, 2020

Wenige Investitionen ausserhalb von Industrieländern

Unsere Umfrage bestätigt das Bild eines starken Engagements der Schweizer Vorsorgeeinrichtungen im Immobilienbereich. Rund 93% der Befragten investieren in indirekte und 72% in direkte Immobilienanlagen in Industrieländern. Knapp 77% bzw. 79% der Befragten gaben zudem an, dass mindestens 25% ihrer indirekten bzw. direkten Immobilienanlagen in diesen Ländern ESG-konform umgesetzt werden (vgl. Abb. auf S. 17). Der Anteil der Vorsorgeeinrichtungen, die im Immobilienbereich investieren, sinkt jedoch massiv, wenn man die Gruppe der Industrieländer als Zielmarkt verlässt. So gaben lediglich rund 23% der Befragten an, in indirekte Immobilienanlagen in Schwellenländern (ohne China) zu investieren, 12% hatten China als Zielmarkt. Etwa 16% beziehungsweise 2% setzen ihre indirekten Immobilieninvestitionen in diesen Märkten ESG-konform um. Bei direkten Immobilienanlagen sinken die Investitionsanteile unter 3%. Dies überrascht nicht, weisen doch direkte Immobilienanlagen eine hohe Komplexität auf, was gute Kenntnisse der lokalen Marktverhältnisse erfordert.

Nachhaltige Immobilienanlagen können sich für Investoren auszahlen

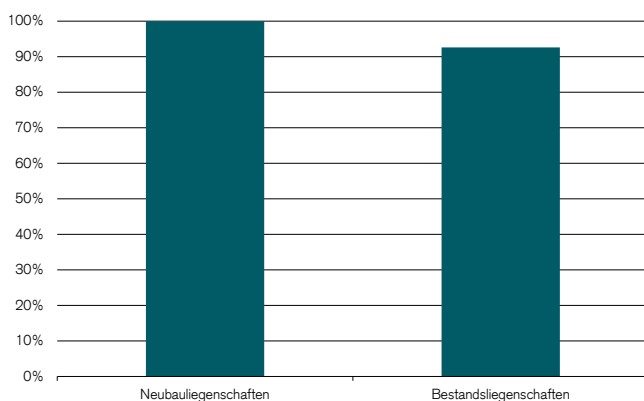
Aus der Perspektive der Pensionskassen, die auf der Suche nach Rendite sind, können nachhaltige Immobilien einen entscheidenden Mehrwert bieten, da grundsätzlich davon ausgegangen wird, dass sie auf lange Sicht wertbeständiger sind als herkömmliche Immobilien. Verschiedene Studien zeigen, dass nachhaltige Immobilien am Markt höhere Vermietungs- und Verkaufserlöse erzielen können¹⁵. Darüber hinaus werden mit nachhaltigen Immobilien weitere Vorteile in Verbindung gebracht, wie beispielsweise bessere Erreichbarkeit und Nutzung, mehr Komfort, Sicherheit und Gesundheit sowie geringe Verbrauchskosten infolge einer effizienteren Energie- und Ressourcennutzung.

Zunehmende regulatorische Anforderungen

Ein weiterer wichtiger Treiber für Investitionen in nachhaltige Immobilien sind die zunehmenden regulatorischen Anforderungen. Auf globaler Ebene definieren die Ziele für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen ein umfangreiches Rahmenwerk, das die Immobilienbranche in vielerlei Hinsicht beeinflusst. Hierzu zählen beispielsweise Nachhaltigkeitsziele im Hinblick auf den Klimawandel sowie eine verbesserte Energie- und Ressourceneffizienz. Auf Länderebene nehmen die Auflagen und die immobilien-spezifischen Offenlegungs- und Reporting-Pflichten laufend zu. In der Schweiz hält der Bundesrat trotz Volksnein zum CO₂-Gesetz an seiner Klimastrategie mit einem Netto-null-Ziel für 2050 fest. Dies bedeutet, dass die CO₂-Emissionen des Schweizer Gebäudeparks in den kommenden Jahren weiter reduziert werden müssen, was Investitionen in Bestandsliegenschaften und eine noch stärkere Orientierung auf Nachhaltigkeitsaspekte bei Neubauprojekten erfordert.

Nachhaltigkeit bei Neubauten inzwischen Standard

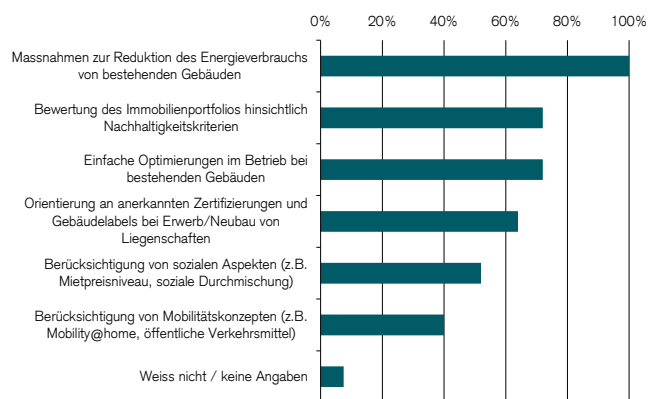
Anteil Antworten auf die Frage, bei welchen direkten Immobilienanlagen ESG-Kriterien umgesetzt werden, in %



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2021

Reduktion des Energieverbrauchs bei bestehenden Gebäuden im Vordergrund

Anteil Antworten auf die Frage, welche Aspekte die Nachhaltigkeitsstrategie bei direkten Immobilienanlagen kennzeichnen, in %



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2021

¹⁵ Siehe z.B. Clark, G., Feiner, A. and Viehs, M., From the stockholder to the stakeholder – How sustainability can drive financial outperformance, University of Oxford and Arabesque Partners, 2015. Für einen Überblick zum Thema nachhaltige Immobilienanlagen siehe Credit Suisse, Lage, Lage, Grundriss, Schweizer Immobilienmarkt 2019 und Credit Suisse, Home Sweet Home, Schweizer Immobilienmarkt 2021.

Massnahmen zur Reduktion des Energieverbrauchs von Gebäuden weit verbreitet

Für die Teilnehmer an unserer Umfrage ist die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten bei Neubauliegenschaften inzwischen zum Standard geworden: Alle Befragten gaben an, bei der Projektierung oder dem Erwerb von neuen Liegenschaften ESG-Kriterien umzusetzen (vgl. Abb.). Bei Bestandsliegenschaften berücksichtigen rund 93% der befragten Pensionskassen Nachhaltigkeitskriterien. Im Vordergrund stehen dabei Massnahmen zur Reduktion des Energieverbrauchs von bestehenden Gebäuden (zum Beispiel Sanierung der Gebäudehülle, Instandsetzung von Heizungen, Einbau von Photovoltaikanlagen, Beseitigung giftiger Bauteile), welche alle befragten Pensionskassen in ihrer Strategie berücksichtigen (vgl. Abb.). Auch einfache Optimierungen im Betrieb bestehender Gebäude (zum Beispiel Einbau von Zählern, Verbesserung der Heizungssteuerung) kommen bei 72% der Befragten zur Anwendung. Diese Optimierungen ergeben vielfach nicht zu vernachlässigende Einsparmöglichkeiten. Im Einkaufszentrum Sihlcity in Zürich konnten beispielsweise dank der Optimierung von Heizgradkurven, Heizlimiten und Zeitschaltuhren sowie der Nutzung von Wärmepumpen pro Jahr 1.68 Mio. kWh eingespart und die jährlichen Heizkosten um 15% gesenkt werden. Im Zeitraum 2010 bis 2018 wurden der Energieverbrauch des Einkaufszentrums um 22% und der CO₂-Ausstoss um 30% reduziert¹⁶.

Mehrheit der Befragten lässt Immobilienportfolio bewerten

Weitere Aspekte der Nachhaltigkeitsstrategie der befragten Pensionskassen bei direkten Immobilienanlagen sind die Bewertung des Immobilienportfolios hinsichtlich Nachhaltigkeitskriterien (72% der Befragten) sowie die Orientierung an anerkannten Zertifizierungen und Gebäudelabels beim Erwerb oder Neubau von Liegenschaften (64% der Befragten). Soziale Aspekte, die ebenfalls Teil des ESG-Ansatzes sind, sind bei direkten Immobilienanlagen für 52% der Befragten relevant. Diese Aspekte beinhalten zum Beispiel eine angemessene Gestaltung der Mieten bei Neuvermietungen oder nach einer Renovierung sowie das Streben nach sozialer Durchmischung. Etwas weniger oft werden hingegen Mobilitätskonzepte umgesetzt. Rund 40% der Befragten gaben an, Mobilitätsaspekte wie die Anbindung an den öffentlichen Verkehr oder Carsharing-Lösungen bei Wohnüberbauungen zu integrieren, die aufgrund einer geringeren Anzahl Parkplätze sowie einer flexibleren Gestaltung von Frei- und Grünflächen eine Reduktion der Baukosten ermöglichen können.

Messbarkeit, Transparenz und Vergleichbarkeit als grösste Herausforderungen

Die grösste Herausforderung für eine erfolgreiche Implementierung von Nachhaltigkeitsstrategien im Immobilienbereich stellt weiterhin die Thematik der Messbarkeit, Transparenz und Vergleichbarkeit von Nachhaltigkeitsindikatoren dar. Was man nicht messen kann, kann man auch nicht steuern, und was man nicht vergleichen kann, kann man nicht optimieren. Für Investoren sind der detaillierte Einblick in die Nachhaltigkeitsperformance von Immobilienanlagen und deren Vergleichbarkeit daher ein wichtiger Anhaltspunkt, wenn es um die Auswahl von nachhaltigen Immobilieniteln oder -objekten geht. Mit Nachhaltigkeitszertifizierungen und Gebäudelabels alleine ist es noch nicht getan, denn deren Vielfalt und teilweise länderspezifische Ausrichtung erschwert die Vergleichbarkeit (vgl. Übersicht der gängigsten Zertifizierungen und Standards auf der folgenden Seite). Entsprechend komplexer wird die Herausforderung für internationale Immobilienportfolios mit Liegenschaften in verschiedenen Ländern, die jeweils unterschiedlichen Standards unterliegen. Für einen einheitlichen Leistungsnachweis über die gesamte Immobilienwertschöpfungskette und den gesamten Immobilienzyklus hinweg haben sich in der Immobilienbranche mittlerweile ESG-Benchmarks etabliert, die den Anlegern und Portfoliomanagern die Nachhaltigkeitsperformance mittels strukturierter und vergleichbarer Evaluationen transparent erläutern und ein Vergleichsrating im Sinne eines Benchmarks zur Verfügung stellen. International hat sich in diesem Zusammenhang der Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB) als grösste und professionellste Benchmark-Initiative herauskristallisiert. An der jährlichen GRESB-Erhebung nehmen mehr als 1500 Immobiliengesellschaften teil.

Umfassende Offenlegung zum Vorteil der Investoren

Zwecks Erreichung des Ziels nachhaltiger Immobilien führt also kein Weg an mehr Transparenz vorbei. Im Zuge dieser Entwicklung ist es in der Immobilienbranche zu einer Professionalisierung gekommen. Heute stützt man sich in der Berichterstattung vermehrt auf einheitliche Nachhaltigkeitsstandards wie die Global Reporting Initiative (GRI) ab. Eine systematische, quantitativ orientierte Nachhaltigkeitsberichterstattung ist zum einem komparativen Vorteil geworden. Vom sich daraus ergebenden Wettbewerb bei der Offenlegung profitieren letztlich auch die Investoren.

¹⁶ Credit Suisse, Nachhaltigkeit bei Immobilienanlagen – Fallstudien, Integration von Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien (ESG) in Immobilienanlagelösungen, Asset Management, 2020

Ausgewählte Gütesiegel, Nachhaltigkeitsstandards und -benchmarks im Überblick

Label	Beschrieb	Herausgeber
Minergie	Minergie ist ein Schweizer Baustandard für neue und modernisierte Gebäude. Durch eine hochwertige Gebäudehülle, eine systematische Lüfterneuerung und einen hohen Hitzeschutz wird der Energiebedarf unter Berücksichtigung erneuerbarer Energien reduziert. Die Marke wird von der Wirtschaft, den Kantonen und dem Bund gemeinsam getragen.	Verein Minergie
SNBS Hochbau	SNBS Hochbau ist ein übergreifendes Konzept für das nachhaltige Bauen in der Schweiz. Es deckt das Gebäude an sich und den Standort im Kontext seines Umfelds ab. Dadurch wird es möglich, die Bedürfnisse von Gesellschaft, Wirtschaft und Umwelt gleichermaßen und umfassend in Planung, Bau und Betrieb miteinzubeziehen. Der Standard wurde auf Initiative der Wirtschaft und der öffentlichen Hand entwickelt.	Netzwerk Nachhaltiges Bauen Schweiz NNBS
GEAK	Der schweizweit einheitliche Gebäudeenergieausweis der Kantone (GEAK) bewertet die Qualität der Gebäudehülle und die Gesamtenergieeffizienz der Gebäudetechnik. Der GEAK Plus beinhaltet zudem einen Beratungsbericht mit Varianten von energetischen Sanierungen.	Verein GEAK-CECB-CECE
GI Gutes Innenraumklima	Das Label GI Gutes Innenraumklima definiert Zielwerte für rund 100 typische Schadstoffe in Innenräumen und Lüftungsanlagen und ermöglicht Aussagen zur Raumluftqualität bei Neu- und Umbauten sowie Gebäuden im Bestand.	Schweizerische Zertifizierungsstelle für Bauprodukte (S-Cert AG)
DGNB	DGNB ist ein deutsches Nachhaltigkeitskonzept, das auf den drei Säulen Ökonomie, Ökologie und Soziales basiert. Zusätzlich spielen auch die Technik, der Prozess und der Standort bei der Planung und dem Bau von Gebäuden eine Rolle. Die Qualität wird über den kompletten Gebäudezyklus hinweg bewertet.	Deutsche Gesellschaft für Nachhaltiges Bauen (DGNB)
LEED	LEED (Leadership in Energy and Environmental Design) ist ein Klassifizierungssystem für ökologisches Bauen, das vom U.S. Green Building Council entwickelt wurde. Diese weltweit verwendete Nachhaltigkeitszertifizierung definiert eine Reihe von Standards für umweltfreundliches, ressourcenschonendes und nachhaltiges Bauen.	U.S. Green Building Council
BREEAM	BREEAM (Building Research Establishment Environmental Assessment Methodology) ist ein ursprünglich aus Grossbritannien stammendes, inzwischen jedoch weltweit verbreitetes Bewertungssystem für ökologische und soziokulturelle Aspekte der Nachhaltigkeit von Gebäuden.	Building Research Establishment (BRE)
GRI	GRI (Global Reporting Initiative) ist ein Anbieter von Richtlinien für die Erstellung von Nachhaltigkeitsberichten. Diese Richtlinien sollen vergleichbare Entscheidungs- und Orientierungshilfen hinsichtlich der wirtschaftlichen, ökologischen und gesellschaftlichen Aspekte der Tätigkeit eines Unternehmens oder einer Organisation ermöglichen.	Global Reporting Initiative (GRI)
INREV	INREV (European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles) ist eine gemeinnützige Vereinigung mit dem Ziel, Transparenz und Professionalität bei nicht börsenkotierten Immobilienanlagevehikeln zu verbessern und für Investoren zugänglicher zu machen. INREV fördert den Wissensaustausch der Mitglieder, setzt sich für die Definition und Entwicklung professioneller Standards ein und bietet Dienstleistungen sowie Schulungen für Anleger an.	European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles (INREV)
EPRA	EPRA (European Public Real Estate Association) ist eine gemeinnützige Organisation, welche die Interessen der europäischen börsennotierten Immobilienunternehmen vertritt. In der Finanzberichterstattung verfolgt EPRA das Ziel der Entwicklung von einheitlichen Bewertungs- und Berichterstattungsregeln innerhalb des europäischen Immobiliensektors. EPRA betreibt zudem Forschung.	European Public Real Estate Association (EPRA)

UN PRI	UN PRI (UN Principles for Responsible Investment) sind eine Investoreninitiative in Partnerschaft mit der UNEP Finance Initiative und UN Global Compact und dem UN Global Compact. Die Initiative hat sechs Prinzipien für verantwortungsvolle Anlagen erstellt. Ziel ist es, die Auswirkungen von Nachhaltigkeit für Investoren zu verstehen und die Unterzeichner dabei zu unterstützen, diese Themen in ihre Investitionsentscheidungsprozesse einzubauen.	Investoreninitiative in Partnerschaft mit UNEP Finance Initiative und UN Global Compact
Greenproperty	Greenproperty ist das erste umfassende Schweizer Gütesiegel für nachhaltige Immobilien von Credit Suisse Asset Management. Dieser ganzheitliche Standard deckt ökologische, ökonomische und soziale Aspekte ab – also das gesamte ESG-Spektrum. Für das Gütesiegel wird eine Immobilie anhand von rund 50 Indikatoren aus den genannten Bereichen bewertet.	Credit Suisse Asset Management
GRESB	GRESB ist eine Benchmarking-Initiative zur Messung der Nachhaltigkeitsperformance im Immobilienbereich. Die Methodologie beinhaltet sowohl qualitative Fragen zur Nachhaltigkeitsstrategie als auch quantitative Indikatoren zu Verbrauch und Emissionen. Je nach Grösse des Portfolios, der Nutzungsart und der Länderallokation werden Vergleichsgruppen evaluiert und in einem Benchmark miteinander verglichen. Die teilnehmenden Immobilienunternehmen und Investment Manager haben die Möglichkeit, ihre Nachhaltigkeitsperformance mit ihrer Vergleichsgruppe sowie mit dem globalen Gesamt-Ranking zu vergleichen.	Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB)
REIDA	REIDA ist eine gemeinnützige Organisation mit dem Ziel, die Marktdatenlage und das Marktwissen im Schweizer Immobiliensektor laufend zu verbessern. Zurzeit befindet sich ein Energie- und CO ₂ -Benchmarking im Aufbau, das es künftig erlauben wird, Immobilienportfolios hinsichtlich Energieverbrauch und Emissionen mit dem REIDA-Universum zu vergleichen. Erste Ergebnisse wurden im August 2020 vorgestellt.	Real Estate Investment Data Association (REIDA)
ESI®	Der Economic Sustainability Indicator, der nun zum ESI®-Rating weiterentwickelt worden ist, erlaubt eine Beurteilung der Nachhaltigkeit aus einer Risikoptik. Im Fokus steht dabei das Risiko einer Immobilie, aufgrund zukünftiger Entwicklungen an Wert zu verlieren, oder ihre Chance, an Wert zu gewinnen.	Center for Corporate Responsibility and Sustainability (CCRS) der Universität Zürich

Quelle: Berichte der verschiedenen Organisationen



Schweiz mit Aufholpotenzial

In welchem Ausmass Pensionskassen heute nachhaltig investieren, hängt zu einem gewichtigen Teil von den nationalen Institutionen und Behörden ab. In Ländern, die den Pensionskassen historisch gesehen eine strengere, traditionellere Auslegung bezüglich der treuhänderischen Sorgfaltspflicht auferlegen, werden ESG-Kriterien in der Regel noch weniger berücksichtigt.

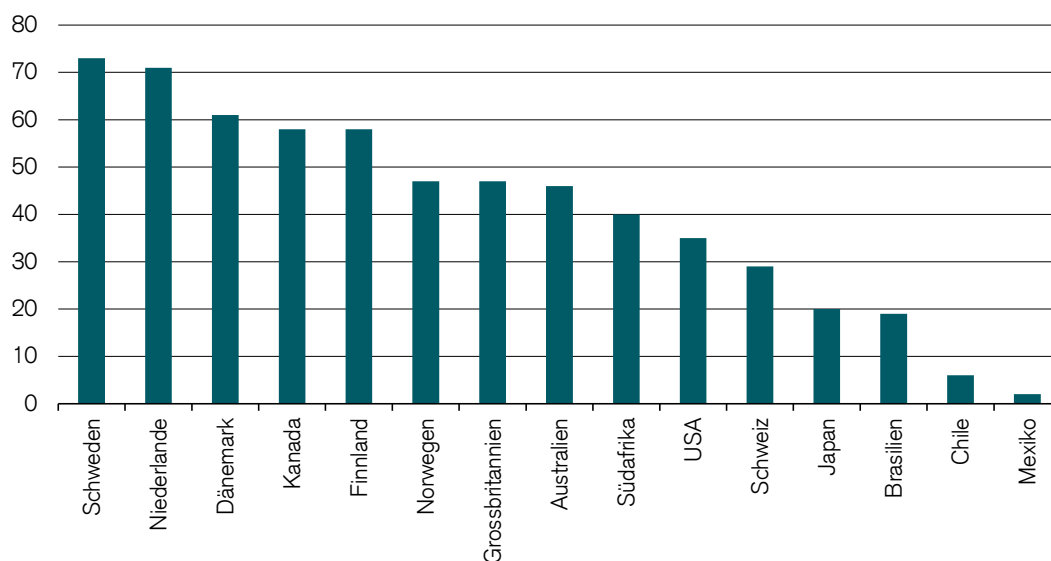
In gewissen Ländern, insbesondere in den nordischen Ländern, können Pensionskassen auf eine lange Geschichte mit Anlagen auf Basis ethischer und bisweilen auch religiöser Prinzipien zurückblicken. Dies liegt daran, dass das regulatorische Umfeld dort historisch weniger darauf ausgerichtet ist, Pensionskassen im Rahmen ihrer Mandate auf Standard-Benchmarks zu beschränken. In anderen Ländern sind die Pensionskassen derweil enger mit staatlichen Stellen assoziiert, die ihre Anlagemandate seit jeher strikter beaufsichtigen. Während etwa in Frankreich staatliche Vorschriften zu einer schnelleren Etablierung nachhaltiger Anlagen geführt haben, werden die Nachhaltigkeitsbestrebungen von Pensionsfonds in anderen Ländern wie Japan ausgebremst, weil das Gesetz dort eng gefasste Mandate vorschreibt. Nachhaltigkeitsaspekte wurden in Teilen des Anlage markts zwar schnell akzeptiert, die Berücksichtigung von nichtfinanziellen Kriterien in Portfolios wird aber dennoch erschwert.¹⁷ Im Folgenden betrachten wir für einige ausgewählte Länder, inwiefern die nationale Regulierung ESG-Anlagen eher begünstigt und ob die Pensionskassen bei Investitionsentscheiden ESG-Kriterien berücksichtigen.

Schweiz

Im internationalen Kontext setzt der *Global Pension Transparency Benchmark* (GPTB) die Schweiz bezüglich verantwortungsbewusstem Investieren bei Pensionskassen auf den 11. Platz von 15 untersuchten Ländern weltweit. Damit liegt die Schweiz im unteren Mittelfeld des Rankings, hinter den USA und vor Japan (vgl. Abb.).¹⁸

Nordische Länder stellen höhere Anforderungen an die Offenlegung bezüglich der Umsetzung von ESG

Der GPTB (Global Pension Transparency Benchmark) bewertet 15 Länder hinsichtlich der Offenlegung der wichtigsten Elemente der Wertschöpfung für die fünf grössten Pensionskassen in jedem Land. Der hier dargestellte Teilfaktor «Verantwortungsvolles Investieren» basiert auf einer Bewertung anhand von 54 Fragen



Quelle: Global Pension Transparency Benchmark (eine Kollaboration zwischen Top1000Funds.com und CEM Benchmarking)

¹⁷ Lachance and Stroehle, The Origins of ESG in Pensions: Strategies and Outcomes, 03/2021

¹⁸ Der Global Pension Transparency Benchmark (GPTB) bewertet die Transparenz und Qualität der öffentlichen Bekanntmachungen der jeweils fünf grössten Pensionskassen in jedem der 15 betrachteten Länder. Vgl. Global Pension Transparency Benchmark | Factors – Top1000Funds.com.

Zwei Faktoren haben das bisherige Abschneiden der Schweiz im Mittelfeld der Rangliste unter anderem beeinflusst: Erstens gehört die Schweiz historisch zu den Ländern, die eine eher traditionelle Interpretation der treuhänderischen Sorgfaltspflicht kennen. Eine marktkonforme Rendite steht im Vordergrund, und gesetzliche Vorgaben in Bezug auf Nachhaltigkeit beschränken sich auf die aktive Ausübung der Aktionärsstimmrechte zu bestimmten Themen (vgl. Kapitel «Strategische Einordnung des Themas Nachhaltigkeit» ab Seite 9). Zweitens haben Destinatäre nur beschränkte Möglichkeiten, ihre Anlagestrategie bei der Altersvorsorge selber mitzubestimmen – in anderen Ländern wie z.B. den USA wurde ESG nicht zuletzt auch durch entsprechende Präferenzen der Konsumenten getrieben. Zumindest auf regulatorischer Ebene kommt es in der Schweiz in naher Zukunft zu gewissen Änderungen: Ab 2024 werden Schweizer Grossunternehmen – einschliesslich der hiesigen Finanzinstitute – gesetzlich verpflichtet sein, eine Klimaberichterstattung vorzulegen, welche die Empfehlungen der von den G20-Ländern eingesetzten *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) umsetzen muss. Dies entspricht ziemlich genau dem Offenlegungsansatz, den die Europäische Kommission mit Pensionskassen in vielen Ländern anvisiert, welche die TCFD-Standards bereits eingeführt haben.

Nordische Länder

Die nordischen Länder verfügen mit Blick auf gesellschaftlich verantwortungsbewusste (beziehungsweise ethische oder auch nachhaltige) Anlagen (Socially Responsible Investing, SRI) über eine lange Geschichte und einen guten Ruf. In Schweden wurden die ersten ethischen Anlagefonds bereits Ende der 1960er-Jahre von Abstinenz- und Täuferbewegungen aufgelegt. Die ethischen Werte dieser Organisationen fanden ihren Ausdruck in den Anlagemandaten der betreffenden Fonds: Alkoholhersteller wurden ausgeschlossen, genauso wie Produzenten von Rüstungsgütern, Handfeuerwaffen und Tabak.¹⁹ In den 1980er- und 1990er-Jahren waren Pensionskassen wie die Schwedische Kirche (Svenska Kyrkan) und Storebrand beteiligt bei der Aufsetzung einer Reihe von SRI-Fonds und spielten damit eine wichtige Vorreiterrolle für die Etablierung entsprechender Anlagen auf breiterer Front.²⁰ Der GPTB setzt Schweden auf der Responsible-Investing-Rangliste auf Platz 1; es folgen Dänemark auf Rang 3, Finnland auf Rang 5 und Norwegen auf Rang 6.

Mit der Zeit rückten klima- und umweltrelevante Sorgen bei den Pensionskassen der nordischen Länder im Rahmen ihrer Anlagen immer stärker in den Vordergrund, und bis 2020 hatten über 60% der dänischen, finnischen und schwedischen Pensionskassen die Initiativen TCFD und Climate Action 100+ unterzeichnet. Bei Pionieren wie Alecta (verwaltetes Vermögen von CHF 120 Mrd.) zeichneten «grüne Anlagen» 2019 für mehr als zwei Drittel des gesamten Portfolios verantwortlich – was gemäss einer im Jahr 2020 von der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) publizierten Umfrage den höchsten Anteil darstellte.²¹ Eine 2020 durchgeführte umfassendere Erhebung bei Pensionskassen der nordischen Länder zeigte, dass über 90% der Pensionskassen in Dänemark, Finnland und Schweden die Prinzipien für verantwortungsvolles Investieren der Vereinten Nationen (UN PRI) und über 50% der Pensionskassen auch den UN Global Compact unterzeichnet hatten.²² Norwegen bildet mit Blick auf SRI das Schlusslicht der nordischen Länder, aber auch hier hatten sich mehr als 60% der Pensionsfonds bis im Jahr 2020 auf die Offenlegungsstandards der TCFD verpflichtet.²³ Der grosse norwegische Staatsfonds SPU (Statens Pensjonsfond Utland) hat Nachhaltigkeitsanforderungen formuliert und publiziert regelmässig eine Liste mit Ausschlüssen und Beobachtungen, weshalb Norwegen bei der Identifikation auszuschliessender Unternehmen weltweit eine überdimensionale Rolle spielt.²⁴ Diese Ausschlussliste gilt innerhalb der ESG-Branche als Referenzwerk für Ausschlüsse und wird global von zahlreichen weiteren auf Nachhaltigkeit ausgerichteten Pensions- und anderen Anlagemandaten befolgt.

Niederlande

Der GPTB setzt die Niederlande in Bezug auf ethische Anlagen durch Pensionskassen auf den 2. Platz weltweit. In den Niederlanden versteht De Nederlandsche Bank (DNB) – also die Zentralbank, die auch die Hauptaufsicht über Pensionskassen ausübt – Nachhaltigkeit und verantwortungsbewusstes Investieren als Teil ihres Mandats. Aus diesem Grund erlässt sie zunehmend detailliertere Vorgaben zum Umgang mit Risiken, insbesondere solchen, die den Klimawandel und die Biodiversität betreffen.²⁵ Wie in den nordischen Ländern können auch die niederländischen

¹⁹ Bengtsson, A History of Scandinavian Socially Responsible Investing, Journal of Business Ethics, 2008

²⁰ ibid

²¹ OECD, Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds, 2020

²² Robeco, Comparing ESG policies of pension funds in the Nordics and Netherlands, 12/2020

²³ ibid

²⁴ Norges Bank, Observation and exclusion of companies, 2021

²⁵ DeNederlandscheBank, Indebted to Nature: Exploring biodiversity risks for the Dutch financial sector, 6/2020

Pensionskassen in Bezug auf die Berücksichtigung von ESG-Kriterien auf eine relativ lange Geschichte zurückblicken. In einer 2020 von Robeco durchgeführten Studie wiesen sich sämtliche befragten niederländischen Pensionskassen als Unterzeichner der UN PRI aus, während bis zu 40% von ihnen Beteiligungen an Tabakunternehmen ausschlossen. Zudem hatten sich 70% von ihnen zur Einhaltung der Offenlegungsvorgaben gemäss TCFD verpflichtet, und 60% gehörten dem Netzwerk Climate Action 100+ an.²⁶

In jüngerer Vergangenheit sind gewisse niederländische Pensionskassen noch weiter gegangen: Im Oktober 2021 kündigte die Stichting Pensioenfonds ABP – die Pensionskasse für Angestellte der öffentlichen Verwaltung sowie des Bildungssektors und mit einem verwalteten Vermögen von EUR 523 Mrd. die grösste Pensionskasse der Niederlande – an, bis 2023 sämtliche Beteiligungen an Produzenten fossiler Brennstoffe im Umfang von EUR 15 Mrd. abzustossen. Indessen liegen die meisten niederländischen Pensionskassen in Bezug auf die Berücksichtigung einer breiten Palette von ESG-Anlagekriterien weiterhin hinter ihren Pendanten in den nordischen Ländern zurück.

Frankreich

Die öffentlich-rechtlichen Pensionskassen Frankreichs, wie etwa der Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR), der schon seit 2005 über eine SRI-Strategie verfügt, zählen in Bezug auf die Umsetzung von ESG-Kriterien zu den Vorreitern in Europa.²⁷ Der FRR und weitere französische Akteure, wie beispielsweise die Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) und die Pensionskasse der öffentlichen Hand in Frankreich (Établissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique, ERAFP), gehörten 2006 zu den Erstunterzeichnern der UN PRI. Gegenwärtig zählt Frankreich 332 Finanzinstitute, welche die UN PRI unterzeichnet haben – also deutlich mehr als Deutschland (vgl. unten).

Im Jahr 2015, als Paris die Klimagespräche der Vereinten Nationen ausrichtete, wurde Frankreich innerhalb Europas zum Wegbereiter, indem es seine Finanzinstitute und Vermögensverwalter dazu verpflichtete, ihr Exposure gegenüber Klimarisiken offenzulegen. Für die Integration von Nachhaltigkeitsaspekten, insbesondere im Bereich Klimawandel, geben folglich staatliche Massnahmen und Vorschriften viel stärker den Ausschlag als die Pensionskassenmitglieder. Das entscheidende Gesetz, um die Integration von Nachhaltigkeitskriterien bei französischen Pensionskassen voranzubringen, war das 2015 verabschiedete *Loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte*, dessen Artikel 173-VI französische Anleger zu einer Klimaberichterstattung verpflichtet. Gemäss diesem Artikel müssen die grössten institutionellen Anleger erklären und rechtfertigen, wie sie Klimarisiken berücksichtigen und wie sie zur Energiewende beitragen. Seit Juni 2021 müssen zudem die von der TCFD erarbeiteten Empfehlungen zwingend erfüllt werden.

Deutschland

In Deutschland kommt die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien wegen der Fragmentierung des deutschen Pensionsmarkts nur relativ langsam voran. Von den zehn grössten deutschen Pensionskassen haben lediglich zwei die UN PRI unterzeichnet, und insgesamt haben dies nur 210 deutsche Finanzinstitute getan.²⁸ Laut einer Umfrage von 2020 wendeten nur drei Pensionsfonds Schwellenwerte für den Ausschluss von Beteiligungen in den Bereichen Kohle und Bergbau an, während nur gerade zwei eine Strategie für entsprechende Engagements hatten.²⁹ Dies bedeutet, dass Deutschland in Bezug auf SRI in Europa relativ weit zurückliegt. Allerdings wird sich dies voraussichtlich ändern, sobald die TCFD-Offenlegungsstandards in der gesamten Europäischen Union verbindlich eingeführt werden.

Grossbritannien

Wie in Schweden wurzelten die ersten SRI auch in Grossbritannien in religiösen und ethischen Werten, die hier von der methodistischen Kirche und den Quäkern hochgehalten wurden. Pensionsfonds religiöser Organisationen wie der Church of England unterzeichneten die UN PRI im Jahr 2010.³⁰ Davor gehörten Pensionsanbieter wie Universities Superannuation Scheme (USS), Aviva und BT Pension Scheme (BTPS) zu den Erstunterzeichnern der UN PRI. Umweltbehörden und -organisationen wie die Environment Agency und The Wildlife Trusts investieren ihre Pensionsvermögen schon seit relativ langer Zeit nachhaltig. Eine Besonderheit des britischen Markts im Vergleich zu den meisten europäischen Ländern besteht darin, dass den Konsumenten bei der Wahl ihrer Pensionsfonds mehr Möglichkeiten offenstehen, können sie sich doch beispielsweise

²⁶ Robeco, Comparing ESG policies of pension funds in the Nordics and Netherlands, 12/2020

²⁷ Fonds de Réserve pour les Retraites, SRI Strategy of the FRR, 2021

²⁸ Principles for Responsible Investments, Signatory directory, 2021

²⁹ Facing Finance, Deutsche Pensionskassen – bereit für nachhaltige Geldanlage?, 2020

³⁰ The Church of England, Responsible Investment, 2021

für nachhaltige Pensionspläne oder sogar für nachhaltige Ansätze im Rahmen einer sogenannten «self-invested personal pension» (SIPP) entscheiden.

Gemäss GPTB liegt Grossbritannien in Bezug auf SRI weltweit auf dem 7. Rang. Laut einem Gesetzesentwurf, der im April 2022 in Kraft treten wird, werden die grössten in Grossbritannien registrierten Unternehmen und Finanzinstitute künftig klimarelevante Finanzinformationen verbindlich offenlegen müssen – womit die Empfehlungen der TCFD umgesetzt werden. Dieses neue Gesetz wird auch für die grössten britischen Pensionskassen gelten.³¹

USA

Nachhaltigkeitsinitiativen bei Pensionskassen wurden in den USA vornehmlich auf Ebene der Bundesstaaten oder Städte lanciert; so zählten etwa das California Public Employees' Retirement System (CalPERS) und diverse New Yorker Pensionsfonds zu den Erstunterzeichnern der UN PRI. Die Ausnahme auf nationaler Ebene ist die Teachers Insurance and Annuity Association (TIAA) – eine Pensionskasse hauptsächlich für Lehrkräfte –, welche die UN PRI im Jahr 2006 ebenfalls unterzeichnete. Abgesehen von bundesstaatlichen und städtischen Initiativen wurde die SRI-Nachfrage in den USA weniger von regulatorischer Seite, sondern überproportional stark von den Präferenzen der Konsumenten getrieben. Laut einer Studie von 2021 bezeichneten 41% der nordamerikanischen Vermögensverwalter die Erfüllung von Kundenbedürfnissen oder -wünschen als den wichtigsten Grund, weshalb ihre Organisation ESG-Initiativen umsetzt. Im asiatisch-pazifischen Raum belief sich der entsprechende Anteil auf 26%, in Europa auf 31%.³² Dies unterstreicht, in welchem Mass nachhaltige Anlagen, insbesondere bei Pensionskassen, in Europa und Asien von regulatorischen Initiativen und weniger von der Nachfrage seitens der Konsumenten getrieben werden.

Im Juni 2020 schlug das US-Arbeitsministerium (DOL) eine Regel vor, die Pensionstreuhändern die Berücksichtigung von ESG-Kriterien generell untersagt hätte, sofern sie nicht zweifelsfrei hätten belegen können, dass dies die finanziellen Ziele des Pensionsplans nicht gefährden würde. Nachdem sich zahlreiche Branchenvertreter gegen dieses Vorhaben ausgesprochen hatten, wurden die Klauseln betreffend ESG in der endgültigen Fassung der Regulierungsvorschrift vom Oktober 2020 fallen gelassen. Allerdings können Gesetze auf Bundesstaatsebene die Berücksichtigung von nichtfinanziellen Aspekten bei Anlagen von Pensionsfonds fördern (wie beispielsweise in Kalifornien) oder behindern (wie beispielsweise in Florida). Wir erwarten, dass zwischen den Pensionskassen der einzelnen Bundesstaaten auch künftig eine SRI-Lücke klaffen wird. Kassen wie das California State Teachers' Retirement System (CalSTRS) und CalPERS werden Nachhaltigkeit und eine aktivistische Fondsverwaltung auch künftig zu ihren treuhänderischen Pflichten zählen, wogegen Kassen wie das Florida Retirement System dies nicht so sehen dürften.³³

Kanada

Gemäss GPTB liegt Kanada hinsichtlich SRI dank Vorreitern wie dem Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB) und der Caisse de Dépôt et Placement du Québec (CDPQ) weltweit auf dem 4. Rang. Weil in Kanada mit Blick auf SRI kaum gesetzliche Beschränkungen bestehen, geniessen Pensionskassen bei der Berücksichtigung von ESG-Faktoren einen relativ hohen Grad an Freiheit. 2020 versprachen die CEOs der acht grössten kanadischen Pensionskassen öffentlich, «für ein nachhaltigeres und inklusiveres Wachstum zu sorgen, indem wir [ESG-Faktoren] in unsere Strategien und Anlageentscheidungen miteinbeziehen».³⁴ Allerdings wurden diese ambitionösen Versprechen zu einem gewissen Grad durch eine Kontroverse unterminiert, welche die fünf grössten kanadischen Pensionskassen auslösten, indem sie ihre kumulativen Beteiligungen an Ölsandproduzenten im 1. Quartal 2021 im Vergleich zu 2020 um satte 147% erhöhten.³⁵

Japan

In Japan war und ist der Government Pension Investment Fund (GPIF) – der mit einem verwalteten Vermögen von CHF 1.4 Bio. weltweit grösste Pensionsfonds – die treibende Kraft für verantwortungsbewusste Anlagen. CIO Hiro Mizuno versuchte in seiner Amtszeit von 2015 bis 2020, den GPIF in Richtung einer höheren Allokation in nachhaltige Anlagen zu führen. Der Startschuss hierfür fiel 2015, als der GPIF die UN PRI unterzeichnete. 2017 begann der GPIF mit Beteiligungen von JPY 3 Bio. (CHF 24 Mrd.) an Unternehmen mit guten ESG-Scores mittels Index-Tracking-Lösungen. 2018 tätigte er in einem nächsten Schritt Investitionen im Gesamtumfang von

³¹ GOV.UK, UK to enshrine mandatory climate disclosures for largest companies in law, 2021

³² Capital Group, ESG Global Study 2021

³³ Lachance and Stroehle, The Origins of ESG in Pensions: Strategies and Outcomes, 03/2021

³⁴ CPP Investments, Companies and investors must put sustainability and inclusive growth at the centre of economic recovery, 2020

³⁵ Reuters, Canada's top pension funds boost investments in high-carbon oil sands, 2021

JPY 1.2 Bio. (CHF 9.7 Mrd.) in mehrere kohlenstoffarme Indizes.³⁶ Im Jahr 2020 passte der GPIF seine Anlageprinzipien weiter an, um ESG-Aspekten mehr Gewicht zu geben.³⁷ Gemäss Zahlen des GPIF haben die Allokationen in ESG-Fonds allerdings nach wie vor nur einen Anteil von deutlich weniger als 5% am verwalteten Gesamtvermögen. Gebremst wurde der GPIF unter anderem durch rechtliche Beschränkungen, darunter die Verpflichtung, eine gesetzlich verordnete Renditeschwelle nicht zu unterschreiten. Weitere Vorschriften verbauen dem GPIF zudem die Möglichkeit, einen aktiveren Ansatz bezüglich Unternehmensführung zu verfolgen, ist es ihm doch gesetzlich untersagt, direkte Beteiligungen an Unternehmen zu halten oder an Aktionärsversammlungen abzustimmen. Wegen der strikten Auslegung dieser gesetzlichen Einschränkungen ist der GPIF nicht in der Lage, mit Blick auf eine klimarelevante oder anderweitig verantwortungsbewusste Anlagepolitik verbindliche Versprechen abzugeben.

³⁶ Refinitiv, Why is Japan embracing ESG investing?, 2021

³⁷ GPIF, Stewardship Activities Report 2020 – 2021, 2021



Erwartete positive und höhere ESG-Renditen in Schwellenländern

Nach Angaben von Bloomberg stiegen die Investitionen in nachhaltige Anlagen im letzten Jahr weltweit auf USD 35.3 Bio. Man geht jedoch davon aus, dass USD 25 Bio. davon keine oder nur eine geringe Wirkung erzielt haben. Diese Zahlen zeigen einen Widerspruch auf: Die Nachfrage nach nachhaltigen Anlagen oder ESG-Anlagen wächst stetig, obwohl nach wie vor unklar ist, was diese Anlagen tatsächlich beinhalten. Ist der Hype um ESG-Anlagen wirklich gerechtfertigt? Und vor allem: Welches sind die Chancen und Risiken von ESG-Anlagen in Schwellenmärkten?

ESG-Anlagen: ein weites, attraktives Feld

Zur Integration von ESG-Aspekten in ihre Anlageentscheidungen nutzen Anleger und andere Beteiligte die ESG-Klassifikationen und ESG-Scores spezialisierter Ratingagenturen. Bereits 2018 gab es über 600 verschiedene Klassifikationen, und es werden immer mehr. Diese Bewertungen sind abhängig von der Grösse der berücksichtigten Unternehmen, der Herkunft der Daten (freiwillig von den Unternehmen offengelegte Daten, ESG-Daten spezialisierter Ratingagenturen, Datenbanken von Regierungen oder Nichtregierungsorganisationen, Zeitungen oder Umfragen), der Bewertungsskala (oft eine Punktzahl zwischen 0 und 100 oder ein Rating von AAA bis CCC) und der Aktualisierungsfrequenz der verwendeten Daten.

ESG-Anlagen werden immer beliebter. 2021 haben sie seit Beginn des Jahres bereits 30% der Aktienflüsse ausgemacht. In den Schwellenländern haben die Anlagefonds seit Jahresbeginn Zuflüsse von USD 20 Mrd. verzeichnet und sind innerhalb eines Jahres um 70% gestiegen. Manche Anleger tätigen ESG-Anlagen aus Reputationsgründen und für einen positiven Fussabdruck im Bereich Umwelt und Sozialverantwortung. Andere sehen in ihnen eine Möglichkeit, ihre Performance zu verbessern, und nutzen ESG-Scores zur Renditesteigerung und Risikobegrenzung (vgl. Kapitel «Schweizer Pensionskassen legen nachhaltiger an»).

ESG-Scores: Europa an der Spitze, USA im Mittelfeld, Schwellenländer als Schlusslicht

Die ESG-Scores des MSCI AC World Index bewerten etwas mehr als ein Viertel der Unternehmen (30.3%) mit *Leader* (AAA und AA), die Mehrheit (63.2%) mit *Average* (A, BB und BBB) und eine Minderheit (5.7%) mit *Laggard* (B und CCC). Regional steht Grossbritannien mit 65.6% *Leader* und 34.4% *Average* an der Spitze. Darauf folgt die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) mit der Hälfte der Unternehmen im Segment *Leader* (53.3%), der anderen Hälfte im Segment *Average* (45.5%) und nur 1.3% im Segment *Laggard*. Die USA hinken ein wenig hinter dem weltweiten Benchmark (MSCI AC World Index) her: Ein Viertel ihrer Unternehmen liegt im Bereich *Leader* (24.1%), eine Mehrheit im Bereich *Average* (70.3%) und 5.6% im Bereich *Laggard*. Die meisten Unternehmen in den Schwellenländern sind im Segment *Average* (68.3%) zu

Grossbritannien und EWWU haben den grössten Anteil an Unternehmen mit der Bewertung *Leader*

ESG-Scores von Unternehmen des MSCI AC World Index.

	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA	Leader (AAA & AA)	Average (A, BB & BBB)	Laggard (B & CCC)
Grossbritannien	0.0%	0.0%	1.3%	10.9%	22.2%	48.0%	17.6%	65.6%	34.4%	0.0%
EWWU	0.0%	1.3%	6.7%	10.1%	28.6%	25.5%	27.8%	53.3%	45.5%	1.3%
Schweiz	0.0%	0.4%	1.7%	7.9%	40.5%	40.2%	9.3%	49.5%	50.1%	0.4%
MSCI AC World Index	0.8%	4.9%	11.2%	28.0%	24.0%	19.4%	10.9%	30.3%	63.2%	5.7%
Japan	0.8%	5.4%	7.7%	29.2%	27.3%	20.9%	8.7%	29.6%	64.2%	6.2%
USA	0.3%	5.3%	11.9%	36.7%	21.7%	15.3%	8.9%	24.1%	70.3%	5.6%
Schwellenländer	4.3%	10.9%	21.6%	24.5%	22.1%	8.9%	7.6%	16.5%	68.3%	15.2%

Quelle: MSCI, Credit Suisse

finden. Diese Länder liegen aber insofern hinter dem Rest der Welt zurück, als *Leader* und *Laggard* hier gleichauf liegen (16.5% bzw. 15.2%). Anhand der Bewertungen des MSCI EM Index ergibt sich innerhalb der Schwellenländer jedoch ein heterogenes Bild. Lateinamerika steht mit dem höchsten Anteil an Unternehmen in der Kategorie *Leader* (16.8%) an der Spitze, während China und Indien hier jeweils nur 7.3% bzw. 8.4% aufweisen und Russland sogar nur 2%.

Wertentwicklung von ESG-Anlagen: Überschussrendite in Schwellenländern höher als in Industrieländern

In Hinblick auf eine Analyse der Wertentwicklung von ESG-Anlagen haben wir die MSCI ESG Leaders Indizes untersucht, die den Vorteil haben, dass sie ESG-Kriterien abbilden und dennoch mit herkömmlichen Benchmarks vergleichbar sind. Unsere Ergebnisse deuten darauf hin, dass die ESG-Indizes Überschussrenditen bieten und diese in den Schwellenländern höher sind als in den Industrieländern. In den letzten drei Jahren erzielten der MSCI World ESG Index und der MSCI Emerging Markets ESG Index im Vergleich zu ihren Benchmarks (MSCI AC World und MSCI Emerging Markets) annualisierte Überschussrenditen von 1 % beziehungsweise 1.8 %, in den letzten zehn Jahren 0.1 % beziehungsweise 2.8 %. Wir haben jedoch auch festgestellt, dass diese Überschussrenditen im Laufe der Zeit rückläufig zu sein schienen, auch wenn wir in den letzten Jahren eine Stabilisierung beobachten konnten. Letzteres könnte eine Folge davon sein, dass der ESG-Vorteil den Vorreitern zugutegekommen ist, sich jedoch mit der weltweiten Demokratisierung von ESG abnutzt. Letztere Tendenz bestätigt sich, denn in den letzten zehn Jahren ist eine Verbesserung der aggregierten ESG-Scores zu beobachten. Theoretisch liesse sich eine bessere relative Performance der ESG-Indizes mit Wachstum (mehr Liquidität aufgrund eines wachsenden Marktes mit Konsumenten, die immer mehr für ESG-Kriterien sensibilisiert sind), Rentabilität (bessere Marktmacht aufgrund einer wachsenden Nachfrage nach ESG-Kriterien und/oder eines langfristig besseren Kosten-Nutzen-Verhältnisses von ESG-Anlagen) und dem Risiko (das in Bezug auf den Klimawandel geringer ist) erklären.

Wertentwicklung von ESG-Anlagen: Schwellenmärkte heterogen

Unterstrichen werden muss, dass nicht alle Schwellenländer die gleiche positive Wertentwicklung im Vergleich zu herkömmlichen Indizes aufweisen. In Lateinamerika hat sich der MSCI LatAm ESG Leaders Index beispielsweise in den letzten drei Jahren im Vergleich zum MSCI LatAm Index schlechter entwickelt. Dabei gilt es zu bedenken, dass ESG-Indizes manchmal für ihren zu globalen Ansatz kritisiert werden, welcher der Diversität der Schwellenländer nicht gerecht wird. Gleichzeitig belegen Studien, dass die Wertentwicklung der ESG-Indizes abhängig vom Sektor, vom zeitlichen Horizont, aber auch von den berücksichtigten Nachhaltigkeitsfaktoren variiert. MSCI fand beispielsweise, dass das Governance-Kriterium die kurzfristige Performance besser erklärt, wogegen der Umwelt- und der Sozialfaktor für die langfristige Entwicklung aussagekräftiger sind.³⁸ Dies legt den Schluss nahe, dass sich ein sinnvoller Ansatz zur Entwicklung einer nuancierteren ESG-Anlagestrategie in Schwellenländern auf bestimmte Branchen und/oder Unterkategorien von Nachhaltigkeitsfaktoren konzentrieren könnte.

Grenzen von Performancevergleichen

Einzuschätzen, ob man mit Unternehmen oder Indizes mit hohen ESG-Scores eine bessere Performance erzielt, ist generell schwierig und hängt von vielen empirischen Herausforderungen ab. Denn erstens machen die unterschiedlichen Vorgehensweisen, die für ESG-Scores verwendet werden, einen Vergleich der Wertentwicklung wie bereits erwähnt schwierig. Eine OECD-Studie aus dem Jahr 2020 zeigt, dass die Korrelation zwischen hohen ESG-Scores und Finanzerträgen in den letzten zehn Jahren abhängig vom Ersteller des Scores, von der Anlagestrategie, von der Region und vom Bezugszeitraum signifikante Unterschiede aufweist. Der Studie zufolge verzeichneten zahlreiche Portfolios mit hohen ESG-Scores einen geringeren Wertzuwachs, wohingegen bestimmte Portfolios mit niedrigem ESG-Score einen höheren Wertzuwachs verbuchten. Die Studie gelangt auch für die Messung des absoluten und des relativen Risikos zu ähnlichen Ergebnissen.³⁹ Eine andere Studie zeigt, dass die Unternehmen des S&P 500 mit den höchsten MSCI-ESG-Scores mit einem Aufschlag von rund 25% im Vergleich zu den Unternehmen ihrer Peergroup mit den niedrigsten Scores gehandelt wurden.⁴⁰ Bei der Durchführung der gleichen Analyse mit den ESG-Scores von Sustainalytics and Refinitiv ergab die Studie jedoch keinen Aufschlag. Da unterschiedliche Vorgehensweisen zu unterschiedlichen Ergebnissen führen, ist jeder Versuch einer Verallgemeinerung bezüglich der Wertentwicklung schwierig. Da ESG-Scores zweitens generell mit Bezug auf eine Peergroup erstellt werden (beispielsweise innerhalb eines bestimmten Sektors oder Subsektors), droht das vom ESG-Score ausgehende Signal bei der Aggregation dieser Scores in einem grösseren Massstab (z.B. für Finanzanlagen) an Aussagekraft zu verlieren.

³⁸ Die Erklärung hängt damit zusammen, dass bei der Governance Aspekte einfließen, die das Unternehmen kurzfristig beeinflussen, während Umwelt und Soziales tiefgreifende Veränderungen aufzeigen, welche die langfristige Wirtschaftsleistung beeinflussen.

³⁹ Boffo, Riccardo and Robert Patalano, ESG investing: Practices, progress and challenges, OECD, 2020

⁴⁰ Subramanian, Wang, Seretis, Bajaj, Nair, Zhao and Atalay, ESG Investing by the numbers, 21. Oktober 2021

Schlussendlich erweist sich der Nachweis einer Kausalität zwischen Wertentwicklung und ESG-Score auch wegen eines Endogenitätsproblems als schwierig. Es ist schwierig zu prüfen, ob Unternehmen mit einer guten Wertentwicklung generell hohe ESG-Werte haben, weil sie über mehr Mittel verfügen, um in die Dimensionen Umwelt, Soziales und Governance zu investieren, oder ob es die Investitionen in ESG-Aspekte sind, die den Firmen zu besseren Leistungen verhelfen.⁴¹

Herausforderungen und Chancen von ESG-Anlagen in Schwellenländern

Herausforderung: Vertrauen und Verlässlichkeit der Daten und ESG- Scores

Fehlende Transparenz und Regulierung bremsen die Entwicklung von ESG-Anlagen weltweit, besonders aber in Schwellenländern. Dies hat zunächst damit zu tun, dass sich zwar bestimmte Kriterien als zentral herausgestellt haben, aber immer noch kein Konsens darüber gefunden werden konnte, welche relative Bedeutung ihnen beizumessen ist. Dies führt sehr häufig zu Divergenzen bezüglich des ESG-Scores, was für die Anleger verwirrend ist.⁴² Die Bildung von ESG-Aktienindizes basiert ferner auf komplexen Vorgehensweisen und subjektiven Entscheidungen. Für Anleger, die ihre eigene Analyse vornehmen möchten, stellt dies eine Herausforderung dar und kann die mit Blick auf Schwellenländer bestehende Furcht vor *Greenwashing* und Datenmanipulation schüren. Schliesslich besteht die Informationsquelle für ESG-Scores vorrangig in der freiwilligen Verbreitung von Informationen durch die Unternehmen selbst, was angesichts der mangelnden Kontrolle das Problem der Verlässlichkeit der verwendeten Daten aufwirft.

Offenlegungs- vorschriften in Industrieländern beeinflussen Praxis in Schwellenländern

Da Transparenz und Verlässlichkeit jedoch Schlüsselemente sind, müsste jede Verbesserung in diesen beiden Bereichen die Anleger beruhigen und es ihnen erlauben, die Risiken und Chancen von ESG-Anlagen in Schwellenmärkten besser einzuschätzen. Daher setzt sich unter dem Einfluss von Initiativen in Industrieländern allmählich eine Standardisierung durch, die in gewisser Weise auch in den Schwellenländern mehr und mehr umgesetzt wird. Im April 2021 wurde in Neuseeland als erstem Land der Welt die Offenlegung von Informationen vorgeschrieben, die den bisher freiwillig umgesetzten Empfehlungen der *Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)* entsprechen. Andere Länder haben bereits angekündigt, sich dem anschliessen zu wollen, unter anderem die Schweiz, die Länder der G7, aber auch Brasilien und Mexiko in Lateinamerika. Die Europäische Union verabschiedete die *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, die noch weiter geht als die TCFD-Standards. Ab 2022 müssen ESG-Fonds die ESG-Kenndaten ihrer Produkte klassifizieren und sich dabei an eine vordefinierte grüne Taxonomie halten. China bereitet sich unter dem Einfluss von Hongkong, wo bereits Offenlegungspflichten bezüglich der Umwelt- und Sozialdaten von Finanzanlagen bestehen, ebenfalls schrittweise auf Regulierungen vor.

Herausforderung: Strukturwandel

Bei der Umstellung auf eine nachhaltige Wirtschaft müssen die Schwellenländer einen Strukturwandel bewältigen. Zahlreiche Länder, deren Wirtschaft exportorientiert ist, hängen in hohem Masse von Rohstoffen ab. Beispielsweise 50% des Bruttoinlandprodukts (BIP) von Saudi-Arabien, 30% des BIP der Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) und 30% des BIP Russlands stammen von fossilen Energieträgern. Brasilien ist der grösste Importeur von Schädlingsbekämpfungsmitteln (einschliesslich der gefährlichsten Sorten), die für den Anbau von Soja, Baumwolle und Mais verwendet werden. Diese Beispiele zeigen die strukturellen Schwierigkeiten von Schwellenländern, die den Übergang hin zu einer umweltfreundlicheren Wirtschaft angehen möchten. Die Umstellung auf nachhaltigere Alternativen beinhaltet ausserdem hohe Kosten, denn die Energiewende erfordert konsequente Investitionen und hängt somit vom Zugang zu Finanzierungen ab. In den nächsten Jahren dürfte es zudem aufgrund der Einführung eines CO₂-Grenzkostenausgleichs (wie dies die Europäische Union für das Jahr 2026 plant) zur allgemeinen Einführung von CO₂-Steuern kommen. Unseren Prognosen zufolge hätte dieses Szenario in Industrieländern und Schwellenländern einen entgegengesetzten Effekt.⁴³ Die USA und Europa, in denen die Schlüsselsektoren seit Langem mit dem ökologischen Wandel begonnen haben, dürften dabei gewinnen; Schwellenländer, die diese strukturellen Herausforderungen meistern müssen und bei diesem Wandel im Rückstand sind, dürften darunter leiden.

⁴¹ Schreck (2011) prüft dieses Endogenitätsproblem und kommt zum Schluss, dass zwischen Rentabilität und Sozialverantwortung kein Zusammenhang besteht.

⁴² Wie bereits erwähnt, belegen mehrere Studien eine geringe Korrelation zwischen den unterschiedlichen ESG-Scores verschiedener Ratingagenturen.

⁴³ Credit Suisse, Capital Market Assumptions (Kapitalmarktannahmen, CMA) 2021

Chance: Steigende Zahl an Schwellenländern, die sich im Umweltschutz engagieren

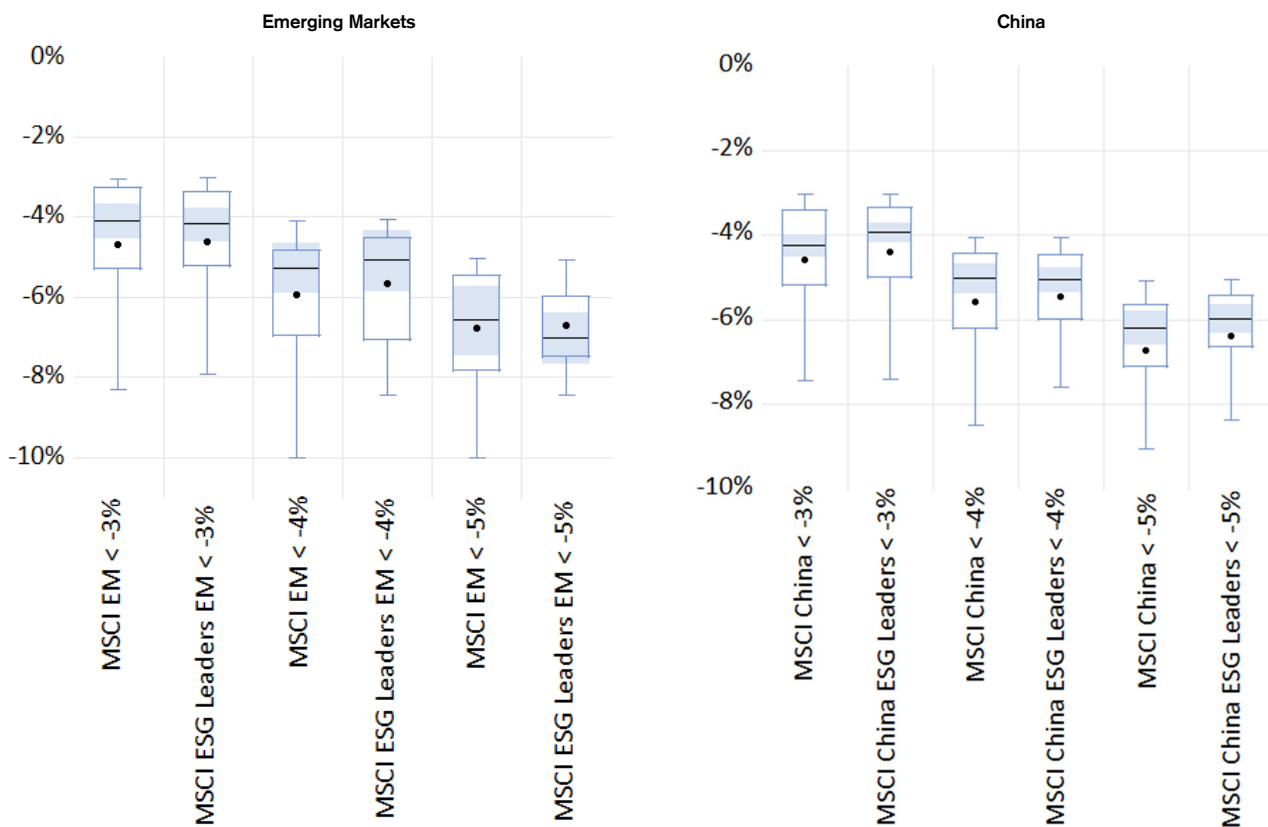
Dennoch bieten Schwellenländer womöglich interessante Chancen, zumal bestimmte Unternehmen oder Branchen die Energiewende bereits angestossen haben. Zudem folgen immer mehr Schwellenländer dem Beispiel der Industrienationen und engagieren sich im Umweltschutz. Der chinesische Staatschef Xi Jinping etwa kündigte an, China weltweit als Spitzenreiter des Klimawandels zu etablieren. China, der weltweit grösste Emittent von Treibhausgasen, will bis 2060 klimaneutral sein. Im Oktober 2021 erklärten Russland, die Türkei und die VAE, drei der am meisten von fossilen Energien abhängigen Länder, das «Netto-null-Emissionsziel» einhalten zu wollen. Ob diese Zusagen glaubwürdig oder nur Verzögerungstaktik sind, ist zweitrangig. In einem *Business-as-usual-Betrieb* sind sie ein Signal an die heimische Industrie, die notwendige Entwicklung voranzutreiben. Die Unterzeichner des Pariser Abkommens hatten sich zudem verpflichtet, den Wandel in den Schwellenländern mit USD 100 Mrd. pro Jahr finanziell zu unterstützen. In der Praxis belief sich die Summe der Finanzleistungen 2018 indessen nur auf USD 78.9 Mrd.⁴⁴ Auf der jüngsten Klimakonferenz COP26 verpflichteten sich die Länder, diese Lücke zu schliessen, um bis 2025 jährlich USD 100 Mrd. zu erreichen. Sie einigten sich ausserdem darauf, auch nach 2025 weiter zu investieren.

Chance: Minimierung des Risikos extremer Verluste

Wir haben die MSCI-ESG-Indizes und die individuellen MSCI-ESG-Scores der Unternehmen untersucht. Dadurch konnten wir eine Bottom-up- und Top-down-Bestätigung dafür finden, dass es der Einbezug von ESG-Aspekten erlaubt, bestimmte mit defensiven Zügen assoziierte Eigenschaften abzubilden. Beispielsweise sind höhere ESG-Scores mit höheren Dividenden assoziiert, während ESG-Scores negativ mit Aktienkursen und -volatilität zusammenhängen – und dies stabil über einen längeren Zeitraum. Wir gelangen insbesondere zum Schluss, dass sich mit der Integration des ESG-Scores die Wahrscheinlichkeit verringern lässt, dass extreme Risiken auftreten. Die untenstehenden Grafiken illustrieren, dass extreme Tagespreisabfälle (–4% oder mehr) bei den ESG-Leaders-Indizes für Schwellenländer und für China weniger häufig vorkommen als bei den

Extreme Preisabstürze bei MSCI ESG Leaders EM und MSCI China ESG Leaders seltener als bei Elternindizes MSCI EM und MSCI China

Die Grafik links zeigt Tagespreisrückgänge über 3%, 4% bzw. 5% für den MSCI EM und den MSCI ESG Leaders EM zwischen dem 28.09.2007 und dem 02.11.2021. Die Grafik rechts zeigt dasselbe für den MSCI China sowie den MSCI China ESG Leaders. Die Kastengrafik zeigt den Mittelwert (Punkt), den Medianwert (horizontale Linie), die 25%- und 75%-Quantile (Begrenzung des Kastens) und extreme Beobachtungen, die nicht als Ausreisser betrachtet werden (Whisker). Man sieht, dass die Whisker (auf beiden Seiten der extremen Rückgänge) bei einem Tagesrückgang ab 4% bei den MSCI ESG Leaders für Emerging Markets sowie China kürzer sind als bei den herkömmlichen Indizes. Dies zeigt, dass es beim ESG-Index seltener zu extremen Verlusten kommt.



Quelle: Refinitiv, Credit Suisse

⁴⁴ Schätzung der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) von 2019

jeweiligen Elternindizes MSCI EM beziehungsweise MSCI China. ESG-Eigenschaften scheinen mit einem besseren Schutz der Unternehmen in Krisenzeiten und bei negativen Schockwellen verknüpft. MSCI zufolge unterliegen Unternehmen mit hohem ESG-Score seltener idiosynkratischen und systematischen Risiken als Unternehmen mit einem schlechten ESG-Score.⁴⁵ Diese Ergebnisse stimmen mit einer Studie der OECD aus dem Jahr 2020 überein, der zufolge ESG-Investmentfonds und ESG-Indizes unterschiedlicher Ratingagenturen (wie Bloomberg, Morningstar und MSCI) den in den ersten vier Monaten 2020 von der Pandemie ausgelösten Schock besser verkrafteten als herkömmliche Vehikel.⁴⁶ Fazit: Es könnte besonders interessant sein, diese mit ESG-Kriterien assoziierten Vorteile zu nutzen, um den Aktienmarkt in Schwellenländern auszugleichen, der seiner Natur nach eher risikobehaftet und instabil ist. Theoretisch könnten Unternehmen mit einem hohen ESG-Score zudem dank des niedrigeren Diskontsatzes und/oder staatlicher Subventionen von geringeren Kosten für Eigenkapital und/oder den Schuldendienst profitieren.

Chance: Gute Renditeaussichten

Gemäss unseren Kapitalmarktannahmen 2021⁴⁷ dürften ESG-Anlagen in Schwellenländer in einem Zeitraum von fünf Jahren eine positive Überschussrendite erbringen. Für den MSCI World ESG Leaders und den MSCI EM ESG Leaders schätzen wir die jährliche Rendite auf 7.2% bzw. 8.6%, was einer Überschussrendite gegenüber dem MSCI World bzw. dem MSCI EM von 0.4 bzw. 1.0 Prozentpunkten entspräche. In den Industriestaaten ist die Überschussrendite bescheiden und hängt im Wesentlichen von einem etwas stärkeren Wachstum des Gewinns pro Aktie und einem am Benchmark orientierten Kurs-Gewinn-Verhältnis ab. In den Schwellenländern rechnen wir mit einem stärkeren Wachstum des Gewinns pro Aktie in der Anfangszeit und damit, dass sich die Bewertung und die Rendite nicht grundlegend vom Benchmark für Schwellenländer unterscheiden.

Chance: Spitzenreiter bei erneuerbaren Energien

Zahlreiche Schwellenländer sind oder werden künftig möglicherweise führend in der Erzeugung erneuerbarer Energien sein. China ist schon heute der weltweit grösste Erzeuger von Solar- und Windenergie, gefolgt von den USA, Deutschland und Indien. China, das 2019 auch grösster Exporteur von Akkus und Elektromotoren war, dürfte von der wachsenden Nachfrage nach Elektroautos profitieren. Letztere könnten bis 2030 35% der Neuzulassungen ausmachen (60% in Europa, 42% in China und 36% in den USA). Auch sogenannter grüner Wasserstoff wird derzeit zunehmend von der Politik gefördert, sodass der Startschuss im Rennen um die Führungsposition in diesem Sektor gefallen ist: Die Europäische Union stattete ihren *Green Hydrogen* Plan mit EUR 150 Mrd. aus, während Chile bis 2030 den günstigsten grünen Wasserstoff auf dem Markt anbieten will. Betrachtet man schliesslich die für die Energiewende erforderlichen Metalle, so sieht man, dass Chile und Peru 2019 die grössten Kupferexporteure sowie Indonesien und die Philippinen die grössten Nickelexporteure waren.

⁴⁵ MSCI, Comparing Risk and Performance for Absolute and Relative ESG Scores, August 2020

⁴⁶ Ein in der Studie genannter potenzieller Faktor ist das grössere Gewicht von ESG-Indizes in der Pharmaindustrie und der Technologiebranche.

⁴⁷ Credit Suisse, Capital Market Assumptions (Kapitalmarktannahmen, CMA) 2021

Wichtige Information

Dieser Bericht bildet die Ansicht des CS Investment Strategy Departments ab und wurde nicht gemäss den rechtlichen Vorgaben erstellt, die die Unabhängigkeit der Investment-Analyse fördern sollen. Es handelt sich nicht um ein Produkt der Research Abteilung von Credit Suisse, auch wenn Bezüge auf veröffentlichte Research-Empfehlungen darin enthalten sind. CS hat Weisungen zur Lösung von Interessenkonflikten eingeführt. Dazu gehören auch Weisungen zum Handel vor der Veröffentlichung von Research-Ergebnissen. Diese Weisungen finden auf die in diesem Bericht enthaltenen Ansichten der Anlagestrategen keine Anwendung. Weitere wichtige Informationen finden Sie am Ende des Dokuments. Singapur: Nur für akkreditierte Investoren. Hongkong: Nur für professionelle Investoren. Australien: Nur für Grosskunden.

Risikowarnung

Jede Anlage ist mit Risiken verbunden, insbesondere in Bezug auf Wert- und Renditeschwankungen. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung dominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen.

Dieser Bericht kann Informationen über Anlagen, die mit besonderen Risiken verbunden sind, enthalten. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Zusätzliche Informationen erhalten Sie ausserdem in der Broschüre «Risiken im Handel mit Finanzinstrumenten», die Sie bei der Schweizerischen Bankiervereinigung erhalten.

Vergangene Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Die Wertentwicklung kann durch Provisionen, Gebühren oder andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinflusst werden.

Finanzmarktrisiken

Historische Renditen und Finanzmarktszenarien sind keine zuverlässigen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse. Angegebene Kurse und Werte von Anlagen sowie etwaige auflaufende Renditen könnten sinken, steigen oder schwanken. Sie sollten, soweit Sie eine Beratung für erforderlich halten, Berater konsultieren, die Sie bei dieser Entscheidung unterstützen. Anlagen werden möglicherweise nicht öffentlich oder nur an einem eingeschränkten Sekundärmarkt gehandelt. Ist ein Sekundärmarkt vorhanden, kann der Kurs, zu dem die Anlagen an diesem Markt gehandelt werden, oder die Liquidität bzw. Illiquidität des Marktes nicht vorhergesagt werden.

Schwellenmärkte

In Fällen, in denen sich dieser Bericht auf Schwellenmärkte bezieht, weisen wir Sie darauf hin, dass mit Anlagen und Transaktionen in verschiedenen Anlagekategorien von oder in Zusammenhang oder Verbindung mit Emittenten und Schuldner, die in Schwellenländern gegründet, stationiert oder hauptsächlich geschäftlich tätig sind, Unsicherheiten und Risiken verbunden sind. Anlagen im Zusammenhang mit Schwellenländern können als spekulativ betrachtet werden; ihre Kurse neigen zu einer weit höheren Volatilität als die der stärker entwickelten Länder der Welt. Anlagen in Schwellenmärkten sollten nur von versierten Anlegern oder von erfahrenen Fachleuten getätigt werden, die über eigenständiges Wissen über die betreffenden Märkte sowie die Kompetenz verfügen, die verschiedenen Risiken, die solche Anlagen bergen, zu berücksichtigen und abzuwägen und ausreichende finanzielle Ressourcen zur Verfügung haben, um die erheblichen Risiken des Ausfalls solcher Anlagen zu tragen. Es liegt in Ihrer Verantwortung, die Risiken, die sich aus Anlagen in Schwellenmärkten ergeben, und Ihre Portfolio-Strukturierung zu steuern. Bezüglich der unterschiedlichen Risiken und Faktoren, die es bei Anlagen in Schwellenmärkten zu berücksichtigen gilt, sollten Sie sich von Ihren eigenen Beratern beraten lassen.

Alternative Anlagen

Hedge-Fonds unterliegen nicht den zahlreichen Bestimmungen zum Schutz von Anlegern, die für regulierte und zugelassene gemeinsame Anlagen gelten; Hedge-Fonds-Manager sind weitgehend unreguliert. Hedge-Fonds sind nicht auf eine bestimmte Zurückhaltung bei Anlagen oder Handelsstrategie beschränkt und versuchen, in den unterschiedlichsten Märkten Gewinne zu erzielen, indem sie auf Fremdfinanzierung, Derivate und komplexe, spekulative Anlagestrategien setzen, die das Risiko eines Anlageausfalls erhöhen können. Rohstofftransaktionen bergen ein hohes Risiko, einschliesslich Totalverlust, und sind für viele Privatanleger möglicherweise ungeeignet. Die Performance

dieser Anlagen hängt von unvorhersehbaren Faktoren ab, etwa Naturkatastrophen, Klimaeinflüssen, Transportkapazitäten, politischen Unruhen, saisonalen Schwankungen und starken Einflüssen aufgrund von Fortschreibungen, insbesondere bei Futures und Indizes.

Anleger in Immobilien sind Liquiditäts-, Fremdwährungs- und anderen Risiken ausgesetzt, einschliesslich konjunktureller Risiken, Vermietungsrisiken und solcher, die sich aus den Gegebenheiten des lokalen Marktes, der Umwelt und Änderungen der Gesetzeslage ergeben.

Private Equity

Private Equity (hiernach «PE») bezeichnet private Investitionen in das Eigenkapital nicht börsennotierter Unternehmen. Diese Anlagen sind komplex, meistens illiquide und langfristig. Investitionen in einen PE-Fonds sind in der Regel mit einem hohen finanziellen und/oder geschäftlichen Risiko verbunden. Anlagen in PE-Fonds sind nicht kapitalgeschützt oder garantiert. Die Investoren müssen ihre Kapitalnachschusspflicht über lange Zeiträume erfüllen. Wenn sie dies nicht tun, verfällt möglicherweise ihr gesamtes Kapital oder ein Teil davon, sie verzichten auf künftige Erträge oder Gewinne aus Anlagen, die vor dem Ausfall getätigt wurden, und verlieren unter anderem das Recht, sich an künftigen Investitionen zu beteiligen, oder sind gezwungen, ihre Anlagen zu einem sehr niedrigen Preis zu verkaufen, der deutlich unter den Bewertungen am Sekundärmarkt liegt. Unternehmen oder Fonds können hochverschuldet sein und deshalb anfälliger auf ungünstige geschäftliche und/oder finanzielle Entwicklungen oder Wirtschaftsfaktoren reagieren. Diese Investitionen können einem intensiven Wettbewerb, sich ändernden Geschäfts- bzw. Wirtschaftsbedingungen oder sonstigen Entwicklungen ausgesetzt sein, die ihre Wertentwicklung ungünstig beeinflussen..

Zins- und Ausfallrisiken

Die Werthaltigkeit einer Anleihe hängt von der Bonität des Emittenten bzw. des Garanten ab und kann sich während der Laufzeit der Anleihe ändern. Bei Insolvenz des Emittenten und/oder Garanten der Anleihe ist die Anleihe oder der aus der Anleihe resultierende Ertrag nicht garantiert und Sie erhalten die ursprüngliche Anlage möglicherweise nicht oder nur teilweise zurück

Investment Strategy Department

Im Mandats- und Beratungsgeschäft der CS sind Anlagestrategen für die Formulierung von Multi-Asset-Strategien und deren anschliessende Umsetzung verantwortlich. Sofern Musterportfolios gezeigt werden, dienen sie ausschliesslich zur Erläuterung. Ihre eigene Anlageverteilung, Portfoliogewichtung und Wertentwicklung können nach Ihrer persönlichen Situation und Risikotoleranz erheblich davon abweichen. Meinungen und Ansichten der Anlagestrategen können sich von denen anderer CS-Departments unterscheiden. Ansichten der Anlagestrategen können sich jederzeit ohne Ankündigung oder Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen.

Gelegentlich beziehen sich Anlagestrategen auf zuvor veröffentlichte Research-Artikel, einschl. Empfehlungen und Rating-Änderungen, die in Listenform zusammengestellt werden. Die darin enthaltenen Empfehlungen sind Auszüge und/oder Verweise auf zuvor veröffentlichte Empfehlungen von Credit Suisse Research. Bei Aktien bezieht sich dies auf die entsprechende Company Note oder das Company Summary des Emittenten. Empfehlungen für Anleihen sind dem entsprechenden Research Alert (Anleihen) oder dem Institutional Research Flash/Alert – Credit Update Switzerland zu entnehmen. Diese Publikationen sind auf Wunsch erhältlich oder können von <https://investment.credit-suisse.com> heruntergeladen werden. Offenlegungen sind unter www.credit-suisse.com/disclosure zu finden.

Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

Die Informationen in diesen Unterlagen dienen Werbezwecken. Es handelt sich nicht um Investment Research.

Der vorliegende Bericht ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem CS Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müsste.

In diesem Bericht bezieht sich CS auf die Schweizer Bank Credit Suisse AG, ihre Tochter- und verbundenen Unternehmen. Weitere Informationen über die

Organisationsstruktur finden sich unter dem folgenden Link:
<https://www.credit-suisse.com>

KEINE VERBREITUNG, AUFFORDERUNG ODER BERATUNG: Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und Veranschaulichung sowie zur Nutzung durch Sie. Sie ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertschriften oder anderen Finanzinstrumenten. Alle Informationen, auch Tatsachen, Meinungen oder Zitate, sind unter Umständen gekürzt oder zusammengefasst und beziehen sich auf den Stand am Tag der Erstellung des Dokuments. Bei den in diesem Bericht enthaltenen Informationen handelt es sich lediglich um allgemeine Marktcommentare und in keiner Weise um eine Form von reguliertem Investment-Research, Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Finanzdienstleistungen. Den finanziellen Zielen, Verhältnissen und Bedürfnissen einzelner Personen wird keine Rechnung getragen. Diese müssen indes berücksichtigt werden, bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Dieser Bericht bringt lediglich die Einschätzungen und Meinungen der CS zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments zum Ausdruck und bezieht sich nicht auf das Datum, an dem Sie die Informationen erhalten oder darauf zugreifen. In diesem Bericht enthaltene Einschätzungen und Ansichten können sich von den durch andere CS-Departments geäusserten unterscheiden und können sich jederzeit ohne Ankündigung oder die Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen. **PROGNOSEN & SCHÄTZUNGEN:** Vergangene Wertentwicklungen sollten weder als Hinweis noch als Garantie für zukünftige Ergebnisse aufgefasst werden, noch besteht eine ausdrückliche oder implizierte Gewährleistung für künftige Wertentwicklungen. Soweit dieser Bericht Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher diverse Risiken und Ungewissheiten. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Sämtliche hierin erwähnten Bewertungen unterliegen den CS-Richtlinien und -Verfahren zur Bewertung. **KONFLIKTE:** Die CS behält sich das Recht vor, alle in dieser Publikation unter Umständen enthaltenen Fehler zu korrigieren. Die CS, ihre verbundenen Unternehmen und/oder deren Mitarbeitende halten möglicherweise Positionen oder Bestände, haben andere materielle Interessen oder tätigen Geschäfte mit hierin erwähnten Wertschriften oder Optionen auf diese Wertschriften oder tätigen andere damit verbundene Anlagen und steigern oder verringern diese Anlagen von Zeit zu Zeit. Die CS bietet den hierin erwähnten Unternehmen oder Emittenten möglicherweise in erheblichem Umfang Beratungs- oder Anlagendienstleistungen in Bezug auf die in dieser Publikation aufgeführten Anlagen oder damit verbundene Anlagen oder hat dies in den vergangenen zwölf Monaten getan. Einige hierin aufgeführte Anlagen werden von einem Unternehmen der CS oder einem mit der CS verbundenen Unternehmen angeboten oder die CS ist der einzige Market Maker für diese Anlagen. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem spezialisierter Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel. **BESTEUERUNG:** Diese Publikation enthält keinerlei Anlage-, Rechts-, Bilanz- oder Steuerberatung. Die CS berät nicht hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen von Anlagen und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren. Die Steuersätze und Bemessungsgrundlagen hängen von persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. **QUELLEN:** Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus oder basieren auf Quellen, die von CS als zuverlässig erachtet werden; dennoch garantiert die CS weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die CS lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aufgrund der Verwendung dieses Berichts entstehen. **WEBSITES:** Der Bericht kann Internet-Adressen oder die entsprechenden Hyperlinks zu Websites enthalten. Die CS hat die Inhalte der Websites, auf die Bezug genommen wird, nicht überprüft und übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, es sei denn, es handelt sich um eigenes Website-Material der CS. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zu dem eigenen Website-Material der CS) werden nur als praktische Hilfe und Information für Sie veröffentlicht, und die Inhalte der Websites, auf die verwiesen wird, sind keinesfalls Bestandteil des vorliegenden Berichts. Der Besuch der Websites oder die Nutzung von Links aus diesem Bericht oder der Website der CS erfolgen auf Ihr eigenes Risiko. **DATENSCHUTZ:** Ihre Personendaten werden gemäss der Datenschutzerklärung von Credit Suisse verarbeitet, die Sie von zu Hause aus über die offizielle Homepage von Credit Suisse - <https://www.credit-suisse.com> - abrufen können. Um Sie mit Marketingmaterial zu unseren Produkten und Leistungen zu versorgen, können Credit Suisse Group AG und ihre Tochtergesellschaften Ihre wichtigsten Personendaten (d. h. Kontaktdaten wie Name, E-Mail-Adresse) verarbeiten, bis Sie uns davon in Kenntnis setzen, dass Sie diese nicht mehr erhalten wollen. Sie können dieses Material jederzeit abbestellen, indem Sie Ihren Kundenberater benachrichtigen.

Verbreitende Unternehmen

Wo im Bericht nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG verteilt, die der Zulassung und Regulierung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht untersteht. **Bahrain:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse AG, Bahrain Branch, einer Niederlassung der Credit Suisse AG, Zürich/Schweiz, die von der Central Bank of Bahrain (CBB) ordnungsgemäss als Investment Business Firm der Kategorie 2 zugelassen ist und beaufsichtigt wird. Zugehörige Finanzdienstleistungen oder -produkte werden ausschliesslich qualifizierten Anlegern gemäss Definition der CBB angeboten und sind nicht für andere Personen vorgesehen. Die CBB hat dieses Dokument oder die Vermarktung eines Anlageinstruments, auf das hier Bezug genommen wird, im Königreich Bahrain weder geprüft noch genehmigt und haftet nicht für die Wertentwicklung eines solchen Anlageinstruments. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, befindet sich an folgender Adresse: Level 21, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. **Brasilien:** Dieser Bericht wird in Brasilien von Credit Suisse (Brasil) S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários oder ihren verbundenen Gesellschaften bereitgestellt. **Chile:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada verteilt, einer Zweigniederlassung der Credit Suisse AG (im Kanton Zürich als AG eingetragen), die von der chilenischen Finanzmarktkommission überwacht wird. Weder der Emittent noch die Wertpapiere wurden bei der chilenischen Finanzmarktkommission (Comisión para el Mercado Financiero) gemäss dem chilenischen Finanzmarktgesetz (Gesetz Nr. 18.045, Ley de Mercado de Valores) und den diesbezüglichen Bestimmungen registriert. Daher dürfen sie in Chile nicht öffentlich angeboten oder verkauft werden. Dieses Dokument stellt kein Angebot bzw. keine Aufforderung für die Zeichnung oder den Kauf der Wertpapiere in der Republik Chile dar, ausser für individuell identifizierte Käufer im Rahmen einer Privatplatzierung im Sinne von Artikel 4 des Ley de Mercado de Valores (Angebot, das sich weder an die allgemeine Öffentlichkeit noch an einen bestimmten Teil oder eine bestimmte Gruppe der Öffentlichkeit richtet). **Deutschland:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin») zugelassen ist und reguliert wird. **DIFC:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG (DIFC Branch) verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an professionelle Kunden oder Vertragsparteien gemäss Definition der DFSA und sind für keinerlei andere Personen bestimmt. Die Adresse der Credit Suisse AG (DIFC Branch) lautet Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France («französische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die französische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und den beiden französischen Aufsichtsbehörden Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und Autorité des Marchés Financiers (AMF). **Guernsey:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse AG Guernsey Branch, einer Zweigstelle der Credit Suisse AG (Kanton Zürich), mit Sitz in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, vertrieben. Credit Suisse AG Guernsey Branch wird zu 100% von der Credit Suisse AG gehalten und von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Exemplare der letzten geprüften Abschlüsse der Credit Suisse AG werden auf Wunsch bereitgestellt. **Indien:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India als Researchanalyst (Registrierungsnr. INH 000001030), als Portfoliomanager (Registrierungsnr. INP000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. NZ000248233) unter der folgenden Geschäftsadresse beaufsichtigt wird: 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai - 400 018, Indien, Telefon +91-22 6777 3777. **Israel:** Wenn dieses Dokument durch Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. in Israel verteilt wird: Dieses Dokument wird durch Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. verteilt. Die Credit Suisse AG und ihre in Israel angebotenen Dienstleistungen werden nicht von der Bankenaufsicht bei der Bank of Israel überwacht, sondern von der zuständigen Bankenaufsicht in der Schweiz. Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. ist für den Vertrieb von Investmentprodukten in Israel zugelassen. Daher werden ihre Investmentmarketing-Aktivitäten von der Israel Securities Authority überwacht. **Italien:** Dieser Bericht wird in Italien von der Credit Suisse (Italy) S.p.A., einer gemäss italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht, verteilt. **Katar:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse (Qatar) L.L.C., die von der Qatar Financial Centre

Regulatory Authority (QFCRA) unter der QFC-Lizenz-Nummer 00005 zugelassen ist und reguliert wird. Alle betreffenden Finanzprodukte oder Dienstleistungen werden ausschliesslich zugelassenen Gegenparteien (gemäss Definition der QFCRA) oder Firmenkunden (gemäss Definition der QFCRA) angeboten, einschliesslich natürlicher Personen, die sich als Firmenkunden einstufen liessen, mit einem Nettovermögen von mehr als QR 4 Millionen und ausreichenden Finanzkenntnissen, -erfahrungen und dem entsprechenden Verständnis bezüglich solcher Produkte und/oder Dienstleistungen. Daher dürfen andere Personen diese Informationen weder erhalten noch sich darauf verlassen. **Libanon:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), ein Finanzinstitut, das durch die Central Bank of Lebanon («CBL») reguliert wird und unter der Lizenzierungsnummer 42 als Finanzinstitut eingetragen ist. Für die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL gelten die Anordnungen und Rundschreiben der CBL sowie die gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen der Capital Markets Authority of Lebanon («CMA»). Die CSLF ist eine Tochtergesellschaft der Credit Suisse AG und gehört zur Credit Suisse Group (CS). Die CMA übernimmt keinerlei Verantwortung für die im vorliegenden Bericht enthaltenen inhaltlichen Informationen, wie z.B. deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Die Haftung für den Inhalt dieses Berichts liegt beim Herausgeber, seinen Direktoren oder anderen Personen, wie z.B. Experten, deren Meinungen mit ihrer Zustimmung Eingang in diesen Bericht gefunden haben. Darüber hinaus hat die CMA auch nicht beurteilt, ob die hierin erwähnten Anlagen für einen bestimmten Anleger oder Anlegertyp geeignet sind. Hiermit wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass Anlagen an Finanzmärkten mit einem hohen Ausmass an Komplexität und dem Risiko von Wertverlusten verbunden sein können und möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet sind. Die CSLF prüft die Eignung dieser Anlage auf Basis von Informationen, die der Anleger der CSLF zum Zeitpunkt der Prüfung zugestellt hat, und in Übereinstimmung mit den internen Richtlinien und Prozessen der Credit Suisse. Es gilt als vereinbart, dass sämtliche Mitteilungen und Dokumentationen der CS und/oder der CSLF in Englisch erfolgen bzw. abgefasst werden. Indem er einer Anlage in das Produkt zustimmt, bestätigt der Anleger ausdrücklich und unwiderruflich, dass er gegen die Verwendung der englischen Sprache nichts einzuwenden hat und den Inhalt des Dokuments vollumfänglich versteht. **Luxemburg:** Dieser Bericht wird veröffentlicht von Credit Suisse (Luxembourg) S.A., einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Mexiko:** Dieses Dokument gibt die Ansichten der Person wieder, die Dienstleistungen für C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («C. Suisse Asesoría») und/oder Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) («Banco CS») erbringt. Daher behalten sich sowohl C. Suisse Asesoría als auch Banco CS das Recht vor, ihre Ansichten jederzeit zu ändern und übernehmen in dieser Hinsicht keinerlei Haftung. Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Es stellt keine persönliche Empfehlung oder Anregung und auch keine Aufforderung zur irgendeiner Handlung dar. Es ersetzt nicht die vorherige Rücksprache mit Ihren Beratern im Hinblick auf C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen. C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS übernehmen keinerlei Haftung für Anlageentscheidungen, die auf der Basis von Informationen in diesem Dokument getroffen werden, da diese die Zusammenhänge der Anlagestrategie und die Ziele bestimmter Kunden nicht berücksichtigen. Prospekte, Broschüren und Anlagerichtlinien von Investmentfonds sowie Geschäftsberichte oder periodische Finanzinformationen dieser Fonds enthalten zusätzliche nützliche Informationen für Anleger. Diese Dokumente können kostenlos direkt bei Emittenten und Betreibern von Investmentfonds, über die Internetseite der Aktienbörse, an der sie notiert sind oder über Ihren Ansprechpartner bei C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS bezogen werden. Die frühere Wertentwicklung und die verschiedenen Szenarien bestehender Märkte sind keine Garantie für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse. Falls die Informationen in diesem Dokument unvollständig, unrichtig oder unklar sind, wenden Sie sich bitte umgehend an Ihren Ansprechpartner bei C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS. Es ist möglich, dass Änderungen an diesem Dokument vorgenommen werden, für die weder C. Suisse Asesoría noch Banco CS verantwortlich ist. Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken und ist kein Ersatz für die Aktivitätsberichte und/oder Kontoauszüge, die Sie von C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS gemäss den von der mexikanischen Wertpapier- und Börsenaufsicht (Comisión Nacional Bancaria y de Valores, CNBV) erlassenen allgemeinen Bestimmungen für Finanzinstitutionen und andere juristische Personen, die Anlagendienstleistungen erbringen, erhalten. Angesichts der Natur dieses Dokuments übernehmen weder C. Suisse Asesoría noch Banco CS irgendeine Haftung aufgrund der in ihm enthaltenen Informationen. Obwohl die Informationen aus Quellen stammen, die von C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS als zuverlässig angesehen wurden, gibt es keine Garantie für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit. Banco CS und/oder A. Suisse Asesoría übernimmt keine Haftung

für Verluste, die sich aus der Nutzung von Informationen in dem Ihnen überlassenen Dokument ergeben. Anleger sollten sich vergewissern, dass Informationen, die sie erhalten, auf ihre persönlichen Umstände, ihr Anlageprofil sowie ihre konkrete rechtliche, regulatorische oder steuerliche Situation abgestimmt ist oder eine unabhängige professionelle Beratung einholen. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist ein Anlageberater gemäss dem mexikanischen Wertpapiermarktgesetz (Ley del Mercado de Valores, «LMV») und bei der CNBV unter der Registernummer 30070 eingetragen. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist kein Teil der Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. oder einer anderen Finanzgruppe in Mexiko. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist kein unabhängiger Anlageberater gemäss dem LMV und anderen geltenden Bestimmungen, da sie in direkter Beziehung zur Credit Suisse AG, einer ausländischen Finanzinstitution, und in indirekter Beziehung zur Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. steht. **Portugal:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Sucursal em Portugal («portugiesische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die portugiesische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörden Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der portugiesischen Aufsichtsbehörden, der Banco de Portugal (BdP) und der Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument wird von der Credit Suisse Saudi Arabia (CR Number 1010228645) veröffentlicht, die von der saudi-arabischen Aufsichtsbehörde (Saudi Arabian Capital Market Authority) gemäss der Lizenz Nr. 08104-37 vom 23.03.1429 d. H. bzw. 21.03.2008 n. Chr. ordnungsgemäss zugelassen und beaufsichtigt ist. Der Sitz der Credit Suisse Saudi Arabia liegt in der King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Saudi-Arabien. Website: <https://www.credit-suisse.com/sa>. Gemäss den von der Kapitalmarktbehörde herausgegebenen Regeln für das Angebot von Wertschriften und fortlaufenden Verpflichtungen darf dieses Dokument im Königreich Saudi-Arabien ausschliesslich an Personen verteilt werden, die gemäss diesen Regeln dazu berechtigt sind. Die saudi-arabische Kapitalmarktbehörde macht keinerlei Zusicherungen hinsichtlich der Korrektheit und Vollständigkeit dieses Dokuments und lehnt ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste ab, die aus diesem Dokument oder im Vertrauen auf dessen Inhalt oder Teilen davon entstehen. Potenzielle Käufer der im Rahmen dieses Dokuments angebotenen Wertschriften sollten eine eigene Sorgfaltsprüfung hinsichtlich der Korrektheit der im Zusammenhang mit diesen Wertschriften zur Verfügung gestellten Informationen durchführen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen autorisierten Finanzberater konsultieren. Gemäss den von der Kapitalmarktbehörde herausgegebenen Bestimmungen für Anlagefonds darf dieses Dokument im Königreich ausschliesslich an Personen verteilt werden, die gemäss diesen Bestimmungen dazu berechtigt sind. Die saudi-arabische Kapitalmarktbehörde macht keinerlei Zusicherungen hinsichtlich der Korrektheit und Vollständigkeit dieses Dokuments und lehnt ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste ab, die aus diesem Dokument oder im Vertrauen auf dessen Inhalt oder Teilen davon entstehen. Potenzielle Zeichner der im Rahmen dieses Dokuments angebotenen Wertschriften sollten eine eigene Sorgfaltsprüfung hinsichtlich der Korrektheit der im Zusammenhang mit diesen Wertschriften zur Verfügung gestellten Informationen durchführen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen autorisierten Finanzberater konsultieren. **Südafrika:** Die Verteilung dieser Informationen erfolgt über Credit Suisse AG, die als Finanzdienstleister von der Financial Sector Conduct Authority in Südafrika unter der FSP-Nummer 9788 registriert ist, und/oder über Credit Suisse (UK) Limited, die als Finanzdienstleister von der Financial Sector Conduct Authority in Südafrika unter der FSP-Nummer 48779 registriert ist. **Spanien:** Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbematerial. Es wird von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, einem bei der Comisión Nacional del Mercado de Valores eingetragenen Unternehmen zu Informationszwecken bereitgestellt. Es richtet sich ausschliesslich an den Empfänger für dessen persönlichen Gebrauch und darf gemäss den derzeit geltenden Gesetzen keineswegs als Wertpapierangebot, persönliche Anlageberatung oder allgemeine oder spezifische Empfehlung von Produkten oder Anlagestrategien mit dem Ziel angesehen werden, Sie zu irgendeiner Handlung aufzufordern. Der Kunde/die Kundin ist auf jeden Fall selbst für seine/ihre Entscheidungen über Anlagen oder Veräusserungen verantwortlich. Deshalb trägt der Kunde allein die gesamte Verantwortung für Gewinne oder Verluste aus Entscheidungen über Aktivitäten auf der Basis der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen. Die Angaben in diesem Dokument sind nicht die Ergebnisse von Finanzanalysen oder Finanzresearch und fallen deshalb nicht unter die aktuellen Bestimmungen für die Erstellung und Verteilung von Finanzresearch und entsprechen nicht den gesetzlichen Vorschriften für die Unabhängigkeit der Finanzanalyse. **Türkei:** Die hierin enthaltenen Anlageinformationen, Anmerkungen und Empfehlungen fallen nicht unter die Anlageberatungstätigkeit. Die Anlageberatungsleis-

tungen für Kunden werden in massgeschneiderter Form von den dazu berechtigten Instituten erbracht, und zwar unter Berücksichtigung der jeweiligen Risiko- und Ertragspräferenzen der Kunden. Die hierin enthaltenen Kommentare und Beratungen sind hingegen allgemeiner Natur. Die Empfehlungen sind daher mit Blick auf Ihre finanzielle Situation oder Ihre Risiko- und Renditepräferenzen möglicherweise nicht geeignet. Eine Anlageentscheidung ausschliesslich auf Basis der hierin enthaltenen Informationen resultiert möglicherweise in Ergebnissen, die nicht Ihren Erwartungen entsprechen. Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, die vom Capital Markets Board of Turkey beaufsichtigt wird und ihren Sitz an der folgenden Adresse hat: Levazim Mahallesi, Kuru Sokak No. 2 Zoru Center Terasevler No. 61 34340 Besiktas/ Istanbul, Türkei.

Wichtige Informationen zur regionalen Offenlegung Gemäss dem Beschluss Nr. 20/2021 der CVM vom 25. Februar 2021 bestätigt/ bestätigen der/die Verfasser dieses Berichts hiermit, dass die in diesem Bericht zum Ausdruck gebrachten Ansichten ausschliesslich die persönlichen Meinungen des/der Verfasser/s darstellen und unabhängig erstellt wurden; dies gilt auch in Bezug auf die Credit Suisse. Ein Teil der Vergütung des Verfassers/ der Verfasser basiert auf verschiedenen Faktoren, einschliesslich dem Gesamtumsatz der Credit Suisse, aber kein Teil der Vergütung ist oder war mit bestimmten in diesem Bericht enthaltenen Empfehlungen oder Ansichten verbunden oder wird in Zukunft damit verbunden sein. Des Weiteren erklärt die Credit Suisse, dass: die Credit Suisse dem/den betreffenden Unternehmen oder dessen/deren verbundenen Unternehmen Dienstleistungen in den Bereichen Investment Banking, Maklertätigkeit, Vermögensverwaltung, Commercial Banking und andere Finanzdienstleistungen zur Verfügung gestellt hat und/oder möglicherweise künftig zur Verfügung stellen wird, für die die Credit Suisse die üblichen Gebühren und Provisionen erhalten hat oder erhalten kann und die in Bezug auf das/die betreffende/n Unternehmen oder die betreffenden Wertpapiere relevante finanzielle oder wirtschaftliche Interessen darstellt oder darstellen können.

USA: WEDER DIESER BERICHT NOCH KOPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER AN US-PERSONEN ABGEGEBEN WERDEN. (IM SINNE DER REGULIERUNG S DES US SECURITIES ACT VON 1933. IN SEINER GÜLTIGEN FASSUNG).

Vereinigtes Königreich: Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse (UK) Limited. Credit Suisse (UK) ist von der Prudential Regulation Authority zugelassen und wird von der Financial Conduct Authority und der Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Wird dieser Bericht im Vereinigten Königreich von einem ausländischen Unternehmen vertrieben, das im Rahmen des Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 keiner Ausnahme unterliegt, gilt Folgendes: Sofern es im Vereinigten Königreich verteilt wird oder zu Auswirkungen im Vereinigten Königreich führen könnte, stellt dieses Dokument eine von Credit Suisse (UK) Limited genehmigte Finanzwerbung dar. Credit Suisse (UK) Limited ist durch die Prudential Regulation Authority zugelassen und wird hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Der eingetragene Geschäftssitz von Credit Suisse (UK) Limited ist Five Cabot Square, London, E14 4QR. Bitte beachten Sie, dass die Vorschriften des britischen Financial Services and Markets Act 2000 zum Schutz von Privatanlegern für Sie nicht gelten und dass Sie keinen Anspruch auf Entschädigungen haben, die Anspruchsberechtigten («Eligible Claimants») im Rahmen des britischen Financial Services Compensation Scheme möglicherweise ausgerichtet werden. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich in Zukunft ändern.

APAC - WICHTIGER HINWEIS

Die Informationen in diesen Unterlagen dienen Werbezwecken. Es handelt sich nicht um Anlageresearch. Für alle, mit Ausnahme von Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Dieses Material wurde von der Credit Suisse AG («Credit Suisse») nur zur allgemeinen Information erstellt. Dieses Material ist kein Ergebnis einer substanziellen Recherche oder Analyse und erhebt auch keinen Anspruch darauf, dies zu sein. Somit handelt es sich nicht um Anlageresearch oder eine Researchempfehlung im aufsichtsrechtlichen Sinn. Die finanziellen Ziele, Verhältnisse und Bedürfnisse einzelner Personen werden nicht berücksichtigt. Sie sind jedoch wichtige Überlegungen, die vor einer Anlageentscheidung in Betracht gezogen werden müssen. Die hierin enthaltenen Informationen sind nicht ausreichend, um eine Anlageentscheidung zu treffen, und stellen keine persönliche Empfehlung oder Anlageberatung dar. Die Credit Suisse macht keine Angaben zur Eignung der in diesem Material erwähnten Produkte oder Dienstleistungen für einen bestimmten Anleger. Dieses Material ist keine Einladung oder Aufforderung zur Zeichnung

oder zum Kauf irgendwelcher in diesem Material erwähnter Produkte oder Dienstleistungen oder zur Beteiligung an anderen Transaktionen. Rechtsverbindlich sind nur die Konditionen in der betreffenden Produktdokumentation oder spezifischen von der Credit Suisse erstellten Verträgen und Bestätigungen. Für Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Dieses Material wurde von der Credit Suisse AG («Credit Suisse») nur zur allgemeinen Information erstellt. Dieses Material ist kein Ergebnis einer substanziellen Recherche oder Analyse und erhebt auch keinen Anspruch darauf, dies zu sein. Daher handelt es sich nicht um Anlageresearch im aufsichtsrechtlichen Sinn. Die finanziellen Ziele, Verhältnisse und Bedürfnisse einzelner Personen werden nicht berücksichtigt. Sie sind jedoch wichtige Überlegungen, die vor einer Anlageentscheidung in Betracht gezogen werden müssen. Die Credit Suisse macht keine Angaben zur Angemessenheit der in diesem Material erwähnten Produkte oder Dienstleistungen für einen bestimmten Anleger. Dieses Material ist keine Einladung oder Aufforderung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendwelcher in diesem Material erwähnter Produkte oder Dienstleistungen oder zur Beteiligung an anderen Transaktionen. Rechtsverbindlich sind nur die Konditionen in der betreffenden Produktdokumentation oder spezifischen von der Credit Suisse erstellten Verträgen und Bestätigungen. Für alle: Im Zusammenhang mit den in diesem Material erwähnten Produkten stehen die Credit Suisse und/oder ihre verbundenen Unternehmen möglicherweise auf folgende Weise in einer Beziehung zu den gegenständlichen Organisationen

- (i) als Beteiligte bei der Arrangierung oder Bereitstellung einer Finanzierung für die gegenständlichen Organisationen zu einem früheren Zeitpunkt,
- (ii) als Gegenpartei in einer späteren Transaktion in Verbindung mit den gegenständlichen Organisationen oder
- (iii) als Zahler oder Empfänger einer einmaligen oder wiederkehrenden Vergütung an die oder von den in diesem Material erwähnten Organisationen. Solche Zahlungen können auch an Dritte geleistet oder von Dritten entgegengenommen worden sein.

Die Credit Suisse und/oder ihre verbundenen Unternehmen (einschliesslich ihrer jeweiligen Handlungsbevollmächtigten, Geschäftsleitungsmitglieder und Mitarbeitenden) sind oder waren möglicherweise an anderen Transaktionen mit den in diesem Material erwähnten gegenständlichen Organisationen oder anderen in diesem Material erwähnten Parteien beteiligt, die in diesem Material nicht offengelegt wurden. Die Credit Suisse behält sich für sich selbst und für ihre verbundenen Unternehmen das Recht vor, für die gegenständlichen Organisationen der in diesem Material erwähnten Produkte oder andere Parteien im Zusammenhang mit in diesem Material erwähnten Produkten Dienstleistungen zu erbringen und mit ihnen Handelsgeschäfte abzuschliessen. Die Credit Suisse oder ihre verbundenen Unternehmen halten unter Umständen auch Handelspositionen im Aktienkapital der in diesem Material erwähnten gegenständlichen Organisationen.

Für alle, mit Ausnahme von Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse hat möglicherweise auf der Basis von Informationen und Analysen in diesem Material gehandelt, bevor diese dem Empfänger zur Verfügung gestellt wurden. Soweit gesetzlich zulässig, kann ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse an anderen Finanzierungsgeschäften mit den Emittenten der hierin erwähnten Wertpapiere teilnehmen bzw. in diese investieren, Dienstleistungen für diese Emittenten erbringen oder bei diesen Emittenten für Geschäfte werben und/oder eine Position in diesen Wertpapieren halten oder Transaktionen mit diesen Wertpapieren oder deren Optionen durchführen. Soweit gesetzlich zulässig, übernehmen die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen sowie ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Mitarbeitenden und Berater keinerlei Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesem Material oder für direkte, indirekte, beiläufige, spezifische Verluste oder Schäden bzw. Folgeverluste oder -schäden, die dem Empfänger dieses Materials oder einer anderen Person durch die Verwendung der in diesem Material enthaltenen Informationen oder durch das Vertrauen auf diese Informationen entstehen. Die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen (bzw. ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Handlungsbevollmächtigten, Mitarbeitenden oder Berater) geben keinerlei Garantie oder Zusicherung im Hinblick auf die Richtigkeit, Verlässlichkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen in diesem Material ab. Bei den Informationen in diesem Material handelt es sich lediglich um allgemeine Marktcommentare und in keiner Weise um regulierte Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Dienstleistungen. Einschätzungen und Meinungen in diesem Material können sich von Einschätzungen und Meinungen von Researchanalysten, anderen Divisionen oder Eigenpositionen der Credit Suisse unterscheiden oder diesen widersprechen. Die Credit Suisse unterliegt keiner Verpflichtung, Informationen zu aktualisieren, zusätzliche Informationen bereitzustellen oder andere Personen zu informieren, wenn sie

Kenntnis von einer Unrichtigkeit, Unvollständigkeit oder Änderung der in diesem Material enthaltenen Informationen erhält. Sofern dieses Material Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher eine Reihe von Risiken und Ungewissheiten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Für Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden:

Ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse hat möglicherweise auf der Basis von Informationen und Analysen in diesem Material gehandelt, bevor diese dem Empfänger zur Verfügung gestellt wurden. Soweit gesetzlich zulässig, kann ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse an anderen Finanzierungsgeschäften mit den Emittenten der hierin erwähnten Wertpapiere teilnehmen bzw. in diese investieren, Dienstleistungen für diese Emittenten erbringen oder bei diesen Emittenten für Geschäfte werben und/oder eine Position in diesen Wertpapieren halten oder Transaktionen mit diesen Wertpapieren oder deren Optionen durchführen. Soweit gesetzlich zulässig, übernehmen die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen sowie ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Mitarbeitenden und Berater keinerlei Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesem Material oder für direkte, indirekte, beiläufige, spezifische Verluste oder Schäden bzw. Folgeverluste oder -schäden, die dem Empfänger dieses Materials oder einer anderen Person durch die Verwendung der in diesem Material enthaltenen Informationen oder durch das Vertrauen auf diese Informationen entstehen. Die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen (bzw. ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Handlungsbevollmächtigten, Mitarbeitenden oder Berater) geben keinerlei Garantie oder Zusage im Hinblick auf die Richtigkeit, Verlässlichkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen in diesem Material ab. Bei den Informationen in diesem Material handelt es sich lediglich um allgemeine Marktcommentare und in keiner Weise um Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Dienstleistungen. Einschätzungen und Meinungen in diesem Material können sich von Einschätzungen und Meinungen von Researchanalysten, anderen Divisionen oder Eigenpositionen der Credit Suisse unterscheiden oder diesen widersprechen. Die Credit Suisse unterliegt keiner Verpflichtung, Informationen zu aktualisieren, zusätzliche Informationen bereitzustellen oder andere Personen zu informieren, wenn sie Kenntnis von einer Unrichtigkeit, Unvollständigkeit oder Änderung der in diesem Material enthaltenen Informationen erhält. Sofern dieses Material Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher eine Reihe von Risiken und Ungewissheiten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Für alle: Dieses Dokument ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder die in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem die Credit Suisse und/oder ihre Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müssten. Die Unterlagen wurden dem Empfänger zur Verfügung gestellt und dürfen nicht ohne die ausdrückliche vorherige schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weitergegeben werden. Für weitere Informationen steht Ihnen Ihr Relationship Manager gerne zur Verfügung.

ZUSÄTZLICHER WICHTIGER HINWEIS FÜR DEN ANHANG

Die Berichte im Anhang («Berichte») wurden von Mitgliedern der Abteilung Research der Credit Suisse verfasst. Die darin enthaltenen Informationen und Meinungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. In den Berichten geäußerte Meinungen zu einem bestimmten Wertpapier können sich aufgrund von unterschiedlichen Beurteilungskriterien von Einschätzungen und Meinungen der Abteilung Research der Division Investment Banking der Credit Suisse unterscheiden. Diese Berichte wurden zuvor von Credit Suisse Research im Internet publiziert.

Die Credit Suisse steht in Geschäftsbeziehungen zu den in ihren Researchberichten behandelten Unternehmen bzw. strebt solche Geschäftsbeziehungen an. Daher sollten sich Anleger bewusst sein, dass bei der Credit Suisse möglicherweise ein Interessenkonflikt besteht, der die Objektivität dieser Berichte beeinträchtigen könnte.

Für alle, mit Ausnahme von Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Die Credit Suisse hat unter Umständen keine Massnahmen ergriffen, um sicherzustellen, dass die in diesen Berichten erwähnten Wertpapiere für einen

bestimmten Anleger geeignet sind. Die Credit Suisse behandelt Empfänger der Berichte nicht als Kunden, weil sie die Berichte erhalten haben. Für Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Die Credit Suisse hat unter Umständen keine Massnahmen ergriffen, um sicherzustellen, dass die in diesen Berichten erwähnten Wertpapiere für einen bestimmten Anleger angemessen sind. Die Credit Suisse behandelt Empfänger der Berichte nicht als Kunden, weil sie die Berichte erhalten haben. Für alle: Eine Erörterung der Risiken einer Anlage in den Wertpapieren, die in den Berichten erwähnt werden, finden Sie unter dem folgenden Internetlink: <https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

Informationen und Hinweise zu den in diesem Bericht erwähnten Unternehmen, für die Credit Suisse Investment Banking eine Bonitätsbeurteilung (Rating) durchgeführt hat, finden Sie auf der Disclosure-Website der Division Investment Banking:

<https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Weitere Informationen und Hinweise zu anderen Emittenten finden Sie auf der Disclosure-Website von Credit Suisse Global Research:

<https://www.credit-suisse.com/disclosure>

AUSTRALIEN: Dieses Material wird in Australien von der Credit Suisse AG, Sydney Branch, ausschliesslich zu Informationszwecken und nur an Personen verteilt, die gemäss der Definition in Abschnitt 761G(7) des australischen Corporations Act als «Wholesale-Kunden» gelten. Die Credit Suisse AG, Sydney Branch, gibt keine Garantie und keine Zusicherungen im Hinblick auf die Wertentwicklung der hierin erwähnten Finanzprodukte ab. In Australien sind andere Unternehmenseinheiten der Credit Suisse Group ausser der Credit Suisse AG, Sydney Branch, nicht als Einlageninstitute im Sinne des Banking Act 1959 (Cth.) zugelassen. Ihre Verpflichtungen stellen keine Einlagen oder andere Verbindlichkeiten der Credit Suisse AG, Sydney Branch, dar. Die Credit Suisse AG, Sydney Branch, übernimmt keine Garantie und gibt auch keine anderweitigen Zusicherungen im Hinblick auf die Verpflichtungen solcher Einheiten der Credit Suisse oder der Fonds ab. HONG KONG: Dieses Material wird in Hongkong von der Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, verteilt. Die Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, ist als «Authorized Institution» der Aufsicht der Hong Kong Monetary Authority unterstellt und ist ein eingetragenes Institut unter der Aufsicht der Securities and Futures Commission. Das Material wurde nach Massgabe von Abschnitt 16 des «Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission» erstellt. Die Inhalte dieses Materials wurden nicht von einer Aufsichtsbehörde in Hongkong überprüft. Wir raten Ihnen, im Hinblick auf jegliches Angebot Vorsicht walten zu lassen. Wenn Sie Zweifel an Inhalten dieses Materials haben, sollten Sie unabhängige professionelle Beratung einholen. Niemand in Hongkong oder anderswo darf Werbematerialien, Einladungen oder Materialien in Bezug auf dieses Produkt ausgeben oder zum Zwecke der Verteilung in seinem Besitz gehabt haben oder ausgeben oder zum Zwecke der Verteilung in seinem Besitz haben, sofern sich diese Materialien an die Öffentlichkeit in Hongkong richten oder deren Inhalte wahrscheinlich in Hongkong öffentlich zugänglich werden oder von der öffentlichen Bevölkerung in Hongkong gelesen werden (es sei denn, dies ist gemäss den Wertpapiergesetzen von Hongkong zulässig), ausser wenn sich dieses Produkt ausschliesslich an Personen ausserhalb von Hongkong richtet oder nur an «professionelle Investoren» gemäss der Definition in der «Securities and Futures Ordinance» (Chapter 571) für Hongkong und den auf ihrer Basis erlassenen gesetzlichen Vorschriften. SINGAPUR: Dieses Material wird in Singapur von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, verteilt, die von der Monetary Authority of Singapore gemäss dem Banking Act (Cap. 19) zur Durchführung von Bankgeschäften zugelassen wurde. Dieser Bericht wurde in Singapur ausschliesslich zur Verteilung an institutionelle Anleger, akkreditierte Investoren und sachkundige Investoren (gemäss der Definition in den Financial Advisers Regulations («FAR»)) erstellt und ausgegeben. Die Credit Suisse AG, Singapore Branch, kann Berichte ausgeben, die von ihren ausländischen Einheiten oder verbundenen Unternehmen im Rahmen einer Vereinbarung gemäss Regulation 32C der FAR erstellt wurden. Empfänger in Singapur sollten sich bei Angelegenheiten, die sich aus oder im Zusammenhang mit diesem Bericht ergeben, unter der Telefonnummer +65-6212-2000 an die Credit Suisse AG, Singapore Branch, wenden. Aufgrund Ihres Status als institutioneller Anleger, akkreditierter Investor oder sachkundiger Investor ist die Credit Suisse AG, Singapore Branch, im Hinblick auf Finanzberatungsleistungen, die sie gegebenenfalls für Sie erbringt, von bestimmten Anforderungen des singapurischen Financial Advisers Act, Kap. 110 (der «FAA»), der FAR und der hierzu erlassenen Bekanntmachungen und Richtlinien befreit. Dazu zählen Ausnahmen von folgenden Vorschriften:

(i) Abschnitt 25 der FAA (gemäss Regulation 33(1) der FAR),

(ii) Abschnitt 27 der FAA (gemäss Regulation 34(1) der FAR) und

(iii) Abschnitt 36 der FAA (gemäss Regulation 35(1) der FAR).

Empfänger in Singapur sollten sich bei Angelegenheiten, die sich aus oder im Zusammenhang mit diesem Material ergeben, an die Credit Suisse AG, Singapore Branch, wenden.

Im Fall von Fragen oder Einwänden zu Marketingmaterial, das sie von uns erhalten haben, wenden Sie sich bitte an unseren Datenschutzbeauftragten unter dataprotectionofficer.pb@credit-suisse.com (für Credit Suisse AG, HK Branch) oder PDPO.SGD@credit-suisse.com (für Credit Suisse AG, SG Branch) oder csau.privacyofficer@credit-suisse.com (für Credit Suisse AG, Sydney Branch).

(für Credit Suisse AG, HK Branch) oder PDPO.SGD@credit-suisse.com
(für Credit Suisse AG, SG Branch) oder csau.privacyofficer@credit-suisse.com
(für Credit Suisse AG, Sydney Branch).

Der gesamte Inhalt dieses Dokuments unterliegt dem gesetzlichen Urheberrechtsschutz (alle Rechte vorbehalten). Dieses Dokument darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der Credit Suisse weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt, weitergeleitet (auf elektronische oder andere Weise), abgeändert oder für öffentliche oder kommerzielle Zwecke verwendet werden.

© 2021, Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten. Die Credit Suisse AG (Unique Entity Number in Singapur: S73FC2261L) ist eine in der Schweiz gegründete Aktiengesellschaft.

21C014A_IS

Altersvorsorge

Frühpensionierung: Der Weg wird steiniger

Die Studie untersucht das Pensionierungsverhalten der Schweizer Bevölkerung. Der frühzeitige Austritt aus dem Erwerbsleben ist verbreitet, hat allerdings empfindliche Renteneinbussen zur Folge. Angesichts sinkender Pensionskassenleistungen dürfte der Weg zur Frühpensionierung in Zukunft nochmals steiniger werden. (credit-suisse.com/vorsorgestudie)

22. September 2020

Finanzmarkt-Umfrage Schweiz

September 2021

Die CFA Society Switzerland und die Credit Suisse führen seit Januar 2017 eine monatliche Befragung von Finanzanalysten durch. Jährliche Sonderfragen zum Thema ESG Investing zeigen, dass Nachhaltigkeitskriterien bei 90 Prozent der Finanzanalysten eine Rolle spielen.

29. September 2021

Büroflächenmarkt 2022

Die jährlich publizierte Studie zum Büroflächenmarkt analysiert die Auswirkungen konjunktureller Rahmenbedingungen, die aktuellen Herausforderungen sowie die strukturellen Veränderungen im Schweizer Büroimmobiliensegment. (credit-suisse.com/immobilienmonitor)

8. Dezember 2021

Monitor Schweiz

4. Quartal 2021

Der Monitor Schweiz (credit-suisse.com/monitorschweiz) analysiert und prognostiziert die Entwicklung der Schweizer Wirtschaft.

14. Dezember 2021



CREDIT SUISSE

Investment Solutions & Products

Postfach 300

CH-8070 Zürich

credit-suisse.com