



School of  
Management and Law

# Nachhaltigkeit in der Säule 3a



Eine Studie von:

Dominik Boos, Michaela Tanner, Julia Meyer, Andreas Bittel

Januar 2024

## **Impressum**

### **Auftraggeber:**

Bundesamt für Umwelt (BAFU); Abteilung. Klima; CH-3003 Bern

Das BAFU ist ein Amt des Eidg. Departements für Umwelt, Verkehr, Energie und Kommunikation (UVEK).

### **Auftragnehmer:**

ZHAW School of Management and Law; Abteilung Banking, Finance, Insurance; CH-8400 Winterthur

### **Autoren und Autorinnen:**

Dr. Dominik Boos (Projektleitung, ZHAW), Michaela Tanner, Dr. Julia Meyer, Andreas Bittel

### **Begleitung BAFU:**

Silvia Ruprecht (Projektleitung, BAFU), Raphael Bucher (BAFU), Gabriela Blatter (BAFU), Xenia Karametaxas (SIF), Yuliya Blondiau/Anne-Kathrin Faust (BFE)

**Hinweis:** Diese Studie wurde im Auftrag des Bundesamtes für Umwelt (BAFU) verfasst. Für den Inhalt ist allein der Auftragnehmer verantwortlich.

### **Danksagung:**

Wie bedanken uns bei Anita Sigg und Dr. Roland Hofmann für wertvolle Kommentare, bei Leif Hartmann-Paulsen für die Hilfe bei der Datenerhebung, bei Doris Drymouras für die Übersetzung und bei Birgit Satzl fürs Korrekturlesen.

## Zusammenfassung

**Nachhaltige Anlagen haben in den letzten Jahren einen enormen Boom erlebt und sich von einem Nischensegment zum Mainstream entwickelt. Parallel dazu haben sich aber auch immer mehr kritische Stimmen gemeldet.** Hauptkritikpunkt ist der immer wieder geäusserte Vorwurf des Greenwashings, also die marketing-technische Überhöhung, was nachhaltiges Anlegen bzw. die entsprechenden Anlageprodukte leisten können. Der Kern dieses Vorwurfes betrifft die von vielen Asset Manager versprochene oder zumindest angedeutete positive Wirkung «nachhaltiger» Investitionen auf die reale Welt, die mit den bisherigen Anlagekonzepten vermutlich nicht oder nur in seltenen Fällen erzielt werden können.

**Der Bundesrat hat sich Ende 2022 in einem [Standpunkt](#) bezüglich Greenwashing-Prävention klar positioniert: Als nachhaltig soll künftig nur noch gelten, was zu einem Nachhaltigkeitsziel beiträgt (auch «Impact» oder «Wirkung» genannt) oder zumindest mit einem Nachhaltigkeitsziel verträglich ist (auch «Alignment» genannt).** Im Zentrum steht also ein Nachhaltigkeitsziel und wie es erreicht werden kann. Rein risikoorientierte Strategien dürfen nicht mehr als nachhaltig bezeichnet werden, weil damit lediglich das finanzielle Risiko minimiert wird. Die reine Berücksichtigung von ESG-Risiken (also Umwelt- (E)-, soziale (S) und Gouvernanzrisiken (G)), fällt vielmehr unter die treuhänderischen Pflichten.

**In dieser Studie untersuchen wir dieses Spannungsfeld anhand der Säule 3a der schweizerischen Altersvorsorge. Sie liefert aber kein Rating der 3a-Produkte.** Die Analyse dieser Sparform ist aus verschiedenen Gründen besonders vielversprechend. Erstens nutzen relative viele Schweizerinnen und Schweizer die Säule 3a zur Vorsorge. Sie bietet damit einen guten Querschnitt und ist entsprechend repräsentativ. Zweitens werden – im Gegensatz zur Pensionskasse – die Anlageentscheide individuell gefällt und die Anlagen auf einem persönlichen Konto oder Depot gehalten. Diese beiden Punkte ermöglichen es, eine grosse Gruppe von individuellen Investoren zu untersuchen. Drittens können die 3a-Vorsorgegelder nicht einfach bezogen werden. Sie sind somit zwingend langfristig angelegt und damit besonders fürs tatsächlich nachhaltige Investieren geeignet. Schliesslich müssen sich 3a-Stiftungen registrieren. Dadurch können alle Anbieter identifiziert werden, was eine praktisch vollständige Erhebung ermöglicht.

### Missverständnis zwischen Kundenerwartung und Produktangebot

Die Studie beginnt mit den Motiven für nachhaltiges Investieren, also der Frage, was Anlegerinnen und Anleger mit einer nachhaltigen Ausrichtung ihrer Anlagen erreichen wollen. Verfolgen sie finanzielle Interessen («Risikoorientierung»)? Wollen sie in ihren Anlagen ihre Wertehaltung

widerspiegeln («Alignmentorientierung»)? Oder wollen sie mit ihren Anlagen eine positive Nachhaltigkeitswirkung erzielen («Impactorientierung»)?

**Die Analyse zeigt, dass einerseits die Kundschaft ESG oder Nachhaltigkeit generell mit einer tatsächlichen, positiven Umwelt- bzw. Nachhaltigkeits-Wirkung gleichsetzt und sich anderer Motive kaum bewusst ist. Andererseits verwendet die Mehrheit der Anbieter ESG-Daten, die primär eine risikoorientierte Sichtweise einnehmen. Diese sind aber grundsätzlich nicht dafür konzipiert, eine Wirkung zu erzeugen. Die (implizite) Kundenerwartung einer wirkungsorientierten Anlagestrategie kann mit ihnen gar nicht erfüllt werden.**

### **Wie investiert man mit einer effektiven, positiven Wirkung in der realen Welt?**

**Als besonders vielversprechend zur Erreichung einer Nachhaltigkeitswirkung gelten Direktinvestitionen** in nachhaltige Firmen und Projekte, die Kapitalengpässe aufweisen und somit zusätzliches Kapital benötigen. Geeignete Anlageklassen dafür sind Investitionen über das sogenannte Impact Investing sowie generell Investitionen im Primärmarkt (wie Private Equity, Privat Debt). Auch mittels Infrastruktur- und Immobilieninvestitionen ist eine direkte Klima- bzw. Nachhaltigkeitswirkung möglich, wenn beispielsweise dadurch fossile mit erneuerbaren Heizträgern ersetzt werden. Bei Aktien und Unternehmensobligationen kann mit glaubwürdigem active Ownership - also durch den Dialog mit Firmen und der aktiven Stimmrechtsausübung - ein nachhaltigkeitsorientierter Wandel begünstigt werden. Nur eine geringe Wirkung werden Kapitalallokationsstrategien im Sekundärmarkt zugeschrieben. Beispiele hierfür sind Desinvestition aus klimaschädlichen Firmen oder Wirtschaftssektoren sowie die Über- oder Untergewichtung von Wirtschaftssektoren in den Anlageklassen Aktien und Obligationen.

**Allerdings stellt sich heraus, dass Direktinvestitionen in der Säule 3a praktisch nicht möglich sind, obwohl solche gesetzlich grundsätzlich zugelassen wären. Faktisch kann in der dritten Säule nur in liquide Sekundärmarktprodukte investiert werden.** Der Grund dafür ist, dass 3a-Sparerinnen und Sparer die Gelder mit relativ kurzen Kündigungsfristen jederzeit zu anderen Anbietern transferieren oder die Mittel zur Förderung von Wohneigentum aus der Säule 3a abziehen können. Da Direktinvestitionen langfristig gebunden sind, können sie in der Regel nicht innerhalb der Kündigungsfrist liquidiert und abgezogen werden.

**Deshalb entwerfen wir in der Studie eine Strategie, wie mit am Sekundärmarkt gehandelten Unternehmungen und Fonds (v.a. Immobilienfonds) durch eine Kombination von active Ownership und Kapitalallokation eine möglichst hohe Klimawirkung erzielt werden kann.** Da sich die Strategie auf den Sekundärmarkt bezieht, könnte sie auch in der Säule 3a implementiert werden.

**Zentral ist ein sektorbasierter Ansatz, da die verschiedenen Wirtschaftssektoren unterschiedliche Rollen bei der Transition der Weltwirtschaft zu Netto-Null-Emissionen spielen müssen.** Dies ist auch im Einklang mit den Erkenntnissen gewichtiger Investoren wie der Net-Zero Alliance

for Asset Owners (NZAOA). Der Grund dafür ist, dass die Transformation eines starken Verschmutzers (z.B. ein Stahlproduzent) deutlich mehr Potenzial für eine Klimawirkung bietet als beispielsweise diejenige eines Dienstleisters, der durch seine Geschäftstätigkeiten praktisch keine Treibhausgase emittiert.

Daraus leitet sich ab, dass **Kohle, Öl und Gas in einer transformierten Wirtschaft keine nennenswerte Rolle mehr spielen dürfen und deshalb so schnell wie möglich aufgegeben und substituiert werden müssen. Bei Sektoren, auf die nicht verzichtet werden kann (z.B. Energie, Immobilien oder Mobilität), steht die Förderung der Transition im Vordergrund.** Neben der Förderung von erneuerbaren Energien gehören zu den zentralen Elementen einer wirkungsorientierten Strategie die Umstellung der industriellen Prozesse, die erneuerbare Beheizung von Immobilien und die energieeffiziente, klimaverträgliche Mobilität. Weil der damit verbundene technologische Umbau in vielen Sektoren sehr kapitalintensiv ist, wäre eine deutliche Untergewichtung oder eine Ausschlussstrategie in diesen Sektoren nicht zielführend, da dies die für die Anpassung der Strategie und der Prozesse notwendigen Kapitalaufnahme erschweren könnte. Eine wirkungsorientierte Strategie unterstützt daher die Transformation solcher Unternehmen durch einen zielführenden Klimadialog und durch die Ausübung der Stimmrechte.

**Da für viele Prozesse noch keine technische Lösung bzw. ungenügende Kapazitäten bereitstehen, ist die Investition in Innovation bzw. alternative, grüne Technologien (Green Techs) ein weiteres wichtiges Element.** Dazu gehört beispielsweise die Übergewichtung von Erzeugern von grüner Energie und von Green Techs, zugunsten von Produzenten fossiler Energieträger. Eine untergeordnete Rolle für eine wirkungsorientierte Strategie spielen jedoch Sektoren, die bereits heute einen geringen CO<sub>2</sub>-Fussabdruck haben, weil das Potenzial bei ihnen von vornherein gering ist. Eine Fokussierung auf den CO<sub>2</sub>-Fussabdruck eines gesamten Portfolios kann daher sogar konträre Effekte haben kann, weil sich diese Kennzahl sich auf den Stand heute fokussiert und keine Veränderung anstrebt. Die folgende Tabelle fasst diese Erkenntnisse zusammen:

**Wirkungsoptimale Klimastrategien in den verschiedenen Sektoren und Marktsegmenten**

Sektor / Marktsegment	Ziel & Strategie
<p><b>Fossile Energieträger</b></p> <p>«Starke Verschmutzer» mit einem Produkt, das fundamental nicht mit der Transition vereinbar ist («gestrandete Assets»).</p> <p><b>Zentrale Sektoren:</b> Kohleförderung, Ölsand, Ölexploration, Öl- und Gasproduzenten, Raffinerien &amp; andere Up- und Downstream-Aktivitäten, Stromproduktion aus fossilen Energieträgern</p>	<p><b>«substituieren»</b></p> <p><b>Klimastrategie:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Klimawirksamkeit gross</li> <li>▪ Produktbasierter Ausschluss, also den Sektor untergewichten</li> <li>▪ Bei generellen Energieproduzenten mit glaubwürdigem Transitionsplan auch Engagement</li> </ul>

### **Sektoren mit hohem Treibhausgasausstoss**

«Starke Verschmutzer», deren Güter und Dienstleistungen weiterhin benötigt werden und nicht substituiert werden können.

#### **Zentrale Sektoren:**

Schwerindustrie, Transport, Immobilien und Zement, Verbraucher, Agrarindustrie, Energieproduzenten in Transformation

### **«transformieren»**

#### **Klimastrategie:**

- Klimawirksamkeit gross
- Fokus auf Klimadialog
- Investitionen in Firmen in Transition
- Sektor neutral gewichten

---

### **Emissionsarme Sektoren / nahe Null**

Industriezweige, die keine oder nur geringe Treibhausgasemissionen verursachen.

#### **Zentrale Sektoren:**

Bildungssektor, Finanzsektor, Handel, Dienstleister, Gesundheit, Informationstechnologie

### **«erhalten»**

#### **Klimastrategie:**

- Klimawirksamkeit gering
- Finanzielle Aspekte betonen
- Sektor neutral gewichten

---

### **Infrastruktur & grüne Energie**

Produktion von CO<sub>2</sub>-neutraler Energie inklusive Zulieferer.

#### **Zentrale Sektoren:**

Windparks, Solarkraftwerke, Wasserkraft, Geothermie, Wasserstoffproduktion, andere alternative Energieformen

### **«ausbauen»**

#### **Klimastrategie:**

- Klimawirksamkeit gross
- Investitionen in den Ausbau
- Sektor übergewichten
- Klimadialog

---

### **Innovation & Green Tech**

Technologie-Cluster, der Lösungen für effizientere Produktion von CO<sub>2</sub>-neutraler Energie und die Transition der CO<sub>2</sub>-intensiven Sektoren hervorbringt.

#### **Zentrale Sektoren:**

Energiespeicherung, Elektromobilität, emissionsarme Agrarwirtschaft, Prozessinnovation für die Industrie, emissionsarmer Zement, Carbon Capture

### **«stimulieren»**

#### **Klimastrategie:**

- Klimawirksamkeit gross
  - Investitionen in Green Techs
  - Sektor übergewichten
  - Klimadialog durch Aufzeigen von Handlungsfeldern und Technologielücken
- 

## **Wie «nachhaltig» ist das aktuelle Produktangebot der Säule 3a**

Zwei Drittel des angesparten Vorsorgekapitals liegen auf Sparkonten oder sind in Lebensversicherungen gebunden. Es wird also grundsätzlich sehr risikoavers investiert. Nur gut 30% wird in Wertschriften investiert.

Nur 10% davon streben eine Nachhaltigkeitswirkung an und können im Sinne des Standpunktes des Bundesrates als nachhaltig bezeichnet werden. Keiner der Anbieter zeigt auf, dass er seine Klimastrategie gezielt an den verschiedenen wirtschaftlichen Sektoren ausrichtet. Etwa die Hälfte der Wertpapieranlagen verfolgen ESG- und Nachhaltigkeitsansätze bei der Kapitalallokation, wobei die Mehrheit einen risikobasierten ESG-Ansatz verfolgt. Da besteht also erhebliches Missverständnis- bzw. Greenwashing-Potenzial.

**Knapp 50% der Investitionen verfolgt jedoch eine Active-Ownership-Strategie. Dabei ist ein sektor- und themenorientiertes Vorgehen üblich. Die Ausgestaltung und Darstellung der Dialog- und Stimmrechtsausübungsstrategien ist aber sehr unterschiedlich.** Nicht alle Anbieter zeigen konsequent die Breite und den Fortschritt ihrer Bemühungen auf. Es fehlt also manchmal an konkreten Belegen, dass active Ownership die erhoffte Nachhaltigkeitswirkung auch wirklich erzeugt, und was der Beitrag der einzelnen Asset Managers dafür ist. Aber die entsprechenden Prozesse sind vor allem bei den grossen Anbietern aufgesetzt. Dieser Kanal könnte weiterentwickelt werden und dann wirkungsvoll zu einer Veränderung beitragen.

## **Mangelnde Transparenz und Vergleichbarkeit beim Produkteangebot**

**Ein offensichtliches Problem des Produkteangebotes bei «nachhaltigen» Säule-3a-Produkten ist mangelnde Transparenz und Vergleichbarkeit.** Das fängt damit an, dass das Nachhaltigkeitsmotiv praktisch nie explizit deklariert wird. Es bleibt deshalb oft unklar, ob ein Fonds Nachhaltigkeit z.B. als Risiko-Tool verwendet oder eine Wirkung erzielen will. Auch das Nachhaltigkeitsziel wird nicht formuliert, es ist also unklar, ob beispielsweise der Fokus spezifisch im Bereich Klima, Umwelt generell und/oder bei sozialen Themen gesetzt wird. Anbieter sprechen vielmehr von Nachhaltigkeit im Allgemeinen oder von ESG.

**Problematisch ist auch die sehr uneinheitliche Berichterstattung. Hier müssen dringend Standards gesetzt werden, die es Kundinnen und Kunden, aber auch den Anlagespezialistinnen und Anlagespezialisten erlaubt, die verschiedenen Produkte untereinander zu vergleichen.** Die Nachhaltigkeitsinformation reicht von einem einzigen aggregierten Rating bis hin zu mehrseitigen, oft unübersichtlichen Reports. Dabei ist die Auswahl an Indikatoren und Labels sehr beliebig. Sie werden oft nicht erklärt, nicht mit einem Benchmark verglichen oder gar beschönigend dargestellt.

## **Schwierige, mehrdimensionale Entscheidungsfindung**

**Diese geringe Transparenz und die schlechte Vergleichbarkeit macht es für private Anlegerinnen und Anleger herausfordernd oder sogar unmöglich, das für sie geeignete nachhaltige Anlageprodukt zu identifizieren.** Dies umso mehr, weil das Angebot an nachhaltigen Anlagen nicht nur vielfältig und umfangreich, sondern durch die zusätzlichen Dimensionen mit verschiedenen Nachhaltigkeitszielen und Investitionsstrategien auch wesentlich komplexer ist als bei konventionellen Anlagen. Die Evaluierung der Präferenzen zu nachhaltigen Anlagen ist aber wichtig, weil man sich je nach gewählter Investitionsstrategie für mehrere Jahre in einem Anlageprodukt verpflichtet.

**Zudem müssen Anlegerinnen und Anleger auch ihre Risikotoleranz und finanziellen Interessen in den Anlageentscheid einfliessen lassen.** Es stellt sich also die Frage, wie Nachhaltigkeitspräferenzen und finanzielle Präferenzen gegeneinander abgewogen werden können. Das ist im Bereich der Säule 3a eine besondere Herausforderung, weil einerseits die Risikoneigung sehr tief ist,

andererseits wirkungsvolle Nachhaltigkeit eben meist mit unternehmerischem Handeln und den damit einhergehenden Risiken verbunden ist.

## **Empfehlungen und Konzept zur ganzheitlichen Erhebung der Kundenpräferenzen**

**Die Studie schlägt daher ein Konzept vor, das die Anlegerinnen und Anleger wiederholt Abwägungsentscheidungen zwischen verschiedenen fiktiven Anlageprodukten mit unterschiedlichen Eigenschaften fällen lässt, um indirekt ihre finanziellen und nachhaltigkeitsbezogenen Präferenzen herzuleiten.** Diese Form der Präferenzenerhebung ist vergleichbar mit Entscheidungssituationen wie sie auch in Alltagssituationen, beispielsweise dem Lebensmitteleinkauf, anzutreffen sind. Die Entscheidungssituation des vorgeschlagenen Konzepts wird auf die wichtigsten Produkteigenschaften wie Risiko, Ertrag, nachhaltige Investitionsstrategie und Gebühren reduziert, um für Anlegerinnen und Anleger die Komplexität der Entscheidung zu minimieren. Das Vorgehen und die Produkteigenschaften werden vor der Erhebung mittels eines Videos (siehe [Erklärvideo zum Selbsttest](#)) erläutert. Die im Anschluss erhobenen Präferenzen liefern die Entscheidungsgrundlage für die optimale Produktwahl. Dies hilft Anlegerinnen und Anlegern, das für sie richtige Anlageprodukt zu identifizieren und somit dauerhaft und damit nachhaltig mit der Wahl des Anlageprodukts zufrieden zu sein.

## **Produktinnovationen**

**Die Digitalisierung ermöglicht es, neuartige Produkte zu entwerfen, die persönliche Wertvorstellungen und Risikofähigkeit sehr individuell in einem Portfolio abbilden.** Hier entwickelt sich ein Ökosystem, das neuartige Zugänge zum nachhaltigen Investieren in Aktien und Anleihen ermöglicht.

**Schwieriger bleiben der Zugang zu besonders wirkungsvollen Direktinvestitionen. Am ehesten sehen wir Potenzial im Immobilienbereich.** Dafür wären regulatorische Anpassungen notwendig. Aber auch unter neuen gesetzlichen Voraussetzungen bleiben Fragen, ob Direktinvestitionen in der Säule 3a mit ihren vielen Kleinsparerinnen und -sparern sinnvoll sind.

## Résumé

**Les placements durables ont connu un énorme essor ces dernières années et sont passés d'un segment de niche à un courant dominant. Cependant, parallèlement, de plus en plus de voix critiques se sont fait entendre.** La principale critique porte sur le reproche maintes fois exprimé d'écoblanchiment, c'est-à-dire la surenchère marketing de ce que peuvent apporter les placements durables ou les produits de placement afférents. Le principal reproche porte sur l'impact soi-disant positif sur les investissements « durables » dans le monde réel promis – ou du moins suggéré – par de nombreux gestionnaires de fortune que les concepts de placement actuels ne permettent vraisemblablement pas ou très rarement d'atteindre.

**Fin 2022, le Conseil fédéral a adopté une [position claire](#) concernant la prévention de l'écoblanchiment : dorénavant, ne sera considéré comme durable que ce qui contribuera à un objectif de durabilité (également appelé « impact ») ou du moins qui s'alignera avec un objectif de durabilité (également appelé « alignement »).** Au cœur de cette démarche se trouve donc un objectif de durabilité et la manière de l'atteindre. Les stratégies purement axées sur le risque ne peuvent plus être désignées de durables, car elles minimisent uniquement le risque financier. La simple prise en compte des risques ESG (c'est-à-dire des risques environnementaux (E), sociaux (S) et de gouvernance (G)), entre bien plutôt dans le cadre des devoirs fiduciaires.

**Dans cette étude, nous examinons ce champ de tensions à l'aide du pilier 3a de la prévoyance vieillesse suisse. Elle ne fournit toutefois aucune notation des produits du pilier 3a.** L'analyse de cette forme d'épargne est particulièrement prometteuse pour plusieurs raisons. Premièrement, un nombre relativement important de Suisses utilisent le pilier 3a pour leur prévoyance. Elle offre donc un bon échantillon et est donc représentative. Deuxièmement, contrairement à la caisse de pension, les décisions de placement sont prises individuellement et les placements sont placés sur un compte ou un dépôt personnel. Ces deux points permettent d'étudier un large éventail d'investisseurs individuels. Troisièmement, les fonds de prévoyance 3a ne peuvent pas être facilement retirés. Ils sont ainsi obligatoirement placés à long terme et donc particulièrement adaptés à l'investissement réellement durable. Pour finir, les fondations 3a doivent être enregistrées. Tous les prestataires peuvent ainsi être identifiés, ce qui permet une enquête pratiquement exhaustive.

### Malentendu entre les attentes des clients et l'offre de produits

L'étude commence par les motivations pour l'investissement durable, c'est-à-dire par la question de savoir ce que les investisseurs veulent atteindre en orientant leurs placements vers la durabilité. Poursuivent-ils des intérêts financiers (« orientation sur le risque ») ? Veulent-ils que leurs

placements reflètent leurs valeurs (« orientation sur l’alignement ») ? Ou veulent-ils que leurs placements aient un effet positif sur la durabilité (« orientation sur l’impact ») ?

**L’analyse montre d’une part que la clientèle assimile généralement l’ESG ou la durabilité à un impact réel et positif sur l’environnement ou la durabilité et n’est guère consciente des autres motivations. D’autre part, la majorité des fournisseurs utilisent des données ESG qui adoptent principalement une perspective axée sur le risque. Or, celles-ci ne sont en principe pas conçues pour générer un impact.** Elles ne permettent pas de répondre à l’attente (implicite) de la clientèle d’une stratégie d’investissement axée sur l’impact.

### **Comment investir avec un impact efficace et positif dans le monde réel ?**

**Les investissements directs** dans des entreprises et des projets durables manquant de capitaux et ayant donc besoin de capitaux supplémentaires **sont particulièrement prometteurs pour atteindre un effet de durabilité.** Les investissements par le biais de *l’impact investing* et, de manière générale, les investissements sur le marché primaire (comme *private equity* ou *private debt*) sont des classes d’actifs appropriées à cet effet. Les investissements dans les infrastructures et l’immobilier peuvent également avoir un effet direct sur le climat et la durabilité, par exemple en remplaçant les combustibles fossiles par des sources de chauffage renouvelables. En ce qui concerne les actions et les obligations d’entreprises, un changement orienté vers la durabilité peut être favorisé par une propriété active crédible, c’est-à-dire par le dialogue avec les entreprises et l’exercice actif des droits de vote. Les stratégies d’allocation du capital sur le marché secondaire n’ont qu’un effet limité. Le désinvestissement des entreprises ou des secteurs économiques nuisibles au climat ainsi que la sur- ou sous-pondération des secteurs économiques dans les classes d’actifs actions et obligations en sont des exemples.

**Il s’avère toutefois en pratique que les investissements directs dans le pilier 3a ne sont pas possibles – bien que la loi les autorise a priori. Dans les faits, il n’est possible d’investir dans le troisième pilier que dans des produits liquides du marché secondaire.** La raison de cela est que les épargnants 3a peuvent à tout moment transférer les fonds vers d’autres prestataires avec des délais de résiliation relativement courts ou retirer les fonds du pilier 3a pour leur faciliter l’accession à la propriété du logement. Étant donné que les investissements directs sont engagés sur le long terme, ils ne peuvent généralement pas être liquidés et retirés pendant le délai de préavis.

**C’est pourquoi nous élaborons dans cette étude une stratégie permettant d’obtenir un impact climatique aussi élevé que possible avec des entreprises et des fonds (surtout des fonds immobiliers) négociés sur le marché secondaire, en combinant propriété active et allocation de capital.** Comme cette stratégie se réfère au marché secondaire, elle pourrait également être utilisée dans le cadre du pilier 3a.

**Une approche sectorielle est essentielle, car les différents secteurs économiques ont des rôles différents à jouer dans la transition de l’économie mondiale vers des émissions nettes nulles.**

Cette approche est également en accord avec les conclusions d'investisseurs importants tels que la *Net-Zero Alliance for Asset Owners (NZAOA)*. La raison réside dans le fait que la transformation d'un gros pollueur (par exemple un producteur d'acier) présente un potentiel d'impact climatique nettement plus important que, par exemple, celle d'un prestataire de services dont les activités commerciales n'émettent pratiquement aucun gaz à effet de serre.

Il en découle que **le charbon, le pétrole et le gaz ne doivent plus jouer de rôle significatif dans une économie en transition et doivent donc être abandonnés et remplacés le plus rapidement possible. Pour les secteurs auxquels on ne peut pas renoncer (par ex. l'énergie, l'immobilier ou la mobilité), la promotion de la transition constitue une priorité.** Outre la promotion des énergies renouvelables, les éléments centraux d'une stratégie axée sur les résultats comprennent la reconversion des processus industriels, le chauffage renouvelable des immeubles et la mobilité efficace sur le plan énergétique et respectueuse du climat. La transformation technologique qui en découle étant très gourmande en capitaux dans de nombreux secteurs, une nette sous-pondération ou une stratégie d'exclusion dans ces secteurs ne serait pas efficace, car cela risquerait de compliquer la levée de capitaux nécessaire à l'adaptation de la stratégie et des processus. Une stratégie axée sur l'impact soutient donc la transformation de telles entreprises par un dialogue sur le climat adapté aux objectifs et par l'exercice des droits de vote.

**Étant donné qu'il n'existe pas encore de solution technique et que les capacités sont insuffisantes pour de nombreux processus, l'investissement dans l'innovation ou les technologies vertes alternatives constitue un autre élément important.** Il s'agit par exemple de surpondérer les producteurs d'énergie verte et les technologies vertes au profit des producteurs d'énergies fossiles. Les secteurs ayant déjà une faible empreinte carbone ne jouent toutefois qu'un rôle secondaire dans une stratégie axée sur l'efficacité, car leur potentiel est d'emblée faible. Se concentrer sur l'empreinte carbone de l'ensemble d'un portefeuille peut donc même s'avérer contre-productif, car cet indicateur se concentre sur la situation actuelle et ne cherche pas à le changer. Le tableau suivant résume ces conclusions :

#### **Stratégies climatiques à impact optimal dans les différents secteurs et segments de marché**

<b>Secteur / Segment de marché</b>	<b>Objectif et stratégie</b>
<p><b>Sources d'énergie fossiles</b></p> <p>« Gros pollueurs » ayant un produit fondamentalement incompatible avec la transition (« actifs échoués »).</p> <p><b>Secteurs centraux :</b></p> <p>Extraction de charbon, sables bitumineux, exploration pétrolière, producteurs de pétrole et de gaz, raffineries et autres activités en amont et en aval, production d'électricité à partir de sources d'énergie fossiles</p>	<p><b>« Substituer »</b></p> <p><b>Stratégie climatique :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Efficacité climatique élevée</li> <li>▪ Exclusion basée sur le produit, donc sous-pondérer le secteur</li> <li>▪ Pour les producteurs d'énergie en général avec un plan de transition crédible, également engagement</li> </ul>

<p><b>Secteurs à fortes émissions de gaz à effet de serre</b></p> <p>« Gros pollueurs » dont les biens et services restent nécessaires et ne peuvent pas être remplacés.</p> <p><b>Secteurs centraux :</b></p> <p>Industrie lourde, transport, immobilier et ciment, consommateurs, agro-industrie, producteurs d'énergie en transition</p>	<p><b>« Transformer »</b></p> <p><b>Stratégie climatique :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Efficacité climatique élevée</li> <li>▪ Focus sur le dialogue climatique</li> <li>▪ Investissement dans les entreprises en transition</li> <li>▪ Pondération du secteur de manière neutre</li> </ul>
<p><b>Secteurs à faibles émissions / Proches de zéro</b></p> <p>Les industries qui n'émettent pas ou peu de gaz à effet de serre.</p> <p><b>Secteurs centraux :</b></p> <p>Secteur de l'éducation, secteur financier, commerce, prestataires de services, santé, technologies de l'information</p>	<p><b>« Préserver »</b></p> <p><b>Stratégie climatique :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Effet sur le climat faible</li> <li>▪ Accent mis sur les aspects financiers</li> <li>▪ Pondération du secteur de manière neutre</li> </ul>
<p><b>Infrastructure et énergie verte</b></p> <p>Production d'énergie neutre en CO<sub>2</sub> y compris les fournisseurs.</p> <p><b>Secteurs centraux :</b></p> <p>Parcs éoliens, centrales solaires, énergie hydraulique, géothermie, production d'hydrogène, autres formes d'énergie alternatives</p>	<p><b>« Développer »</b></p> <p><b>Stratégie climatique :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Efficacité climatique élevée</li> <li>▪ Investissement dans le développement</li> <li>▪ Surpondération du secteur</li> <li>▪ Dialogue sur le climat</li> </ul>
<p><b>Innovation et technologie verte</b></p> <p>Cluster technologique qui génère des solutions pour une production plus efficace d'énergie neutre en CO<sub>2</sub> et la transition des secteurs à forte intensité de CO<sub>2</sub>.</p> <p><b>Secteurs centraux :</b></p> <p>Stockage d'énergie, mobilité électrique, agriculture à faibles émissions, innovation de processus pour l'industrie, ciment à faibles émissions, capture de carbone</p>	<p><b>« Stimuler »</b></p> <p><b>Stratégie climatique :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Efficacité climatique élevée</li> <li>▪ Investissement dans les technologies vertes</li> <li>▪ Surpondération du secteur</li> <li>▪ Dialogue sur le climat en identifiant les champs d'action et les lacunes technologiques</li> </ul>

## Dans quelle mesure l'offre actuelle de produits du pilier 3a est-elle « durable » ?

Deux tiers du capital de prévoyance épargné se trouvent sur des comptes d'épargne ou sont liés à des assurances-vie. Les investissements sont donc en principe avec une forte aversion au risque. Seuls 30% environ sont investis dans des titres.

Seuls 10% d'entre eux visent un effet durable et peuvent être qualifiés de durables au sens défini par le Conseil fédéral. Aucun des fournisseurs ne fait état d'une stratégie climatique de manière ciblée sur les différents secteurs économiques. Environ la moitié des placements en titres suivent des approches ESG et de durabilité dans l'allocation du capital, la majorité d'entre eux adoptant une approche ESG basée sur le risque. Il y a donc un malentendu ou potentiel d'écoblanchiment considérable.

**Près de 50% des investissements suivent toutefois une stratégie d'engagement actionnarial active. Dans ce contexte, une approche sectorielle et thématique est courante. La conception et la présentation des stratégies de dialogue et d'exercice des droits de vote sont toutefois très disparates.** Tous les fournisseurs ne montrent pas systématiquement l'étendue et la progression de leurs efforts. Il manque donc parfois des preuves concrètes que l'appropriation active produit réellement l'effet de durabilité escompté et celles de la contribution de chaque gestionnaire d'actifs à cet effet. Toutefois, les processus en question ont été mis en place, surtout chez les grands prestataires. Ce canal pourrait être développé et contribuer efficacement à un changement.

### **Manque de transparence et de comparabilité dans l'offre de produits**

**L'un des problèmes évidents de l'offre de produits « durables » du pilier 3a est le manque de transparence et de comparabilité.** Cela commence par le fait que le motif de durabilité n'est pratiquement jamais déclaré explicitement. Il est donc souvent difficile de savoir si un fonds utilise la durabilité, par exemple, comme outil de risque ou s'il vise un effet. De même, l'objectif de durabilité n'est pas formulé, il s'avère donc difficile de savoir si l'accent est mis par exemple sur le climat en particulier, sur l'environnement en général et/ou sur des thèmes sociaux. Les fournisseurs parlent de durabilité au sens général ou d'ESG.

**L'hétérogénéité des rapports est également problématique. Il est urgent de définir des normes qui permettent aux clients et aux spécialistes des placements de différencier les produits les uns des autres.** Les informations sur la durabilité vont d'un seul rating agrégé à des rapports de plusieurs pages, souvent confus. Dans ce contexte, le choix des indicateurs et des labels est très aléatoire. Ils ne sont souvent pas expliqués, ni comparés à un indice de référence, ou même présentés en termes enjolivés.

### **Prise de décision difficile et multidimensionnelle**

**Ce manque de transparence et la mauvaise comparabilité font qu'il est difficile, voire impossible, pour les investisseurs privés d'identifier le produit de placement durable qui leur convient.** D'autant plus que l'offre de placements durables est non seulement diversifiée et vaste mais aussi beaucoup plus complexe que pour les placements conventionnels en raison des dimensions supplémentaires avec différents objectifs de durabilité et stratégies d'investissement. Or, l'évaluation des préférences en matière de placements durables est importante, puisqu'en fonction de la stratégie d'investissement choisie, on s'engage pour plusieurs années dans un produit de placement.

**En outre, les investisseurs doivent également tenir compte de leur tolérance au risque et de leurs intérêts financiers dans leur décision de placement.** La question se pose donc de savoir comment concilier les préférences en matière de durabilité et les préférences financières. C'est un défi particulier dans le domaine du pilier 3a, car d'une part, la propension au risque est très faible et, d'autre part, une durabilité efficace est justement le plus souvent liée à l'action entrepreneuriale et aux risques qui en découlent.

## Recommandations et concept pour une enquête globale des préférences des clients

**L'étude propose donc un concept permettant aux investisseurs de procéder à des arbitrages répétés entre différents produits d'investissement fictifs présentant des caractéristiques différentes, afin d'en déduire indirectement leurs préférences financières et en matière de durabilité.**

Cette forme d'enquête sur les préférences est comparable à des situations de décision telles qu'on les rencontre dans des situations de la vie quotidienne, comme par exemple l'achat de produits alimentaires. La situation de décision du concept proposé est réduite aux principales caractéristiques du produit telles que le risque, le rendement, la stratégie d'investissement durable et les frais, afin de minimiser la complexité de la décision pour les investisseurs. La procédure et les caractéristiques du produit sont expliquées avant l'enquête par le biais d'une vidéo (voir [la vidéo explicative de l'auto-test](#)). Les préférences recueillies par la suite fournissent une base permettant de choisir le produit optimal. Cela aide les investisseurs à identifier le produit de placement qui leur convient et à être ainsi satisfaits sur le long terme et donc durablement de leur choix de produit de placement.

### Innovations de produits

**La numérisation permet de concevoir des produits d'un genre nouveau qui reflètent de manière très individuelle les valeurs personnelles et la capacité de risque dans un portefeuille.** Un écosystème se développe ici, qui permet de nouvelles approches de l'investissement durable en actions et en obligations.

**L'accès à des investissements directs particulièrement efficaces reste plus difficile. C'est dans le domaine de l'immobilier que nous voyons le plus de potentiel.** Pour cela, des adaptations réglementaires seraient nécessaires. Même dans de nouvelles conditions légales, des questions subsistent quant à la pertinence des investissements directs dans le pilier 3a, où l'on trouve de nombreux petits épargnants.

## Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung .....	III
Résumé .....	IX
1 Nachhaltiges Investieren .....	1
1.1 Motive für nachhaltiges Investieren und Messkonzepte .....	1
1.2 Nachhaltige Investitionsstrategien.....	5
1.3 Regulatorische Entwicklungen: Terminologie und Greenwashing .....	7
1.4 Zuordnung der bestehenden Optionen auf die Motive .....	9
2 Die Säule 3a – regulatorische Aspekte .....	11
2.1 Auszahlung der Sparguthaben und Freizügigkeit .....	11
2.2 Anlagerichtlinien .....	12
2.3 Umsetzungsformen .....	14
2.4 Nachhaltigkeit in der gebundenen Vorsorge .....	16
3 Erzielung von Impact durch Klimastrategien.....	19
3.1 Klimastrategien.....	19
3.2 Wirkungsmechanismen .....	20
3.3 Benchmark einer wirkungsorientierten Klimastrategie im Sekundärmarkt.....	26
4 Die Säule 3a in Zahlen.....	33
4.1 Anbietergruppen in der Säule 3a.....	33
4.2 Demographische Aspekte .....	34
4.3 Erhebung der angebotenen Vorsorgeprodukte .....	37
4.4 Klassifizierung entlang der ESG- Klima- und Nachhaltigkeitsdimensionen .....	40
4.5 Qualitative Aspekte.....	43
4.6 Weitere Datenauswertungen .....	45
4.7 Fazit .....	46

5	Produktinnovation.....	48
5.1	Bestehende Produktinnovation .....	48
5.2	Produktinnovation durch die Ermöglichung von illiquiden Anlagen .....	51
6	Präferenzen.....	53
6.1	Problemstellung.....	53
6.2	Nachhaltige Anlageprodukte sind komplex.....	53
6.3	Lösungsvorschlag .....	58
6.4	Lösungsdesign.....	59
6.5	Erklärung zu den Ausprägungen der einzelnen Eigenschaften .....	64
6.6	Evaluation.....	66
	Literaturverzeichnis.....	69
	Anhang .....	72

# 1 Nachhaltiges Investieren

## 1.1 Motive für nachhaltiges Investieren und Messkonzepte

Anlegerinnen und Anleger verfolgen unterschiedliche Ziele, wenn sie Nachhaltigkeit in der Investitionsentscheidung berücksichtigen. Es ist zentral, die zugrunde liegenden Motive von Kunden und Kundinnen zu verstehen. Wenn die Motive nicht bekannt sind, können falsche Erwartungen geweckt werden, was rasch zu Greenwashing-Vorwürfen führen kann. In der Literatur werden drei unterschiedliche Typen von Investorinnen und Investoren identifiziert<sup>1</sup>:

- **Finanzielle** Investor:innen
- **Wertebasierte** Investor:innen
- **Wirkungsorientierte** Investor:innen

Finanzielle Anlegerinnen und Anleger konzentrieren sich auf Nachhaltigkeit im Anlageprozess, weil sie sich daraus ein verbessertes Risiko / Renditeprofil erhoffen. Die zweite Gruppe fokussiert sich auf nachhaltigkeitsorientierte Werte und schliesst beispielsweise gewisse Themen oder Sektoren aus. Typische Beispiele sind Kohle und andere fossile Energieträger, kontroverse Waffen oder auch soziale Themen wie Alkohol oder Tabak. Die dritte Gruppe hat explizit eine Nachhaltigkeitswirkung zum Ziel und möchte somit durch die Investition eine reale Veränderung bewirken.

Neben den verfolgten Motiven spielen auch die gewählten Messkonzepte eine Rolle. Insbesondere die beiden Motive «wertebasiert» und «wirkungsorientiert» verlangen nach einer geeigneten Form, die Nachhaltigkeit zu messen. Es ist unabdingbar, Nachhaltigkeitsinformation in einer Art und Weise zu quantifizieren, dass der Finanzsektor sich auf diese berufen und existierende Prozesse und Modelle entsprechend anpassen kann. Dies hat dazu geführt, dass Nachhaltigkeits-Ratings in den letzten Jahren immens an Bedeutung gewonnen haben. Es gilt drei Haupt-Messkonzepte in der Bewertung der Nachhaltigkeit von Unternehmen zu unterscheiden (diese entsprechen nicht den Investorentypen):

- ESG (environmental, social, governance)
- SDG (Sustainable Development Goals)
- Klimafokus (Fokus Gegenwart versus Fokus Zukunft)

---

<sup>1</sup> Chatterji et al. (2009) und Riedl & Smeets (2017) unterscheiden zusätzlich noch expressive Investorinnen und Investoren, die darauf bedacht sind, ihr Image zu optimieren.

Bisher am weitesten verbreitet sind die sogenannten ESG-Ratings. Diese werden von einer Vielzahl an Anbietern unter Verwendung von proprietären Ansätzen der Messung, aber auch der Datensammlung ermittelt. Die Ratings kombinieren eine Vielzahl an Indikatoren auf der Umwelt (E), sozialen (S) und Governance (G) Ebene zu Gesamtratings, die es ermöglichen, Firmen bezüglich ihrer Nachhaltigkeit einzuschätzen und miteinander zu vergleichen. Die Ratings werden aus unterschiedlichen Gründen zunehmend kritisiert:

1) Die Einschätzungen unterschiedlicher Ratingagenturen unterscheiden sich erheblich. Es resultiert also eine so genannte «Divergenz» zwischen den aktuell genutzten ESG-Ratings (Avramov et al., 2022; Berg et al., 2022; Christensen et al., 2022; Gibson et al., 2021). Diese Divergenz sorgt natürlicherweise bei Anlegerinnen und Anlegern für riesige Verunsicherung, weil sie dazu führt, dass sich das Nachhaltigkeitsprofil eines Portfolios je nach gewähltem ESG-Rating-Anbieter stark unterscheiden kann.

2) ESG-Ratings fokussieren grösstenteils auf finanziell materielle Themen und bringen somit einen Risikofokus mit, während sie eine mögliche Nachhaltigkeitswirkung weitestgehend ausblenden. Diese Diskrepanz zwischen den ESG-Ratings und der tatsächlich erzielten Wirkung einer Firma ist für Anlegerinnen und Anleger schwer nachzuvollziehen, was häufig dazu führt, dass diese ESG mit Nachhaltigkeit und Wirkung gleichsetzen. Dies hat dazu geführt, dass ESG-Ratings vermehrt kritisiert werden (bspw. [ESG Mirage](#), Bloomberg 2021) und ihr Nutzen grundlegend in Frage gestellt wird (Edmans, 2023).

---

**Standpunkt des Bundesrates bezüglich Greenwashing-Prävention vom 16. Dezember 2022<sup>2</sup>**

---

### **Nachhaltige Anlageziele**

Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen, die als nachhaltig dargestellt werden, sollen zusätzlich zu den finanziellen Zielen **mindestens eines der folgenden Anlageziele** verfolgen:

- (i.) Verträglichkeit mit einem oder mehreren spezifischen Nachhaltigkeitszielen oder**
- (ii.) Beitrag zur Umsetzung eines oder mehrerer spezifischer Nachhaltigkeitsziele.**

Finanzprodukte und -dienstleistungen, die allfällige ESG-Risiken reduzieren oder die Performance optimieren sollen, verfolgen ein rein finanzielles Anlageziel und sollten daher nicht als nachhaltig bezeichnet werden, sofern sie nicht zusätzlich eines der oben erwähnten Anlageziele verfolgen. Die reine Berücksichtigung von ESG-Risiken fällt vielmehr unter die treuhänderischen Pflichten.

---

Um die beiden Dimensionen Risiko und Wirkung zu unterscheiden, wird im Markt oft das Konzept der doppelten Materialität oder Wesentlichkeit verwendet. Sie bedeutet, dass sowohl die «Inside-

---

<sup>2</sup> [Bundesrat will Greenwashing im Finanzmarkt vorbeugen \(admin.ch\)](#)

Out», als auch die «Outside-in» Perspektive betrachtet wird. Die Inside-Out Perspektive betrifft die Auswirkungen des unternehmerischen Handelns auf Umwelt- und Sozialthemen und Outside-In betrifft Chancen und Risiken, die für das Unternehmen aufgrund von Nachhaltigkeitsthemen entstehen. Outside-In wird aus diesem Grund als die finanzielle Materialität bezeichnet.

Einer der generell und auch durch die Anbieter von 3a-Produkten am häufigsten genutzten Anbieter von ESG-Ratings, MSCI ESG, betont ganz explizit, dass ihre Ratings nur die finanzielle Materialität abbilden. Sie messen nur, wie eine Firma ESG-Themen handhabt, die einen finanziellen Einfluss auf das Unternehmen haben könnten. Eine mögliche Nachhaltigkeitswirkung wird nicht thematisiert. Die Frage, ob sich eine ESG-Ratingagentur auf beide Seiten der doppelten Materialität konzentriert, resultiert somit automatisch in der oben erwähnten Divergenz.

Der zweite durch Anbieter von 3a-Produkten häufig genutzte Anbieter Sustainalytics verfolgt ebenfalls einen risikoorientierten Ansatz und bezeichnet die Scores als ESG *Risk Ratings*. Einen anderen Ansatz verfolgt der Schweizer Player Inrate, der die Ratings auch explizit als ESG *Impact Scores* bezeichnet und gezielt auch auf die Wirkung der hergestellten Produkte achtet.

Eine Ratingagentur, die nicht beide Seiten der Materialität beleuchtet, betreibt allerdings nicht direktes Greenwashing, solange das wie im obigen Beispiel klar kommuniziert und das Rating nicht als Nachhaltigkeitsrating bezeichnet wird. (Die Nutzung des Begriffs ESG wird, anders als Nachhaltigkeit, auch durch das Statement des Bundesrats vom Dezember 2022 nicht eingeschränkt). Das bedeutet allerdings, dass Nutzerinnen und Nutzer von ESG-Ratings sich diesen Unterschieden bewusst sein und das für sie passende Instrument verwenden sollten – was in der Realität eine Herausforderung zu sein scheint. **Eine Anlagestrategie, welche sowohl die Ausrichtung auf Klima- oder Nachhaltigkeitsziele (Alignment) oder die Erzielung eines positiven Zielbeitrags (Impact) zum Ziel hat, muss somit eindeutig über die Verwendung von MSCI ESG Ratings hinausgehen und entweder weitergehende Strategien (bspw. Engagement) betreiben oder sich auf dezidierte Impact Indikatoren abstützen.**

3) Analysen zeigen, dass aggregierte ESG-Ratings nicht unbedingt mit einfachen Klimakennzahlen, wie CO<sub>2</sub>-Emissionen, einhergehen ([FT Times](#), 2023). ESG-Ratings vereinen eine Vielzahl an Themen, was darin resultiert, dass ein gutes Rating nicht darauf schliessen lässt, dass ein Unternehmen in allen Dimensionen, also beispielsweise auch bezüglich Emissionen, gut abschneidet. Aus diesem Grund bieten die Ratinganbieter vermehrt spezialisierte Kennzahlen an. Beispielsweise sogenannte SDG (Impact) Scores, die explizit auf die Wirkungsdimension fokussieren und eruieren, inwiefern eine Firma positiv oder negativ zu den 17 UN-Nachhaltigkeitszielen beiträgt. Auch bei den SDG-Scores lässt sich allerdings in Frage stellen, ob es sinnvoll ist, die unterschiedlichen 17 Dimensionen zu einer Kennzahl zu aggregieren. Durch diese Aufsummierung geht (wie oben bei den ESG-Ratings) viel Detailinformation verloren, unterschiedliche Entwicklungen könnten sich auch ungewollt aufwiegen. Aus diesem Grund gewinnen Kennzahlen, die nur auf eine der drei (ESG) Dimensionen fokussieren, zunehmend an Bedeutung.

Hierbei spielt bis heute die Umweltdimension für den Finanzsektor die grösste Rolle und wird im Vergleich zu der sozialen und der Governance Dimension deutlich häufiger thematisiert. In der Klimathematik werden unterschiedliche Indikatoren verwendet, wobei es einen Fokus auf die Gegenwart (beispielsweise anhand aktueller Emissionen) von einem Fokus auf die Zukunft (beispielsweise anhand von notwendigen Entwicklungen in verschiedenen Wirtschaftssektoren) zu unterscheiden gilt (INFRAS, 2022). Zukunftsgerichtete Indikatoren, wie sie im koordinierten [PACTA-Klimatest](#) vom Bund für den Schweizer Finanzmarkt bereitgestellt werden oder Implied Temperature Rise (ITR) Indikatoren, finden zunehmend Verwendung. Firmen werden bezüglich ihrer Kompatibilität mit globalen Klimazielen überprüft, idealerweise unterschieden nach Anlageklassen (wie Immobilien, Aktien, Unternehmensobligationen) und Wirtschaftssektoren (wie Energie, Industrie). ITR ermöglicht es, den Firmen eine Grad Celsius Zahl zuzuordnen, die aufzeigt, wie die globale Klimaerwärmung im Jahr 2050 aussehen würde, wenn sich die gesamte Wirtschaft identisch, wie die zu untersuchende Firma verhalten würde (bzgl. aktueller Emissionen, aber auch verifizierter Absenkpäne). Obwohl die Methodik noch Herausforderungen mitbringt, werden diese Indikatoren in der Praxis bereits rege genutzt.

Der Bundesrat hat im Sommer 2022 zudem ein Reporting-Instrument für Finanzprodukte aus Aktien- und Unternehmensobligationen vorgestellt, das gewisse Grundinformationen für beide Dimensionen der Klimathematik ermöglicht: die [Swiss Climate Scores \(SCS\)](#). Das Ziel der Scores ist, Transparenz zur klimaverträglichen Ausrichtung von Finanzanlagen schaffen. Die Swiss Climate Scores bestehen aus 6 Indikatoren, wobei sich zwei auf den Ist-Zustand und vier auf die Zukunft, also die Transition zu Netto-Null konzentrieren (vgl. Abbildung 1). Treibhausgasemissionen reflektieren beispielsweise die CO<sub>2</sub>-Intensität einer Firma (Emissionen in Relation zum Umsatz) oder den CO<sub>2</sub>-Fussabdruck (Emissionen in Relation zum investierten Betrag aus Sicht einer Investition). Die Exposition gegenüber fossilen Brennstoffen gibt den Investitionsanteil in Industrien an, die sich der Förderung fossiler Rohstoffe widmen. Verifizierte Bekenntnisse zu Netto-Null betreffen die Absenkpfade von Firmen, die beispielsweise durch die Science Based Target initiative ([SBTi](#)) verifiziert und durch ein Gütesiegel ausgezeichnet werden. Management auf Netto-Null bezeichnet die Aussage eines Fondsmanagers oder Vermögensverwalters, dass ein Netto-Null-Ziel verfolgt wird. Glaubwürdiger Klimadialog ist ebenfalls eine Kennzahl, die eher für Fonds und Vermögensverwalter relevant ist und aussagt, mit welchem Anteil der investierten Firmen ein aktiver Klimadialog geführt wird. Die optionale Kennzahl, das globale Erwärmungspotential, bezieht sich auf den ITR-Wert, also die durch die Firma verursachte implizite Klimaerwärmung.

Weil Investitionsentscheide ebenfalls vorausschauend getroffen werden, wird bei den SCS bewusst vorausschauend auf die mögliche Transition fokussiert und nicht nur die Gegenwart beurteilt.

Abbildung 1: Swiss Climate Scores



Auf der [Website der SCS](#) werden zudem detaillierte Messkonzepte und Mindestkriterien zu den sechs Indikatoren aufgeführt. Durch die Schaffung von Transparenz soll mithilfe der Indikatoren ein Beitrag zu den globalen Klimazielen erreicht werden (Zitat von der Website: «Die Swiss Climate Scores schaffen Best Practice Transparenz bei der klimaverträglichen Ausrichtung von Finanzanlagen und fördern so Anlageentscheidungen, die zur Erreichung der globalen Klimaziele beitragen»). Gemäss einem Beschluss des Bundesrates vom 8. Dezember 2023 werden die SCS weiterentwickelt<sup>3</sup>.

## 1.2 Nachhaltige Investitionsstrategien

Es existieren eine Vielzahl unterschiedlicher nachhaltiger Anlagestrategien, wobei sich die Anzahl der Strategien, die tatsächlich als nachhaltig bezeichnet werden dürfen sowie deren exakte Definition, im Wandel befindet. In Anlehnung an die in der aktuellen Marktstudie von Swiss Sustainable Finance verwendeten Strategien ([SSF, 2023](#)) unterscheiden wir folgende Strategien:

- Ausschlüsse (inkl. Norms-based Screening)
- Best-in-Class
- ESG-Integration
- Sustainable Thematic Investment (inkl. climate-alignment)
- Impact Investing
- Active Ownership (Engagement und Voting)

**Zusätzlich wird darauf hingewiesen, dass gewisse dieser Strategien, wenn sie nicht in Kombination mit anderen nachhaltigen Ansätzen ausgeführt werden, nicht als nachhaltig bezeichnet werden können.** Diese striktere Nutzung der Begrifflichkeiten beruht auf der Definition des Schweizerischen Bundesrats gemäss seinem Standpunkt zur Vermeidung von Greenwashing vom Dezember 2022 (vgl. Kapitel [1.3](#)). In diesem Kontext hat sich auch die Selbstregulierung der Asset

<sup>3</sup> [Bundesrat beschliesst Weiterentwicklung der «Swiss Climate Scores» \(admin.ch\)](#)

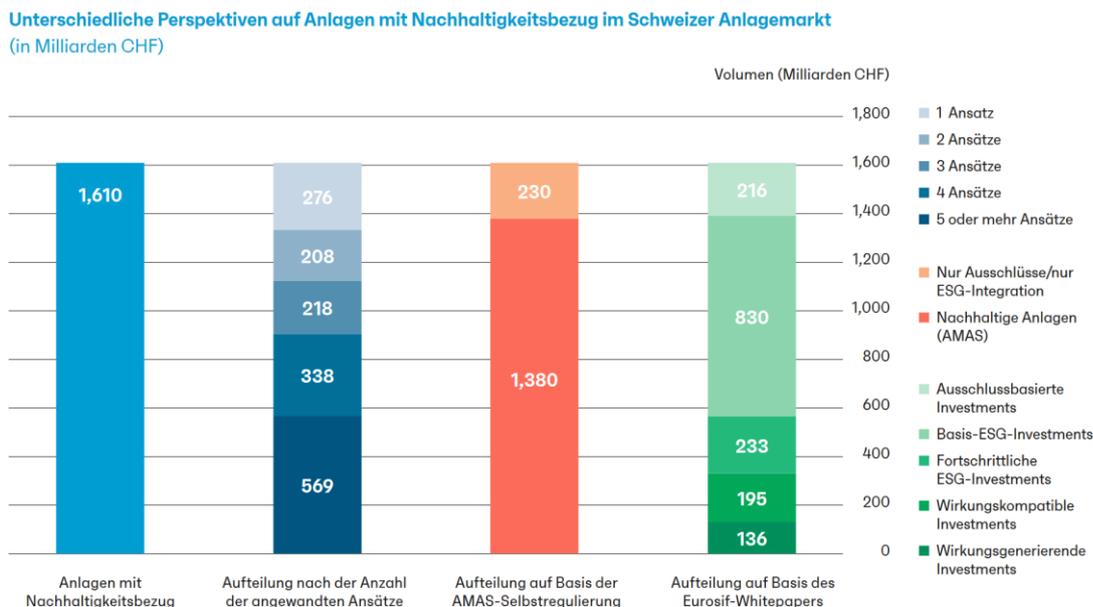
Management Association Switzerland (AMAS) positioniert. Sie untersagt, dass die reine Anwendung von Ausschlusskriterien oder ESG-Integration als nachhaltige Strategie bezeichnet wird (AMAS, 2021). Eurosif (2022), eine Partnerschaft von nationalen Foren für nachhaltiges Investieren, hat zudem ein neues Klassifizierungssystem entworfen und unterscheidet neu folgende Ansätze:

- Exclusion-Focused
- Basic ESG
- Advanced ESG
- Impact-Aligned
- Impact-Generating

Die neue Klassifizierung der nachhaltigen Anlagen versucht, der Tatsache Rechnung zu tragen, dass die bisher genutzten Begriffe für Verunsicherung gesorgt haben. Ziel ist es, dass Strategien, welche die Erzielung einer Wirkung zum Ziel haben, durch die Begrifflichkeit einfacher identifiziert werden können.

In der bereits erwähnten neusten Studie von (SSF, 2023) wird ein Mapping der gesamten Anlagevolumina zwischen den beiden Typen von Klassifikationssystemen vorgenommen (vgl. Abbildung 2). Aus dieser Gegenüberstellung wird deutlich, dass nur ein kleiner Teil der Volumina der Definition von AMAS nicht gerecht werden (heller eingefärbter Teil des orangen Balkens). Gleichzeitig wird deutlich, dass nur ein kleiner Teil der Anlagen als wirkungsorientiert eingestuft werden kann (dunkler Abschnitt des grünen Balkens).

**Abbildung 2: Swiss Sustainable Finance Marktstudie 2023, Schweizer Anlagenmarkt**



Quelle: [Swiss Sustainable Investment Market Study 2023](#), Seite 6

**Abschliessend lässt sich sagen, dass dieses Spektrum an unterschiedlichen genutzten Begrifflichkeiten nicht zweckdienlich ist.** Einerseits resultiert daraus Verwirrung unter den Anlegerinnen und Anlegern, andererseits beinhaltet diese Diversität auch Potenzial für Anbieter, sich strategisch von Konkurrenten abzugrenzen. Genau diese beiden Entwicklungen bergen allerdings enormes Risiko für Greenwashing, indem das mangelnde Wissen von Anlegerinnen und Anlegern durch die Verwendung uneindeutiger Begriffe ausgenutzt wird. Verschiedene regulatorische Entwicklungen versuchen, dieser Vielfalt an Terminologien Einhalt zu gewähren (vgl. Kapitel [1.3](#)). Stand heute hat leider keine globale Konvergenz bzgl. Terminologie stattgefunden. Dies liegt unter anderem an den sich teilweise stark unterscheidenden regionalen regulatorischen Entwicklungen (vgl. nächstes Kapitel) und den divergierenden Interessen von privatwirtschaftlich getriebenen Initiativen.

### **1.3 Regulatorische Entwicklungen: Terminologie und Greenwashing**

Im Kontext der unterschiedlichen Bedürfnisse von Investorinnen und Investoren und dem breiten Spektrum an vorhandenen Strategien und Produkten gibt es regionale regulatorische Initiativen mit dem Ziel zu klassifizieren, was exakt als nachhaltig bezeichnet werden darf. Insbesondere im Bereich Klima ist es zentral zu eruieren, inwiefern die unterschiedlichen Ansätze die Erzielung eines Impacts verfolgen und ermöglichen.

In dieser regulatorischen Entwicklung gibt es erhebliche regionale Unterschiede. In der Europäischen Union wird der Thematik durch den European Action Plan for Sustainable Finance grosse Relevanz beigemessen. Hierbei steht die Definition von Nachhaltigkeit bzw. „grün“, innerhalb der Entwicklung einer einheitlichen Taxonomie für «grüne» wirtschaftliche Aktivitäten im Fokus, andererseits aber auch die Offenlegungsverordnung (Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR), die Fonds verpflichtet, Nachhaltigkeitsinformationen innerhalb ihrer Prospekte aufzuzeigen. In diesem Zusammenhang stellt die Einführung der Klassifizierung von Fonds anhand der drei Artikel (6, 8 und 9) eine relevante Entwicklung dar. Artikel 6 Produkte bezeichnen Produkte ohne spezifischen Nachhaltigkeitsbezug, Artikel 8 steht für Fonds, die Umwelt- oder soziale Kriterien begünstigen und Artikel 9 Fonds verfolgen ein spezifisches Nachhaltigkeitsziel. Die Anforderungen an Fonds bzgl. Nachhaltigkeitsleistung, aber auch Offenlegung steigt somit für Artikel 8 und insbesondere 9 Produkte immens. Dies führt dazu, dass sich kürzlich ein reges Treiben in der Form von Down-Gradings von Artikel 9 auf Artikel 8 Produkte ergeben hat. Momentan findet eine [Konsultation](#) für die Anpassung der SFDR-Richtlinien statt.

Aktuelle Diskussionen betreffen die Frage, wie die Nachhaltigkeit von passiv gemanagten Produkten, die Klimastrategien verfolgen, eingestuft werden kann. Gemäss der Europäischen Union dürfen diese Produkte als Artikel 9 Fonds, mit dem Ziel Emissionen zu reduzieren, bezeichnet werden, wenn diese einen Paris-Aligned Benchmark (PA) oder Climate Transition (CT) Benchmark abbilden. Aktiv bewirtschaftete Artikel 9 Produkte hingegen sind nicht verpflichtet, einen Benchmark zu verfolgen, wenn sie die SFDR-Kriterien anderweitig erfüllen.

Im Vereinigten Königreich wird die Relevanz der Kundenbedürfnisse sehr betont. So wurde zum Beispiel eine Umfrage unter Anlegerinnen und Anleger durchgeführt, um sicherzustellen, dass eine neu eingeführte Taxonomie auch die Erwartungen der Marktteilnehmenden widerspiegelt. Daraus resultieren drei Dimensionen an nachhaltigen Produkten: Produkte mit einem Fokus auf Verbesserung („sustainable improvers“), Produkte mit einem Fokus auf Nachhaltigkeit („sustainable focus“) und Produkte mit einem Fokus auf Impact (sustainable impact)<sup>4</sup>. Die Finanzmarktaufsichtsbehörde (Financial Conduct Authority – FCA) hat im Oktober 2022 eine [Konsultation](#) lanciert und implementiert aktuell das gesammelte Feedback.

Die US Securities and Exchange Commission (SEC) unterscheidet folgende Kategorien: ESG Integration, ESG-Focused (ESG ist wichtig oder Hauptkriterium) und Impact. Diese Unterteilung resultiert in unterschiedlichen Anforderungen für die Offenlegung von nichtfinanziellen Kennzahlen. Zudem hat die SEC im März 2021 eine Task Force gebildet mit dem Ziel, Fehltritte von Firmen und Asset Managern in Bezug auf ESG- und Klima-Offenlegung aufzudecken. Im [September 2023](#) hat die SEC zudem Anpassungen vorgenommen im Hinblick auf den Investment Company Act «Names Rule» mit dem Ziel, Greenwashing zu verhindern. Funds, die auf einen thematischen Anlageschwerpunkt verweisen, wie z. B. die Einbeziehung eines oder mehrerer Umwelt-, Sozial- oder Governance-Faktoren, sollen künftig auch der «Names Rule» unterliegen, indem 80 Prozent der Anlagen entsprechend investiert sein müssen.

Auch der Schweizerische Bundesrat hat sich im Dezember 2022 mit einer Stellungnahme klar positioniert. Ziel ist es, Greenwashing zu vermeiden, indem der Begriff «nachhaltige Produkte und Dienstleistungen» konkreter definiert werden soll. Nachhaltige Produkte und Dienstleistungen, die durch Nachhaltigkeitsbemühungen nur Risiko / Rendite Optimierung beabsichtigen, sollen in Zukunft nicht mehr als nachhaltig eingestuft werden können (Standpunkt des Bundesrates). Am [23. Oktober 2023](#) hat das EFD kommuniziert, dazu eine Vorlage für eine prinzipienbasierte staatliche Regulierung auf Verordnungsstufe zu erarbeiten. Eine solche Regulierung könnte durch Selbstregulierungen der Branchen ergänzt werden. Bis spätestens Ende August 2024 soll eine Vernehmlassungsvorlage vorliegen.

Zudem hat das Schweizer Stimmvolk im Juni 2023 das «[Bundesgesetz über die Ziele im Klimaschutz, die Innovation und die Stärkung der Energiesicherheit](#)» (mehr Informationen zum [Klima- und Innovationsgesetz KIG hier](#)) indirekter Gegenvorschlag zur Gletscher-Initiative» angenommen. Das Gesetz legt erstmals verbindlich das Netto-Null-Ziel für die Schweiz bis 2050 fest. Dazu wird allen Unternehmen (inkl. Finanzinstituten) empfohlen, Netto-Null-Fahrpläne zu erstellen. Das KIG verankert alle drei Ziele aus dem [Klimaübereinkommen von Paris](#) erstmals in einem nationalen Gesetz, auch das Ziel, die Finanzmittelflüsse auf eine emissionsarme und gegenüber dem Klimawandel widerstandsfähige Entwicklung auszurichten ([Art. 1 Abs. c](#)). Zudem wird innerhalb dieses Gesetzes der Bund beauftragt dafür zu sorgen, dass der Schweizer Finanzplatz einen effektiven Beitrag zur

---

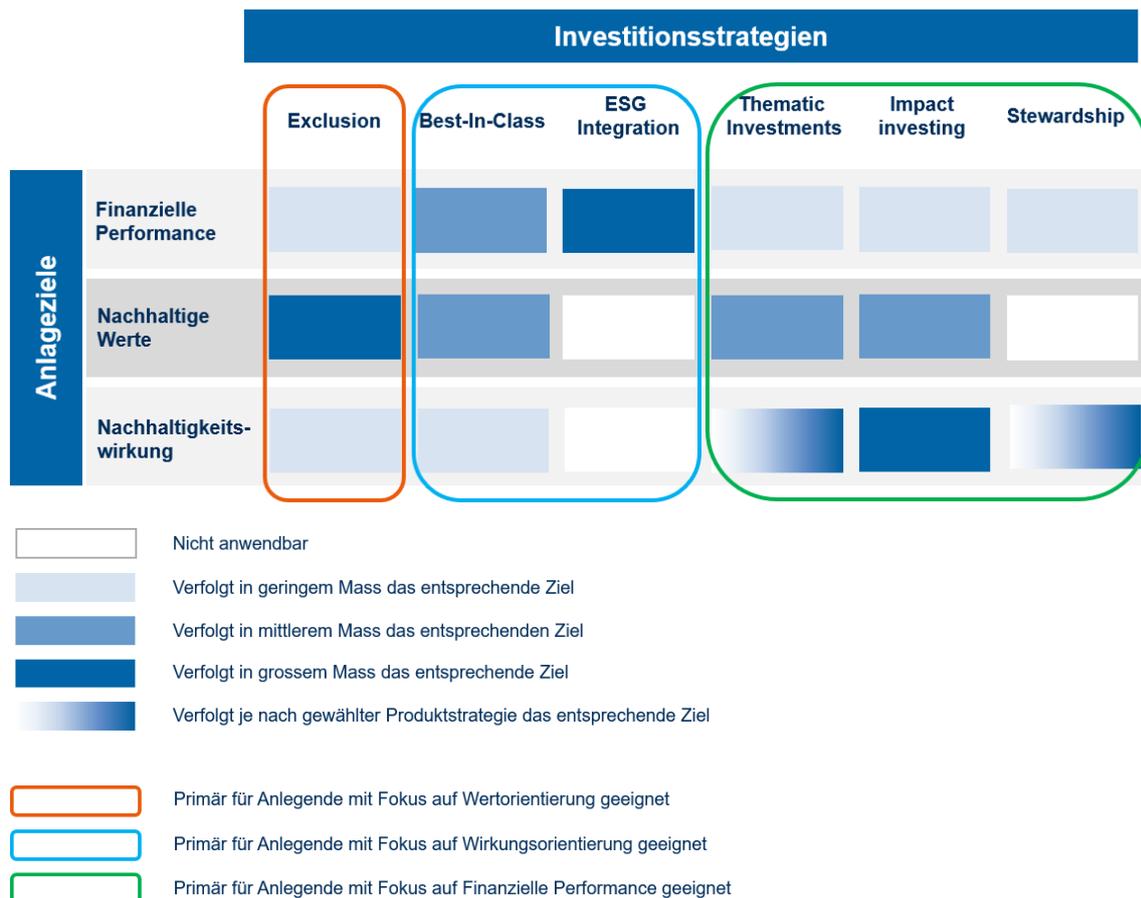
<sup>4</sup> [A gold standard? The UK's proposed Sustainable Disclosure Regulation \(caceis.com\)](#)

Verminderung der Klimawirkung von nationalen und internationalen Finanzmittelflüssen leistet. Es sollen insbesondere Massnahmen zur Verminderung der Klimawirkung von nationalen und internationalen Finanzmittelflüssen getroffen werden ([Art. 9 Abs. 1](#)).

### 1.4 Zuordnung der bestehenden Optionen auf die Motive

Die exakte Zuordnung der nachhaltigen Anlagestrategien und Produkte auf die Präferenzen der Anlegerinnen und Anleger ist nicht trivial. Diese Zuordnung ist allerdings erstens notwendig, um zu prüfen, ob bestehende Produkte, beispielsweise im Bereich der Säule 3a, die Präferenzen der Anlegerinnen und Anleger widerspiegeln. Zweitens ist dieses «Matching» neben der Erhebung der Präferenzen neuerdings als Teil der [Selbstregulierung](#) durch Swiss Banking ein verpflichtender Teil der Anlage- und Vermögensverwaltung. Eine Hilfestellung bietet hierbei [Abbildung 3](#) die den Ansatz von AMAS/SSF erweitert und die unterschiedlichen diskutierten nachhaltigen Anlageansätze den drei Motiven zuordnen.

**Abbildung 3: Investitionsstrategien und Anlageziele**



Quellen: AMAS/SSF, eigene Darstellung

**Diese Zuordnung reflektiert den Standpunkt des Bundesrates aber noch nicht**, weil sie vor dessen Veröffentlichung ausgearbeitet wurde. Es bestehen offensichtlich Spannungsfelder, die bereinigt werden müssen. Der Bundesrat hat mit seiner Medienmitteilung vom 25. Oktober 2023 klar gemacht, dass er die bisherigen Umsetzungsvorschläge der Finanzbranche für ungenügend hält.

Die letztjährige [Marktstudie](#) von Swiss Sustainable Finance und der Universität Zürich weist aus, dass rund 40% aller in der Schweiz gemanagten nachhaltigen Anlagen aus Gründen der finanziellen Performance getätigt wurden, 32% der Anlegerinnen und Anleger möchten damit eine Wirkung erzielen und 28% basieren auf Werteüberlegungen. Die Berechnung dieser exakten Anteile an Präferenzen im Schweizer Markt erfolgt rückwirkend, indem die Volumina pro Anlagestrategie auf die Motive zurückgerechnet werden. Während die Fragestellung der Aufteilung in die Profile grundsätzlich relevant und sehr aktuell ist (ebenfalls im Kontext der durch [SwissBanking](#) ausgegebene Selbstregulierung zur Erhebung der Nachhaltigkeitspräferenzen von Privatkundinnen und Privatkunden), bietet der gewählte Ansatz sicherlich Optimierungspotential. Dies einerseits, weil die Methodik voraussetzt, dass der Kundschaft die Zielsetzung der unterschiedlichen Anlagestrategien bekannt ist und andererseits, weil die Summe der Anlagen auch einen Grossteil (bis zu drei Viertel) institutionell verwaltete Gelder beinhaltet, die sicherlich noch zusätzliche Gesichtspunkte, wie regulatorische Entwicklungen und öffentlicher Druck (Krueger & Gibson Brandon, 2023). Das Working Paper von Filippini et al., (2021) zeigt zudem, dass Anlegerinnen und Anleger in der Schweiz grundsätzlich wenig über nachhaltigen Finanzen wissen und sich somit den Detailausprägungen der unterschiedlichen Anlagestrategien mit grosser Wahrscheinlichkeit nicht bewusst sind. **Vielmehr wird deutlich, dass die Kundschaft ESG oder Nachhaltigkeit generell mit Wirkung gleichsetzt.** Diese verfälschte Wahrnehmung führt zum Risiko, dass die Kundschaft in ihren Erwartungen enttäuscht wird. Damit wird eine transparente Kommunikation zunehmend Relevant, um zu verhindern, dass Greenwashing oder Impact-Washing-Vorwürfe aufkommen ([Worauf es bei ESG ankommt](#), The Market 2023).

Bevor wir die Wirkungsmechanismen der unterschiedlichen Anlagestrategien diskutieren, liefert das nächste Kapitel eine Einführung in die Besonderheiten der Säule 3a.

## 2 Die Säule 3a – regulatorische Aspekte

Die Altersvorsorge der Schweiz ist auf drei Säulen aufgebaut. Die erste Säule bildet die weitgehend auf einem Umlageverfahren basierende staatliche AHV. Die zweite Säule ist die berufliche Vorsorge. Sie soll zusammen mit der ersten Säule die Fortsetzung der gewohnten Lebenshaltung in angemessener Weise sicherstellen. Zusammen garantieren die beiden Säulen nach der Pensionierung rund 60% des bisherigen Einkommens.

Die berufliche Vorsorge ist über ein Kapitaldeckungsverfahren finanziert, in dem die Spargelder in der Regel kollektiv über eine Pensionskasse angelegt werden. Sie ist für Unselbständige bis zu einem versicherten Lohn von 88'200 Franken obligatorisch, aber auch darüber hinaus die Norm. Im überobligatorischen Bereich sind individuelle Anlagelösungen, sogenannte 1e-Pläne möglich. Per Ende 2021 belief sich das angesparte Kapital in der beruflichen Vorsorge auf 1'162 Mrd. Franken.

Die dritte Säule umfasst alle weiteren Formen der individuellen Vorsorge. Individuell bedeutet insbesondere, dass jede Vorsorgenehmerin und jeder Vorsorgenehmer ein auf ihr/seinen Namen lautendes Konto oder Depot hat und die Anlagerisiken vollständig selbst trägt. Es besteht somit kein Risikoausgleich über den Versichertenpool wie in der beruflichen Vorsorge.

Mit der dritten Säule sollen Vorsorgelücken geschlossen werden. Es wird zwischen der gebundenen (3a) und der freien Vorsorge (3b) unterschieden. Einzahlungen in die Säule 3a sind bis zu einem Betrag von aktuell 7'056 Franken pro Jahr möglich. Sie sind steuerlich privilegiert, aber im Gegenzug langfristig für die Altersvorsorge gebunden und können nur unter bestimmten Voraussetzungen frühzeitig entnommen werden (siehe Kapitel [2.1](#)). Selbständig erwerbenden Personen, die keine beruflichen Vorsorge angehören, dürfen bis zu 20% des Erwerbseinkommens oder maximal 35'280 Franken einzahlen. Für sie dient die Säule 3a als Ersatz für die Pensionskasse. Per Ende 2021 belief sich das angesparte Kapital in der gebundenen Vorsorge auf 142 Mrd. Franken und ist damit etwa achtmal kleiner als das Kapital in der beruflichen Vorsorge.

### 2.1 Auszahlung der Sparguthaben und Freizügigkeit

Das Vorsorgekapital der Säule 3a ist gebunden, d.h. der Vorsorgenehmer kann nicht frei darüber verfügen. In der Regel kann es frühestens 5 Jahre vor dem Erreichen des ordentlichen Rentenalters der AHV bezogen werden. Bei Fortführung der Erwerbstätigkeit über das ordentliche Pensionierungsalter hinaus kann der Bezug bis maximal 5 Jahre darüber hinaus aufgeschoben werden. Sofern mehrere Konten bestehen – weil dies steuerlich vorteilhaft sein kann – ist ein gestaffelter Bezug möglich.

Das Gesetz sieht aber auch verschiedene Möglichkeiten vor, das Kapital vorzeitig zu beziehen. Dies ist in folgenden Fällen zulässig ([BVV 3, Art. 3](#)):

- Einkauf in eine Vorsorgeeinrichtung der 2. Säule;
- Wenn der Vorsorgenehmer eine ganze Invalidenrente der eidgenössischen Invalidenversicherung bezieht und das Invaliditätsrisiko nicht im Rahmen der Säule 3a versichert ist;
- Aufnahme einer selbstständigen Erwerbstätigkeit;
- Aufgabe der bisherigen und Aufnahme einer andersartigen selbstständigen Erwerbstätigkeit;
- Wenn der Vorsorgenehmer die Schweiz endgültig verlässt;
- Erwerb von Wohneigentum zum Eigenbedarf oder Rückzahlung von Hypothekendarlehen.

Darüber hinaus werden die Vorsorgegelder auch im Todesfall fällig.

Für die Praxis relevant ist vor allem die Wohneigentumsförderung. Jährlich wird ca. ein Prozent des Vorsorgekapitals dafür bezogen. Im Vergleich dazu belaufen sich ordentliche Bezüge bei der Pensionierung auf ca. 5% des angesparten Kapitals<sup>5</sup>.

Obwohl das Kapital in der Säule 3a gebunden ist, kann es innerhalb des Systems ohne grosse Auflagen zu einem neuen Anbieter transferiert werden ([BVV 3, Art. 3a Abs. 1b](#)). Kündigungsfristen sind möglich, dürfen aber nicht beliebig lange ausgestaltet sein und damit den Wechsel unverhältnismässig erschweren. Drei Monate gelten als unproblematisch und sind in der Praxis akzeptiert.

Diese zahlreichen Kündigungsoptionen und die individuelle Zuordnung der Anlagen zwingen die Anbieter dazu, die Anlagelösungen so auszugestalten, dass der jederzeit mögliche Abzug auch bedient werden kann. Dies, obwohl die Gelder grundsätzlich langfristig angelegt sind, jährlich nur gut fünf Prozent der Anlagen aus der Vorsorge abgezogen werden und die Säule 3a stetige Nettozuflüsse hat.

## 2.2 Anlagerichtlinien

Die gebundene Selbstvorsorge hat entweder die Form eines gebundenen Vorsorgekontos (Banksparen) oder einer gebundenen Vorsorgepolice (Versicherungssparen). Ausserdem können die Vorsorgegelder in Wertschriften investiert werden ([BVV 3, Art. 5 Abs. 1](#)).

Der Gesetzgeber hat fürs Wertschriftensparen in der Säule 3a keine eigenen Anlagerichtlinien ausgearbeitet, sondern verweist im BVV 3 ([Art. 5 Abs. 3](#)) auf die entsprechenden Richtlinien für Pensionskassen im BVV 2: Für die Anlage der Gelder der gebundenen Vorsorgevereinbarung gelten beim Wertschriftensparen die Artikel [49–58](#) vom BVV 2 sinngemäss.

---

<sup>5</sup> [Schweizerische Sozialversicherungsstatistik \(admin.ch\)](#)

Das oberste Organ, also der Stiftungsrat, ist verantwortlich für die Führung der Vermögensanlage. Es gestaltet, überwacht und steuert nachvollziehbar die ertrags- und risikogerechte Vermögensbewirtschaftung ([BVV 2, Art. 49a Abs. 1](#)).

### **2.2.1 Liquidität**

Durch den Verweis auf die Anlagerichtlinien der zweiten Säule entsteht die Problematik, dass in der individuellen Säule 3a Anlagerichtlinien gelten, die eigentlich auf die kollektive berufliche Vorsorge zugeschnitten sind. Das ist insbesondere im Zusammenhang mit den im vorherigen Kapitel beschriebenen Kündigungsoptionen problematisch. In der zweiten Säule können die Freizügigkeitsleistungen meist ohne weiteres aus dem kollektiven Anlagevermögen bedient werden. In der dritten Säule hingegen fehlt ein entsprechender Liquiditätspool. Die Auszahlung kann in jedem Fall nur durch die Auflösung des persönlichen Depots finanziert werden. Damit gewinnt [BVV2 Artikel 52](#) («Die Vorsorgeeinrichtung muss darauf achten, dass sie die Versicherungs- und die Freizügigkeitsleistungen bei deren Fälligkeit erbringen kann.») an Gewicht. Die Liquidität der Anlagen muss entsprechend kongruent mit der vereinbarten Kündigungsfrist der 3a-Einlagen sein.

Diese Liquiditätsanforderungen verhindert in der Praxis Investments in illiquide Anlagen wie Private Equity und Infrastruktur, obwohl diese im BVV 2 explizit zugelassen sind und die 3a-Gelder langfristig gebunden sind. Auch bei Immobilienanlagen muss auf die geforderte Liquidität geachtet werden. In direkte Immobilien aber auch in [Anlagestiftungen](#) kann in der Säule 3a nicht investiert werden. Möglich bleiben aber kotierte Immobilienfonds sowie Schweizer und ausländische Immobilienaktien. Der Immobilienanteil bei 3a-Produkten ist sehr gering<sup>6</sup>. Dies ganz im Gegensatz zur zweiten Säule, wo er ca. 27% beträgt.<sup>7</sup>

### **2.2.2 Erweiterung der Anlagemöglichkeiten**

[Artikel 55](#) im BVV 2 formuliert explizite Obergrenzen für die meisten Anlageklassen, insbesondere eine maximale Aktienquote von 50%. Diese festen Regeln können aber durch die Erweiterung der Anlagemöglichkeiten in [Artikel 50 Absatz 4](#) aufgehoben werden. Dabei gilt die Sorgfaltspflicht für das Auswählen, Bewirtschaften und Überwachen der Anlagen aber weiterhin. Auch der Vorsorgezweck muss erfüllt bleiben und die Risikoverteilung muss angemessen sein.

Diese Option spielt in der zweiten Säule eine eher untergeordnete Rolle, sieht man von den 1e Plänen ab. In der Säule 3a kommt sie aber häufig zur Anwendung. Dies ist auch verständlich, da die Anlagerisiken individuell getragen werden und somit ausschliesslich die individuelle Risikofähigkeit massgebend ist. Sehr risikofähigen Anlegerinnen und Anlegern soll es möglich sein,

---

<sup>6</sup> Für den Immobilienanteil in der Säule 3a liegen keine Statistiken vor. Der geringe Anteil ergibt sich aber daraus, dass nur wenige Anbieter eine explizite Immobilienallokation vorsehen. Immobilien werden also meist nur als Immobilienaktien innerhalb der Aktienallokation gehalten, wo sie wiederum meist nur einen tiefen einstelligen Prozentsatz ausmachen. Der Immobilienanteil dürfte über die ganze Säule 3a hinweg kaum mehr als 1% betragen.

<sup>7</sup> [Swisscanto: Schweizer Pensionskassenstudie 2023](#)

Strategien mit einem hohen Ertragspotential zu wählen. Produkte mit einem Aktienanteil von bis zu 100% sind zugelassen, sofern die entsprechende Aufklärung sichergestellt ist.<sup>8</sup>

Die Risikoprofilierung muss besonders *sorgfältig durchgeführt werden, da «Wertschriftenanlagen im Rahmen der 3a im Rahmen eines gesetzlich geregelten Vorsorgeverhältnisses stattfinden. Dadurch besteht ein zentraler Unterschied zur Wertschriftenanlage im Privatvermögen: Das Privatvermögen kennt keine Anlagevorschriften. Es darf grundsätzlich auch völlig unvernünftig angelegt werden. Eine hohe Risikowilligkeit kann eine tiefe Risikofähigkeit jederzeit übersteuern. 3a unterliegt als Vorsorgevermögen hingegen (absolut zu Recht) gewissen Anlagebeschränkungen»* wie die Konferenz der Kantonalen BVG- und Stiftungsaufsichtsbehörden im [Merkblatt Anlageerweiterung](#) schreibt.

In der Praxis lassen einige Anbieter eine beschränkte Übersteuerung der Risikofähigkeit zu. Kundinnen und Kunden werden aber auf die überspannte Risikonahme aufmerksam gemacht und müssen der Überschreitung explizit zustimmen.

## 2.3 Umsetzungsformen

In der Praxis werden verschiedene Sparlösungen angeboten:

### 2.3.1 Sparkonto 3a

Bei dieser konservativen Anlageform wird das Sparguthaben auf ein spezielles Sparkonto bei einer Bank einbezahlt. Bei Zahlungsunfähigkeit einer Bank sind insgesamt 100 000 Franken an Vorsorgegeldern (inkl. Freizügigkeitskonten) pro Kundin und Kunde im Konkurs privilegiert, und dies zusätzlich zu und unabhängig von übrigen Bankeinlagen. Sie sind aber nicht von der Einlagensicherung gedeckt<sup>9</sup>.

### 2.3.2 Wertschriftensparen

Drei Formen des Wertschriftensparens werden angeboten:

#### Fondssparen 3a:

Beim Fondssparen fließen die einbezahlten Gelder in einen Vorsorgefonds, der die gesetzlichen Auflagen der gebundenen Vorsorge auf Fondsebene erfüllt. Die Fonds können entweder als reine 3a-Lösungen ausgestaltet sein oder als Strukturen, in die auch Kapital aus der zweiten Säule fließt. Diese Kombination ist anlagepolitisch weitgehend unproblematisch, da im 3a die Anlagevorschriften der zweiten Säule sinngemäss gelten (vgl. [2.2](#)). Problematisch ist jedoch die Kombination mit Geldern aus der freien Vorsorge, weil dadurch Steuervorteile verloren gehen.<sup>10</sup> Als

<sup>8</sup> [Mitteilungen der OAK BV, M – 02/2022: Wertschriftensparen bei Freizügigkeitseinrichtungen](#)

<sup>9</sup> [Fragen zu Freizügigkeits- und Säule 3a-Guthaben \(esisuisse.ch\)](#)

<sup>10</sup> Vor allem, weil 3a/BVG-Lösungen mit Anlegerkreiskontrolle die US-Quellensteuer zurückfordern können.

Vorsorgefonds aufgesetzt ist die Säule 3a also nicht nur im Inland steuerprivilegiert, sondern auch effizienter bei der ausländischen Besteuerung.

### **3a Mandatslösungen mit Kollektivgefässen**

Wie beim Fondssparen werden die Vorsorgegelder in Wertschriften investiert. Der Anbieter erstellt aber für jede Kundin und jeden Kunden ein individuelles Anlageprofil und leitet daraus eine strategische Anlagestrategie ab. Diese definiert die prozentuale Aufteilung in die verschiedenen Anlagekategorien (Aktien Schweiz, Aktien Welt, Obligationen, etc.) und damit insbesondere den Aktienanteil. Die einzelnen Anlagekategorien werden typischerweise mit Kollektivgefässen von Drittanbietern (meist ETFs seltener klassische Anlagefonds) abgebildet.

Meist besteht auch die Möglichkeit, in ESG- oder als nachhaltig bezeichnete Produktlinien zu investieren; auch andere individuelle Anpassungen sind gängig. Die Anbieter stellen aber oft die Kosteneffizienz in den Vordergrund. Durch das Pooling der kleinen Vermögen erhalten sie Verhandlungsmacht und können auch in institutionelle Fonds investieren, die sonst nur Pensionskassen zur Verfügung stehen. Diese haben tiefere Gebühren, vermeiden teilweise die Stempelsteuer und sind wie die Vorsorgefonds dank Anlegerkreiskontrolle steuerlich effizient. Auch beim Handeln entstehen durch das Pooling Effizienzgewinne.

3a-Mandatslösungen können aber grundsätzlich in beliebige Fonds investieren. Dadurch können auch individuelle Bedürfnisse abgedeckt werden.

Mandatslösungen müssen die Eignung der Wertschriftenanlagen und die gesetzlichen Auflagen der gebundenen Vorsorge auf der Stufe der einzelnen Vorsorgenehmenden überprüfen und einhalten, da diese die gesamten Anlagerisiken tragen. Gemäss dem [Merkblatt Anlageerweiterung](#) zeigt die Sicht auf Stufe Stiftung lediglich ein aggregiertes Bild und ist für diese Beurteilung nicht relevant.

### **3a Einzeltitellösungen**

Verschiedene Anbieter bieten unterdessen auch eine direkte Umsetzung mit einzelnen Aktien an. Die Vorsorgenehmerin und der Vorsorgenehmer partizipieren dann direkt an den Einzeltiteln in ihrem Portfolio. Mit diesem Ansatz können Ausschlüsse, Wertprofile oder andere individuelle Anforderungen noch besser abgebildet werden als bei der Wertschriftenlösung mit Kollektivgefässen. Darüber hinaus können die Stimmrechte direkt vom Anbieter wahrgenommen werden. Allerdings kann die Vorsorgenehmerin und der Vorsorgenehmer die Einzeltitel nicht selbst bestimmen. Das sogenannte Stockpicking durch die Kundin und den Kunden bleibt also untersagt. Sie dürfen aber aus verschiedenen, durch den Stiftungsrat vordefinierten und genehmigten Strategien, auswählen.

Bei allen evaluierten Anbietern wird nur das Aktienportfolio mit direkten Einzeltiteln umgesetzt. Der Obligationenteil wird mit einer Fondslösung abgedeckt.

Wie bei den Mandatslösungen mit Kollektivanlagen müssen die Eignung der Wertschriftenanlagen und die gesetzlichen Auflagen auf der Stufe der einzelnen Vorsorgenehmenden überprüft und eingehalten werden.

### **2.3.3 3a Versicherungslösungen**

Das sind Vorsorgeprodukte, die Versicherungsgesellschaften anbieten. Sie kombinieren im Regelfall ein Sparkonto oder einen Anlagefonds mit einer Lebensversicherungskomponente (z.B. Todesfall- oder Invaliditätsrisiko). Zudem werden Fondslösungen mit einem Kapitalschutz angeboten.

Dabei können eigene Fonds verwendet werden, oder es kann auf eine Fondspalette von einem Drittanbieter zurückgegriffen werden.

## **2.4 Nachhaltigkeit in der gebundenen Vorsorge**

Das Gesetz äussert sich nicht zur Nachhaltigkeit in der Säule 3a, entsprechend fällt die Kompetenz darüber dem Stiftungsrat zu, da er für die Führung der Vermögensanlagen verantwortlich ist. Er ist in der Ausgestaltung einer Nachhaltigkeitspolitik bis heute weitgehend frei, muss aber die vom Gesetz verlangten Anforderungen an Ertrag, Risikoverteilung und Liquidität aber in jedem Fall sicherstellen. Dies gilt auch, wenn von der Erweiterung der Anlagemöglichkeiten Gebrauch gemacht wird. Es ist also zentral zu beurteilen, inwiefern es Spannungsfelder zwischen diesen drei herkömmlichen Anforderungen und der Nachhaltigkeit gibt.

### **2.4.1 Genügend Ertrag**

Obwohl Nachhaltigkeit und ESG oft im Verdacht stehen, schlecht für Rendite zu sein, deutet eine Mehrheit der empirischen Studien eher auf eine finanzielle Überperformance von nachhaltigen Anlageansätzen hin (Friede et al, 2015; Whelan et al, 2021). Dies ist bei den ESG-Ansätzen nicht überraschend, da hier finanzielle Motive explizit im Vordergrund stehen.

Theoretische Arbeiten deuten aber darauf hin, dass Ansätze, die am Sekundärmarkt eine dedizierten Nachhaltigkeitswirkung erzielen möchten, möglicherweise einen geringeren Ertrag erwirtschaften (Berk & van Binsbergen, 2022). Fliesst zusätzliches Kapital über den Primärmarkt in eine Technologie – was für die Erfüllung der Additionality-Bedingung zwingend ist – wird es einen geringeren Ertrag abwerfen als die ursprünglichen Investitionen. Ökonomen sprechen von einem abnehmenden Grenzertrag. Allerdings ist dieser Effekt empirisch wenig erforscht. Zudem ist der Investitionsbedarf im Bereich der grünen Energieträger derart gross, dass der Grenzertrag, wenn überhaupt, nur schwach abnehmen dürfte. Investitionen in diesem Bereich werden auch subventioniert und der Sektor wächst schnell, so dass es auch gute Gründe für hohe Renditen gibt.

Die Abwägung dieser Argumente liegt sowohl bei der beruflichen Vorsorge als auch in der Säule 3a im Ermessen des Stiftungsrates. Er muss abschätzen, ob die gewählte Strategie einen dem Markt entsprechenden Ertrag erwarten lässt.

Keinesfalls zulässig sind Investitionen, die offensichtlich einen ungenügenden Ertrag abwerfen, z.B. philanthropisch ausgerichtete Projekte ohne finanzielle Ambitionen.

## 2.4.2 Risikoverteilung

Ausschlüsse und fokussierte Investitionen in Green Tech oder Erzeuger von grüner Energie (vgl. dazu Abschnitt 3.3) können wichtige Elemente von nachhaltigen Kapitalallokationsstrategien sein. Dadurch wird das Anlageuniversum eingeschränkt und die Risikostreuung kann sich verringern. Dies ist bis zu einem gewissen Grad zulässig, da das Gesetz keinen Zwang zur maximalen Diversifikation oder zur strikten (kapitalisierungsgewichteten) Indexierung vorsieht. Es kann aber problematisch werden, wenn fokussiert in einen kleinen Sektor oder in einen anderen sehr enges Marktsegment investiert wird.<sup>11</sup>

Auf der anderen Seite wirken Klimarisiken über verschiedenste Kanäle wie Stranded Assets, Reputationsrisiken, rechtliche Risiken, die mögliche Belastung durch CO<sub>2</sub>-Besteuerung aber auch durch physische Risiken wie Wirbelstürme und Überflutungen<sup>12</sup>. Diese können sich kumulieren und es wird dadurch schwer abzuschätzen, wie sie sich auf das Vorsorgevermögen auswirken, falls sie tatsächlich eintreten. Deshalb wird argumentiert, dass diese überwacht und reduziert werden müssen. Die Pensionskasse des Bundes Publica<sup>13</sup>, die als Pensionskasse den gleichen Anlageprinzipien folgen muss wie 3a-Stiftungen, investiert deshalb einen Teil der Aktien in einen klimaeffizienten Aktienindex.

Wie stark Klimarisiken das Risiko des Vorsorgevermögens tangieren und wo die Grenze für eine übermässige Konzentration genau zu ziehen ist, liegt in der Verantwortung und im Ermessen des Stiftungsrates.

## 2.4.3 Liquidität

Wie bereits ausgeführt dürfen 3a-Gelder nur in genügend liquide Anlagen investiert werden, damit sie jederzeit abgezogen werden könnten. Private Equity, Infrastruktur und gewisse Immobilienanlagen sind zwar rechtlich grundsätzlich zulässig, aber aufgrund dieser Liquiditätsanforderung faktisch nicht investierbar. Das ist für wirkungsorientiert Investoren insofern eine Herausforderung, da gerade diesen Anlageklassen einen besonders hohe – da auch direkt beeinflussbare – Klimawirkung zugeschrieben wird.

Unproblematisch sind aber Nachhaltigkeitsstrategien, die auf kotierten und liquiden Anlagen beruhen.

## 2.4.4 Risikobegrenzung

Nachhaltig zu investieren, bedeutet immer auch unternehmerische Risiken einzugehen und sich langfristig zu binden. Damit ist die finanzielle Risikodimension eng mit der Nachhaltigkeit verknüpft. Wie wir in Abschnitt 2.2 dargelegt haben, darf die individuelle Risikofähigkeit in der gebundenen Vorsorge aber nicht beliebig übersteuert werden. Dies gilt zwingend auch bei einer starken

---

<sup>11</sup> So wird z.B. auch eine Investition nur in dem Swiss Market Index (SMI) von den Aufsichtsbehörden als nicht zulässig erachtet.

<sup>12</sup> [Risiken aus dem Klimawandel \(finama.ch\)](https://www.finama.ch/risiken-aus-dem-klimawandel)

<sup>13</sup> [Klimaeffizienter Aktienindex \(publica.ch\)](https://www.publica.ch/klimaeffizienter-aktienindex)

Präferenz für nachhaltige Anlagen. Eine starke Nachhaltigkeitspräferenz ist also keine Rechtfertigung für eine Übersteuerung der Risikofähigkeit.

Ein Ansatz, wie die beiden Dimensionen Risiko und Nachhaltigkeit gegeneinander abgewogen werden können, wird in Kapitel [6](#) vorgestellt.

#### **2.4.5 Klimaübereinkommen von Paris sowie Klima und Innovationsgesetz (KIG)**

Das [Klimaübereinkommen von Paris](#) und das [KIG](#) verlangen, dass Finanzmittelflüsse auf eine emissionsarme und gegenüber dem Klimawandel widerstandsfähige Entwicklung ausgerichtet werden. Es sollen insbesondere Massnahmen zur Verminderung der Klimawirkung von nationalen und internationalen Finanzmittelflüssen getroffen werden (vgl. dazu den letzten Abschnitt von [1.3](#)). Allerdings hat sich daraus noch keine verbindliche Regulierung der Finanzmittelflüsse entwickelt. Hier dürfte eine griffigere Umsetzung folgen, die dann auch die staatlich regulierte Vorsorge betreffen muss.

### 3 Erzielung von Impact durch Klimastrategien

#### 3.1 Klimastrategien

Es gibt unterschiedliche Möglichkeiten, die Klimadimension in der Anlageentscheidung mitzubetrachten. [Abbildung 4](#) zeigt die drei grundlegenden Ansätze: Klimawirkungsorientierte/Impact; Klimaverträglichkeitsorientierte/Alignment; und Klimarisikoorientierte Strategien, die auch im Standpunkt des Bundesrates aufgegriffen werden.

Diese Einteilung reflektiert die durch INFRAS, (2022) vorgenommene Klassifizierung von Klima-Alignment-Methoden anhand des zeitlichen Fokus (Status quo versus zukunftsorientiert). Klimateffizienz-Strategien konzentrieren sich hauptsächlich auf die Situation heute, verfolgen somit einen Status quo Fokus (INFRAS, 2022). Die klimaverträgliche Ausrichtung der Investitionen und Finanzierungen und das Ziel, einen effektiven Klimazielbeitrag zu leisten, beispielsweise durch Förderung von Innovation, fokussieren hingegen auf die Zukunft.

**Abbildung 4: Klimastrategien**

Strategie	Klimarisikoorientiert	Klimaverträglichkeitsorientiert/Alignment	Klimawirkungsorientiert/Impact
	Finanzierung von emissionsarmen Unternehmen und Sektoren.	Finanzierung von Unternehmen mit Reduktionszielen.	Finanzierung von Unternehmen und Sektoren, die Lösungen für die Klimaproblematik erarbeiten.
Ziel	Vermeidung von finanziellen Risiken	Vermeidung von Nachhaltigkeits-Risiken bzw. Erzielung einer Veränderung	Ermöglichen von Nachhaltigkeitslösungen
Indikatoren	Umwelt / "E"-Ratings, aktuelle Emissionen	Zielsetzungen / Verpflichtungen	Impact / SDG Ratings

Die Einteilung widerspiegelt ebenfalls das jeweilige zu Grunde liegende Ziel der Strategie. Während klimarisikoorientierte Strategien hauptsächlich finanziell motiviert sind, indem Risiken vermieden werden sollen, verfolgen klimawirkungsorientierte Strategien das Ziel, die notwendige Klimatransition zu ermöglichen. Klimaverträglich ausgerichtete Investitionen befinden sich hingegen an der Schnittstelle zwischen der Vermeidung von Nachhaltigkeitsrisiken und der Bereitschaft, eine wirkungsorientierte Transformation zu ermöglichen.

Je nach verfolgter Strategie werden unterschiedliche Indikatoren hinzugezogen, um die Qualität von Unternehmen zu beurteilen. Der Status Quo einer klimarisikoorientierten Anlagestrategie kann beispielsweise durch ESG-Umweltratings (E-Dimension) oder Indikatoren zum CO<sub>2</sub>-Fussabdruck abgebildet werden. Beispiele von klimarisikoorientierten Strategien sind Anlagen in den Gesundheits- oder IT-Sektoren, die aktuell einen relativ geringen CO<sub>2</sub>-Fussabdruck ausweisen (ohne spezifischen Pfad), Low-Carbon-Strategien (auch mit CO<sub>2</sub>-Zertifikaten optimiert) oder Long/Short-Strategien mit dem Ziel, auf Portfolioebene einen negativen CO<sub>2</sub>-Fussabdruck zu erzielen.

Die klimaverträgliche Ausrichtung eines Portfolios hingegen wird durch ESG-Umweltratings nur bedingt abgedeckt, weil diese Strategie auch Firmen betreffen kann, die Stand heute im Umweltbereich schlecht abschneiden, sich aber ambitionierte Ziele gesetzt haben oder ihre eigenen Produktionspläne bereits der notwendigen klimafreundlichen Transition angepasst haben. Diese Firmen können einfacher identifiziert werden, indem ihre Zielsetzungen und Verpflichtungen (bspw. verifiziert durch die Science Based Targets initiative – [SBTi](#)) oder direkt Daten zu ihren Produktionsplänen für die kommenden fünf Jahre (bspw. durch das unlizenziiert verwendbare Modell «Paris Agreement Capital Transition Assessment PACTA») betrachtet werden.

Beispiele von klimawirkungsorientierten Investitionen und Finanzierungen, die klar zukunftsgerichtet sind, sind Investitionen in Immobilienportfolien mit Heizungersatz- und Sanierungsplänen oder direkte Investitionen in neue erneuerbare Energiekapazitäten (z.B. über Private Equity, Crowdfunding).

Diese Investitionen mit einem Fokus auf spezifische Sektoren und Segmente sind teilweise risikobehaftet und weniger liquide. Aus diesem Grund spielen in dieser Strategie auch zunehmend innovative Finanzierungsinstrumente eine Rolle, wie die Kollaboration mit dem öffentlichen Sektor (in Blended Finance Konstrukten), die Nutzung von Fintech, oder die gezielte Strukturierung der Finanzierung wie die Nutzung von Mezzaninen Kapitalformen (vgl. [SSF/VSKB/ZHAW 2022](#)).

## **3.2 Wirkungsmechanismen**

### **3.2.1 Grundsätzliche Wirkungsmechanismen**

Um die angebotenen Produkte bezüglich ihrer Nachhaltigkeit zu evaluieren und insbesondere abzuschätzen, ob eine realwirtschaftliche Konsequenz daraus zu erwarten ist, müssen wir die grundlegenden Wirkungsmechanismen von nachhaltigen Anlagen verstehen.

Grundsätzlich lassen sich in Anlehnung an Kölbel et al. (2020) für die liquiden Anlageklassen Aktien und Unternehmensanleihen drei Hauptmethoden zur Erzielung einer Wirkung durch den Investor unterscheiden:

- i. Kapitalallokation

- ii. Stewardship
- iii. indirekte Wirkung, indem Transparenz, Messbarkeit und Visibilität gefördert wird.

Als Zusatzkriterium, das oftmals genannt wird, ist die Frage der *Additionality* zu nennen. *Additionality* bezeichnet die Tatsache, dass die getätigte Finanzierung «zusätzlicher» Natur ist und somit einer Firma mit Kapitalengpässen von Nutzen ist, der keine andere Quelle der Finanzierung zur Verfügung gestanden hätte. Dieses Prinzip ist somit eng verbunden mit der Frage nach Kausalität, ob ein Effekt also auf die Finanzierung zurückzuführen ist (Kölbel et al., 2020). *Additionality* einfacher zu erzielen, wenn kleinere und jüngere Firmen finanziert werden, die entweder privat gehalten werden oder sich im Prozess eines Initial Public Offerings (IPOs) befinden.

Bei wirkungsverträglichen oder wirkungsorientierten Strategien muss auch das zu erreichende Ziel klar ausformuliert werden. So wird in der Standpunkt des Bundesrates der Begriff «Nachhaltigkeitsziel» verwendet und nicht von Nachhaltigkeit im Allgemeinen gesprochen. Diese *Intentionality* wird auch beim Impact Investing betont.

Zudem muss das Nachhaltigkeitsziel messbar sein. Nur so kann im Nachhinein überprüft werden, ob das Ziel auch erreicht wurde. Messbarkeit und *Intentionality* sind somit integrale Bestandteile von wirkungsverträglichen und wirkungsorientierten Strategien. Schliesslich muss die *Wesentlichkeit* gegeben sein, um eine Kohärenz mit der Gesamtstrategie zu gewährleisten.

Die bisherige Literatur hebt zwei Strategien als besonders vielversprechend zur Erreichung einer Wirkung hervor: Impact Investing in Firmen, die Kapitalengpässe aufweisen und somit also das Kriterium *Additionality* erfüllen, oder *active Ownership*, indem durch Engagement eine nachhaltigkeitsorientierte Veränderung begünstigt wird (Kölbel et al., 2020). Eine direkte Wirkung kann zudem mit Immobilienanlagen erzielt werden, wenn dabei fossile mit erneuerbaren Heizsystemen ersetzt werden. Zentral sind auch Direktinvestitionen in Infrastrukturprojekte.

### **3.2.2 Wirkungsmechanismus der Kapitalallokation im Sekundärmarkt**

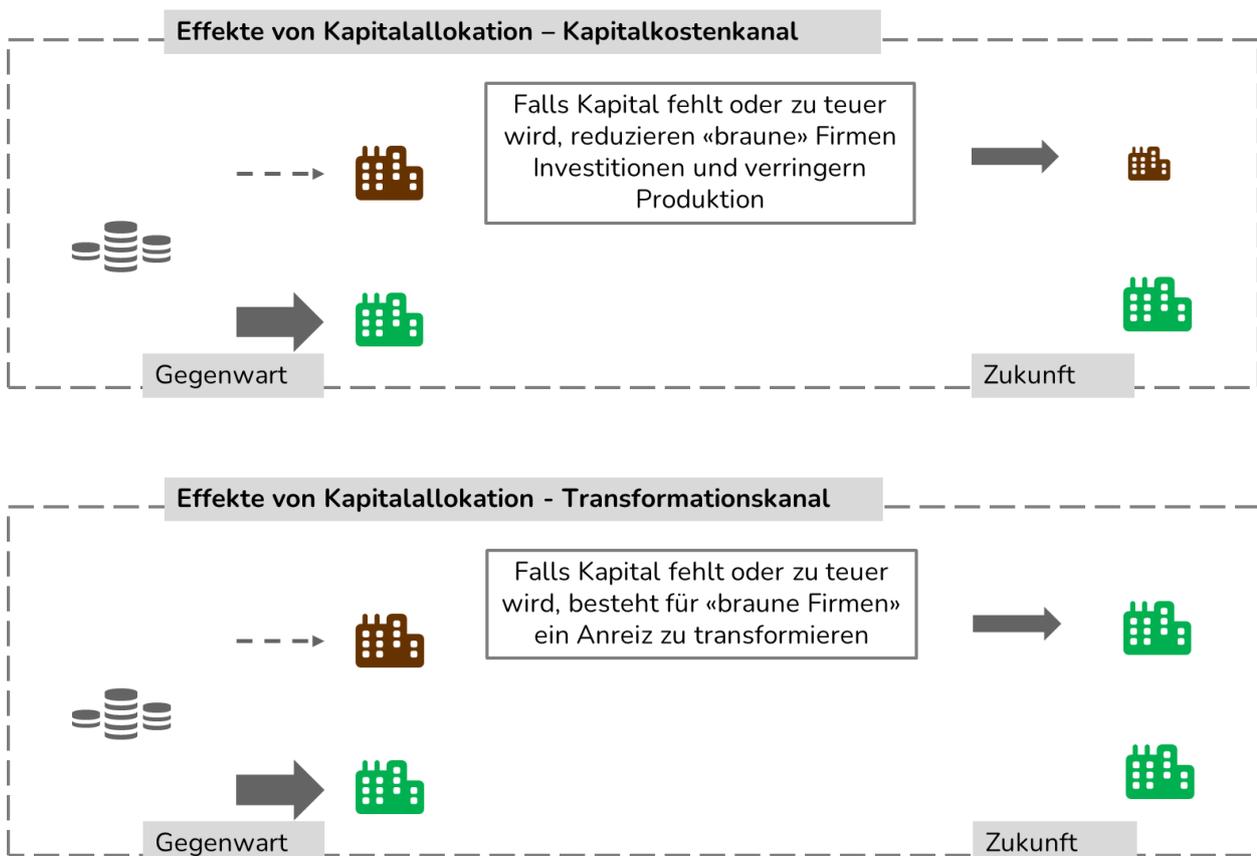
Unbestritten ist, dass eine Investitionslücke zur Erreichung der globalen Netto-Null-Ziele bis 2050 besteht (OECD, 2023; SBA/BCG, 2021). Der Sekundärmarkt ist gross, und obwohl die relative Wirkung geringer und der Beitrag schwerer messbar ist, kann in der Summe über die Sekundärmärkte mehr Wirkung erzielt werden als über den nicht kotierten Markt.

Die Anlegerwirkung im Sekundärmarkt ist immer indirekt und zweistufig. Erst verändert das Anlageverhalten die (Aktien-)Preise. Dies geschieht beispielsweise, indem viele Investoren gezielte Investitionen in eine Firma mit einem besonders ambitionierten Transitionsplan tätigen. Dieser Kaufüberhang führt zu einem höheren Aktienpreis, der dieser Firma dann verschiedene Formen der Kapitalaufnahme erleichtert und vergünstigt (GIIN, 2023). Umgekehrt sollte eine Ausschlussstrategie den Aktienpreis drücken und dadurch die Kapitalaufnahme erschweren.

Dieser durch Kapitalallokation erzeugte Effekt resultiert wiederum in zwei möglichen Resultaten, die beide ceteris paribus zu einer grüneren Gesamtwirtschaft führen (vgl. [Abbildung 5](#)):

- a) Kapitalkostenkanal: Die Firmen verringern durch mangelndes oder teures Kapital ihre eigenen Investitionen, beispielsweise in die Produktion, was in einem sinkenden Marktanteil des Unternehmens resultiert oder
- b) Transformationskanal: Die Unternehmen sehen einen Anreiz, sich in Richtung Nachhaltigkeit zu transformieren (2° Investing Initiative, 2023).

**Abbildung 5: Effekte von Kapitalallokation**



Bis heute konnten diese theoretisch zu erwartenden Effekte in den empirischen Daten allerdings nur begrenzt nachgewiesen werden (Heeb et al., 2022), beziehungsweise resultieren teilweise widersprüchliche Erkenntnisse. Bezüglich der Effekte auf die Preise finden Bolton & Kacperczyk, (2021) beispielsweise für die Jahre 2005 bis 2018 Evidenz für eine Emissions-Prämie, die von Investoren für zusätzliches klimaspezifisches Risiko eingefordert wird, eine so genannte "Karbon-Prämie". Andere Studien widersprechen diesen Resultaten, indem sie zeigen, dass ein Portfolio mit Long-Positionen in kohlestoffarmen Sektoren und Short-Positionen in kohlestoffintensiven

Sektoren eine Überrendite generiert (Cheema-Fox et al., 2021) oder Evidenz für eine Outperformance von grünen Titeln aufzeigen (Pástor et al., 2021). Gleichzeitig diskutieren Berk & van Binsbergen (2022), dass der resultierende Effekt auf die Kapitalkosten zwar vorhanden ist, allerdings zu klein, um in einer realwirtschaftlichen Konsequenz zu resultieren.

Es gibt unterschiedliche Erklärungen, warum die tatsächlichen Effekte, wie sich nachhaltige Anlagestrategien auf die Aktienpreise auswirken, bisher nur begrenzt nachzuweisen sind.

- 1) Zunächst werden uneinheitliche Analysegrundlagen verwendet. Beispielsweise scheint es relevant zu sein, die Analysen von möglichen Emissions-Prämien innerhalb von Industrien zu analysieren (Bolton et al., 2022). Andererseits unterscheiden sich die Effekte, wenn absolute Emissionen versus relative Intensitäten (beispielsweise gemessen am Umsatz) als Analyseeinheit verwendet werden (Diskussion zu unterschiedlichen Analysegrundlagen: Aswani et al., 2023).
- 2) Weiter bestehen grosse Herausforderungen, wenn es um die Messung und den Vergleich der Nachhaltigkeit von Unternehmen geht. Diese Schwierigkeiten betreffen einerseits die ESG-Ratings durch die nachgewiesene Divergenz in den Einschätzungen unterschiedlicher Anbieter (Christensen et al., 2022; Berg et al., 2022; Gibson et al., 2021), andererseits aber auch beim Fokus auf die Klimadimension. In der Klimathematik geht es dabei insbesondere um die fehlenden offengelegten Emissions-Kennzahlen im Bereich von Scope-3-Emissionen, aber auch in der Diskrepanz zwischen einer gegenwärtigen und einer zukunftsorientierten Betrachtungsweise. Aktuelle Emissionen zeugen nur begrenzt von möglichen ambitionierten Zukunftsplänen (Absenkpfad, Transformationsziele, Net Zero Commitments) und je nach Betrachtungshorizont resultieren unterschiedliche Einstufungen. Diese Divergenz in den Messinstrumenten resultiert automatisch in Uneinigkeit zwischen Anlegerinnen und Anlegern und somit einem weniger starken Preisnachteil für nicht-nachhaltige Unternehmen. Ebenfalls zeigt die Literatur, dass diese besprochene Divergenz in einer Unsicherheit resultieren kann und diese Unsicherheit in einer zu bezahlenden Prämie resultiert (Avramov et al., 2022)
- 3) Zudem weisen Anlegerinnen und Anleger und finanzierende Parteien heterogene Präferenzen auf, was bedeutet, dass es global gesehen durchaus einen Anteil im Markt gibt, der weiterhin Kapital an nicht-nachhaltige oder braune Unternehmen vergibt und dabei die externen Effekte nicht einpreist. Solange noch Spekulanten am Markt sind, die sich einen finanziellen Mehrwert aus zwischenzeitlich tiefer bewerteten Anlagen in diese Themen erhoffen, wird eine Ausschlussstrategie wieder rückgängig gemacht. Diese Gegenposition kann z.B. durch Sin Funds oder Öl-ETFs eingenommen werden.
- 4) Die bisherigen Studien konzentrieren sich auf grosse gelistete Firmen (Large Caps). Der oben beschriebene Mechanismus kommt sicherlich eher zum Tragen, wenn kleinere gelistete Firmen (Small oder Mid Caps) betrachtet werden, die über weniger gefestigte

Finanzbeziehungen verfügen und von zusätzlichem Kapital durchaus profitieren können, weil Wachstum angestrebt wird.

Zusammenfassend aus obigen Ausführungen lässt sich also sagen, dass sich die erste Stufe eines Kapitalallokationskanals in Sekundärmärkten – der Aktienpreiseffekt – teilweise nachweisen lässt. Die zweite Stufe eines Allokationseffekts – Wachstum von «grünen» Firmen, bzw. Transformation von «braunen» Firmen – wurde noch wenig erforscht. Die Langfristigkeit des Effekts führt dazu, dass die Kausalität einer möglichen Wirkung schwer nachzuweisen ist. Zudem ist durch die aktuell hohe Relevanz von ESG-Ratings in der Messung von Nachhaltigkeit auch nicht zwingend eine Nachhaltigkeitswirkung zu erwarten. Wenn eine Anlagestrategie auf ESG-Ratings basiert, fehlt durch den klaren Risikofokus oftmals bereits die Intention, eine Wirkung zu erzielen und somit ist es nicht erstaunlich, wenn diese nicht nachgewiesen werden kann. Eine Reihe von Studien fokussiert allerdings spezifisch auf die Klimadimension und weist eine Reduktion in Emissionen als Folge des Kapitalallokationsdrucks aus.

De Angelis et al. (2021) zeigen Evidenz für einen positiven Effekt von grünen Investoren auf langfristige Emissionen. Allerdings ist der Effekt limitiert, solange der Anteil grüner Investoren vergleichsweise tief ist, und der Zusammenhang hängt von der Unsicherheit bezüglich zukünftiger Klimarisiken ab. Rohleder et al. (2022) berechnen eine Kennzahl für den Verkaufsdruck von Fonds auf Aktien im Rahmen der Dekarbonisierung (DSP). Sie stellen fest, dass i) ein hoher DSP die Aktienkurse nach unten drückt und ii) veräußerte Unternehmen, die einen Aktienkursrückgang erleben, anschließend ihre Kohlenstoffemissionen im Vergleich zu nicht veräußerten Unternehmen reduzieren. Heath et al. (2023) hingegen stellen keinen signifikanten Effekt von nachhaltigen Anlagefonds auf das Verhalten von Firmen (in der Umwelt- und sozialen Dimension) fest.

Briere & Ramelli, (2022) finden einen positiven Zusammenhang zwischen dem generellen Interesse von Investoren an Klimathemen («Green Sentiment») und Aktienpreisen, der zuletzt auch in einem Anstieg in Investitionen der Firmen resultiert. Berg et al. (2022) hingegen finden nach ESG-Rating-Anpassungen (Up- oder Downgrades) keinen signifikanten Effekt auf die Investitionsausgaben von Firmen.

Eine mögliche wirkungsorientierte Strategie im Sekundärmarkt für 3a-Produkte wird im nächsten Unterkapitel dargestellt.

### **3.2.3 Wirkungsorientierte Kapitalallokation im Sekundärmarkt**

Für Anlegerinnen und Anleger, die nur im kotierten Bereich aktiv sein wollen oder können (wie 3a-Fonds), sind IPOs oder anderen Kapitalmarkttransaktionen die einzige Möglichkeit einer Gesellschaft direkt Kapital zuzuführen. GIIN (2023) betont diese Option als eine mögliche Impact-Strategie. Dabei handelt es sich aber nicht um eine Sekundärmarkttransaktion im eigentlichen Sinne.

Ebenso thematisiert werden kleinere und illiquidere Firmen. Bei diesen ist eine Preisbeeinflussung einfacher zu erzielen als bei grossen liquiden Firmen und entsprechend sind die Voraussetzungen für eine Klimawirkung eher gegeben. In der Praxis hängt die Wirksamkeit der Kapitalallokation zur Beeinflussung von Unternehmen über den Kapitalkostenkanal aber auch davon ab, ob die investierten Unternehmen Kapital (Fremd- oder Eigenkapital) zur Aufrechterhaltung ihres Wachstums benötigen (2° Investing Initiative, 2023). Dies ist bei kleineren oder schnell wachsenden Firmen ebenfalls eher der Fall. Grössere Firmen haben oft langjährig etablierte Beziehungen zu Banken, die sie bei der Kapitalaufnahme unterstützen. Ab einer gewissen Grösse können sie auch direkt Anleihen ausgeben.

Die Preise kleinerer Firmen reagieren also nicht nur stärker auf den Kaufdruck, sondern sie können auch vermehrt davon profitieren. GIIN (2023) kommt zum Schluss, dass beispielsweise das geduldige Halten von Aktien auf hochgradig illiquiden oder ineffizienten Märkten wahrscheinlich mehr Wirkung hat als kurzfristige Investitionen an grosskapitalisierten Unternehmen, die auf den liquiden Märkten der Welt gehandelt werden.

Zudem ist es für Spekulanten schwieriger, bei einer Übergewichtung die Gegenposition einzunehmen. Sie müssen dafür Leerverkäufe tätigen, was selbst bei grösseren Aktien deutlich aufwendiger, risikoreicher und teurer ist als der Kauf einer Aktie, eines Sin Funds oder eines Öl-ETFs bei der Spekulation gegen Ausschlüsse. Bei kleineren Titeln können die Kosten sogar prohibitiv hoch sein oder gar keine Titel für ein Leerverkäufe zur Verfügung stehen.

Daraus ergibt sich, dass die Kapitalallokation im kotierten Segment am ehesten eine Wirkung entfaltet, wenn:

1. an IPOs oder an anderen Formen der Kapitalaufnahme partizipiert wird
2. die investierten Firmen klein oder illiquide sind
3. die investierten Firmen finanziell restringiert sind oder einen hohen Kapitalbedarf haben (z.B., weil sie schnell wachsen oder sich transformieren müssen)
4. die Wirkung durch eine Übergewichtung und nicht durch eine Ausschlussstrategie erzielt werden soll
5. der investierte Sektor einen hohen Kapitalbedarf hat.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die Wirkung der Kapitalallokation gradueller ist als es die strikte Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärmarkt suggeriert. Im Sekundärmarkt erfolgt eine mögliche Wirkung, d.h. eine durch nachhaltige Investoren erleichterte Kapitalaufstockung, aber immer nur indirekt und mit einer gewissen Verzögerung. Sie kann insbesondere auch ganz ausbleiben, selbst dann, wenn ein Preiseffekt erzielt worden ist. Zudem hängt der direkt den Investoren zuzusprechende Impact vom Anlagesegment und dem Kapitalbedarf der investierten Unternehmen ab. Aus diesem Grund ist der Beitrag der Anleger im Sekundärhandel schwieriger zu messen als die direkte Einbringung von Kapital in privaten Märkten (GIIN, 2023).

### 3.3 Benchmark einer wirkungsorientierten Klimastrategie im Sekundärmarkt

In der gebundenen Vorsorge kann faktisch nur im Sekundärmarkt investiert werden. Gewisse wirkungsorientierte Strategien sind daher gar nicht zugänglich (v.a. Impact Investing und direkte Immobilien). Deshalb zeigen wir hier eine Strategie auf, wie wirkungsorientiertes Investieren im Sekundärmarkt effektiv gestaltet werden kann. Wir verwenden diese Strategie auch als Benchmark, um die angebotenen 3a-Produkte in ihrer Klimawirkung zu bewerten. Dies im Bewusstsein, dass sie nur eine von verschiedenen Möglichkeiten ist und andere Ausgestaltungen ebenso denkbar sind.

#### 3.3.1 Klimatransition in a Nutshell

Haupttreiber der Treibhausgasemissionen ist die Energieerzeugung mit fossilen Brennstoffen, die rund drei Viertel der globalen Treibhausgasemissionen ausmachen<sup>14</sup>. Deren Substitution (vorwiegend durch klimaneutralen Strom) und Effizienzsteigerungen sind somit zentral für die Erreichung der Pariser Klimaziele. **Die wichtigsten Verbrauchersektoren sind die Industrie, der Energieverbrauch in Gebäuden und der Transportsektor.**

Die Produktion von CO<sub>2</sub>-neutraler Energie ist zwar eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für die Erreichung der angestrebten Klimaziele. Es braucht auch einen umfassenden technischen Wandel in den Verbrauchersektoren, damit sich diese an die neue Energieform adaptieren können (z.B. grüner Wasserstoff, Wärmepumpen, E-Mobilität, um bekannte Technologien zu nennen). Für viele Prozesse sind Ersatzlösungen aber erst im Entwicklungsstadium oder es liegen noch gar keine Lösungsansätze vor. Zudem müssen die Kapazität und Stabilität des Stromnetzes ausgebaut und das Problem der Energiespeicherung gelöst werden. Damit diese technischen Lösungen hervorgebracht werden, braucht es neben dem Umbau der Energieproduktion und der kritischen Sektoren auch eine Innovationsförderungsstrategie<sup>15</sup>.

**Daraus leiten sich folgende zentrale Handlungsfelder der Transition ab:**

1. Die Bereitstellung ausreichender Mengen an CO<sub>2</sub>-neutraler Energie als Ersatz für die fossilen Brennstoffe.
2. Technischer Wandel:
  - a. Die Umstellung der industriellen Prozesse, der Beheizung von Immobilien und der Mobilität auf energieeffizientere und CO<sub>2</sub>-neutrale Energieformen.
  - b. Der Umbau weiterer treibhausgasintensiven Sektoren, namentlich der Landwirtschaft und der Zementproduktion.
3. Die Förderung von Innovation (Green Tech), welche diese Ziele ermöglichen bzw. deren Erreichung erleichtern oder beschleunigen.

---

<sup>14</sup> [Historical GHG Emissions \(climatewatchdata.org\)](https://climatewatchdata.org/)

<sup>15</sup> Vgl. dazu [Frauenhofer ISI](#) «Innovationen ermöglichen fast vollständige Dekarbonisierung des Industriesektors»

Eine wirkungsorientierte Anlagestrategie muss die Kapitalallokation und die Engagement-Aktivitäten also auf diese vier Handlungsfelder und deren Kapitalbedarf ausrichten.

### 3.3.2 Sektorspezifische Massnahmen

Wie wir dokumentiert haben, lässt sich das Potenzial der unterschiedlichen nachhaltigen Anlageansätze nicht verallgemeinern und hängt stark von der finanzierten Industrie bzw. dem Marktsegment ab. Wie die [NZA OA in ihrem jüngsten Bericht](#) betont, ist **eine sektorbasierte Zielsetzung zentral**, um einen wirkungsvollen Transitionsbeitrag als Investor zu leisten. Deshalb orientieren wir uns stark am sektorspezifischen Ansatz von Schwegler et al. (2022). Allerdings weichen wir in einigen Punkten davon ab. Erstens unterscheiden wir bei dem fossilen Energieträger nicht zwischen «Temporary» und «Stranded», weil die Akzeptanz von Gas als Übergangslösung mit dem Ukrainekrieg stark abgenommen hat. Zweitens differenzieren wir innerhalb der kohlenstoffintensiven Sektoren nicht weiter. Die Unterschiede sind graduell und die vorgeschlagenen Massnahmen unterscheiden sich nur geringfügig und v.a. in Bezug auf die Innovation. Da aber Innovation als vorausschauende Indikation eine zukunftsgerichtete Aussage ermöglicht, betonen wir ihre Wichtigkeit deutlich stärker und betrachten sie als ein separates Handlungsfeld. Dagegen brechen wir die Sektoren, die bereits jetzt mit den Pariser Klimazielen vereinbar sind («near zero») in zwei Kategorien auf: Produzenten von erneuerbaren Energien und weitere Sektoren. Der Ausbau der erneuerbaren Energie ist für die Transition zentral, wohingegen andere (fast) klimaneutrale Sektoren dafür kaum relevant sind (z.B. Bildung).

Darüber hinaus verbinden wir den Ansatz mit finanziellen Überlegungen, insbesondere den Anforderungen der Säule 3a, dem Standpunkt des Bundesrates und den SCS.

#### Fossile Energieträger

**Kohle, Öl und Gas dürfen in einer transformierten Wirtschaft keine nennenswerte Rolle mehr spielen und müssen deshalb so schnell wie möglich aufgegeben und substituiert werden.** Deshalb ist ein produktbasierter Ausschluss dieser Sektoren der einzige Ansatz, der mit den Zielen der Transition vereinbar ist. Dies umso mehr, weil Stewardship in diesen Sektoren auf eine Aufgabe der Geschäftstätigkeit hinarbeiten müsste und entsprechend wenig erfolgsversprechend ist. Diese Ausschluss-Sichtweise wird auch durch den Indikator «Exposition gegenüber fossilen Brennstoffen» der SCS gestützt. **Denkbar bleiben hingegen Investments in Firmen, die sich als generelle Energieproduzenten verstehen und einen glaubwürdigen Plan vorgelegt haben, wie sie ihre Energieproduktion auf CO<sub>2</sub>-freie Technologien umstellen wollen.**

#### Sektoren mit hohen Treibhausgasemissionen

**Bei Sektoren, auf die nicht verzichtet werden kann (z.B. Immobilien oder Mobilität), steht die Förderung der Transition im Vordergrund.** Weil der damit verbundene technologische Umbau in vielen Sektoren sehr kapitalintensiv ist, wäre eine deutliche Untergewichtung oder eine

Ausschlussstrategie nicht zielführend, da dies die für die Anpassung der Strategie und der Prozesse notwendigen Kapitalaufnahme erschweren könnte. Diesen Sektoren Kapital zu entziehen hätte also konträre Effekte und würde die Transition verlangsamen.

Innerhalb des Sektors kann aber, ähnlich wie beim Best-in-Class-Ansatz, diskriminiert werden. Ambitionierte Firmen, die z.B. ein verifiziertes Bekenntnis zu Netto-Null abgegeben haben, können zugunsten der Nachzügler übergewichtet werden. **Zentrales Wirkungselement in diesen Sektoren ist aber der glaubwürdiger Klimadialog. Durch Engagement und Stimmrechtsausübung wird der umfassende technologische Umbau und die Verwendung CO<sub>2</sub>-neutraler Energie konsequent eingefordert.** Die Strategie, bewusst in Gesellschaften zu investieren, die aktuell einen erheblichen negativen Einfluss auf das Klima haben und diese mit active Ownership dazu zu bewegen, spezifische, glaubwürdige und messbare Ziele festzulegen, um ihren negativen Einfluss zu reduzieren, wird auch im Standpunkt des Bundesrates vorgeschlagen. Gesellschaften, die nicht auf die Einflussnahme reagieren und sich einer Transition widersetzen, kann **ein verhaltensbasierter Ausschluss als letztes Mittel** der Engagement-Strategie angedroht und allenfalls auch implementiert werden.

Diese Strategie resultiert automatisch darin, dass das Portfolio nicht per se klimaeffizient ist. Namentlich können somit Indikatoren, die den Ist-Zustand bzw. den Fussabdruck messen, sehr negativ aussehen. Mit Bezug auf die SCS wäre dies der Indikator «Treibhausgasemissionen», der die Treibhausgasintensität des Portfolios misst. Die zukunftsgerichteten Indikatoren, insbesondere das «verifizierte Bekenntnis zu Netto-Null» und der «glaubwürdige Klimadialog», beeinflussen das Gesamtbild hingegen positiv.

### **Emissionsarme Sektoren**

**Bei Firmen und Sektoren mit vergleichsweise geringen Emissionen ist das Potenzial für eine klimawirksame Massnahmen von vornherein gering.** Deshalb können in den emissionsarmen Sektoren (z.B. Gesundheit oder Finanzindustrie) finanzielle Aspekte dominieren. Sie können z.B. dafür verwendet werden, das Gesamtportfolio besser zu diversifizieren. Dies insbesondere im Kontext von 3a-Produkten, wo eine angemessene Risikoverteilung und der marktgerechte Ertrag gesetzliche Erfordernisse sind. Ein Klimadialog ist aber auch in diesen Sektoren zielführend, um Bewusstsein für die Thematik zu schaffen oder zu erhalten.

Anlagen in emissionsarme Sektoren resultieren automatisch in einem reduzierten Fussabdruck (Treibhausgasemissionen) und dieses Segment wird generell durch die SCS positiv beurteilt. Dies, obwohl der direkte Klimaimpact klein ist, was durchaus als Schwäche der SCS interpretiert werden darf, insbesondere im Hinblick auf die oben aufgeführte Zielsetzung der SCS, die eine Klimawirkung beinhaltet (vgl. den letzten Abschnitt von Unterkapitel [1.1](#)).

## Infrastruktur & grüne Energie

**Der Sektor Infrastruktur und grüne Energie ist nicht nur ein zentraler Pfeiler der Transition, sondern auch sehr kapitalintensiv.** Für eine breitflächige Förderung dieses Sektors kann er **also als Ganzes übergewichtet werden.** Ein Best-in-Class-Ansatz, der besonders klimaeffizienten Lösungen bevorzugt, kann ebenfalls sinnvoll sein. Im Rahmen der Säule 3a muss die angemessene Risikoverteilung aber beachtet werden. Ein thematischer Fonds, der sich nur auf diesen Sektor beschränkt, würde dem Kriterium der angemessenen Risikoverteilung nicht genügen.

**Ein konstruktiver Klimadialog ist aber auch in diesem Sektor sinnvoll, da der Aufbau der notwendigen Produktionsanlagen sehr CO<sub>2</sub>-intensiv sein kann** (z.B. Lebenszyklusanalysen oder eine Durchleuchtung der Lieferketten).

Die positive Wirkung von grüner Energie entfaltet sich vorwiegend in den abnehmenden Firmen, die dadurch ihren Fussabdruck verbessern können. Dieser positive Downstream-Effekt wird aber durch viele Klimaindikatoren nur ungenügend abgebildet. Scope 3 misst beispielsweise nur (negative) Emissionen und kennt keine Gutschriften, die durch positive Übertragungseffekte entstehen. Deshalb sind die SCS nur bedingt geeignet, die positive Wirkung der Produzenten alternativer Energie abzubilden. SDG-Alignment-Indikatoren (z.B. Ziel 7: «Bezahlbare und Saubere Energie») erfassen solche systemischen Effekte deutlich besser.

## Innovation in Green Tech

**Innovationen in «Green Tech» sind ebenfalls zentral zur Erreichung der globalen Nachhaltigkeitsziele.** Sie sollten deshalb umfassend gefördert und allfällige Finanzierungslücken gezielt geschlossen werden.

Beispielhaft für die Relevanz von Innovation ist die Batterietechnologie. Erst die Entwicklung effizienterer und leichter Batterien hat die Elektrifizierung der Mobilität ermöglicht und damit einen Dekarbonisierungspfad aufgezeigt. Weitere Verbesserungen (schnellere Ladezeiten, geringere Kosten, Gewichtsreduktion) sind aber notwendig, um die Kundenakzeptanz weiter zu erhöhen und der Elektromobilität endgültig zum Durchbruch zu verhelfen.

Innovation entsteht oft in kleineren Firmen und ist inhärent unsicher. Ob ein Produkt zur Marktreife gelangt, ist oft nur schwer vorherzusagen. Entsprechend sind Investitionen in diesem Bereich oft hoch riskant, was im Rahmen der gebundenen Vorsorge besonders berücksichtigt werden muss.

Wegen diesem hohen Risiko und der Langfristigkeit scheitert die Entwicklung innovativer Lösungen teilweise an Kapitalengpässen. Dies umso mehr, als dass die Firmen nicht nur klein und riskant, sondern oft auch wenig liquide sind. Zudem können kleine Innovatoren von ESG-Investoren übergangen werden, weil die entsprechenden Daten fehlen. Auch der Fussabdruck dieser Unternehmen kann ziemlich gross sein (z.B. Hersteller von Batterien), was unerfahrene Klimainvestoren abschrecken kann.

Wie wir in Abschnitt [3.2.3](#) ausgeführt haben, kann eine wirkungsorientierte Kapitalallokations-Strategie bei kleineren illiquiden Aktien besonders erfolgversprechend sein. Daher kann eine signifikante Allokation in Green Techs und Firmen mit einem hohen Forschungs- und Entwicklungsbudget im Green-Tech-Bereich erfolgen. Risiken können z.B. mit Patentanalysen begrenzt werden. Der Klimadialog bleibt auch hier wichtig, z.B. weil er Handlungsfelder oder Technologielücken aufzeigen kann. Als Stewardship kann er auch einen Beitrag zum Risikomanagement leisten.

Wie bei den Produzenten von grüner Energie entfaltet sich die Wirkung der Innovation systemisch und langfristig. Die SCS sind deshalb auch in diesem Marktsegment nur bedingt zur Beurteilung der Klimawirksamkeit geeignet. Sie zielen insbesondere auf die beiden Strategien «Klimarisiko» und «klimaverträgliche Ausrichtung» ab, während die gezielte Finanzierung von «Klimazielbeiträgen» nicht genügend abgedeckt wird.

[Tabelle 1](#) fasst die Strategien in den 5 Segmenten zusammen.

**Tabelle 1: Wirkungsoptimale Klimastrategien in den verschiedenen Sektoren und Marktsegmenten**

Sektor / Marktsegment	Ziel & Strategie
<p><b>Fossile Energieträger</b></p> <p>«Starke Verschmutzer» mit einem Produkt, das fundamental nicht mit der Transition vereinbar ist («gestrandete Assets»).</p> <p><b>Zentrale Sektoren:</b> Kohleförderung, Ölsand, Ölexploration, Öl- und Gasproduzenten, Raffinerien &amp; andere Up- und Downstream-Aktivitäten, Stromproduktion aus fossilen Energieträgern</p>	<p><b>«substituieren»</b></p> <p><b>Klimastrategie:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Klimawirksamkeit gross</li> <li>▪ Produktbasierter Ausschluss also den Sektor untergewichten</li> <li>▪ Bei generellen Energieproduzenten mit glaubwürdigem Transitionsplan auch Engagement</li> </ul>
<p><b>Sektoren mit hohem Treibhausgasausstoss</b></p> <p>«Starke Verschmutzer», deren Güter und Dienstleistungen weiterhin benötigt werden und nicht substituiert werden können.</p> <p><b>Zentrale Sektoren:</b> Schwerindustrie, Transport, Immobilien und Zement, Verbraucher, Agrarindustrie, Energieproduzenten in Transformation</p>	<p><b>«transformieren»</b></p> <p><b>Klimastrategie:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Klimawirksamkeit gross</li> <li>▪ Fokus auf Klimadialog</li> <li>▪ Investitionen in Firmen in Transition</li> <li>▪ Sektor neutral gewichten</li> </ul>
<p><b>Emissionsarme Sektoren / nahe Null</b></p> <p>Industriezweige, die keine oder nur geringe Treibhausgasemissionen verursachen.</p> <p><b>Zentrale Sektoren:</b> Bildungssektor, Finanzsektor, Handel, Dienstleister, Gesundheit, Informationstechnologie</p>	<p><b>«erhalten»</b></p> <p><b>Klimastrategie:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Klimawirksamkeit gering</li> <li>▪ Finanzielle Aspekte betonen</li> <li>▪ Sektor neutral gewichten</li> </ul>
<p><b>Infrastruktur &amp; grüne Energie</b></p> <p>Produktion von CO<sub>2</sub>-neutraler Energie inklusive Zulieferer.</p> <p><b>Zentrale Sektoren:</b> Windparks, Solarkraftwerke, Wasserkraft, Geothermie, Wasserstoffproduktion, andere alternative Energieformen</p>	<p><b>«ausbauen»</b></p> <p><b>Klimastrategie:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Klimawirksamkeit gross</li> <li>▪ Investitionen in den Ausbau</li> <li>▪ Sektor übergewichten</li> <li>▪ Klimadialog</li> </ul>
<p><b>Innovation &amp; Green Tech</b></p> <p>Technologie-Cluster, der Lösungen für effizientere Produktion von CO<sub>2</sub>-neutraler Energie und die Transition der CO<sub>2</sub>-intensiven Sektoren hervorbringt.</p> <p><b>Zentrale Sektoren:</b> Energiespeicherung, Elektromobilität, emissionsarme Agrarwirtschaft, Prozessinnovation für die Industrie, emissionsarmer Zement, Carbon Capture</p>	<p><b>«stimulieren»</b></p> <p><b>Klimastrategie:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Klimawirksamkeit gross</li> <li>▪ Investitionen in Green Techs</li> <li>▪ Sektor übergewichten</li> <li>▪ Klimadialog durch Aufzeigen von Handlungsfeldern und Technologielücken</li> </ul>

### 3.3.3 Implikationen der Benchmark-Strategie für das Design von CO<sub>2</sub>-Absenkungspfaden

Eine zunehmend beliebte Nachhaltigkeitsstrategie ist der sogenannte CO<sub>2</sub>-Absenkungspfad. Der Grundgedanke dahinter ist, den Fussabdruck des Portfolios am <2-Grad-Ziel oder am 1,5-Grad-Ziel des Klimaübereinkommens von Paris auszurichten. Anlagen in CO<sub>2</sub>-intensive Unternehmen werden zugunsten CO<sub>2</sub>-effizienten Unternehmen reduziert. Die EU unterscheidet auf Produktebene zwischen Paris-aligned (PA) und Climate-Transition (CT) Produkten, wobei CT weniger streng ist.<sup>16</sup> Für diese Strategien gibt es auch Benchmarks, so dass eine passive Umsetzung möglich ist. Sowohl aktive als auch passive Umsetzungen können der als Artikel 9 Fonds deklariert werden und gelten damit als Impact-Produkte.

Die Absenkung des Fussabdrucks kann grundsätzlich auf zwei Arten erzielt werden: Erstens durch eine permanente Umschichtung von CO<sub>2</sub>-intensiven Gesellschaften in solche mit einem geringeren Fussabdruck. Oder zweitens durch Investitionen in Unternehmungen, die sich zu einem Absenkungspfad verpflichtet haben. Die Absenkung wird dann innerhalb der Firmen erreicht und damit auch real umgesetzt<sup>17</sup>. Im Idealfall kommt eine solche Strategie mit minimalen Umschichtungen aus und widerspiegelt damit bereits heute die treibhausgasfreie Wirtschaft, die für das Jahr 2050 angestrebt wird.

Der EU-Regulator ist sich bewusst, dass die Reduktion des Fussabdruckes durch Portfolioumschichtungen weniger wirkungsorientiert und zu stark auf den Status quo fixiert ist. Deshalb dürfen Produkte, die einen Absenkungspfad verfolgen (PA und CT) klimaintensive Sektoren nicht untergewichten<sup>18</sup>. Diese minimale Einschränkung lässt aber immer noch sehr viel Spielraum zu, die Absenkung mit Umschichtungen zu erreichen.

In Einklang mit dem Standpunkt des Bundesrates favorisiert das in Konzept in Unterkapitel [3.3](#), **die Erreichung der Absenkung durch den Umbau der investierten Gesellschaften und nicht durch Portfolioumschichtungen**. Die Investitionen sollen sich zudem an der angestrebten wirtschaftlichen Struktur ausrichten und somit bis auf den Ausschluss der fossilen Energieträger sektorneutral sein. Nur dadurch ist das Portfolio auch so gestaltet, dass es der angestrebten realwirtschaftlichen Veränderung entspricht. Zudem wird dadurch das Kapital den Firmen zugeführt, die den Umbau wirklich tragen und ist somit am besten «aligned» mit den Reduktionszielen des Klimaübereinkommens von Paris.

---

<sup>16</sup> PA: 50% Kohlenstoffintensitätsreduktion gegenüber Benchmark + 7% Dekarbonisierungspfad p.a. + Gradzahl des Pariser Abkommens, CT: 30% Kohlenstoffintensitätsreduktion + 7% Dekarbonisierungspfad p.a.

<sup>17</sup> Wichtig ist auch, dass die Dekarbonisierung innerhalb der Investierten Firmen nicht durch Abstossen schmutziger Geschäftszweige entsteht: [Vom Sünder zum Musterschüler? \(zkb.ch\)](#).

<sup>18</sup> [Report on Benchmarks: EU Technical Expert Group on Sustainable Finance](#), Artikel 7.2, Seite 60.

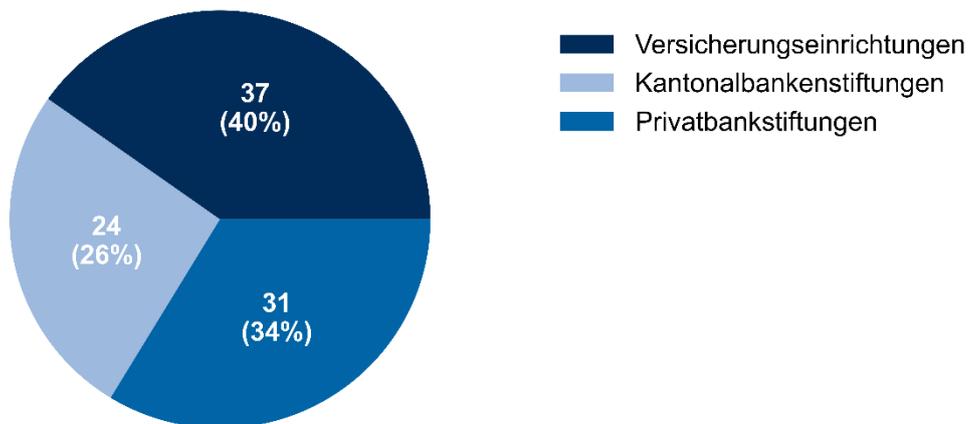
## 4 Die Säule 3a in Zahlen

In diesem Kapitel präsentieren wir die erhobenen Daten. Sie reichen von allgemeinen Informationen über die Säule 3a bis zu produktspezifischen Informationen nachhaltiger Anlagen. Dann ordnen wir sie in den Kontext der regulatorischen Entwicklungen und der aktuellen Forschung ein.

### 4.1 Anbietergruppen in der Säule 3a

Am 1. Dezember 2022 waren 92 der Anbieter von Vorsorgeprodukten der gebundenen Selbstvorsorge (Säule 3a) bei der Eidgenössischen Steuerverwaltung (ESTV) registriert und anerkannt. [Abbildung 6](#) zeigt eine recht gleichmässige Verteilung zwischen Versicherungseinrichtungen, Kantonal- und Privatbankstiftungen, wobei letztere mit 37 Anbietern am häufigsten vertreten ist.

**Abbildung 6: Anzahl 3a-Stiftungen nach Gruppen**

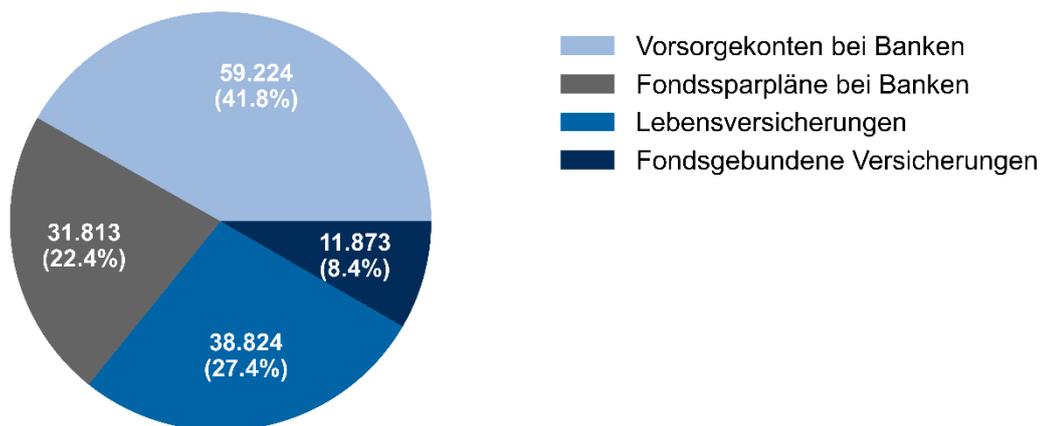


Quelle: [ESTV](#), Liste der Anbieter von anerkannten Vorsorgeprodukten der gebundenen Selbstvorsorge (Säule 3a)

Die Mehrheit der Stiftungen bietet 3a-Lösungen für eine einzige Bank oder Versicherung an. Es gibt aber auch Vorsorgeplattformen, die als Dienstleister auftreten. Sie ermöglichen es, kleineren Finanzdienstleistern eine Vorsorgelösung über ihre Stiftung anzubieten.

Ende 2021 belief sich das angesparte Vorsorgekapital auf CHF 141.7 Mia., knapp zwei Drittel davon bei Bankenstiftungen. Sparkonten und Lebensversicherungen, also sehr risikoarme Anlageformen, dominieren und weniger als ein Drittel der Anlagen sind in Fondsparpläne investiert. Fast drei Viertel der Wertschriften werden über Bankstiftungen gehalten ([Abbildung 7](#)).

Abbildung 7: Aufteilung der Vorsorgegelder per 31.12.2021 in Hauptkategorien



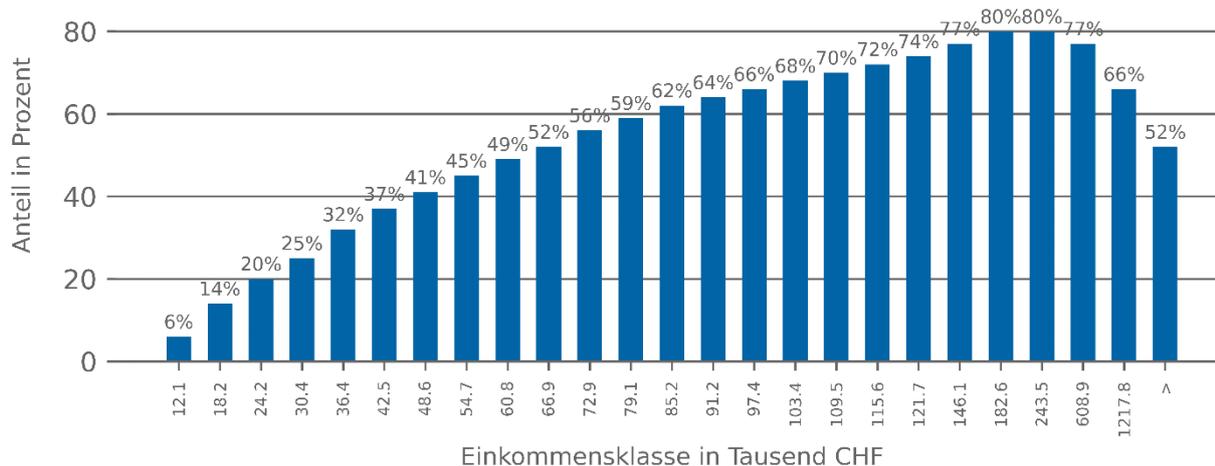
Quellen: SNB, [Finma](#), [Sozialhilfestatistik](#)

## 4.2 Demographische Aspekte

### 4.2.1 Wer zahlt in die Säule 3a ein?

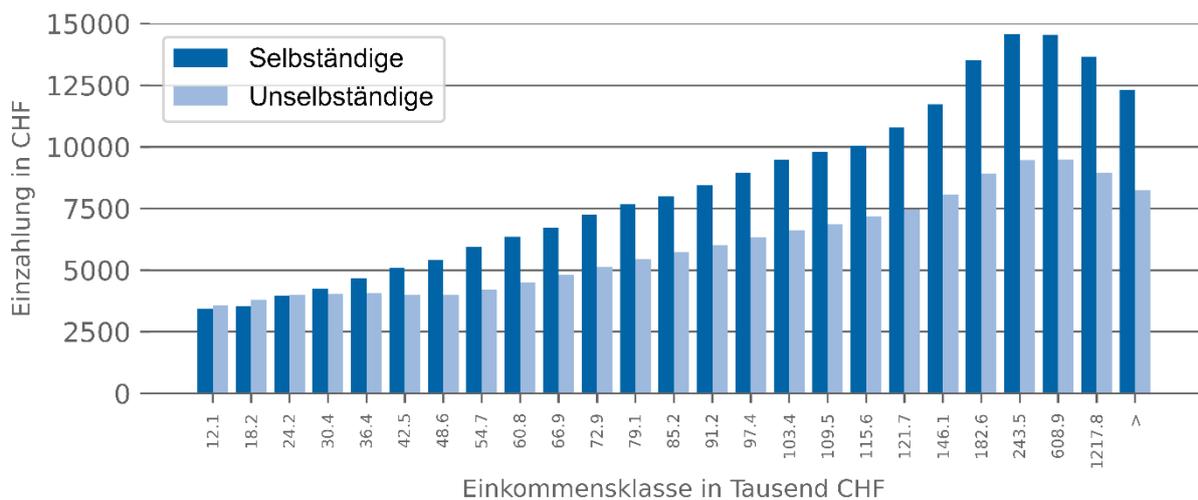
In die Säule 3a wird v.a. von mittleren und oberen Lohnsegmenten einbezahlt, diese widerspiegelt sich sowohl in der prozentualen Anzahl der Personen, die eine Einzahlung tätigen ([Abbildung 8](#)), als auch in der Höhe dieser Einzahlungen ([Abbildung 9](#)).

Abbildung 8: Anteil der Haushalte, die in die Säule 3a einzahlen in Abhängigkeit des Einkommens (2019)



Bemerkung: Berücksichtigt werden nur Erwerbstätige. Die Einkommensklassen sind jeweils durch die Obergrenze bezeichnet. Die erste Klasse beinhaltet also (jährliche) Einkommen bis CHF 12'100, die zweite Quelle Einkommen zwischen CHF 12'100 und CHF 18'200, etc. Die letzte Klasse («>») fasst Einkommen über CHF 1'217'800 zusammen. Quelle: [ESTV \(2019\)](#)

**Abbildung 9: Durchschnittliche Einzahlungen pro Haushalt (2019)**



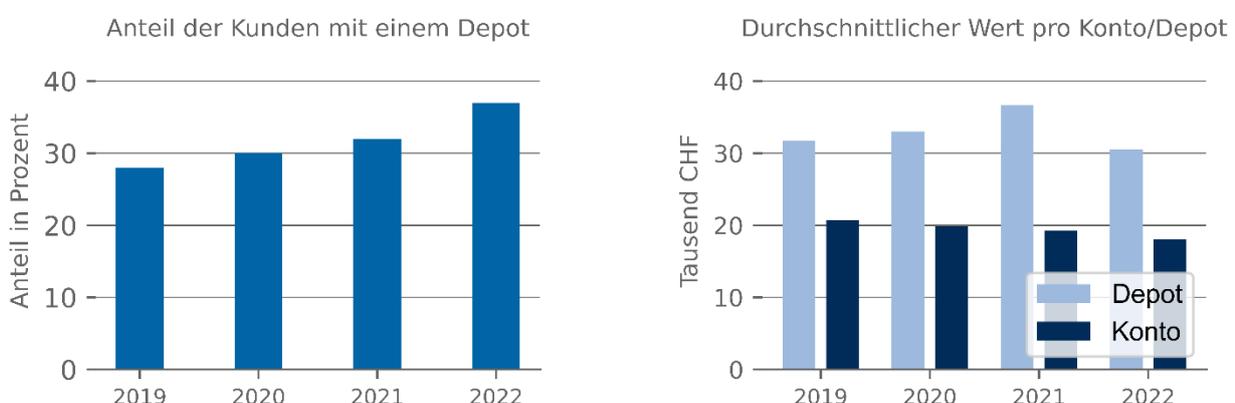
Bemerkung: In Haushalten mit zwei Steuerpflichtigen können beide einen Abzug machen. Vgl. [Abbildung 8](#) für die Definition der Einkommensklassen. Quelle: [ESTV \(2019\)](#)

Die unteren Einkommensklassen zahlen deutlich weniger in die Säule 3a ein. Ihnen fehlen die steuerlichen Anreize und die Sparquote in diesem Segment ist allgemein tief. Bemerkenswert ist, dass die Einzahlungen im obersten Segment wieder abnehmen. Das deckt sich mit der Tatsache, dass die reinen Privatbanken entweder keine eigene 3a-Lösung anbieten oder diese zumindest nicht besonders aktiv bewerben.

#### 4.2.2 Bedeutung des Wertschriftensparens in der Säule 3a

Der Anteil der Bankkunden mit einem Wertschriftendepot ist in den letzten Jahren deutlich angestiegen. Lag er 2019 noch bei 28%, erreichte er 2022 bereits einen Wert von 37%, wie aus der linken Grafik von [Abbildung 10](#) hervorgeht. Ende 2022 lag der durchschnittlich pro Depot investierte Betrag bei CHF 30'490 (rechte Grafik). Dieser liegt v.a. performancebedingt deutlich tiefer als Ende 2021.

**Abbildung 10: Kunden mit einem Wertschriftendepot und durchschnittlicher Wert pro Depot & Konto**

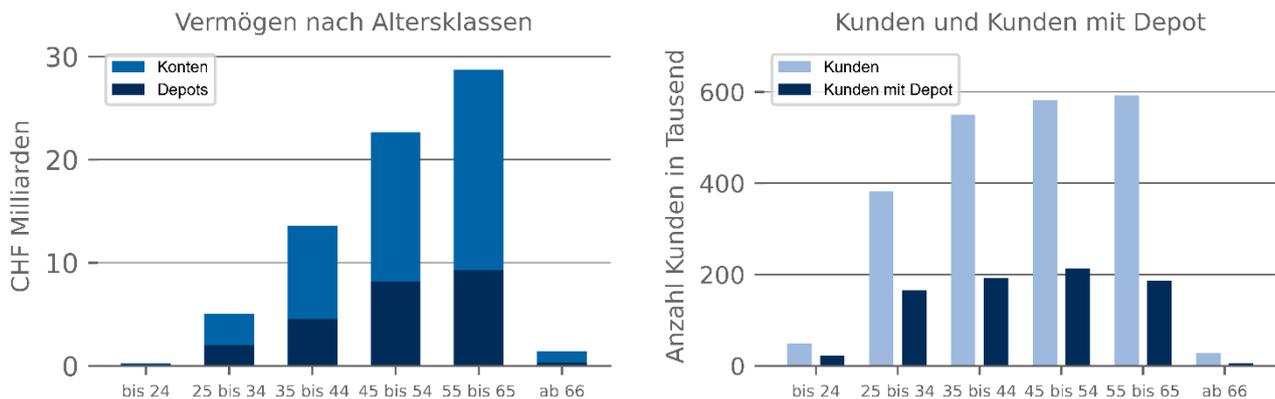


Quelle: [Verein Vorsorge Schweiz \(verein-vorsorge.ch\)](#), Teilerhebung

### 4.2.3 Altersstruktur

Die gebundene Vorsorge ist ein Ansparprozess, deshalb steigt das Gesamtvermögen mit dem Alter an. So liegt insgesamt über 70% des Gesamtvermögens bei den über 45-Jährigen (linke Grafik von [Abbildung 11](#)). Die Anzahl Kundinnen und Kunden ist für die über 35-Jährigen recht gleich verteilt, darunter aber noch geringer<sup>19</sup> (rechte Grafik). D.h. bis 35 Jahre haben die meisten eine 3a-Lösung eröffnet, danach gibt es nur noch wenige, die ein Konto oder ein Depot eröffnen.

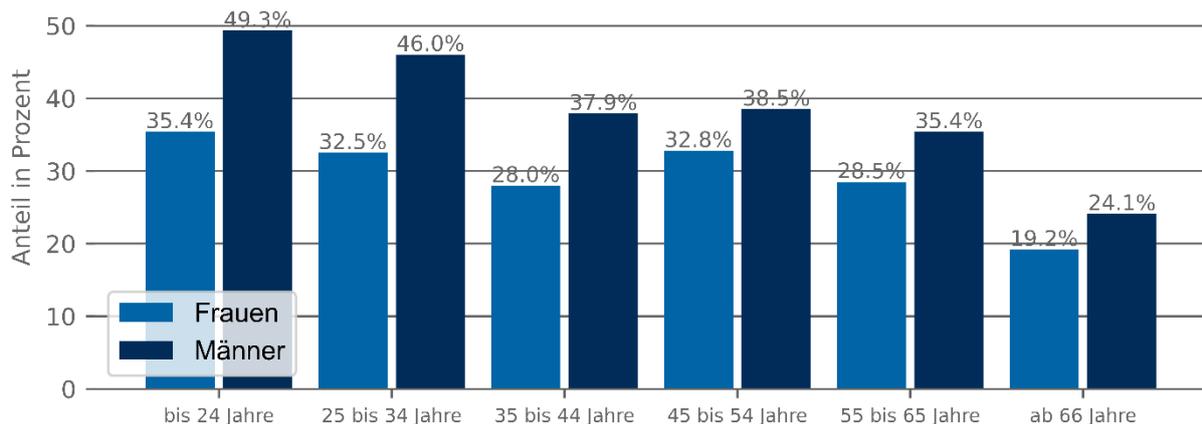
**Abbildung 11: Gesamtvermögen und Anzahl Kunden nach Alterskategorien**



Quelle: [Verein Vorsorge Schweiz \(verein-vorsorge.ch\)](#), Teilerhebung

[Abbildung 11](#) und [Abbildung 12](#) zeigen, dass Wertschriftensparen bei unter 35-Jährigen, deutlich beliebter ist als bei den älteren<sup>20</sup>. Darüber ist der Anteil aber recht stabil. [Abbildung 12](#) zeigt, dass dieser Effekt vor allem von Männern stammt und dass Frauen über alle Altersgruppen hinweg weniger häufig in Wertschriften investieren.

**Abbildung 12: Vermögensanteil in Depots nach Geschlecht und Alterskategorien**



Quelle: [Verein Vorsorge Schweiz \(verein-vorsorge.ch\)](#), Teilerhebung

<sup>19</sup> Der Altersaufbau ist bei den 25–65-Jährigen recht homogen, d.h. es leben etwa gleich viele 25–35-Jährige in der Schweiz wie z.B. 55–65-Jährige ([Bundesamt für Statistik](#))

<sup>20</sup> Daraus lässt sich aber nicht schliessen, dass die jüngere Generation Wertschriftenanlagen offener gegenübersteht. Der Effekt kann auch entstehen, wenn diejenigen, die früh in die Säule 3a eintreten, vermehrt in Wertschriften investieren.

## 4.3 Erhebung der angebotenen Vorsorgeprodukte

### 4.3.1 Anbieter und deren Anlagevolumen

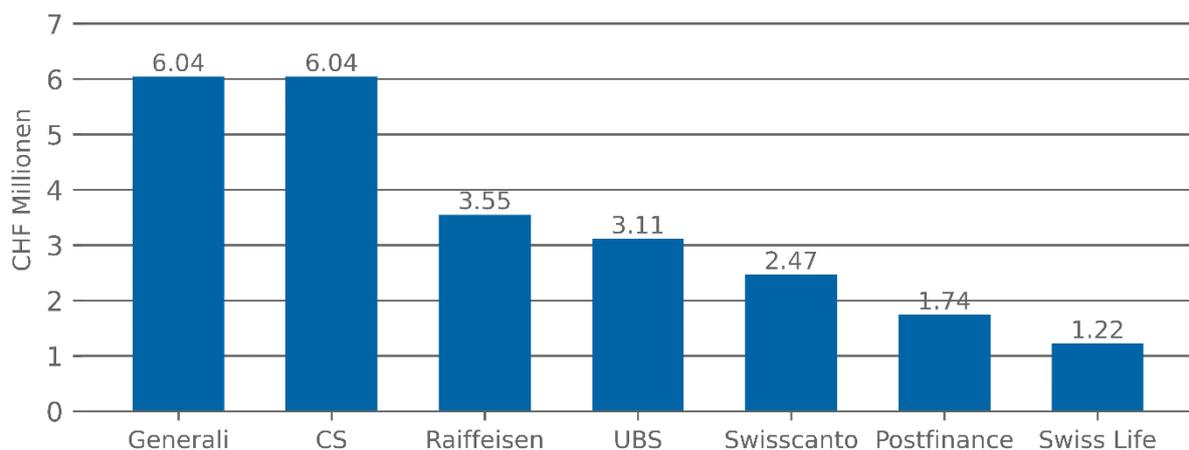
Die Liste der Anbieter von fondsbasierten Anlagelösungen wurde auf Basis verschiedener Quellen erstellt. Die erste ist die ESTV-Liste der Stiftungen. Da alle grösseren Institute eine eigene Stiftung haben, kann dadurch bereits eine hohe Abdeckung erreicht werden. Für die Versicherungen wurde zusätzlich die Finma-Statistik zum direkten Schweizergeschäft von Lebensversicherern<sup>21</sup> beigezogen. Diese teilt die Vorsorgegelder pro Anbieter in fondsgebundene und traditionelle Lösungen auf. Daraus kann eine vollständige und exakte Liste der Anbieter und deren 3a-Geldern in Wertschriften evaluiert werden.

Für die Banken gibt es keine vergleichbare Statistik. Deshalb haben wir zusätzlich eine Liste der 80 grössten Banken<sup>22</sup> konsultiert und recherchiert, ob diese eine fondsbasierte Vorsorgelösung anbieten. Zudem haben wir in Interviews mit Vorsorgeplattformen gezielt nach möglichen kleineren (nachhaltigen) Anbietern gefragt. Insgesamt konnten wir über 150 3a-Anlageprodukte identifizieren und in die Studie einfließen lassen.

Für die Bestimmung der Anlagevolumen («Assets under Management») der einzelnen Fonds stützen wir uns auf die Datenanbieter Refinitiv und Bloomberg. In vereinzelt Fällen haben wir uns auch direkt auf die Jahresberichte der Fonds abgestützt. Die Anlagevolumen auf den digitalen Plattformen sind Abschätzungen, die sich aus den geführten Interviews ergeben haben. Diese werden nicht auf Stufe der einzelnen Anbieter ausgewiesen, sondern nur aggregiert.

Die grössten Anbieter sind aus der nachfolgenden Abbildung zu entnehmen.

**Abbildung 13: Anlagevolumen der grössten Anbieter fürs Wertschriftensparen**



Quellen: Eigene Erhebung, Anbieter, Bloomberg, Refinitiv, [Finma](#)

<sup>21</sup> [Lebensversicherer - Direktes Schweizergeschäft \(finma.ch\)](#)

<sup>22</sup> [Das sind die grössten Banken der Schweiz \(handelszeitung.ch\)](#)

Unsere Erhebungsmethode ist (für die Anlagevolumen) mit einer gewissen Ungenauigkeit behaftet, diese entstehen aus folgenden Gründen:

- Einzelne Fonds stehen sowohl für Gelder der zweiten als auch der dritten Säule offen. Grosse Anbieter bieten aber oft eine Fondsanteilsklasse primär für 3a-Gelder (Retailklasse) und eine primär für Pensionskassen (institutionelle Klasse) an. Wo dies der Fall ist, wurde nur die Retailklasse berücksichtigt<sup>23</sup>.
- Verschiedene Anbieter verwenden keine Vorsorgefonds, sondern ETFs oder konventionelle Fonds. In diese können grundsätzlich alle Investoren investieren und es liegen keine Daten darüber vor, in welchem Umfang 3a-Gelder in diese Gefässe geflossen sind.
- Gewisse Versicherungen verwenden in der Säule 3b die gleichen Fonds wie in der gebundenen Vorsorge. Eine präzise Aufteilung ist dann nicht möglich.
- Plattform-Anbieter legen ihre Gelder teilweise in Vorsorgefonds an. Daraus kann eine Doppelzählung entstehen.

Trotz dieser Herausforderungen sind die aggregierten Fondsvolumen sehr konsistent mit der Statistik in [Abbildung 7](#). Diese weist per Ende 2021 Fondsinvestments von CHF 43.7 Mrd. aus. Unsere per Ende 2022 aus den einzelnen Fonds und Stiftungen aggregierten Anlagevolumen, belaufen sich auf CHF 38,9 Mrd. Da 2022 ein schlechtes Anlagejahr war, darf man von einer Abdeckung von über 90% ausgehen.

### 4.3.2 Kriterien

Vor Beginn der Datenerhebung wurde eine Liste von Kriterien definiert, die erhoben werden sollen. Diese ergibt sich v.a. aus der Methodologie, die in den Kapiteln [1](#) und [3](#) ausgeführt wird. Gewisse Datenpunkte wurden während der Datenerhebung ergänzt (vgl. [Tabelle 2](#)).

**Tabelle 2: Kriterienkatalog**

Kriterium	Kategorien
Als nachhaltig oder ESG bezeichnete Anlageansatz (Allokation kotiert)	Ausschlüsse, ESG-Integration, Best-in-Class, normenbasiertes Screening, Greenbonds, nachhaltige Themenanlage
Nachhaltiger Anlageansatz (Allokation nicht kotiert)	Allokation in Impact Investing <sup>24</sup> ; Ausnützung der neue Anlagekategorie «nichtkotierte schweizerische Anlagen» zur Erreichung der Nachhaltigkeitsziele, Allokation in Infrastruktur und nachhaltige Immobilien.
Nachhaltiger Anlageansatz (Corporate Stewardship)	Betreiben die Anbieter Engagement und/oder Voting (ja/nein?)
Nachhaltiger Anlageansatz (Reporting)	Werden die Nachhaltigkeitsziele definiert (ja/nein), wird die Erreichung gemessen (ja/nein) und rapportiert (ja/nein).

<sup>23</sup> Die beiden Klassen unterscheiden sich primär in der Managementgebühr. In die institutionelle Klasse kann nur ab einem gewissen Investitionsvolumen investiert werden. Digitale Anbieter können 3a-Gelder poolen und ihren Kunden so Zugang zur institutionellen Klasse ermöglichen.

<sup>24</sup> Unter Impact Investing verstehen wir Investitionen in nicht kotierte Anlagen (insbesondere Private Equity), die neben finanziellen Zielen auch explizite Nachhaltigkeitsziele verfolgen.

Anlagestil	aktiv / indexorientiert
Klimastrategie	Wird ein Netto-Null-Klimaziel 2050 explizit angestrebt (ja/nein). Wird eine Temperaturangabe in Verbringung mit den Pariser Klimazielen angegeben oder angestrebt? Allokation in Green Tech. Allokation in Infrastruktur für grüne Energie. Wird ein CO <sub>2</sub> -Absenkungspfad verfolgt (ja/nein)? Quantifizierung der Geschwindigkeit, falls sinnvoll.
Aggregiertes ESG- und Klimarating	Aus der Zusammensetzung <sup>25</sup> des Portfolios wird ein aggregiertes ESG- und Klimarating berechnet. Wird ein sektorbasierter Ansatz verfolgt? Werden die Swiss Climate Scores rapportiert? Wird ein CO <sub>2</sub> -Fussabdruck rapportiert?
Datenprovider (der für die Portfolioallokation der Fonds genutzt wird?)	MSCI, Sustainalytics, Inrate, etc. Berücksichtigen diese nur die finanzielle Materialität oder die doppelte Materialität?
Drittratings und Labels	Morningstar Globes, MSCI ESG Fund Rating, FNG Siegel, Österreichisches Umweltzeichen, etc.
SFDR	Artikel 8 / 9

### 4.3.3 Prozess der Datenerfassung

Für alle Anbieter haben wir die Vorsorgepläne auf ihren Webseiten aufgerufen und die verfügbaren Factsheets manuell abgerufen und erfasst. Basierend auf den Informationen der Factsheets sowie anhand der vordefinierten Kriterien aus [Tabelle 2](#) wurden qualitative und quantitative Charakteristiken erfasst. Bei Anbietern, welche die nötigen Informationen nicht auf der Webseite zur Verfügung stellen, wurden die Informationen per E-Mail oder telefonisch eingeholt. Der Erhebungszeitraum dieser Datenpunkte erstreckte sich von Oktober 2022 bis Januar 2023. In einem zweiten Schritt wurden die Fonds präziser analysiert. Im Sommer 2023 wurden die Datenpunkte kontrolliert, insbesondere diejenigen der wichtigen und grossen Anbieter. Dabei haben wir auch mit verschiedenen Anbietern direkt gesprochen, um Unklarheiten auszuräumen<sup>26</sup>. Bemerkenswert ist, dass bei der ersten Erhebung noch kein Anbieter die «Swiss Climate Scores» ausgewiesen hat. Im Sommer 2023 haben die ersten Anbieter damit angefangen.

### 4.3.4 Zwischenfazit: Fehlende Vergleichbarkeit – mangelnde Transparenz

**Die Erhebung der Daten hat ergeben, dass die Anbieter untereinander kaum oder zumindest nicht systematisch verglichen werden können, da das Spektrum an ESG- und Nachhaltigkeitskriterien und deren Berichterstattung sehr unterschiedlich sind.** Das fängt damit an, dass das Nachhaltigkeitsmotiv praktisch nie explizit deklariert wird. Es bleibt also oft unklar, ob ein Fonds Nachhaltigkeit z.B. als Risiko-Tool verwendet oder eine Wirkung erzielen will. Anbieter sprechen von Nachhaltigkeit im Allgemeinen oder von ESG. Nur einzelne Anbieter thematisieren,

<sup>25</sup> Per zu definierendem Stichtag und wo die Daten verfügbar sind.

<sup>26</sup> Zwei Anbieter waren nicht erreichbar.

ob das verwendete Rating beide Seiten der Materialität abbildet oder nur die finanzielle. Einige wenige Anbieter sind transparenter und machen explizit, dass sie einen ESG-Integrationsansatz mit rein finanziellen Motiven verfolgen.

**Problematisch ist auch die sehr uneinheitliche Berichterstattung.** Die auf den Factsheets dargestellte Nachhaltigkeitsinformation reicht von einem einzigen aggregierten Rating bis hin zu mehrseitigen, oft unübersichtlichen Reports. Dabei ist die Auswahl an Indikatoren und Labels sehr beliebig. Einzelne Anbieter verwenden sogar eigenen Labels, was die Vergleichbarkeit unter den Produkten verunmöglicht. Indikatoren werden oft nicht erklärt, nicht mit einem Benchmark verglichen oder beschönigend dargestellt. Teilweise sind wichtige Informationen (z.B. Voting-, Engagement- oder Ausschluss-Policy) nur in zusätzlichen Dokumenten oder gar nicht verfügbar.

Aufgrund der fehlenden Struktur der Reports wurde schon vor Beginn der Studie entschieden, dass eine maschinelle Datenerfassung nicht möglich ist und die Datengrundlage manuell erhoben werden muss.

## 4.4 Klassifizierung entlang der ESG- Klima- und Nachhaltigkeitsdimensionen

### 4.4.1 Kapitalallokation

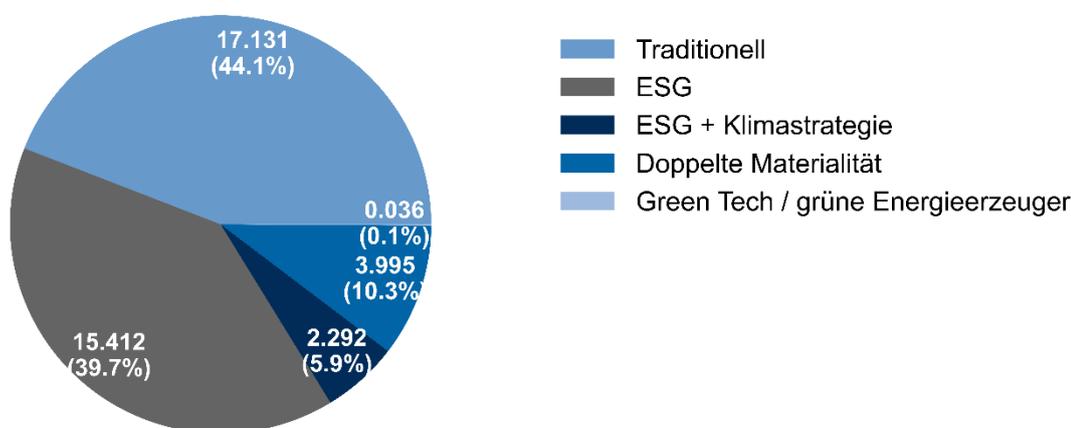
Wegen der fehlenden Vergleichbarkeit wäre eine Klassifizierung bzw. ein Rating der Säule-3a-Produkte wenig aussagekräftig und auch kaum praktikabel. Deshalb teilen wir die Vorsorgeprodukte in fünf Gruppen ein:

1. **Traditionell:**
  - a. die Anlagestrategie berücksichtigt weder ESG noch Klimamerkmale oder diese werden nicht rapportiert und
  - b. es besteht keine oder nur eine minimale Ausschlussliste.
2. **ESG:** Die Anlagestrategie berücksichtigt ESG- oder Klimamerkmale, ohne die doppelte Materialität zu berücksichtigen. Es werden also nur finanzielle Risiken einbezogen.
3. **CO<sub>2</sub>-Absenkungspfad**
  - a. die Anlagestrategie verfolgt eine ESG-Strategie und
  - b. der CO<sub>2</sub>-Fussabdruck wird transparent gemacht und verringert. Diese Strategie dürfte ebenfalls vor allem finanzielle Risiken eindämmen. Zudem kann damit eine Klimazielausrichtung angestrebt werden.
4. **Doppelter Materialität:** Die Anlagestrategie berücksichtigt ESG-Ratings mit doppelter Materialität oder SDG-Alignment-Scores (mit oder ohne Absenkungspfad). Je nach Ausgestaltung ist es so möglich, dass gewisse Beiträge zu Nachhaltigkeitszielen angestrebt werden.
5. **Green Tech / grüne Energieproduzenten:** Thematische Fonds, die entweder in ein Portfolio mit einem Fokus auf Green Tech oder grüne Energieproduzenten investieren.

Wird der [Standpunkt des Bundesrates](#) in der aktuellen Form umgesetzt, dürfen die ESG-Produkte der 2. und 3. Gruppe nicht mehr als nachhaltig bezeichnet werden, weil eine Ausrichtung auf die doppelte Materialität dafür zwingend ist. Es ist anzunehmen, dass die Produkte der 4. und wohl auch der 5. Gruppe ohne einen glaubwürdigen Active-Ownership-Ansatz als nachhaltigkeitsverträglich (alignment) klassifiziert werden.

[Abbildung 14](#) gibt die Aufteilung entlang der gemachten Klassifizierung an. Nur gut 10% der Assets verfolgen einen Ansatz, der die doppelte Materialität berücksichtigt. Der Anteil an thematischen Portfolios in den Bereichen Green Tech und grüner Energie ist äusserst gering<sup>27</sup>.

**Abbildung 14: ESG- und Nachhaltigkeitsklassifizierung der 3a-Produkte in CHF Mrd.**



Quelle: Eigene Erhebung, Bloomberg, Refinitiv, Anbieter

Kein einziger Anbieter verfolgt einen dedizierten Sektoransatz, wie er in [Abschnitt 3.3.2](#) in beschrieben ist.

#### 4.4.2 Active Ownership

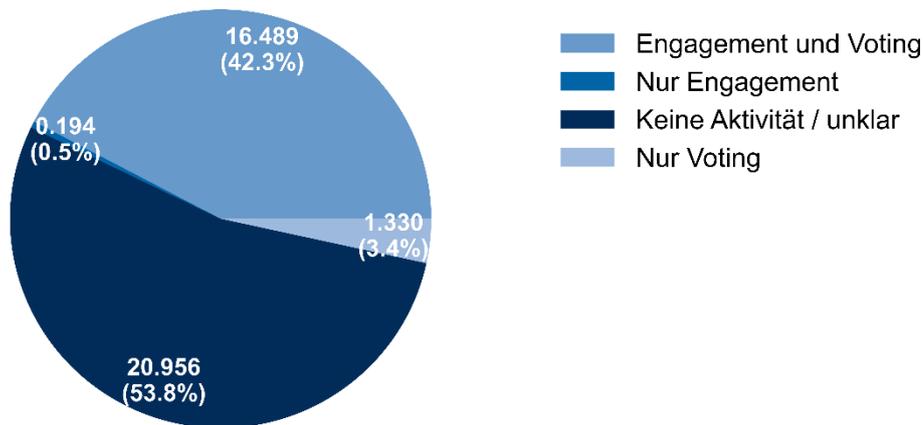
Gemessen am investierten Volumen verfolgen 46% der untersuchten Wertschriftenlösungen eine Active-Ownership-Strategie mit Engagement und Voting. Ein geringer Anteil der Investments betreibt nur eine der beiden Strategien (3,9%). Zum Beispiel nehmen einige traditionelle Anbieter nur die Stimmrechte Schweizer Gesellschaften wahr.

<sup>27</sup> Dieser Wert ist aber nur eine fundierte Abschätzung, die sich aus den Interviews ergeben hat.

---

Abbildung 15: Active Ownership

---



---

Quelle: Eigene Erhebung, Bloomberg, Refinitiv, Anbieter

Vor allem kleineren Anbietern geben zwar an, einen Engagement-Ansatz zu betreiben, es ist aber nicht ersichtlich, was dieser beinhaltet und welche Ziele er verfolgt. Die grösseren produzieren unterdessen aber Engagement- oder Stewardship-Reports, die ihre Aktivitäten offenlegen. **Daraus geht hervor, dass die Engagements meist eine sektorspezifische oder eine thematische Ausrichtung haben.** Pro Sektor ist also definiert, welche Themen wichtig sind, bzw. nach welchen Kriterien die Firmen ausgewählt werden. So bezieht Raiffeisen explizit Unternehmen ein, die bezüglich Nachhaltigkeit noch nicht zu den Besten gehören, also das grösste Verbesserungspotenzial besitzen. Dieses Vorgehen wird im Standpunkt des Bundesrates vorgeschlagen. Auch Eskalationsstrategien, Zuständigkeiten, Abstimmungsverhalten und Beispiele von Engagements werden in den Reports aufgezeigt.

**Nicht alle Anbieter zeigen aber konsequent die Breite und den Fortschritt ihrer Bemühungen.** Es fehlt also manchmal an konkreten Belegen, dass active Ownership die erhoffte Nachhaltigkeitswirkung auch wirklich erzeugt und was der Beitrag der einzelnen Asset Managers dafür ist. Hier wären weitere Forschungsaktivitäten sicher wünschenswert.

Dies führt uns zum nächsten Punkt, der Transparenz.

#### 4.4.3 Transparenz

Wie bereits in Abschnitt [4.3.4](#) ausgeführt, fehlt im Bereich der nachhaltigen Anlagen ein Standard, wie Nachhaltigkeitsinformation dargestellt wird und was als nachhaltig gelten darf.

**Viele Unternehmen vermarkten ihre Nachhaltigkeitsstrategien sehr prominent. Es stellt sich dann aber heraus, dass eine solche Strategie beispielsweise lediglich für die Immobilienbewirtschaftung angewendet wird und nicht für die 3a-Fonds.** Vereinzelt Anbieter fahren auf ihren

Webseiten reine Imagekampagnen, die kaum einen Bezug zu ihren Produkten und Dienstleistungen haben.

**Andere Anbieter bemühen sich um Transparenz.** Das gelingt aber auch nicht immer. Zu lange und zu technische Nachhaltigkeitsreports taugen kaum dazu, die angestrebte Transparenz zu schaffen.

**Um Vergleichbarkeit und Transparenz zu schaffen, wäre hier ein Standard hilfreich.** Dabei ist zu beachten, dass sowohl ein zu umfassendes als auch ein zu knappes Nachhaltigkeitsreporting nicht wünschenswert ist. Zu wenig Informationen verunmöglicht eine fundierte Analyse, während ein zu langes Reporting die Kundschaft überfordert. **Anzustreben ist eine einheitliche, vergleichbare und auf wesentliche Aspekte beschränkte Berichterstattung.**

**In jedem Fall sollte jedes nachhaltige Anlageprodukt definieren, welche Nachhaltigkeitsziele es verfolgt** (das geht auch aus dem Standpunkt des Bundesrates eindeutig hervor), und zwar in einer Sprache, die Kundinnen und Kunden verstehen. Die Sustainable Development Goals (SDG) werden dafür unterdessen häufig verwendet.

Die Swiss Climate Scores sind ein Versuch, im Klimabereich einen Standard zu setzen. Bei der ersten Durchsicht der Anbieter Ende 2022 hat noch keiner die SCS rapportiert, unterdessen haben einige wenige damit begonnen.

Im ESG-Bereich hat sich der Marktführer MSCI hingegen praktisch als Benchmark durchgesetzt (zumindest in der Säule 3a). Viele der untersuchten Anbieter setzen auf dieses Rating. **Allerdings bleibt die Darstellung uneinheitlich, was die Vergleichbarkeit zwischen den Fonds trotz gleicher Datengrundlage nicht einfach macht. Zudem wird selten kommuniziert, dass es sich dabei um ein Risiko-Rating handelt.**

#### **4.4.4 Bezeichnung der Fonds**

Verschiedene Anbieter führen im Namen ihre ESG-Fonds (Gruppe 2 oder 3) den Begriff «nachhaltig» oder «sustainable», obwohl die verwendeten Ratings nur die finanzielle Materialität abbilden. Diese Praxis dürfte zukünftig als Greenwashing gelten (vgl. Standpunkt des Bundesrates).

### **4.5 Qualitative Aspekte**

#### **4.5.1 Versicherungen**

Die grösseren Versicherungen bieten neben Lebensversicherungen und Kontolösungen auch Fondssparpläne an. Auch Kombinationen sind möglich, zum Beispiel Fondssparpläne mit Kapitalchutz. Kundinnen und Kunden können meist aus einer Palette von Anlagefonds mit verschiedenen

unterschiedlich hohem Aktienanteil auswählen und so das Risiko steuern. Meist werden eigene Fondspaletten angeboten, einige Versicherer bieten aber auch Fonds von anderen Anbietern an.

Die Fonds einer Fondspalette werden jeweils nach einem einheitlichen Ansatz verwaltet, auch die ESG- bzw. Nachhaltigkeitsansätze sind über die Palette hinweg gleich. Sie decken aber bis heute nur die beiden Ansätze «rein traditionellen» und «ESG» ab. Einzig Generali verwendet in einer Produktlinie auch thematische Elemente, die Analysen basieren aber auf ESG-Daten, die nur die finanzielle Materialität berücksichtigt. Einige Anbieter arbeiten zudem daran, ihr Nachhaltigkeitsangebot auszuweiten, per Ende 2022 wurden aber noch ca. 90% der Fondsanlagen traditionell bewirtschaftet.

Einen etwas anderen Ansatz verfolgt Axa. Sie bietet vier thematische Aktienfonds an, darunter ein dedizierter Nachhaltigkeitsfonds, der weiter unten in Abschnitt [5.1.2](#) beschrieben wird. Vorsorgenehmende mit einer tieferen Risikotoleranz halten einen Teil der Vorsorgegelder auf einem Vorsorgekonto und können so das Risiko senken. Axa hat eine Ausschlussliste, die für alle Anlagen der Axa gilt. Auch das Stewardship- und Engagement-Programm wird gruppenweit umgesetzt und in einem dazugehörigen Report ausnehmend transparent aufgezeigt.

**Zusammenfassend wird deutlich, dass auf den Factsheets aller Anbieter meist keine Nachhaltigkeitskennzahlen vorhanden sind oder sich auf ein aggregiertes ESG-Rating beschränken; der Nachhaltigkeitsansatz wird zudem bei vielen Produkten nur oberflächlich aufgezeigt.** Bei mehreren Anbietern kontrastiert das erheblich mit der Darstellung der Nachhaltigkeitsprogramme auf ihren Webseiten. Diese nehmen sehr viel Raum ein und sind von der Produktbeschreibungen oft nur einen Klick entfernt. Es ist für Kunden und Kundinnen deshalb nur schwer erkennbar, dass sie nur sehr beschränkt etwas mit den Vorsorgefonds zu tun haben.

#### **4.5.2 Kantonalbanken**

Die meisten Kantonalbanken bieten sowohl 3a-Konten als auch Fondslösungen an, einige auch Versicherungslösungen. Die grösseren verfügen meist über eine eigene Fondspalette, die kleineren bieten Swissscanto-Produkte an. Einige Institute bieten sowohl eigene als auch Swissscanto-Fonds an, z.B. traditionelle eigene Fonds und Swissscanto im ESG- und Nachhaltigkeitsbereich.

Swissscanto und die Berner Kantonalbank bieten Fonds mit einer klar formulierten Klimastrategie an. Diese beiden Institute rapportieren auch die Swiss Climate Scores. Die Fonds der anderen Kantonalbanken verfolgen teilweise ebenfalls eine Nachhaltigkeitsstrategie (Selbstbezeichnung), aber nur auf Basis von ESG-Daten oder dem CO<sub>2</sub>-Fussabdruck, die nur die finanzielle Materialität abbilden. Nachhaltigkeit wird auf den Webseiten der Kantonalbanken sehr zurückhalten thematisiert.

### 4.5.3 Privatbanken

Auch die Privatbanken bieten meist Kontolösungen und Fondsparpläne an. Viele 3a-Fonds von Privatbanken werden von den Anbietern als nachhaltig vermarktet, mehrheitlich wird aber nur die finanzielle Materialität berücksichtigt. Die Produkte der Raiffeisen basiert aber auf einem Rating mit doppelter Materialität.

Die grossen Anbieter (Raiffeisen, UBS, Credit Suisse) bieten umfassende Reports zu ihren Rating-Kennzahlen und auch Klimainformationen an. Allerdings ist nicht immer klar, ob und wie diese auch in die Portfoliokonstruktion einfließt.

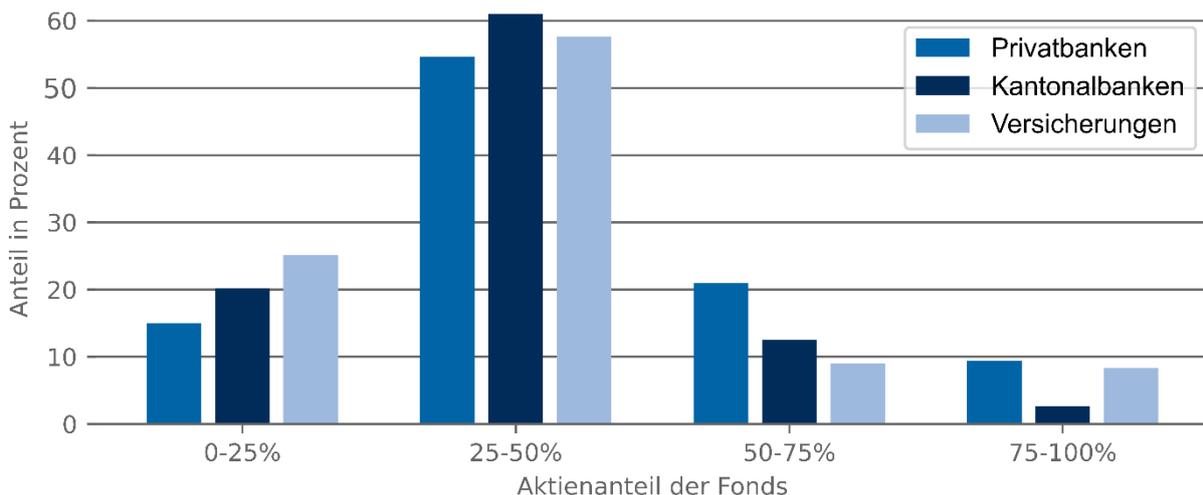
Die reinen Privatbanken, die über kein Retailgeschäft verfügen, bewirtschaften die gebundene Vorsorge meist nicht. Oft haben sie keine eigenen Produkte.

## 4.6 Weitere Datenauswertungen

### 4.6.1 Risikoneigung

**Risikoarme Produkte dominieren die gebundene Vorsorge.** Wie wir in [Abbildung 7](#) bereits aufgezeigt haben, sind fast 70% der Gelder auf Konten oder in Vollversicherungen angelegt. Es werden also überhaupt nur 30% der Gelder am Kapitalmarkt investiert. [Abbildung 16](#) zeigt die Aktienquoten für die drei Gruppen von Stiftungen:

**Abbildung 16: Aktienanteil in den 3a-Wertschriftendepots von Banken und Versicherungen**



Quelle: Eigene Erhebung, Bloomberg, Refinitiv, Anbieter

Die Aktienquote ist in allen drei Segmenten ähnlich und ein Grossteil der Fonds hat eine Quote von 25-50%. Die höchste Aktienquote haben mit 51% die Depots bei den Privatbanken, die tiefste jene

bei Versicherungen<sup>28</sup> (39%). Insgesamt liegt die Aktienquote beim 3a-Wertschriftensparen bei knapp unter 50%. Auf die ganze Säule 3a entspricht dies einer Aktienquote von gerade mal 15%. Die Risikoneigung der 3a-Sparer ist also insgesamt sehr tief.

#### 4.6.2 Verwaltungsgebühren (TER)

Eine ausführliche Analyse der Gebühren ist nicht Bestandteil dieser Studie. Wegen der Heterogenität der Angebote wäre es auch sehr schwierig, einen objektiven Kostenvergleich zwischen den traditionellen, ESG und nachhaltigen Angeboten zu erstellen. **Die angebotenen ESG- und Nachhaltigkeitsprodukte bewegen sich preislich aber in einem ähnlichen Rahmen wie die traditionellen Produkte.** Einige wenige Anbieter haben sowohl eine ESG- als auch eine nachhaltige Produktlinie. Bei diesen sind die die Gebühren der ESG-Linien durchgängig leicht höher. Der Gebührenaufschlag beträgt zwischen 0.05% und 0.16%.

Im digitalen Markt sind Kosten ein zentrales Verkaufsargument und auch sehr einfach zu vergleichen. Der Druck auf die Gebühren ist entsprechend hoch und das Segment wird von passiven Produkten dominiert (vgl. dazu Abschnitt [5.1.1](#)). Ein Anbieter hat angemerkt, dass es daher sehr schwierig ist, sich mit einem höhermargigen, nachhaltigen Produkt zu positionieren, obwohl ihr Produkt verglichen mit den nicht-digitalen Produkten nicht besonders teuer ist. Ein anderer digitaler Anbieter kann seine angestrebten Gebühren hingegen durchsetzen.

### 4.7 Fazit

**Nur ein geringer Anteil der 3a-Gelder sind in Strategien investiert, die gemäss dem Standpunkt des Bundesrates noch als nachhaltig deklariert werden können bzw. überhaupt erst das Potenzial für eine Nachhaltigkeitswirkung haben.** Wenn wir annehmen, dass ein grundsätzliches Bedürfnis für nachhaltiges Handeln in der Schweizer Bevölkerung besteht, gibt es dafür mindestens fünf mögliche Erklärungen:

- Anlegerinnen und Anleger setzten ESG und Nachhaltigkeit generell mit Wirkung gleich. Sie glauben wirkungsorientiert zu handeln, tun diese aber nicht.
- Anlegerinnen und Anleger geht es um das gute Gefühl («warm glow»). Das bedeutet: Investoren entscheiden sich für ESG-Produkte, weil ihnen die Idee, eine Wirkung zu erzielen, positive Emotionen verschafft und nicht, weil sie den Wirkungsgrad des Produkts kalkulieren (Heeb et al., 2023; [NZZ 2022](#)). Es reicht ihnen also, in wenig ambitionierte ESG-Produkte zu investieren.
- Die hohe Risikoaversion hält die Anlegerinnen und Anleger davon ab, in wirkungsorientierte, aber auch risikoreichere Produkte zu investieren.

---

<sup>28</sup> Allerdings konnte die Aktienquote bei den Versicherungen nur auf einem geringen Teil der Anlagen ermittelt werden. Bei Banken ist die Abdeckung allerdings sehr hoch.

- Anlegerinnen und Anleger können sich im Markt für nachhaltige Anlagen nicht orientieren. Die Komplexität der Produkte und die Vielzahl der Labels überfordert sie, weshalb sie sich eher für traditionelle Produkte entscheiden.
- Die Industrie (bzw. die Hausbank) bietet keine passenden Produkte an.

Die in Unterkapitel [1.3](#) beschriebenen Regulierungsbestrebungen zielen unter anderem darauf ab, gewisse dieser Punkte zu entschärfen (v.a. 1 und 3, aber zu einem gewissen Grad auch 5 und evtl. 4). Kapitel [6](#) adressiert Punkt 4. Zuerst werfen wir aber noch einen Blick auf die Produktinnovation.

## 5 Produktinnovation

### 5.1 Bestehende Produktinnovation<sup>29</sup>

#### 5.1.1 Neue digitale Produkte

Das Angebot an 3a-Produkten entwickelt sich aktuell sehr dynamisch. Der Hauptauslöser dafür sind aber nicht Nachhaltigkeits- oder Klimastrategien, sondern digitale Lösungen für die Vermögensverwaltung. Diese bieten auch für kleinere Vermögen unkomplizierten online Zugang zu einer individuellen Anlagelösung und sind gerade für jüngere und technologie-affine Kundinnen und Kunden attraktiv. Typische digitale Lösungen grenzen sich neben der Individualisierung auch durch tiefe Kosten und eine höhere Effizienz gegenüber der traditionellen Vermögensverwaltung ab.

Die Individualisierung ist gerade fürs nachhaltige Investieren mit seinen verschiedenen Dimensionen und Facetten eine enorme Bereicherung. Sie ermöglicht den Kundinnen und Kunden Zugang zu persönlichen, auf ihre Wertvorstellungen und Risikofähigkeit zugeschnittene Portfolios.

Am konsequentesten geht dieser Weg die Firma Inyova, die eine Lösung auf Basis von Einzelaktien anbietet. Kundinnen und Kunden können eines oder mehrere Themen wählen. Dabei wird zwischen Hand- und Fussabdruck unterschieden. Der Fussabdruck einer Firma misst traditionelle Nachhaltigkeitskriterien wie Emissionen oder Menschenrechte und widerspiegelt in erster Linie die finanzielle Materialität. Der Handabdruck hingegen misst stärker, wie eine Firma auf die Umwelt und die Gesellschaft wirkt und entspricht also der nicht-finanziellen Materialität. Er bewertet Firmen mit Produkten und Dienstleistungen, welche die gewählten Entwicklungsziele unterstützen, besser. Zu den Handabdruckthemen gehören beispielsweise erneuerbare Energie und die Kreislaufwirtschaft.

Der Handabdruck wird in der Portfoliokonstruktion deutlich stärker gewichtet, weil er einen stärkeren Alignment mit den gewählten Themen verspricht und auch eher eine Wirkung erzeugen kann. Zudem können Kundinnen und Kunden Ausschlusskriterien wie fossile Brennstoffe und Tierversuche anwählen. Dadurch kann die Werthaltung für alle individuell und sehr genau abgebildet werden. Zur finanziellen Risikoreduktion und Risikosteuerung wird das Kernportfolio mit diversifizierenden Aktien und einem Exchange-Traded Fund mit Greenbonds gemischt. Schliesslich betont Inyova die Wichtigkeit von active Ownership und nimmt deshalb die Stimmrechte wahr und partizipiert in Engagement-Kampagnen.

---

<sup>29</sup> Die hier getätigte Beschreibung spezifischer Anlageprodukte oder Anbieter hat nur zum Ziel, exemplarisch aufzuzeigen, welche Innovation im Bereich des nachhaltigen Investierens und für Klimastrategien möglich ist. Sie bezieht sich einzig auf Klimaaspekte und ist in keiner Art und Weise eine vollständige Produktanalyse oder Verkaufsempfehlung. Andere Aspekte wie Kosten, Effizienz, Anlegerkreiskontrolle, Transparenz und Risikoeignung müssen bei einer Investitionsentscheidung ebenfalls berücksichtigt werden. Zudem können andere Anbieter ähnliche Produkte in der freien Vorsorge anbieten.

Einen sehr ähnlichen Ansatz verfolgt die App Pando, die aber Fonds und ETFs und keine Einzelaktien einsetzt. Kundinnen und Kunden können einen von drei Themenfonds auswählen, die alle als SFDR Artikel 9 Fonds deklariert sind. Es stehen die Themen «Climate», «Environment & Biodiversity» und «Green Buildings & Infrastructure» zur Verfügung. Pando diversifiziert das thematische Kerninvestment mit breiter gestreuten ESG-Aktiefonds und bietet für Investorinnen und Investoren mit einer tieferen Risikotoleranz auch ESG-Obligationenfonds an.

Die 3a-DecarbRevo-Lösung von Zugerberg Finanz hat zwar keinen digitalisierten Vertrieb, aber das Portfoliomanagement im Hintergrund ist hochgradig automatisiert. Das ermöglicht es den Kundinnen und Kunden, ein einheitliches Portfolio aus Einzeltiteln direkt ins Depot einzubuchen. Obwohl alle die Aktien direkt halten, haben sie dadurch die gleiche Portfolioallokation und die gleichen Risiken. Das Produkt investiert so konzentriert «in Unternehmen, die einen Beitrag zur Dekarbonisierung der Erde leisten». Es investiert also gezielt in Green Techs und Erzeuger von grüner Energie. Da sich im Portfolio viele kleinere Unternehmungen befinden, dürfte hier eine gewisse Klimawirkung erfolgen, obwohl es sich grundsätzlich um eine Alignment-Strategie handelt.

Schliesslich gibt es in der Säule 3a verschiedene digitale Vermögensverwalter oder Robo Advisors, die auch Zugang zu ESG- oder als nachhaltig bezeichneten Produkten bieten. Sind die für die Vermögensverwaltung in der Säule 3a notwendigen Risiko- und Compliance-Prozesse einmal aufgesetzt, können diese Anbieter eigentlich jeden Fonds oder ETF auf die Plattform nehmen<sup>30</sup>. Anbieter nützen diese Möglichkeit auch und bieten ESG-Produkte von Drittanbietern an.

### **5.1.2 Klimastrategien traditioneller Anbieter**

Von den grossen Anbietern verfolgt vor allem der Sustainability Fonds von Swisscanto eine konsequente nachhaltige Ausrichtung. Die Portfoliokonstruktion wird massgeblich an den SDG-Leader ausgerichtet und entspricht damit den Anforderungen aus dem Standpunkt des Bundesrates. Darüber hinaus verfolgt der Fonds eine CO<sub>2</sub>-Absenkungspfad, der die Absenkung allerdings zu einem gewissen Teil durch Umschichtungen anstrebt (vgl. dazu Abschnitt [3.3.3](#)). Weitere Elemente sind Ausschlüsse, active Ownership und ESG-Integration. Das Factsheet gibt einfach und transparent die wichtigsten Nachhaltigkeitsmerkmale wieder. Ein Nachhaltigkeitsreport enthält weiterführende Auswertungen. Darin werden auch die SCS rapportiert. Die Berner Kantonalbank<sup>31</sup> scheint in einigen Aspekten mit Swisscanto zusammenzuarbeiten und verfolgt beim CO<sub>2</sub>-Absenkungspfad einen ähnlichen Ansatz.

Wie bereits erwähnt, bietet auch die AXA ein Nachhaltigkeitsprodukt in der Säule 3a an. Es verfolgt das Ziel, den Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft zu fördern und investiert nur in Unternehmen mit einer Netto-Null-Zielsetzung. Die CO<sub>2</sub>-Intensität (Scope 1 + 2) des Portfolios ist mind. 30% tiefer als im Vergleichsindex. Der Fonds investiert nur in Firmen, die sich zu einer Netto-

<sup>30</sup> Das gilt auch in der traditionellen Vermögensverwaltung.

<sup>31</sup> Leider konnten wir mit der BEKB kein Interview führen.

Null-Strategie verpflichtet haben. Er befindet sich also auf einem Absenkungspfad, der mit dem Klimaübereinkommen von Paris vereinbar ist. Bis auf die fehlende Sektorneutralität entspricht diese dem in Abschnitt [3.3.3](#) aufgezeigten Absenkungspfad. Darüber hinaus alloziert der Fonds ca. 20% der Mittel in Hersteller von Klimalösungen, wie in der Benchmark-Strategie in Unterkapitel [3.3](#) vorgeschlagen. Zudem gelten für den Fonds die Ausschlusskriterien der Axa-Gruppe und es wird active Ownership betrieben. Andere Fonds des Anbieters mit dem identischen Nachhaltigkeitsansatz sind als SFDR Artikel 9 klassifiziert, der hier betrachtete Schweizerfonds hingegen nicht.

Viele andere Anbieter rapportieren den CO<sub>2</sub>-Fussabdruck oder andere Klimakennzahlen. Sie tun dies aber eher aus einer Risikoperspektive, oder es ist nicht ersichtlich was für eine Nachhaltigkeitsziel sie damit verfolgen. Einige Anbieter arbeiten aber aktuell daran, ihre 3a-Produkte besser auf die doppelte Materialität auszurichten.

### **5.1.3 Der Umgang mit dem Buzzword Impact**

Inyova, Pando und DecarbRevo bewerben ihre Produkte mit dem Prädikat «Impact» also mit einer Nachhaltigkeitswirkung. Diese Produkte nehmen alle zentralen Elemente der Benchmark-Strategie in Unterkapitel [3.3](#) auf, die am ehesten eine Klimawirkung durch die Kapitalallokation versprechen. Da Pando und DecarbRevo jedoch keinen Active-Ownership-Ansatz verfolgen, bleiben das allerdings primär Alignment Strategien.

Grössere Anbieter vermeiden den Begriff hingegen. Sie sind sich bewusst, dass der Nachweis von Klimawirkung für kotierte Anlagen nicht einfach ist und man sich rasch mit Greenwashing- oder «Impact Washing»-Vorwürfen konfrontiert sieht. Andererseits streben genau diese Anbieter gezielt SFDR Artikel 9 Klassifizierungen an, also ein offizielles Gütesiegel, das für eine Wirkung stehen sollte.

### **5.1.4 Zusammenfassung bestehende Produktinnovation**

Die Digitalisierung ermöglicht es, neuartige Produkte zu entwerfen, die persönliche Wertvorstellungen und Risikofähigkeit sehr individuell in einem Portfolio abbilden. Hier entwickelt sich ein Ökosystem, das neuartige Zugänge zum nachhaltigen Investieren ermöglicht.

Obwohl dabei verschiedene Elemente der in [Tabelle 1](#) zusammengefassten Alignment-Strategie kombiniert werden, stehen bei den heute angewandten Strategien aber meist Ausschlüsse, ein tiefer Fussabdruck und thematische Investments im Vordergrund. Hier könnten die neuen Technologien noch konsequenter genutzt werden. Gerade die Individualisierung würde es erlauben, einem auf Impact ausgerichteten Kundensegment eine Sektorstrategie entlang der in [3.3](#) entworfenen Methodik anzubieten, die vielleicht im ersten Augenblick weniger intuitiv verständlich ist. Wünschenswert wären auch Angebote für nachhaltige Immobilienstrategien, Infrastrukturanlagen und Impact Investments.

## 5.2 Produktinnovation durch die Ermöglichung von illiquiden Anlagen

Einige illiquide Anlageformen versprechen eine besonders hohe und direkte Nachhaltigkeitswirkung. Das sind nicht nur Impact Investments, sondern auch Infrastrukturanlagen und Immobilienanlagestiftungen<sup>32</sup>. In diese kann aber in der Säule 3a nicht investiert werden, weil die Säule 3a jederzeit aufgelöst oder transferiert werden kann, illiquide Anlagen jedoch für längere Zeit gebunden sind. Eine Öffnung der Säule 3a für illiquide Anlagen könnte also das Angebot an klimawirksamen Produkten verbessern.

Eine Öffnung wäre auch aus finanzieller Perspektive interessant. Kotierte Immobilienanlagen handeln oft mit einem Aufschlag (Agio) zum inneren Wert, nicht kotierte Anlagestiftungen jedoch zum inneren Wert. Generell ist der Preis von illiquiden Anlagen im Vergleich zu ähnlichen kotierten Anlagen tiefer, entsprechend sind die Renditeerwartungen dieser Anlagen höher.

Allerdings sind für Anlagestiftungen im Immobilienbereich Kündigungsfristen von einem Jahr und mehr der Standard. Zudem können sie durch die Fondsleitung oder den Stiftungsrat relativ einfach verlängert werden. Noch länger sind Kündigungsfristen für Infrastrukturanlagen. Nochmals kritischer sind die Kündigungsoptionen bei Impact Investments. Wie bei Private Equity üblich, müssen sie in Form eines geschlossenen Fonds strukturiert werden. Dabei kann die Rückzahlung nicht verlangt werden, vielmehr wird sie von der Fondsgesellschaft initiiert.

3a-Einlagen sind aber unter der aktuell gültigen Regulierung recht kurzfristig kündbar. Die Liquidität der illiquiden Anlageformen ist also nicht kongruent mit der Kündigungsfrist der 3a-Einlagen (vgl. dazu den Abschnitt [2.2.1](#)).

Dies kann nur durch eine Anpassung der rechtlichen Grundlagen aufgelöst werden. Konkret müsste es Kundinnen und Kunden möglich sein, beim Eingehen von illiquiden Investments auf die kurzfristige Kündigungsmöglichkeit zu verzichten und die auf den unterliegenden Produkten gültigen Kündigungsfristen auf das 3a-Depot zu übertragen.

Das ist im Grunde ein recht geringer Eingriff in die aktuelle Gesetzgebung, zumal die Investition in illiquide Anlageformen natürlich freiwillig wäre und weil die Spargelder sowieso langfristig gebunden sind. Er würde nur den Wohneigentumsvorbezug bzw. den Wechsel zu einem anderen Anbieter verunmöglichen. Denkbar ist zudem die Möglichkeit einer gestaffelten Auflösung: Der liquide Teil kann kurzfristig aufgelöst werden, der illiquide erst nach Ablauf der Kündigungsfrist. Anleihen und Aktien könnten also sofort abgezogen oder liquidiert werden, die illiquiden Investments hingegen erst später.

---

<sup>32</sup> Investitionen in kotierte Immobilienfonds und Immobilienaktien sind hingegen möglich.

Dennoch gilt es einige Aspekte genauer auszuleuchten. Problematisch ist vor allem die Liquidierung im Todesfall. Dabei geht das Sparkapital ins freie Kapital der Erben über und entsprechende Regeln müssten formuliert werden.

Schliesslich gilt es zu bedenken, dass Private-Equity-Anlagen auch im freien Vermögen erheblichen Einschränkungen unterliegen. Sie sind wegen ihrer geringen Liquidität, ihrer Komplexität, der langen Laufzeit und dem hohen Risiko für Retailinvestoren – zumindest in ihrer reinen Form – nicht zugänglich. Die Argumente für diese Einschränkung gelten weitgehend auch in der Säule 3a. Deshalb sollten bei einer Öffnung für illiquide Anlagen weniger Impact Investing und eher (nachhaltige) Immobilien und evtl. Infrastrukturinvestments im Zentrum stehen.

**Gerade aber bei Immobilienfonds stehen auch andere, einfachere Möglichkeiten der Produktinnovation offen.** So könnte ein (börsengehandelter) Immobilienfonds auf die Auszahlung der Erträge an die Investoren verzichten und diese gezielt für energetische Sanierungen der Liegenschaften im Portfolio verwenden. Auch Solaranlagen könnten damit finanziert werden. Selbst ein aktivistisches Vorgehen ist denkbar: Investiert ein Fonds gezielt in renovierungsbedürftige Liegenschaften (oder solche mit Potenzial für Solaranlagen) und saniert diese in einem zweiten Schritt, kann eine besonders hohe Klimawirkung erzielt werden.

**Die hier vorgeschlagenen Produktinnovationen sind aber allesamt mit hohen bis sehr hohen Risiken verbunden.** Wirkungsvolle Nachhaltigkeit ist eben meist mit unternehmerischem Handeln und den damit einhergehenden Risiken verbunden. Betrachtet man die hohe Risikoneigung, wie sie sich in der Säule 3a zeigt (vgl. Abschnitt [4.6.1](#)), muss aber ernsthaft die Frage gestellt werden, auf wie viel Nachfrage so riskante Produkte stossen würden. Zudem liegen 40% der 3a-Gelder bei über 55-Jährigen und haben nur noch einen relativ kurzen Anlagehorizont. Das bringt uns zu einer weiteren wichtigen Frage: «Wie sollen sich Investorinnen oder Investoren verhalten, die eine starke Präferenz für wirkungsvolle, nachhaltige Anlagen haben, aber gleichzeitig sehr risikoavers sind?» Oder allgemeiner: Wie können Nachhaltigkeitspräferenzen und finanzielle Präferenzen gegeneinander abgewogen werden? Dies ist das Thema des nächsten Kapitels.

## 6 Präferenzen

### 6.1 Problemstellung

Wie in den vorangehenden Kapiteln ausgeführt, ist das Angebot an nachhaltigen Anlagen nicht nur vielfältig und umfangreich, sondern durch die zusätzlichen Dimensionen mit Nachhaltigkeitszielen und Investitionsstrategien auch wesentlich komplexer als bei konventionellen Anlagen. Dies macht es für private Anlegerinnen und Anleger herausfordernd, das für sie geeignete nachhaltige Anlageprodukt zu identifizieren. Die Evaluierung der Präferenzen zu nachhaltigen Anlagen ist aber wichtig, weil man sich je nach gewählter Investitionsstrategie für mehrere Jahre in einem Anlageprodukt verpflichtet (z.B. Impact-Strategien). Zudem hilft die Auseinandersetzung, die eigenen Erwartungen an nachhaltige Anlagen richtig einzuordnen und das Produktangebot und seine Möglichkeiten besser zu verstehen.

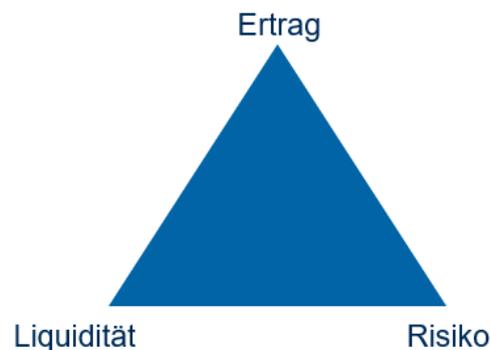
### 6.2 Nachhaltige Anlageprodukte sind komplex

Bei der Wahl des passenden konventionellen Anlageproduktes befinden sich die Anlegenden in einem sogenannten Tri-lemma, da die drei Dimensionen Ertrag, Liquidität und Risiko nicht unabhängig voneinander sind und die Anlegenden nicht das Maximum in allen Dimensionen gleichzeitig erreichen können.

---

Abbildung 17: Konventionelle Anlagen: Tri-lemma

---



---

So ist es beispielsweise nicht möglich, einen hohen Ertrag mit wenig Risiko und hoher Liquidität zu erzielen. Deshalb müssen die Anlegenden zwischen diesen Dimensionen abwägen. Durch die Abwägung eruieren und kommunizieren sie ihre finanziellen Anlageziele. Der durchschnittlich mögliche Ertrag ergibt sich dann aus dem Risiko, das sie eingehen möchten und den Liquiditätsbedürfnissen der Anlegenden.

In den letzten zwei Jahrzehnten hat die Forschung grosse Fortschritte bei der Entwicklung von Instrumenten zur Erhebung dieser individuellen finanziellen Anlageziele gemacht. Für konventionelle

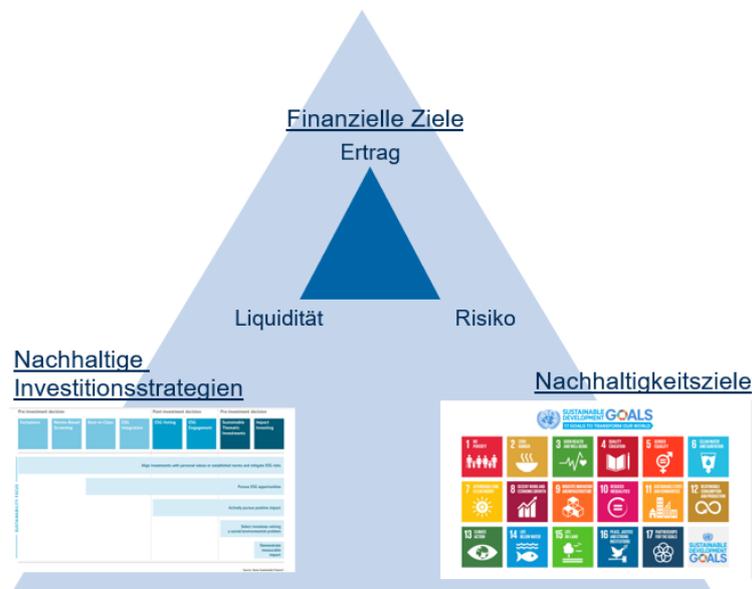
Anlagen gibt es mehrere Instrumente, um die Risiko-Ertrags-Liquiditäts-Ziele der Privatanleger zu ermitteln.

Damit private Anleger und Anlegerinnen das für sie geeignete nachhaltige Anlageprodukte identifizieren können, müssen sie nicht nur über ihre finanziellen Ziele klar werden, sondern auch definieren, welche Nachhaltigkeitsziele sie mit welcher nachhaltigen Investitionsstrategie verfolgen möchten.

---

**Abbildung 18: Das Multi-lemma der «Nachhaltigen» Anlagen**

---



---

Quellen: Eigene Darstellung, SSF, UNO

Die Anlageziele in Bezug auf Finanzen, nachhaltige Investitionsstrategien und die Nachhaltigkeitsziele können aber nicht isoliert voneinander erhoben werden, da beispielsweise gewisse finanzielle Ziele nicht mit Nachhaltigkeitszielen oder nachhaltigen Investitionsstrategien vereinbar sind. Die privaten Anlegerinnen und Anleger befinden sich nicht mehr länger in einem Tri-lemma, sondern in einem Multi-lemma und müssen zwischen diesen sich konkurrierenden Zielen abwägen.

**Eine private Anlegerin oder ein privater Anleger, die/der möglichst geringe finanzielle Risiken eingehen will, kann beispielsweise kaum Impact Investing umsetzen** (siehe Unterkapitel [1.2](#)). Dieses fokussiert sich meist auf klar abgegrenzte Anlagethemen und ist weitaus weniger diversifiziert und risikoreicher als z.B. eine Ausschlussstrategie. Zudem sind Impact Investing-Strategien weniger liquide, was das finanzielle Risiko für die Anlegerin oder den Anleger noch mehr erhöht. Sie sind auch für kostensensitive Anlegende keine optimale Wahl, da sie mit einer jährlichen Gebühr von ca. 2% meist erheblich teurer sind als andere Investitionsstrategien. Die hohen Kosten sind darauf zurückzuführen, dass es sich meist um Anlagevehikel handelt, die über ein geringes Anlagevolumen verfügen und sich die Kosten somit auf wenig Anlagevolumen verteilen kann.

Zudem fallen meist mehr Kosten an, weil die Analyse der Anlageobjekte komplexer ist und damit auch mehr Zeit in Anspruch nimmt.

Für die Erhebung von Anlagezielen für nachhaltige Anlageprodukte bestehen bisher keine etablierten oder gar standardisierten Lösungsansätze, sondern v.a. Leitfäden, die mögliche Fragen aufzeigen, die im Rahmen eines Kundengesprächs an die privaten Anlegenden gestellt werden können, um die Nachhaltigkeitsziele isoliert von den finanziellen Zielen zu ermitteln (vgl. [SwissBanking](#), [My FairMoney](#), [WWF](#), [Greenpeace](#)).

### **6.2.1 Die mit nachhaltigen Anlageprodukten verbundene Informationsflut erhöht die Komplexität, statt sie zu reduzieren**

Da bei der Erhebung von Nachhaltigkeitszielen zusätzliche Aspekte berücksichtigt werden müssen, erhöht sich auch die damit verbundene Menge an Informationen. Des Weiteren stiften, wie in Unterkapitel [1.1](#) und Abschnitt [3.2.2](#) bereits erwähnt, die divergierenden ESG-Ratings zusätzliche Verwirrung und es wird der Anlegerin und dem Anleger überlassen, sich über die Gründe dieser Unterschiede zu informieren. Zusätzlich sorgen die in Unterkapitel [1.2](#) bereits angesprochenen unterschiedlichen Klassifizierungen der verschiedenen Investitionsstrategien für keine Verbesserung der Transparenz aus Sicht der Anlegerinnen und Anleger. Damit Privatanlegerinnen und Privatanleger diese Informationen aufnehmen und verarbeiten können, ist nicht nur Finanzwissen wichtig, sondern auch Wissen zur Nachhaltigkeit und zur Funktionsweise nachhaltiger Investitionsstrategien (Filippini et al., 2021).

Da die drei genannten Wissensbereiche sehr unterschiedlich sind und kaum inhaltliche Überschneidungen aufweisen, hilft es nicht, wenn sich Anlegerinnen und Anleger nur in einem der drei Bereiche auskennen. Verfügt jemand beispielsweise über Finanzwissen, aber nicht über Wissen in den beiden anderen Themenbereichen, kann sie oder er die Informationen aus den anderen Wissensbereichen nicht an das bestehende Finanzwissen anknüpfen. Wenn Informationen nicht aufgenommen oder verarbeitet werden können, fühlen sich Anlegerinnen und Anleger von ihnen überfordert. In der Konsequenz fällt es ihnen schwer, Entscheidungen zu treffen oder sie fühlen sich mit der getroffenen Entscheidung nicht wohl. Agnew & Szykman (2011) zeigten mit ihrer Studie zu konventionellen Anlagen auf, dass private Anlegerinnen und Anleger, die von der zu verarbeitenden Menge an Informationen überfordert sind, mit den daraus resultierenden Anlageentscheidungen weniger zufrieden sind. Diese Problematik verschärft sich bei nachhaltigen Anlagen, da Privatanlegerinnen und Privatanleger nur sehr selten über Wissen in allen drei Wissensgebieten verfügen (Anderson & Robinson, 2023; Filippini et al., 2021). Des Weiteren zeigte die Studie von Anderson und Robinson auf, dass umweltbewusste Personen sich generell weniger für Finanzthemen interessieren, entsprechend auch kaum über Finanzwissen verfügen und deshalb auch kaum in nachhaltige Anlagen investieren. Filippini et al. (2021) kamen in ihrer Studie zum Schluss, dass insbesondere das Wissen zu nachhaltigen Finanzprodukten darüber entscheidet, ob in nachhaltige

Anlageprodukte investiert wird oder nicht. Die Autoren legen deshalb nahe, durch Wissensvermittlung und Standards bei nachhaltigen Anlageprodukten Transparenz zu schaffen, um Investitionen in diese Produkte zu fördern.

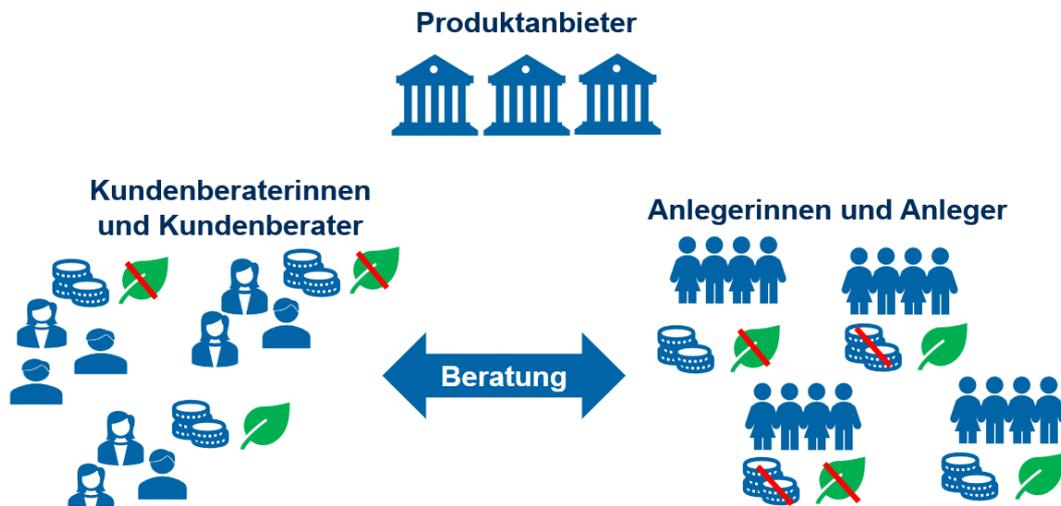
### **6.2.2 Nachhaltige Anlageprodukte sind nicht nur für private Anleger komplex**

Bei konventionellen Anlagen übernehmen Kundenberatende die Aufgabe der Informations- und Wissensvermittlung. Sie helfen ihren Kunden, sich im Tri-lemma zurechtzufinden. Damit Privatanlegerinnen und Privatanleger bei konventionellen Anlagen ihre finanziellen Ziele bestimmen können, müssen ihnen lediglich Finanzinformation und -wissen von den Kundenberaterinnen und Kundenberatern vermittelt werden. Aber auch sie können die zusätzlichen Wissensbereiche für nachhaltige Anlagen nicht an ihrem bestehenden Finanzwissen anknüpfen, sondern müssen diese separat und von Grund auf aufbauen. Gemäss einer Untersuchung von Paetzold (2015) teilen sie sich in zwei Lager auf.

- Die eine Gruppe empfindet nachhaltige Anlagen als zu komplex und versucht deshalb, das Thema in Beratungsgesprächen mit Kundinnen und Kunden zu vermeiden;
- die andere Gruppe spricht das Thema Nachhaltigkeit in der Anlageberatung aktiv an. Für die zweite Gruppe stellt das Thema Nachhaltigkeit eine ideale Möglichkeit dar, das Thema Anlagen zu vereinfachen und mit Kundinnen und Kunden über mögliche Anlagethemen in Form von Nachhaltigkeitszielen wie beispielsweise den 17 SDGs (siehe Unterkapitel [1.1](#)) zu thematisieren, statt über komplizierte Anlageinstrumente zu sprechen. Des Weiteren können die teils höheren Gebühren für nachhaltige Anlageprodukte für Fehlanreize in der Beratung sorgen, die sich nachteilig für Kundinnen und Kunden auswirken können.

Daraus folgt, dass im Rahmen eines Beratungsgesprächs potenzielle private Anlegerinnen und Anleger mit unterschiedlichem Vor- oder Nichtwissen in den unterschiedlichen Themengebieten auf Kundenberatende treffen, die zwar über Finanzwissen verfügen, aber sich nicht zwingend im Themengebiet der Nachhaltigkeit oder in der Funktionsweise der Investitionsstrategien der nachhaltigen Anlageprodukte auskennen. Diese Zufälligkeit kann dazu führen, dass Anleger von Kundenberatern nicht umfassend und bedürfnisgerecht beraten werden, da nicht alle Kundenberatern ihre Rolle als Wissensvermittler in allen Themenbereichen wahrnehmen können.

Abbildung 19: Zusammenspiel verschiedener Akteure und ihrem unterschiedlichen Wissensstand



### 6.2.3 Bisherige Erhebungsansätze werden dieser Komplexität nicht gerecht

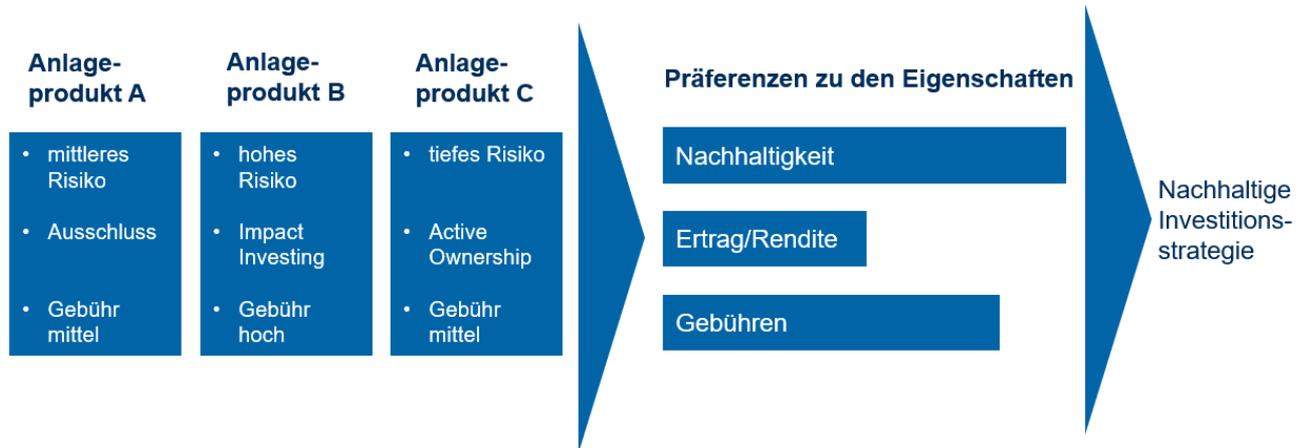
Wie bereits erwähnt gibt es eine Reihe von Leitfäden, die Empfehlungen abgeben, wie nachhaltigkeitsbezogene Anlageziele im Rahmen eines Anlagegespräches mit gezielten Fragen an den Privatkundinnen und Privatkunden ermittelt werden können. Diese beziehen aber die finanziellen Anlageziele nicht mit ein, sondern ermitteln nur die Nachhaltigkeitsziele und allenfalls die nachhaltige Investitionsstrategie, mit der diese umgesetzt werden sollen. **Unseres Wissens existiert bisher kein Ansatz, der sowohl die nachhaltigkeitsbezogenen Anlageziele als auch die finanziellen Ziele gleichzeitig erhebt.** Die konsolidierte Erhebung stellt sicher, dass die Nachhaltigkeitspräferenzen in Abhängigkeit von den finanziellen Präferenzen erhoben werden und die Anlegerin oder der Anleger zwischen den sich teils konkurrierenden Eigenschaften abwägt. Statt die Präferenzen in der finanziellen und nachhaltigen Dimension getrennt zu erheben und Gefahr zu laufen, dass diese zu konkurrierenden Präferenzen führen, können Produkte aufgrund der relativen Präferenzen gesucht werden.

Um die finanziellen und nachhaltigkeitsbezogenen Anlageziele zu ermitteln, ist es deshalb wichtig, ein Vorgehen zu wählen, das die Komplexität reduziert, Beratende mit einem strukturierten Zielerhebungsprozess unterstützt und durch eine integrative Erhebung den sich konkurrierenden Anlagezielen Rechnung trägt, um ein Anlageprodukt vorschlagen zu können, welches am ehesten zu den identifizierten Präferenzen passt.

### 6.3 Lösungsvorschlag

Anlegerinnen und Anleger müssen, wie bereits erwähnt, zwischen verschiedenen sich teils konkurrierenden finanziellen und nachhaltigen Zielen bzw. Investitionsstrategien abwägen und ihre damit verbundenen Präferenzen zum Ausdruck bringen.

Abbildung 20: Ablauf des Lösungsvorschlags



Diese Art der Abwägungsentscheidungen kennen auch andere Branchen wie die Pharma- oder die Transportindustrie. Sie erheben die Präferenzen der aktuellen oder zukünftigen Kunden mit sogenannten Choice-Based-Conjoint-Analysen. Mittels dieser attribut-basierenden Methode werden die Präferenzen der Kunden bezüglich einzelner Produkteigenschaften erhoben. Dabei werden die Kunden nicht direkt zu ihren Präferenzen befragt, vielmehr werden sie über Abwägungsentscheidungen indirekt hergeleitet.

Angewendet auf die Finanzindustrie würden die Anlegerinnen und Anleger jeweils gebeten, eines von mindestens zwei verschiedenen fiktiven Anlageprodukten auszuwählen. Jedes dieser Finanzprodukt ist durch eine Reihe von finanziellen und nicht-finanzielle Eigenschaften (Attributen) beschrieben und wird mit unterschiedlichen Ausprägungen (Levels) dieser Eigenschaften zur Auswahl vorgelegt. Durch die direkte Gegenüberstellung unterschiedlich ausgestalteter Anlageprodukte soll eine möglichst realistische Abwägungsentscheidung nachgebildet werden, so wie sie auch in diversen Alltagssituationen bspw. im Supermarkt stattfindet. Diese direkte Gegenüberstellung findet mittels sogenannter Entscheidungssets statt (siehe [Abbildung 1](#)).

**Abbildung 21: Beispiel eines Entscheidungssets**

Rendite/Risiko	Ø Gewinn pro Jahr 2%; (Max. Verlust und Gewinn: 0% bis +4%)	Ø Gewinn pro Jahr 5%; (Max. Gewinn/Verlust: -16% bis +20%)	Ø Gewinn pro Jahr 7%; (Max. Gewinn/Verlust: -25% bis +30%)
Ich möchte mein Geld...	nicht zwingend mit nachhaltigen Zielen investieren	gemäss meinen moralischen Werten investieren	einsetzen, um aktiv Veränderung herbeizuführen
Jährliche Gebühren	ca. 0.8%	ca. 2.0%	ca. 0.3%
	<input type="button" value="Select"/>	<input type="button" value="Select"/>	<input type="button" value="Select"/>

Durch die direkte Gegenüberstellung kann ermittelt werden, welche Eigenschaften der Anlageprodukte der Anlegerin oder dem Anleger wie wichtig sind und wie stark diese die Entscheidung beeinflussen. Es werden mehrere Entscheidungssets mit jeweils mehreren fiktiven Anlageprodukten der Anlegerin oder dem Anleger zur Entscheidung vorgelegt. Sie müssen aus dem zur Auswahl stehenden Set an Anlageprodukten das Produkt auswählen, das ihnen am ehesten zusagt. Die Teilnehmenden dieses Selbsttests haben die Eigenschaften jeweils klar für sich priorisiert, nach denen sie die verschiedenen Entscheidungssets durcharbeiten. Verfolgt eine Anlegerin bspw. das Ziel mit ihren Geldanlagen, einen möglichst grossen positiven Beitrag zur Umwelt zu leisten, während das Risiko für sie keine Rolle spielt, sie aber kostenbewusst ist, wird sie die Produkte in den Entscheidungssets nach den gewünschten Ausprägungen der Eigenschaften durchsuchen. In diesem konkreten Fall wird die Anlegerin oder der Anleger die Eigenschaft in Bezug auf Risiko ignorieren und Produkte priorisieren, die eine nachhaltige Veränderung zu tiefen bis mittleren Kosten herbeiführen. Im Beispielset der [Abbildung 21](#) würde sie sich demnach für das dritte Anlageprodukt entscheiden. Durch mehrmalige Wiederholung wird dieses individuelle Entscheidungsverfahren auch messbar.

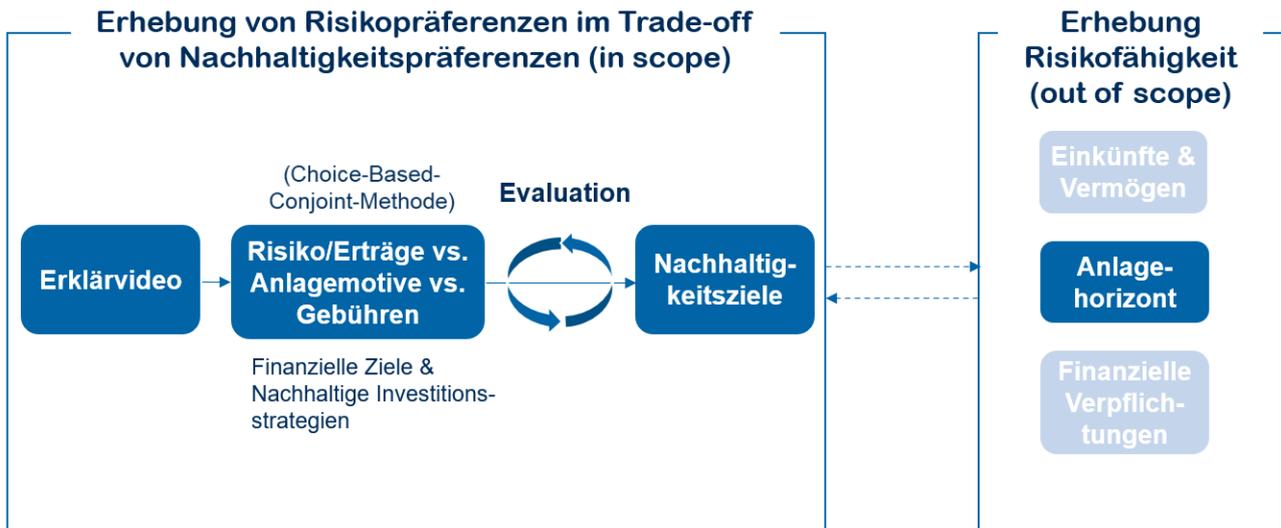
Die verschiedenen Komponenten im Multi-lemma werden auf diese Weise nicht alle gleichzeitig den Anlegenden zur Entscheidung vorgelegt, sondern in kleinen Portionen dargereicht. Dies reduziert die mit nachhaltigen Anlageprodukten verbundene Komplexität auf ein Minimum.

Der Einsatz dieser strukturierten Methode ermöglicht es, die finanziellen und nachhaltigkeits- und umsetzungsbezogenen Anlageziele der Anlegenden mit der gleichen Systematik zu erheben, wie bis anhin die finanziellen Anlageziele isoliert erhoben wurden.

## 6.4 Lösungsdesign

Die finanziellen, nachhaltigkeits- und umsetzungsbezogenen Anlageziele werden wie bereits erwähnt mit Hilfe der Choice-based-Conjoint-Methode erhoben, die wie im nachstehend abgebildeten Prozess eingebettet ist.

Abbildung 22: Visualisiertes Lösungsdesign



#### 6.4.1 Risikopräferenz und Risikofähigkeit

Während bei der objektiven Risikofähigkeit ermittelt wird, wie gross die Einkünfte im Verhältnis zu den finanziellen Verpflichtungen sind, wie lange der Anlagehorizont ist und auf welche Vermögenswerte die Anlegenden angewiesen sind, um ihren Lebensunterhalt zu bestreiten; ist die subjektive Risikopräferenz, die individuelle Bereitschaft Risiken einzugehen oder zu vermeiden.

Wie in Unterkapitel [2.2](#) bereits erläutert, werden Anlegerinnen und Anleger darauf hingewiesen, wenn ihre Risikopräferenz ihre Risikofähigkeit übersteigt.

Im vorliegenden Lösungsdesign werden nur subjektive Faktoren wie finanzielle und nachhaltigkeitsbezogene Präferenzen gegeneinander abgewogen und nicht mit objektiven Faktoren vermischt. Die objektive Risikofähigkeit wird deshalb nicht gemessen, da sie keine Präferenz ist, sondern ein objektiver limitierender Faktor, der die Anlegenden beim Abwägen zwischen den finanziellen und nicht-finanziellen Zielen behindert hätte. Die Risikofähigkeit muss demnach separat erhoben werden.

#### 6.4.2 Erklärvideo

Bevor die Anlegerin oder der Anleger mittels der Choice-Based-Conjoint-Methode ihre/seine Abwägungsentscheidungen fällt, wird ihr/ihm das Vorgehen in einem Erklärvideo möglichst einfach erklärt. Das Video zeigt mit animierten Grafiken und gesprochenem Text die einzelnen Eigenschaften und ihre Ausprägungen der Anlageprodukte, sowie den Ablauf des Selbsttest. Es soll allen

Personen mit unterschiedlichem Vorwissen zu nachhaltigen Anlageprodukten eine ausreichende Wissensbasis vermitteln, um den Selbsttest zu durchlaufen.

Das Beispiel eines solchen Videos kann in Deutsch und Französisch unter dem jeweiligen Link abgerufen werden:

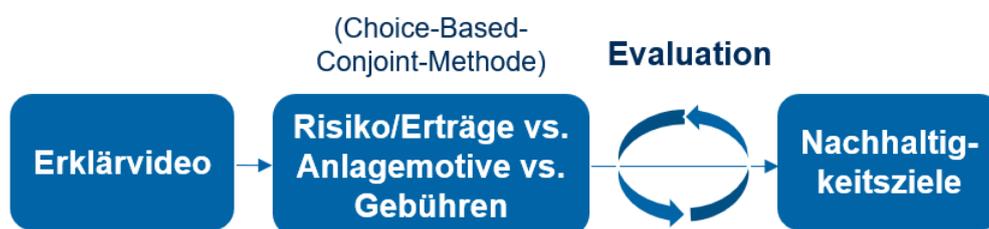
[Erklärvideo zum Selbsttest](#)

[Video d'explication de l'auto-test](#)

---

**Abbildung23: Details des Lösungsdesigns**

---



Bei der Wissensvermittlung ist zu beachten, dass Informationen sowohl eine Entscheidungsgrundlage schaffen als auch die Entscheidung beeinflussen können. Dies kann zur Folge haben, dass Anlegerinnen und Anleger aufgrund der Beeinflussung nicht ihre finanziellen und nachhaltigen Präferenzen zum Ausdruck bringen. So kann beispielsweise die Information, dass Impact Investing mit höheren Gebühren und Risiken verbunden sind, die Entscheidungsgrundlage ausweiten, aber auch die Abwägungsentscheidung beeinflussen und die ermittelten Präferenzen verfälschen. Zwei mögliche Konsequenzen wären hier denkbar:

Konsequenz 1: Die Informationen haben keinen Einfluss auf die Entscheidung. Diese Möglichkeit wird gestützt durch wissenschaftliche Untersuchungen, die herausfanden, dass Anlegende zu Gunsten von mehr positiven Auswirkungen auf die Umwelt nicht bereit waren, in Anlageprodukte zu investieren, mit denen sie mehr Risiko eingingen oder die teurer waren (Heeb et al. 2023; D'Hondt et al. 2022).

Konsequenz 2: Die Informationen haben einen Einfluss auf die Entscheidung, und die dadurch ermittelten Anlageziele widerspiegeln nicht die wahren finanziellen und nachhaltigen Präferenzen der Anlegerinnen und Anleger.

Die dadurch höher eingegangenen Risiken sind mit grösseren positiven als auch negativen Werteschwankungen der Anlagen verbunden. Aus der Verhaltensökonomie weiss man, dass negative Erträge von den Anlegerinnen und Anlegern stärker wahrgenommen werden als die Gewinne

(Kahneman & Tversky, 1979). Da das gewählte Risiko nicht das Resultat von ihren effektiven Präferenzen ist, sie aber früher oder später negative Erträge erleben werden, mit denen sie sich nicht wohlfühlen werden, besteht die Gefahr, dass die Anlegerinnen und Anleger ihre Anlagen wieder veräußern werden. **Beim Erklärvideo wurde deshalb darauf verzichtet, gewisse Zusammenhänge respektive konkurrierende Anlageziele zu beleuchten.** Um mögliche Auswirkungen der Informationsvermittlung zu reduzieren und die unverfälschten Präferenzen zu ermitteln, findet die Aufklärung über konkurrierende finanzielle und nachhaltigkeitsbezogene Anlageziele nach der Evaluation der Präferenzen statt. Wie diese Aufklärung aussieht, wird in Unterkapitel [6.6](#) beschrieben.

### 6.4.3 Choice-Based-Conjoint-Methode

Wie in Unterkapitel [6.3](#) beschrieben, wird mittels der Choice-Based-Conjoint-Methode durch direkte Gegenüberstellung von verschiedenen Eigenschaften von nachhaltigen Anlageprodukten ermittelt, wie ein Anlageprodukt aussehen muss, das am ehesten den Präferenzen der Anlegerinnen und Anleger entspricht.

Bei der Gestaltung einer solchen Choice-Based-Conjoint-Erhebung gibt es einige generelle Herausforderungen zu beachten, die für die vorliegende Erhebung wie folgt berücksichtigt wurden:

#### Bestimmen der relevanten Eigenschaften

Die Bestimmung, welche Eigenschaften für die Befragung relevant sind und welche nicht, hängt sowohl vom Untersuchungskontext als auch von der Wahrnehmung der Privatanlegerinnen und Privatanleger ab. Das vorliegende Projekt fokussiert sich auf die im 3a relevanten Eigenschaften, also auf finanzielle Aspekte (Risiko/Ertrag) und die nachhaltigen Investitionsstrategien (siehe Unterkapitel [1.2](#)).

Nebst der Eigenschaft Risiko/Ertrag wurden die Gebühren als weitere finanzbezogene Eigenschaft berücksichtigt, da Anlagen mit einem höheren Wirkungsgrad (Impact Investing, siehe Unterkapitel [1.2](#)) in der Regel mit höheren Kosten verbunden sind. Es ist deshalb zentral zu ermitteln, wie hoch die Zahlungsbereitschaft für ein nachhaltiges Anlageprodukt ist.

Die spezifischen Nachhaltigkeitsziele (siehe Unterkapitel [1.1](#)) werden hingegen nicht als Eigenschaft berücksichtigt. Die Präferenz für spezifische Nachhaltigkeitsziele wird erst im Anschluss an die Abwägungsentscheidung erhoben. Die Nachhaltigkeitsziele werden erst im Nachgang erhoben, weil alle nachhaltigen Investitionsstrategien mit Ausnahme von Impact Investing und Sustainable Thematic Investments Investments (siehe Unterkapitel [1.2](#)) immer mehrere der Nachhaltigkeitsziele verfolgen. Sie werden nicht vorgängig getestet, um die Anlegerinnen und Anleger bei ihren Abwägungsentscheidungen nicht bereits zu beeinflussen. Zudem würde eine vorgängige Erhebung der Nachhaltigkeitsziele den Eindruck erwecken, dass bei allen Investitionsstrategien ein

Schwerpunkt in der jeweiligen gewünschten Nachhaltigkeitsdimension festgelegt werden kann, was aber nicht der Realität entspricht. Alle Anlegenden abwägen zu lassen, wie stark sie welches Nachhaltigkeitsziel gegenüber finanziellen Anlagezielen einordnen, erhöht zudem unnötig die Komplexität und erweckt auch hier eine Erwartungshaltung bei den Anlegerinnen und Anlegern, die das Produktangebot nicht erfüllen kann. Nur bei den Investitionsstrategien Impact Investing und Sustainable Sustainable Thematic Investments (siehe Unterkapitel [1.2](#)), die gezielt investieren, macht die Erhebung der Präferenz für ein bestimmtes Nachhaltigkeitsziel Sinn. Sollte die Auswertung der Präferenzen zum Schluss kommen, dass die Anlegerin oder der Anleger eine solche nachhaltige Investitionsstrategie präferiert, dann wird im Rahmen der Ergebniskommunikation noch die Präferenz für ein bestimmtes Nachhaltigkeitsziel erläutert.

### **Balance zwischen statistischer Effizienz und Entscheidungseffizienz**

Um die Präferenzen bzgl. der einzelnen Eigenschaften möglichst genau zu bestimmen, müssen die verschiedenen Anlageprodukte möglichst häufig den privaten Anlegerinnen zur Entscheidung vorgelegt werden. Dies führt aber zu längeren Befragungen, die zur Folge haben, dass die befragten privaten Anlegerinnen und Anleger müde werden und immer unpräzisere Angaben bezüglich ihrer Präferenzen machen. In der Forschung wurde die Erfahrung gemacht, dass bis zu vier fiktive Produkte pro Entscheidungsset problemlos abgefragt werden können (Auspurg & Liebe, 2011, S. 306). Gute praktische Erfahrungen wurden mit bis zu 16 Entscheidungssets gemacht.

### **Reduktion der Komplexität (Begrifflichkeiten, Anzahl Eigenschaften und Ausprägungen)**

Die Genauigkeit der Präferenzenerhebung nimmt zu, je einfacher die Befragung gestaltet wird. Mit fünf bis neun Eigenschaften mit jeweils vier Ausprägungen wurden bei bisherigen Erhebungen gute Erfahrungen gemacht (Auspurg & Liebe, 2011, S. 306). Bei der Verwendung von Begrifflichkeiten muss auf möglichst einfache Formulierungen geachtet werden, da in grossen Teilen der Schweizer Bevölkerung nur wenig Finanzwissen existiert.

Für die Erstellung eines Prototypen wählten wir eine bestehende Software der Firma Sawtooth, um die Choice-Based-Conjoint-Erhebung durchführen zu können. Mittels des Softwareprodukts Discover von Sawtooth können diese Erhebungen in standardisierter Form generiert, durchgeführt und direkt ausgewertet werden. Diese standardisierte Durchführung ist zwar mit Nachteilen für das vorliegende Projekt verbunden, die im Unterkapitel [6.6](#) erläutert werden, die Programmierung eines eigenen Prototyps hätte den Rahmen des Projekts gesprengt.

## 6.5 Erklärung zu den Ausprägungen der einzelnen Eigenschaften

### 6.5.1 Risiko/Ertrag

Für die Eigenschaft Risiko/Ertrag wurden folgende vier Ausprägungen gewählt. Die Wahl der Ausprägungen wird nachstehend begründet:

**Tabelle 3: Ausprägungen der Eigenschaft Risiko/Ertrag**

Risiko-/Ertragsprofil
0% bis +4%; durchschnittl. Jahresgewinn 2%
-8% bis +12%; durchschnittl. Jahresgewinn 4%
-16% bis +20%; durchschnittl. Jahresgewinn 5%
-25% bis +30%; durchschnittl. Jahresgewinn 7%

- Der Ertrag ist eine Folge des gewählten Risikos (mehr Risiko, mehr Ertragspotenzial und umgekehrt). Die Präferenz von Ertrag kann nicht losgelöst von Risiko erhoben werden. Deshalb werden diese kombiniert als eine Eigenschaft in verschiedenen Ausprägungen zur Auswahl gestellt. Das Risiko wird dabei als Wertschwankungsbreite angezeigt.
- Nur durchschnittliche Erträge anzuzeigen, hätte über den längeren Zeitraum nur zu positiven Erträgen geführt. Es ist aber wichtig, der Anlegerin oder dem Anleger die positiven und negativen Wertschwankungen bewusst zu machen. Deshalb werden Schwankungsbreiten angezeigt in Kombination mit einem langfristig zu erwartenden jährlichen Ertrag.
- Es werden historische Risiko und Ertragszahlen von konventionellen Anlagen verwendet.
- Es wäre auch möglich, statt konkreten Zahlen nur Begriffe zur Auswahl zu stellen (z.B. hohes Risiko, Aktien, mittleres Risiko, Aktien und Obligationen). Das Problem dabei ist, dass dies bereits ein gewisses Mass an Finanzwissen erfordert und die Begriffe hoch, mittel, klein sehr subjektiv sind und von jeder Person anders interpretiert werden dürften. Während Prozentrechnen ein fixer Bestandteil des Schweizer Lehrplans ist und auch im alltäglichen Leben wie bspw. beim Einkaufen zur Anwendung kommt, sind dies Finanzinstrumente nicht.

### 6.5.2 Nachhaltige Investitionsstrategie

Für die Eigenschaft nachhaltige Investitionsstrategie (siehe Unterkapitel [2.2](#)) wurden folgende vier Ausprägungen gewählt. Die Wahl der Ausprägungen wird nachstehend begründet:

**Tabelle 4: Ausprägungen der Eigenschaft nachhaltige Investitionsstrategie**

Ich möchte mein Geld...
gemäss meinen moralischen Werten investieren
einsetzen, um aktiv Veränderung herbeizuführen
vor Umweltrisiken schützen
nicht zwingend mit nachhaltigen Zielen investieren

- Nachhaltigkeitsziele können mit unterschiedlichen nachhaltigen Investitionsstrategien und ihren individuellen Wirkungsgraden, wie in Unterkapitel [1.2](#) beschrieben, auf die Umwelt umgesetzt werden.
- Die Wirkung, auf die diese nachhaltigen Investitionsansätzen abzielen, kann spezifischen Motiven von Anlegerinnen und Anlegern zugeordnet werden.
- Diese Motive wurden in der Forschung, wie in Unterkapitel [2.1](#) erläutert, ausgiebig dokumentiert und den nachhaltigen Investitionsstrategien aus Unterkapitel [2.1](#) in Unterkapitel [2.4](#) zugeordnet (Chatterji et al. 2009).
- Die Ausprägungen dieser Eigenschaft sollen typische Aussagen der drei Anlegertypen widerspiegeln und auch die Option offenlassen, keine Nachhaltigkeitsziele zu verfolgen. Die Aussagen wurden möglichst kurz gewählt.
- Es wurde darauf verzichtet, die einzelnen nachhaltigen Investitionsstrategien selbst als Eigenschaftsausprägung zur Auswahl zu stellen. Da die Unterscheidung der verschiedenen Strategien ein gewisses Mass an Finanz- und Produktkenntnissen voraussetzt. Es dürfte den Anlegenden unabhängig von ihrem Wissen wesentlich einfacher fallen, sich und ihre Motive mit einer der aufgelisteten Aussagen zu identifizieren.

### 6.5.3 Gebühren

Für die Eigenschaft Gebühren wurden folgende drei Ausprägungen gewählt. Die Wahl der Ausprägungen wird nachstehend begründet:

**Tabelle 5: Ausprägungen der Eigenschaft Gebühren**

Gebühren
ca. 0.3%
ca. 0.8%
ca. 2.0%

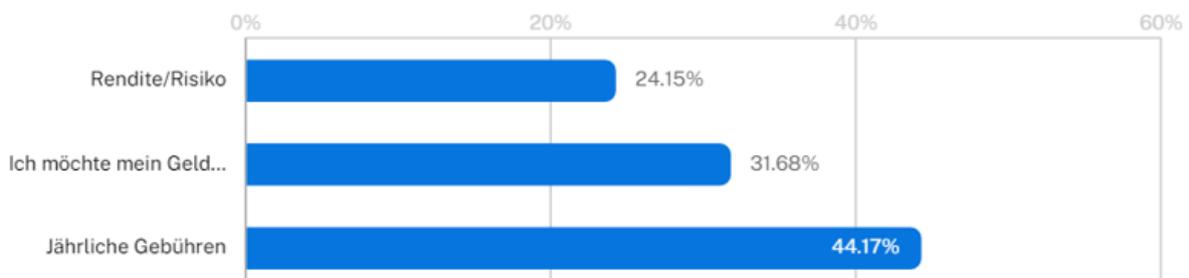
- Über die Gebühren können die aktiven und passiven Anlagestile voneinander abgegrenzt werden. Dies macht die Integration einer weiteren Produkteigenschaft unnötig und trägt damit dazu bei, die Erhebung möglichst unkompliziert zu machen.
- Die nachfolgenden Gebührensätze basieren auf den am Markt erhältlichen Anlageprodukten für die Säule 3a. Während die passiven Anlageprodukte im Schnitt ca. 0.3% verlangen, belaufen sich die Kosten für die aktiv verwalteten Anlageprodukte auf ca. 0.8%. Gebühren von ca. 2% wurden von Anlageprodukten ausgewiesen, die dem Anlagestil Impact-Investing zugeordnet werden können und zur teuersten Anlageform zählen dürften.

## 6.6 Evaluation

Wie bereits in Abschnitt [6.4.3](#) beschrieben, wird mittels der Software von Sawtooth nicht nur die Erhebung der Präferenzen durchgeführt, sondern auch die Auswertung. Diese wird in den nachfolgenden Grafiken veranschaulicht und kann wie folgt interpretiert werden.

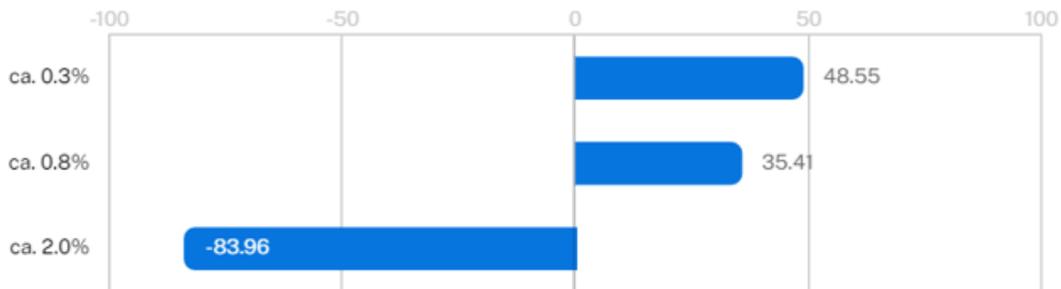
[Abbildung 24](#) zeigt die Prioritäten der einzelnen Eigenschaften auf, mit der die Testperson 1 den Selbsttest durchlaufen hat. Gemäss der Auswertung scheint die Person den Gebühren die höchste Priorität beizumessen, gefolgt von der nachhaltigen Investitionsstrategie und den Risiko/Ertragszielen.

**Abbildung 24: Relative Wichtigkeit der Eigenschaften**



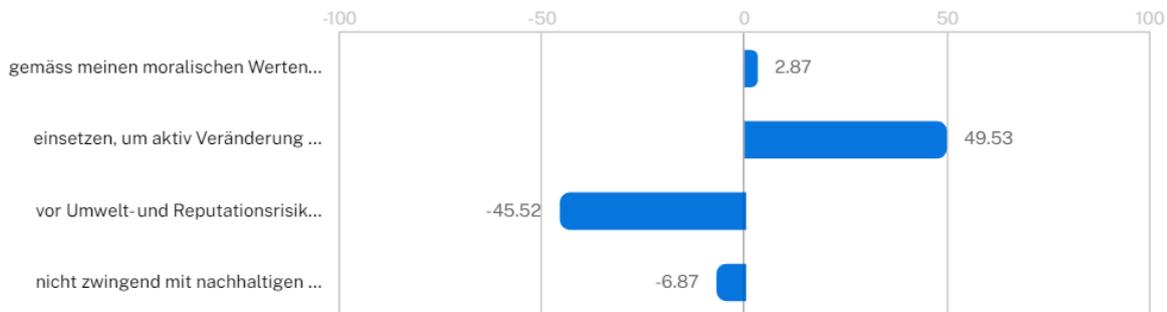
Bei der weiteren Analyse der einzelnen Eigenschaften werden dann die Präferenzen für die einzelnen Ausprägungen der Eigenschaft aufgezeigt. Die Testperson scheint gemäss der [Abbildung 25](#) eine starke Präferenz für niedrige Gebühren zu haben. Demnach kommen am ehesten passiv verwaltete Anlageprodukte für die Person in Frage.

**Abbildung 25: Gebührenpräferenzen**



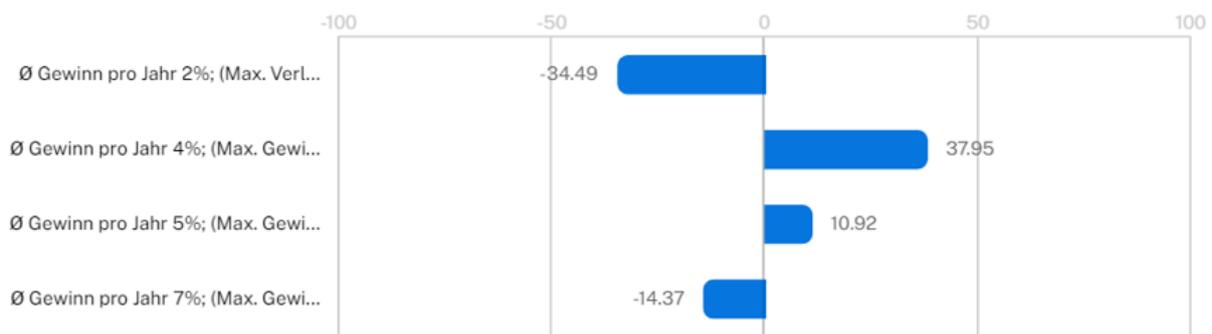
Die Analyse der Präferenzen zur nachhaltigen Investitionsstrategie zeigen auf, dass die Testperson eine wirkungsbasierte Investitionsstrategie verfolgen möchte. Werden die Präferenzen zu den Gebühren mit den Präferenzen zu den Investitionsstrategien kombiniert, kommen am ehesten passiv verwaltete Anlageprodukte in Frage, die eine Active-Ownership-Investitionsstrategie verfolgen (siehe Unterkapitel [2.2](#)). Eine ebenfalls wirkungsorientierte Impact Investing-Strategie kommt nicht in Frage, da die Testperson Wert auf tiefe Gebühren legt.

**Abbildung 26: Präferenzen bezüglich der nachhaltigen Investitionsstrategien**



Die Analyse der dritten und letzten Eigenschaft Risiko/Ertrag zeigt zudem auf, dass die Testperson keine grösseren Risiken eingehen möchte. Auch dieses Resultat ist mit einem passiv verwalteten Anlageprodukt, das eine Active-Ownership-Investitionsstrategie verfolgt, vereinbar. Für eine Impact-Strategie müsste die Risikopräferenz wesentlich risikoreicher ausfallen.

Abbildung 27: Risiko-/Ertragspräferenzen



In der Tabelle im [Anhang](#) werden vereinfacht die verschiedenen möglichen Kombinationen der Präferenzenerhebung dargestellt und zu welcher Empfehlung und begleitenden Kommunikation diese führen. Die begleitende Kommunikation soll insbesondere bei Grenzfällen auf die Zielkonflikte zwischen den Dimensionen aufmerksam machen. Wenn beispielsweise jemand der wirkungsbasierten Anlegerin oder Anleger zugeordnet werden kann und eine hohe Risikotoleranz hat, aber Wert auf tiefe Gebühren legt, wird in der begleitenden Kommunikation aufgezeigt, dass sie oder er auch eine Impact-Investing-Strategie verfolgen könnte, sofern die Bereitschaft für höhere Gebühren gegeben wäre. Anlegerinnen und Anleger, die eine Präferenz haben für ein geringes bis mittleres Risiko, werden nicht zusätzlich animiert, risikoreichere Strategien wie Impact Investing oder Sustainable Thematic Investments Investments (siehe Unterkapitel [1.2](#)) zu verfolgen.

Der Einsatz der Software führt aber bei der Auswertung zu Herausforderungen, die es zu berücksichtigen gilt. Üblicherweise werden Choice-Based-Conjoint-Analysen eingesetzt, um die Präferenzen ganzer Personengruppen auf aggregierter Basis zu messen. Die Erhebungsergebnisse werden deshalb auch nur auf aggregierter Ebene angezeigt. Da für das vorliegende Projekt aber die individuellen Präferenzen von Interesse sind und nicht die Interessen über Personengruppen, wird für jede Person eine eigene Choice-Based-Conjoint-Erhebung erstellt und ausgewertet.

**Um diesen Erhebungsansatz einer grösseren Gruppe von Personen (>250 Personen) zur Verfügung zu stellen, müsste ein eigenständiger Prototyp programmiert werden, der auch automatisch nach der Erhebung die Auswertung zur Verfügung stellt.** Das Prototyp-Setting mit der Standardsoftware ermöglichte die einfache und kostengünstige Demonstration der Choice-Based-Conjoint-Erhebungsmethode und wurde deshalb für das vorliegende Projekt gewählt.

## Literaturverzeichnis

- 2° Investing Initiative. (2023). *Discussion paper series on investor impact mechanisms #5: send market signals*.
- Agnew, J., & Szykman, L. (2011). Annuities, Financial Literacy, and Information Overload. In *Financial Literacy: Implications for Retirement Security and the Financial Marketplace* (pp. 158–178). Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199696819.003.0009>
- Anderson, A., & Robinson, D. T. (2023). Financial Literacy in the Age of Green Investment. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3353534>
- Aswani, J., Raghunandan, A., & Rajgopal, S. (2023). *Are Carbon Emissions Associated with Stock Returns?* <https://doi.org/10.2139/ssrn.3800193>
- Avramov, D., Cheng, S., Lioui, A., & Tarelli, A. (2022). Sustainable investing with ESG rating uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 145(2), 642–664. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.009>
- Berg, F., Kölbel, J., & Rigobon, R. (2022). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Forthcoming Review of Finance*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3438533>
- Berk, J. B., & van Binsbergen, J. H. (2022). *The Impact of Impact Investing*.
- Bolton, P., Halem, Z., & Kacperczyk, M. (2022). The Financial Cost of Carbon. *Journal of Applied Corporate Finance*, 34(2), 17–29. <https://doi.org/10.1111/jacf.12502>
- Bolton, P., & Kacperczyk, M. (2021). Do investors care about carbon risk? *Journal of Financial Economics*, 142(2), 517–549. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.008>
- Briere, M., & Ramelli, S. (2022). Green Sentiment, Stock Returns, and Corporate Behavior. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3850923>

- Chatterji, A., Levine, D., & Toffel, M. (2009). How Well Do Social Ratings Actually Measure Corporate Social Responsibility? *Journal of Economics & Management Strategy*, Volume 18, 125–169.
- Cheema-Fox, A., LaPerla, B. R., Serafeim, G., Turkington, D., & Wang, H. (Stacie). (2021). Decarbonization Factors. *The Journal of Impact and ESG Investing*, 2(1), 47–73. <https://doi.org/10.3905/jesg.2021.1.026>
- Christensen, D. M., Serafeim, G., & Sikochi, A. (2022). Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings. *The Accounting Review*, 97(1), 147–175. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0506>
- De Angelis, T., Tankov, P., & Zerbib, O. D. (2021). Environmental Impact Investing. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3562534>
- Edmans, A. (2023). The end of ESG. *Financial Management*, 52(1), 3–17. <https://doi.org/10.1111/fima.12413>
- Eurosif. (2022). *Classification Scheme for Sustainable Investments; Authors: Timo Busch, Victor van Hoorn, Matthias Stapelfeldt, Eric Pruessner.*
- Filippini, M., Leippold, M., & Wekhof, T. (2021). Sustainable Finance Literacy and the Determinants of Sustainable Investing. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3997285>
- Gibson, R., Krueger, P., & Mitali, S. F. (2021). The Sustainability Footprint of Institutional Investors. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2918926>
- GIIN. (2023). *GUIDANCE FOR PURSUING IMPACT IN LISTED EQUITIES.*
- Heath, D., Macciocchi, D., Michaely, R., & Ringgenberg, M. C. (2023). Does Socially Responsible Investing Change Firm Behavior? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3837706>
- Heeb, F., Kellers, A., & Kölbel, J. (2022). *Does ESG integration impact the real economy? Commissioned by the Federal Office for the Environment. Studie im Auftrag des BAFU.*
- Heeb, F., Kölbel, J., Paetzold, F., & Zeisberger, S. (2023). Do Investors Care About Impact? *Forthcoming, The Review of Financial Studies*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3765659>

- INFRAS. (2022). *Portfolio Climate Alignment; Commissioned by the Federal Office for the Environment; Authors: Regina Schwegler, Moritz Reisser, Rolf Iten, Jürg Füssler, Sebastian Utz.*
- Kölbel, J. F., Heeb, F., Paetzold, F., & Busch, T. (2020). Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact. *Organization & Environment*, 33(4), 554–574. <https://doi.org/10.1177/1086026620919202>
- Krueger, P., & Gibson Brandon, R. (2023). *The Role of Institutional Investors as Responsible Investors.*
- Paetzold, F. (2015). *Three Essays on Sustainable Investing in Private Wealth Management: Barriers for Sustainable Investing in the Cognition and Decision Making Processes of Private Wealth Holders and Investment Advisors [PhD thesis].* University of Zurich.
- Pástor, L., Stambaugh, R. F., & Taylor, L. A. (2021). Sustainable investing in equilibrium. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 550–571. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.12.011>
- Riedl, A., & Smeets, P. (2017). Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds? *The Journal of Finance*, 72(6), 2505–2550. <https://doi.org/10.1111/jofi.12547>
- Rohleder, M., Wilkens, M., & Zink, J. (2022). The effects of mutual fund decarbonization on stock prices and carbon emissions. *Journal of Banking & Finance*, 134, 106352. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106352>

## Anhang

Investitionsstrategie	Risiko/Ertrag	Gebühren	Empfehlung	Kommunikation
Wertebasiert	Geringes bis mittleres Risiko	0.3%	Passiv verwaltetes Anlageprodukt mit einer Ausschluss-Investitionsstrategie und geringem bis mittlerem Risiko	-
Wertebasiert	Geringes bis mittleres Risiko	0.8%	Aktiv verwaltetes Anlageprodukt mit einer Ausschluss-Investitionsstrategie und geringem bis mittlerem Risiko	-
Wertebasiert	Geringes bis mittleres Risiko	2.0%	Aktiv verwaltetes Anlageprodukt mit einer Ausschluss-Investitionsstrategie und geringem bis mittlerem Risiko	-
Wertebasiert	Mittleres bis hohes Risiko	0.3%	Passiv verwaltetes Anlageprodukt mit einer Ausschluss-Investitionsstrategie und mittlerem bis hohem Risiko	Falls eine Bereitschaft zu höheren Gebühren besteht, könnte auch eine Impact-Strategie verfolgt werden. Impact-Strategien sind aber auch immer mit einem längeren Anlagehorizont von mehreren Jahren verbunden

Wertebasiert	Mittleres bis hohes Risiko	0.8%	Aktiv verwaltetes Anlageprodukt mit einer Ausschluss-Investitionsstrategie und mittlerem bis hohem Risiko	Falls eine Bereitschaft zu höheren Gebühren besteht, könnte auch eine Impact-Strategie verfolgt werden. Impact-Strategien sind aber auch immer mit einem längeren Anlagehorizont von mehreren Jahren verbunden
Wertebasiert	Mittleres bis hohes Risiko	2%	Aktiv verwaltetes Anlageprodukt mit einer Ausschluss-Investitionsstrategie und mittlerem bis hohem Risiko oder eine Impact-Strategie	-
Wirkungsbasiert	Geringes bis mittleres Risiko	0.3%	Passiv verwaltetes Anlageprodukt mit einer Active Ownership-Investitionsstrategie und geringem bis mittlerem Risiko	-
Wirkungsbasiert	Geringes bis mittleres Risiko	0.8%	Aktiv verwaltetes Anlageprodukt mit einer Active Ownership-Investitionsstrategie und geringem bis mittlerem Risiko	-
Wirkungsbasiert	Geringes bis mittleres Risiko	2.0%	Aktiv verwaltetes Anlageprodukt mit einer Active Ownership-Investitionsstrategie und geringem bis mittlerem Risiko	-
Wirkungsbasiert	Mittleres bis hohes Risiko	0.3%	Passiv verwaltetes Anlageprodukt mit einer Active Ownership-Investitionsstrategie und mittlerem bis hohem Risiko	-

Wirkungsbasiert	Mittleres bis hohes Risiko	0.8%	Aktiv verwaltetes Anlageprodukt mit einer Active Ownership-Investitionsstrategie und mittlerem bis hohem Risiko	Falls eine Bereitschaft zu höheren Gebühren besteht, könnte auch eine Impact Investing-Strategie verfolgt werden. Impact Investing-Strategien sind aber auch immer mit einem längeren Anlagehorizont von mehreren Jahren verbunden
Wirkungsbasiert	Mittleres bis hohes Risiko	2.0%	Impact Investing-Strategie.	Impact Investing-Strategien sind aber auch immer mit einem längeren Anlagehorizont von mehreren Jahren verbunden
Finanzillorientiert	Geringes bis mittleres Risiko	0.3%	Passiv verwaltetes Anlageprodukt mit einer Best-In-Class oder ESG Integration-Investitionsstrategie und geringem bis mittlerem Risiko	-
Finanzillorientiert	Geringes bis mittleres Risiko	0.8%	Aktiv Anlageprodukt mit einer Best-In-Class oder ESG Integration-Investitionsstrategie und geringem bis mittlerem Risiko	-
Finanzillorientiert	Geringes bis mittleres Risiko	2.0%	Aktiv Anlageprodukt mit einer Best-In-Class oder ESG Integration-Investitionsstrategie und geringem bis mittlerem Risiko	-
Finanzillorientiert	Mittleres bis hohes Risiko	0.3%	Passiv verwaltetes Anlageprodukt mit einer Best-In-Class oder ESG Integration-	-

			Investitionsstrategie und mittlerem bis hohem Risiko	
Finanzillorientiert	Mittleres bis hohes Risiko	0.8%	Aktiv verwaltetes Anlageprodukt mit einer Best-In-Class oder ESG Integration-Investitionsstrategie und mittlerem bis hohem Risiko	Falls eine Bereitschaft zu höheren Gebühren besteht, könnte auch eine Sustainable Thematic Investments-Strategie verfolgt werden. Sustainable Thematic Investments-Strategien sind aber auch immer mit einem längeren Anlagehorizont von mehreren Jahren verbunden
Finanzillorientiert	Mittleres bis hohes Risiko	2.0%	Sustainable Thematic Investments-Strategie	Sustainable Thematic Investments-Strategien sind aber auch immer mit einem längeren Anlagehorizont von mehreren Jahren verbunden
Kein ESG	Geringes bis mittleres Risiko	0.3%	Passiv verwaltetes Anlageprodukt ohne Investitionsstrategie zu Nachhaltigkeit und geringem bis mittlerem Risiko	-
Kein ESG	Geringes bis mittleres Risiko	0.8%	Aktiv verwaltetes Anlageprodukt ohne Investitionsstrategie zu Nachhaltigkeit und geringem bis mittlerem Risiko	-
Kein ESG	Geringes bis mittleres Risiko	2.0%	Aktiv verwaltetes Anlageprodukt ohne Investitionsstrategie zu Nachhaltigkeit und geringem bis mittlerem Risiko	-

Kein ESG	Mittleres bis hohes Risiko	0.3%	Passiv verwaltetes Anlageprodukt ohne Investitionsstrategie zu Nachhaltigkeit und mittlerem bis hohem Risiko	-
Kein ESG	Mittleres bis hohes Risiko	0.8%	Aktiv verwaltetes Anlageprodukt ohne Investitionsstrategie zu Nachhaltigkeit und mittlerem bis hohem Risiko	-
Kein ESG	Mittleres bis hohes Risiko	2.0%	Aktiv verwaltetes Anlageprodukt ohne Investitionsstrategie zu Nachhaltigkeit und mittlerem bis hohem Risiko	-

