

# ESG-Kompass Immobilien

März 2024



Quelle: Zug Estates

## **ZKB Indirect Real Estate Investment Research**

### **Ken Kagerer**

+41 44 292 40 13  
ken.kagerer@zkb.ch

### **Philippe Züger**

+41 44 292 48 48  
philippe.zueger@zkb.ch

### **Joel Knup**

+41 44 292 37 38  
joel.knup@zkb.ch

### **Holger Frisch (Credit Research)**

+41 44 292 33 37  
holger.frisch@zkb.ch

## Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Executive Summary</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>ESG-Analyseergebnisse im Immobiliensektor</b>	<b>5</b>
2.1	Immobilienaktiengesellschaften	6
2.2	Immobilienfonds	7
2.3	Immobilien-Anlagestiftungen	8
<b>3</b>	<b>Nachhaltigkeit im Immobiliensektor</b>	<b>10</b>
3.1	Politische Dimension der Nachhaltigkeit	11
3.2	Einfluss auf den Schweizer Finanzplatz	12
3.3	Berichterstattungspflicht bei Aktiengesellschaften	13
3.4	Hoher Aufwand für kleinere Emittenten bei der Berichterstattung	14
3.5	Mindestanforderungen und Transparenz bei Immobilienfonds	14
<b>4</b>	<b>Verbreitete ESG-Standards im Immobiliensektor</b>	<b>16</b>
4.1	GRI-Standards	16
4.2	EPRA Sustainability Best Practices Recommendations	18
4.3	Global Real Estate Sustainability Benchmark	19
4.4	Swiss Sustainable Real Estate Index	20
<b>5</b>	<b>CO<sub>2</sub>-Absenkpfad und Emissionskompensation</b>	<b>22</b>
5.1	Erfassung von CO <sub>2</sub> -Emissionen	22
5.2	Emissionskompensation und CO <sub>2</sub> -Märkte	23
5.3	Möglichkeiten der freiwilligen Emissionskompensation	24
5.4	Kritik am Zertifikatemarkt	26
<b>Anhang</b>		<b>27</b>
A1	Unser ESG-Rating	27
A2	Methodik der qualitativen Analyse	28
A2	Das ESG-Rating	30

## 1 Executive Summary

Die Schweiz hat sich zum Ziel gesetzt, die CO<sub>2</sub>-Emissionen bis 2030 im Vergleich zu 1990 um 50% zu reduzieren und bis 2050 auf Netto-Null zu senken. Auf politischer und regulatorischer Ebene wird dem Schweizer Finanzplatz und damit den Schweizer Investoren dabei eine wichtige Rolle zuteil. Unsere ESG-Ratings sollen Investoren dabei unterstützen, die Nachhaltigkeitsbestrebungen der Emittenten besser beurteilen zu können. In dieser Studie stellen wir unsere Nachhaltigkeitsanalyse für die im Research-Universum der Zürcher Kantonalbank abgedeckten Immobiliengefässe vor. Dabei gehen wir auf die verwendeten ESG-Bewertungsmethoden ein und zeigen auf, wie diverse Emittenten unserer Meinung nach hinsichtlich ESG abschneiden.

Unsere Nachhaltigkeitsanalyse berücksichtigt qualitative und quantitative Faktoren. Dabei bezieht unser Ansatz nicht nur die Ist-Situation, sondern auch die von den Unternehmen, Fondsleitungen und Anlagestiftungen ergriffenen Massnahmen und die daraus zu erwartende Entwicklung (Trend) mit ein. Wir bewerten die Emittenten hinsichtlich der Themen Umwelt, Soziales und Governance nach einem strukturierten Ansatz. In den drei Themenbereichen analysieren wir jeweils vier Kategorien, um in Bezug auf ESG eine umfassende Einschätzung zu erhalten. Da die Nachhaltigkeitsberichterstattung bei Immobiliengesellschaften im Allgemeinen umfangreicher ist als bei Immobilienfonds und Immobilien-Anlagestiftungen, werden die Erkenntnisse zu Immobiliengesellschaften in diesem Bericht vergleichsweise stärker beleuchtet.

Mit dieser Studie publizieren wir unsere Nachhaltigkeitseinstufung für insgesamt 56 inländische Immobilienemittenten und nicht kotierte Schweizer Immobilien-Anlagestiftungen. Unser aktuelles Coverage beinhaltet 14 Immobiliengesellschaften, 30 Immobilienfonds und 12 Immobilien-Anlagestiftungen. Für alle Emittenten haben wir eine umfassende Analyse der ESG-Faktoren nach unserer Methodik durchgeführt und eine ESG-Einstufung vorgenommen.

Insgesamt decken wir mit unseren ESG-Ratings beinahe 100% der Marktkapitalisierung des kotierten Schweizer Immobiliensegments ab. Unser ESG-Ansatz ist sektorübergreifend zu verstehen, weitere Informationen zu anderen Sektoren können dem «ESG-Kompass Aktien» vom 14. Dezember 2023 sowie dem «ESG-Kompass Credit» vom 24. Januar 2024 entnommen werden.

Insgesamt wurden 14 Emittenten (25%) mit 4 von maximal 5 erreichbaren Sternen bewertet. Weitere 41 Emittenten (73%) wurden mit 3 und lediglich 1 Emittent (2%) mit 2 Sternen eingestuft. Somit ist im Immobilienbereich eine homogene Verteilung der ESG-Ratings ohne stark positive oder negative Ausreisser festzustellen.

Positiv fallen die vier grossen Branchenvertreter bei den Aktiengesellschaften – SPS, PSP, Allreal und Mobimo – mit jeweils einem 4-Sterne-Rating auf. Unserer Meinung nach ist Zug Estates mit ebenfalls 4 Sternen der Branchenleader im ESG-Bereich.

Aktuell verfügen mehr als zwei Drittel der von uns analysierten Immobiliengesellschaften über ein Nachhaltigkeitszertifikat. Es werden Ratings wie die Global Real Estate Sustainability Benchmark («GRESB»), das Carbon Disclosure Project («CDP») oder der Swiss Sustainable Real Estate Index («SSREI») angewandt. Mit den neuesten Vorgaben der Asset Management Association Switzerland («AMAS») werden die CO<sub>2</sub>-Messungen und Reduktionsziele bei Immobilienfonds vereinheitlicht und somit vergleichbarer.

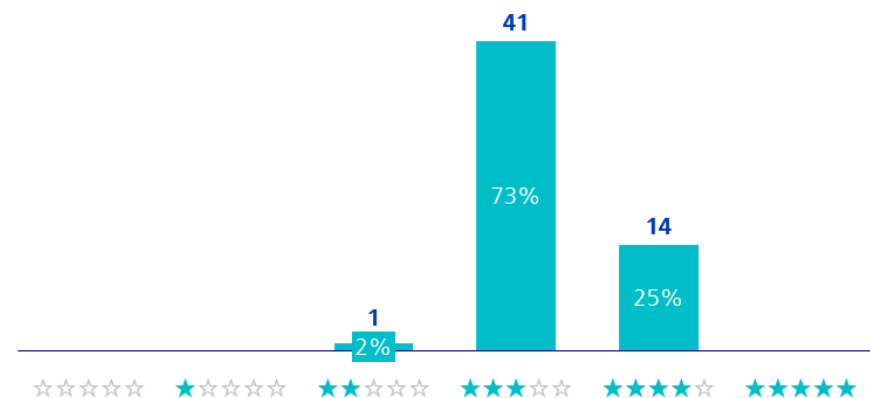
Bei den Immobiliengesellschaften hat die überwiegende Mehrheit bereits Netto-Null-Ziele veröffentlicht. Die meisten der analysierten Emittenten orientieren sich bei den Netto-Null-Zielen am Pariser Klimaabkommen, weshalb hauptsächlich langfristige Ziele für 2050 gesetzt werden.

## 2 ESG-Analyseergebnisse im Immobiliensektor

Über den gesamten Immobiliensektor ist eine homogene Verteilung im Coverage, ohne extrem positive oder extrem negative Ausreisser, zu beobachten. Über unsere gesamte Abdeckung von 56 Emittenten hinweg stufen wir keinen Emittenten mit 5 Sternen ein. 14 Emittenten erhalten 4 Sterne (25% aller Emittenten). Weitere 41 Emittenten (73% aller Emittenten) stufen wir mit 3 Sternen ein. Lediglich 1 Emittent (2% aller Emittenten) wird aktuell mit 2 Sternen bewertet. Kein Emittent erhält aktuell weniger als 2 Sterne.

Abbildung 1: ESG-Ratingverteilung der analysierten Emittenten

### Emittenten (Anzahl und prozentuale Verteilung)



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Derzeit bewerten wir 56 Emittenten in den Kategorien Immobilienaktiengesellschaften, Immobilienfonds und Immobilien-Anlagestiftungen mit unserem ESG-Ansatz

Im Durchschnitt erhalten die analysierten Emittenten 3.25 Sterne

Über unser gesamtes Coverage hinweg resultiert unter Berücksichtigung der quantitativen und qualitativen Aspekte ein Durchschnittswert von 3.25 Sternen.

Im Themengebiet Environmental («E»; umweltbezogene Aspekte) orientiert sich die Mehrheit der analysierten Emittenten unter den Immobilienaktiengesellschaften bei den Netto-Null-Zielen am Pariser Klimaabkommen, weshalb hauptsächlich langfristige Ziele für 2050 gesetzt werden.

Bei der ESG-Ratingverteilung fällt auf, dass über das gesamte von uns abgedeckte Spektrum hinweg die Emittenten im Themengebiet Governance («G»; Unternehmensführung) im Durchschnitt tendenziell die tiefsten Scores und im Themengebiet soziale Aspekte im Durchschnitt tendenziell die höchsten Scores erzielen.

Im Themengebiet Social («S»; soziale Aspekte) überzeugen viele Emittenten im Bereich Gesundheit und Arbeitsbedingungen sowie im Bereich der sozialen Verantwortung und im Hinblick auf den gesellschaftlichen Mehrwert. Generell zeigt sich bei Immobilienaktiengesellschaften im Vergleich zu den Immobilienfonds und Immobilien-Anlagestiftungen eine bessere Datenlage.

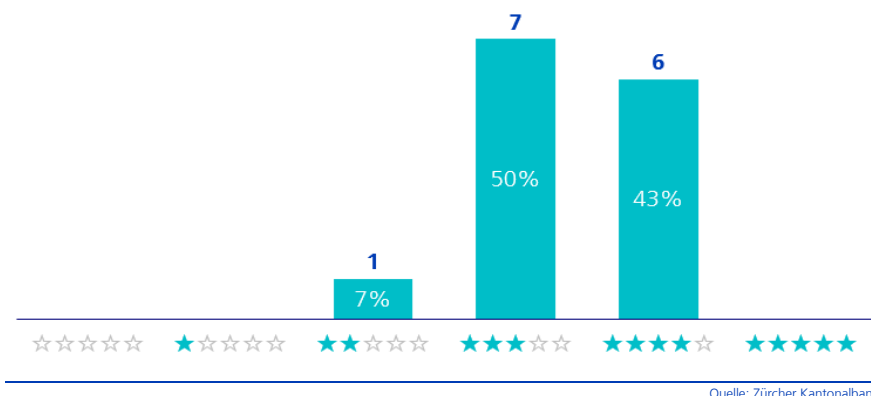


## 2.1 Immobilienaktiengesellschaften

Bei den Immobilienaktiengesellschaften besteht gemäss unserer Analyse eine homogene Verteilung, ohne extrem positive oder extrem negative Ausreisser. Positiv fallen die vier grössten Branchenvertreter – Swiss Prime Site, PSP Swiss Property, Allreal und Mobimo – mit jeweils 4 Sternen und der Branchenleader Zug Estates mit ebenfalls 4 Sternen auf. Lediglich eine Gesellschaft wird aktuell mit 2 Sternen bewertet.

Im Vergleich zur letztjährigen Publikation des ESG-Kompasses Aktien ergaben sich insgesamt vier Veränderungen bei unseren ESG-Ratings im Immobiliensektor. Gegenüber dem Vorjahr konnten Fundamenta Real Estate, Intershop, Ina Invest sowie Warteck Invest ihr Rating verbessern; sie alle haben einen zusätzlichen Stern erhalten. Fundamenta Real Estate konnte sich in den Bereichen soziale Aspekte und Unternehmensführung verbessern. Ina Invest hatte in den Bereichen Umwelt und soziale Aspekte bereits gut abgeschnitten und konnte sich aufgrund von zusätzlichen quantitativen Daten von externen Providern nochmals steigern. Intershop und Warteck Invest profitierten ebenfalls von besseren quantitativen Daten.

**Abbildung 3: ESG-Ratingverteilung – Aktiengesellschaften**  
**Aktiengesellschaften (Anzahl und prozentuale Verteilung)**



Über die gesamte Abdeckung der Immobiliengesellschaften hinweg resultiert unter Berücksichtigung der quantitativen und qualitativen Aspekte ein Durchschnittswert von 3.12 Sternen. Für unser gesamtes Research-Universum von Schweizer Aktiengesellschaften ergibt sich ein Durchschnittswert von 3.48 Sternen, wobei nur 5 Unternehmen (3.5% aller Unternehmen) 5 Sterne erreichen.

Neben Umweltaspekten wie Emissionen, Abfall und Ressourcenverbrauch sowie der Gesundheit und Sicherheit der Bewohner berücksichtigen von uns abgedeckte Aktiengesellschaften wie z.B. Ina Invest, HIAG und Zug Estates bei der Arealentwicklung auch gesellschaftliche Themen.

Aktuell verfügen mehr als zwei Drittel der von uns analysierten kotierten Schweizer Immobilienaktiengesellschaften über ein Nachhaltigkeitszertifikat. Zur Beurteilung der Nachhaltigkeitsperformance werden GRESB-Ratings, das Carbon Disclosure Project oder der Swiss Sustainable Real Estate Index («SSREI») herangezogen.

Im Bereich der ESG-Berichterstattung erfüllen bereits 43% der analysierten Unternehmen die EPRA- oder GRI-Standards und tragen so dazu bei, Transparenz und Vergleichbarkeit zu schaffen und Informationen zu relevanten Branchenthemen schnell und übersichtlich auffindbar zu machen.

Bei den Immobilienaktiengesellschaften konzentrieren sich 14% der Emittenten zunächst auf die Reduktion von Emissionen, während die überwiegende Mehrheit bereits Netto-Null-Ziele veröffentlicht hat.

**Abbildung 2: ESG-Ratingverteilung**

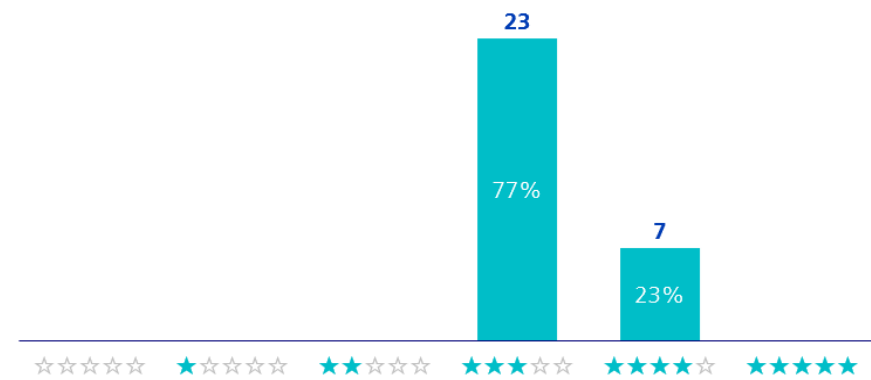
Aktiengesellschaften	ESG-Rating
Allreal	★★★★☆
EPIC Suisse	★★★★☆☆
Fundamenta Real Estate	★★★★☆☆
HIAG	★★★★☆☆
Ina Invest	★★★★☆
Intershop	★★★★☆☆
Investis	★★★☆☆☆
Mobimo	★★★★☆
Plazza	★★★★☆☆
PSP Swiss Property	★★★★☆
SF Urban Properties	★★★★☆☆
Swiss Prime Site	★★★★☆
Warteck Invest	★★★★☆☆
Zug Estates	★★★★☆

Quelle: Zürcher Kantonalbank

## 2.2 Immobilienfonds

Bei den Immobilienfonds besteht gemäss unserer Analyse eine stark konzentrierte Verteilung. Knapp 80% der Immobilienfonds erhalten 3 Sterne und sieben Fonds erzielten ein 4-Sterne-Rating (23%).

**Abbildung 5: ESG-Ratingverteilung – Immobilienfonds**  
**Immobilienfonds (Anzahl und prozentuale Verteilung)**



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Über die Abdeckung der Immobilienfonds hinweg resultiert unter Berücksichtigung der quantitativen und qualitativen Aspekte ein Durchschnittswert von 3.29 Sternen.

Immobilienfonds sind im Vergleich zu Immobilienaktiengesellschaften stärker reguliert und unterliegen speziellen gesetzlichen Vorschriften und einer Aufsicht. Anlagefonds werden grundsätzlich durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht («FINMA») und das Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen («KAG») reguliert. Mit dem KAG bezweckt der Bund den Schutz der Anlegerinnen und Anleger sowie die Sicherstellung der Funktionsfähigkeit und Transparenz (KAG, Art. 1). Die Immobilien-gesellschaften unterstehen, wie andere Aktiengesellschaften dem Obligationenrecht («OR») und dem Börsengesetz («BEHG»), sofern sie an der Schweizer Börse kotiert sind.

Konkret weisen Immobilienfonds im Gegensatz zu den meisten Immobilien-gesellschaften standardisierte Kennzahlen sowie detaillierte Informationen zu allen Immobilien im Liegenschaftsspiegel aus. Zudem gibt es für Immobilienaktien-gesellschaften grundsätzlich keine gesetzlichen Leverage-Vorschriften. Der durchschnittliche Fremdfinanzierungsgrad («LTV») der an der SIX kotierten Immobilienaktien lag per Ende 2023 bei rund 40% (der von Immobilienfonds bei rund 22%). Der LTV der Immobilienfonds darf gemäss Vorgaben bei maximal 33% liegen (es gibt jedoch gewisse Ausnahmeregelungen).

Bei den offenen kollektiven Kapitalanlagen haben die Anleger Anspruch auf Rückgabe ihrer Anteile zum Nettoinventarwert («NAV»). Bei vertraglichen Anlagefonds ist eine Rückgabe der Anteile zum NAV nach einer gewissen Kündigungsfrist zum Ende des Rechnungsjahres möglich.

Anders als bei Aktiengesellschaften können bei Fondskonstruktionen aufgrund der Abgeltung der Managementgebühr durch den Anleger, gemessen an der Fondsbetriebskostenquote (Total Expense Ratio Real Estate Fonds Gesamtfonds-vermögen; «TER REF GAV»), unseres Erachtens inhärente Interessenkonflikte unter anderem bezüglich der Fondsgrösse bestehen.

Aus der Fondskonstruktion ergibt sich ein 100%iger Streubesitz und typischerweise eine hohe Anlegerdiversifikation. Bei offenen kollektiven Kapitalanlagen, die entweder als vertraglicher Anlagefonds oder als Investmentgesellschaft mit variablem

**Abbildung 4: ESG-Ratingverteilung**

Immobilienfonds	ESG-Rating
Baloise Swiss Property	★★★★☆
Bonhôte Immobilier	★★★★☆
CS 1A Immo PK	★★★★☆
CS Green Property	★★★★☆
CS Hospitality	★★★★☆
CS Interswiss	★★★★☆
CS LivingPlus	★★★★☆
CS REF LogisticsPlus	★★★★☆
CS Siat	★★★★☆
ERRES	★★★★☆
Fonds Immobilier Romand	★★★★☆
Immo Helvetic	★★★★☆
IMMOFONDS	★★★★☆
La Foncière	★★★★☆
Patrimonium SREF	★★★★☆
Procimmo 1	★★★★☆
Realstone	★★★★☆
Schroder ImmoPLUS	★★★★☆
SF Retail Properties	★★★★☆
SF Sustainable Property	★★★★☆
Solvalor 61	★★★★☆
Sustainable Real Estate	★★★★☆
Swiss Life ESG Swiss Prop.	★★★★☆
Swissinvest RE	★★★★☆
UBS Anfos	★★★★☆
UBS Direct Residential	★★★★☆
UBS Direct Urban	★★★★☆
UBS Foncipars	★★★★☆
UBS Sima	★★★★☆
UBS Swissreal	★★★★☆

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Kapital («SICAV») ausgestaltet sein können, erachten wir die Mitwirkungsrechte im Vergleich zu einer Aktiengesellschaft als unterdurchschnittlich. Wir gehen davon aus, dass in SICAV-Strukturen die Interessen der Anleger besser vertreten werden können als in klassischen Fondsstrukturen. Ein Fonds in einer SICAV-Struktur (z.B. Bonhôte Immobilien, ERRES, Realstone) stellt eine juristische Person dar. Der Anleger kann an der Generalversammlung teilnehmen und seine Interessen entsprechend einbringen. Zudem wird der Verwaltungsrat, der die Geschäftsleitung bestimmt, von der Generalversammlung gewählt.

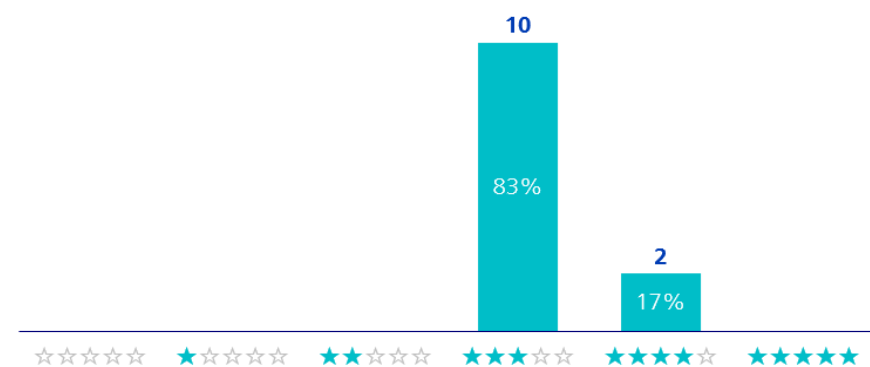
Die Immobilienfonds nehmen ihre Investor-Relations-Funktion gut wahr, bleiben unserer Meinung nach aber hinter den führenden Immobilienaktiengesellschaften zurück.

### 2.3 Immobilien-Anlagestiftungen

Bei den Immobilien-Anlagestiftungen zeigt sich gemäss unserer Analyse eine sehr homogene Verteilung: Rund 83% der Anlagestiftungen erhalten ein 3-Sterne-Rating. Unseres Erachtens ist die Nachhaltigkeitsberichterstattung im Vergleich zu den Immobilienaktiengesellschaften jedoch weniger transparent und umfangreich.

**Abbildung 7: ESG-Ratingverteilung – Anlagestiftungen**

**Anlagestiftungen** (Anzahl und prozentuale Verteilung)



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Über unsere Abdeckung der Anlagestiftungen hinweg resultiert unter Berücksichtigung der quantitativen und qualitativen Aspekte ein Durchschnittswert von 3.17 Sternen.

Anlagestiftungen sind als Anlagevehikel zur professionellen und kostengünstigen Kollektivanlage für schweizerische Vorsorgeeinrichtungen (2. und 3. Säule) naturgemäss stärker reguliert als Aktiengesellschaften. Sie unterstehen dem Schweizer Stiftungsrecht und der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge («OAK BV»). Im Gegensatz zu Immobilienaktien und -fonds können Anteile an Anlagestiftungen nur bei der Öffnung der Anlagestiftung oder durch Zession erworben werden. Somit besteht kein Börsenhandel mit Anteilen, sondern lediglich ein Rückgabe- oder Abtretungsrecht.

Das konservative Risikoprofil von Immobilien-Anlagestiftungen zeigt sich an verschiedenen Stellen. Wie bei den Immobilienfonds ist der maximale LTV auf 33% beschränkt. Per Ende 2023 lag der LTV bei den Anlagestiftungen in unserer Coverage im Durchschnitt bei rund 11% (vs. Immobilienfonds: rund 22%; vs. Immobilienaktiengesellschaften: rund 40%). Zudem dürfen Immobilien-Anlagestiftungen nur begrenzt im Entwicklungsgeschäft tätig sein. So dürfen Bauland, angefangene Bauten sowie sanierungsbedürftige Objekte maximal 30% des Vermögens einer Anlagegruppe ausmachen. Der Verkehrswert eines Objektes darf höchstens 15% des Vermögens der

**Abbildung 6: ESG-Ratingverteilung**

Anlagestiftungen	ESG-Rating
AST Assetimmo Wohnen	★★★★☆☆
AST Avadis Wohnen	★★★★☆☆
AST Pensimo Casareal	★★★★☆☆
AST Turidomus Casareal	★★★★☆☆
CSA Real Estate Switzerland	★★★★☆☆
CSA Real Estate Switzerland Com.	★★★★☆☆
SPA Immobilien Schweiz	★★★★☆☆
Swiss Life AST Geschäftsimmob.	★★★★☆☆
Swiss Life AST Immobilien	★★★★☆☆
UBS AST Immobilien Schweiz	★★★★☆☆
UBS AST Kommerzielle Immob.	★★★★☆☆
Zuerich AST Immobilien Wohnen	★★★★☆☆

Quelle: Zürcher Kantonalbank



Anlagegruppe betragen. Zur Aufrechterhaltung der Zahlungsbereitschaft sind Anlagestiftungen zudem verpflichtet, eine angemessene Liquiditätshaltung sicherzustellen. Langfristig erachten wir Anlagestiftungen aufgrund ihres konservativen Risikoprofils daher im Vergleich zu Immobilienaktiengesellschaften als weniger risikoreich, aber auch tiefer rentierend.

Hinsichtlich der Governance der Anlagestiftungen beurteilen wir die Mitwirkungsrechte im Vergleich zu Immobilienfonds als überdurchschnittlich. Es gibt eine Anlegerversammlung, in der über relevante Themen abgestimmt wird.

Die Anlegerdiversifikation ist bei Anlagestiftungen oft unterdurchschnittlich. Jeder potenzielle Investor muss zunächst von der Anlagestiftung akzeptiert werden. Als negativ erachten wir den Principal-Agent-Konflikt, der bei vielen Anlagestiftungen besteht. Im Vergleich zu Aktiengesellschaften können bei Anlagestiftungen inhärente Interessenskonflikte bezüglich der Grösse der Anlagegruppe aufgrund der Abgeltung der Performance durch den Anleger, gemessen an der Betriebskostenquote (Total Expense Ratio auf das Gesamtanlagevermögen; «TER GAV») bestehen. Die Eigentümer von Anlagestiftungen können dem Anreiz unterliegen, die Assets under Management («AuM») der Anlagegruppe stetig zu erhöhen, auch wenn dies nicht im besten Interesse der Anleger der Anlagestiftung ist. Insgesamt gehen wir davon aus, dass die Anlegerinteressen bei Immobilien-Anlagestiftungen im Vergleich zu klassischen Fondsstrukturen zwar besser vertreten werden können, sind jedoch der Meinung, dass bei Immobilienaktiengesellschaften in dieser Hinsicht besser aufgestellt sind.

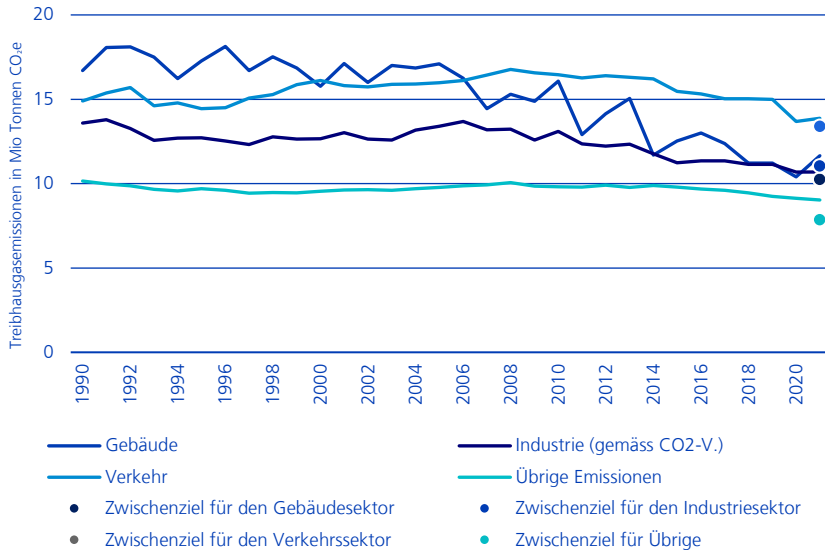
In Bezug auf umweltbezogene Aspekte wird Schweizer Immobilien-Anlagestiftungen empfohlen, sich nach der Empfehlung der KGAST («Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen») zu umweltrelevanten Kennzahlen für Immobilien-Anlagegruppen zu richten. Diese orientiert sich an den von der AMAS erarbeiteten und seit dem 1. Juli 2022 gültigen «Umweltrelevanten Kennzahlen für Immobilienfonds» sowie dem AMAS-Zirkular Nr. 06/2023 «Best Practices zu den umweltrelevanten Kennzahlen für Immobilienfonds». Sie umfassen Angaben zu Abdeckungsgrad, Energieträgermix, Energieverbrauch (Scope 1 und 2), Energieintensität, Treibhausgasemissionen und der Intensität der Treibhausgasemissionen. KGAST empfiehlt Immobilien-Anlagegruppen, diese Kennzahlen gemäss der AMAS-Fachinformation zu erheben und auf Portfolioebene auszuweisen.

Insgesamt messen wir der Verbesserung der Nachhaltigkeitsberichterstattung bei Anlagestiftungen einen besonders hohen Nutzen bei, da die Investor-Relations-Funktion im ESG-Bereich insbesondere im Vergleich zu Immobilienaktiengesellschaften deutlich weniger umfangreich ist. Aus unserer Sicht sollten Anlagestiftungen daher der Nachhaltigkeitsberichterstattung einen besonders hohen Stellenwert einräumen, um sich positiv von der Konkurrenz abheben zu können.

### 3 Nachhaltigkeit im Immobiliensektor

Der schweizerische Gebäudepark ist für rund 26% der nationalen Treibhausgasemissionen («THG») verantwortlich. Dies liegt unter anderem daran, dass ältere Liegenschaften oft nicht emissionsparend gebaut wurden und die Wärmeerzeugung in vielen Fällen auf fossilen Energieträgern wie Öl oder Gas basiert.

Abbildung 8: Treibhausgasemissionen nach Sektor für die Schweiz



Notiz: «CO<sub>2</sub>-V» steht für die «Verordnung über die Reduktion der CO<sub>2</sub>-Emissionen» des Bundesrates

Quellen: BAFU, Zürcher Kantonalbank

Die Emittenten im Schweizer Immobilienmarkt sind darauf bedacht, die Qualität der Gebäude langfristig zu erhalten und eine Ausschüttung angemessener Erträge an die Investoren zu gewährleisten, die auf einem sorgsamem Umgang mit nicht erneuerbaren Energien und dem Klimaschutz basieren. Daher haben viele Emittenten die Anlagepolitik und -strategie ihrer Immobilien erweitert und verbindliche Nachhaltigkeitsziele definiert.

Bei jedem Bauvorhaben und jeder Sanierung fokussieren sich die Emittenten gemäss ihrer Energiestrategie auf nachhaltige Materialien, die Verbesserung der Energieeffizienz und den Einsatz erneuerbarer Energien. Der achtsame Umgang mit Ressourcen wird immer häufiger bereits ab dem Projektstart in die Planung einbezogen. Ressourceneinsparungspotenzial wird mittels Materialflussanalyse, Ökobilanzierung oder Kostenanalysen ermittelt. Eine Reduktion des Betonanteils und die Erhaltung von Bestandsimmobilien werden wo möglich umgesetzt. Um die Abhängigkeit von fossilen Energieträgern zu verringern, wird in der Branche vermehrt auf Fernwärme, Fotovoltaik oder Wärmepumpen sowie auf die Verbesserung der Energieeffizienz der Gebäudehülle gesetzt.

Bei Neubauten verursachen die Baumaterialien in der Regel mehr Treibhausgase als der Betrieb mit erneuerbaren Energien über die nächsten 50 Jahre. Für die CO<sub>2</sub>-Bilanz von Ersatzneubauten ist deshalb die Wahl der Baumaterialien besonders relevant. Werden bereits verwendete Materialien verbaut, schliesst sich der Kreislauf und die grauen Treibhausgasemissionen werden reduziert. Immer mehr Emittenten orientieren sich deshalb am Prinzip der Kreislaufwirtschaft.

Bei Bestandsliegenschaften konzentrieren sich die Emittenten insbesondere auf den Austausch fossiler Heizungssysteme sowie auf die Verbesserung der Energieeffizienz. Die Bauprojekte planen und realisieren sie meist gemäss bereits etablierten Nachhaltigkeitsstandards. Die Aspekte der Nachhaltigkeit werden somit in den gesamten Investitionsprozess mit einbezogen und entlang des Lebenszyklus der

**Der achtsame Umgang mit Ressourcen wird immer häufiger bereits ab Projektstart in die Planung einbezogen**

**Bauprojekte werden in der Regel gemäss bereits etablierten Nachhaltigkeitsstandards geplant und realisiert**

Liegenschaften umgesetzt – von der Akquisition respektive vom Neubau über Sanierungen bis hin zum laufenden Betrieb.

Neben Umweltaspekten wie Emissionen, Abfall und Ressourcenverbrauch sowie der Gesundheit und Sicherheit der Bewohner haben die von uns analysierten Emittenten wie beispielsweise Zug Estates, HIAG oder Ina Invest bei der Arealentwicklung auch gesellschaftliche Themen wie die Errichtung von Parkanlagen und Spielmöglichkeiten oder die Schaffung einer angenehmen und lebendigen Atmosphäre innerhalb der entwickelten oder zu entwickelnden Areale berücksichtigt.

Aktuell verfügen die meisten der von uns analysierten Immobiliengesellschaften über ein Nachhaltigkeitszertifikat. Diesbezüglich werden Ratings wie die Global Real Estate Sustainability Benchmark, das Carbon Disclosure Project oder der SSREI zur Bewertung der Nachhaltigkeitsperformance von Immobilienanlagen herangezogen. Die Schweizer Emittenten streben an, in Zukunft ausschliesslich Grünstrom zu nutzen. Ausserdem werden die Reduktionsziele für die Immobilien laufend weiter verschärft.

Dank neuer Standards und des Einsatzes zukunftsweisender Technologien sind die Emittenten zuversichtlich, dass bei Bestandsliegenschaften die Intensität der relativen CO<sub>2</sub>-Emissionen im Rahmen des Pariser Klimaabkommens bis 2050 auf Netto-Null gesenkt bzw. nicht vermeidbare Emissionen kompensiert werden können. Bei rund der Hälfte, der im Immobiliensektor durch uns analysierten Unternehmen werden zum jetzigen Zeitpunkt nur Emissionen aus Scope 1 und Scope 2 erfasst, die Emissionen aus Scope 3, die den grössten Anteil ausmachen, hingegen ignoriert.

**Neben Umweltaspekten werden bei der Arealentwicklung zunehmend gesellschaftliche Themen berücksichtigt und z.T. auch zertifiziert (SNBS-Areal)**

**Aufgrund neuer Standards und des Einsatzes zukunftsweisender Technologien sind die Schweizer Immobilienunternehmen zuversichtlich, die Intensität der relativen CO<sub>2</sub>-Emissionen bis 2050 – gemäss den aktuellen Vorgaben – auf Netto-Null zu senken**

### **3.1 Politische Dimension der Nachhaltigkeit**

Im letzten Jahrzehnt hat das Thema Nachhaltigkeit kontinuierlich an Bedeutung gewonnen und spielt eine immer grössere Rolle. Auf politischer Ebene wurde im September 2015 ein wichtiger Schritt getan, als die Mitgliedstaaten der Vereinten Nationen («UN») die Agenda 2030 mit 17 Zielen für nachhaltige Entwicklung (Sustainable Development Goals, «SDGs») verabschiedet haben. Sie vertieft die Prinzipien des seit dem Jahr 2000 bestehenden UN Global Compact und behandelt Aspekte wie Menschenrechte und Umweltschutz.

Die Schweiz beabsichtigt, diese Ziele im Rahmen der «Strategie Nachhaltige Entwicklung 2030» («SNE 2030») umzusetzen. Im Dezember 2015 fand in Paris die 21. UN-Klimakonferenz statt, an der das Pariser Abkommen ausgehandelt wurde. Es verpflichtet 195 UN-Mitgliedsstaaten zur Reduktion von Treibhausgasemissionen, um die globale Erwärmung auf unter 2°C im Vergleich zur vorindustriellen Zeit zu begrenzen. Die Schweiz strebt an, ihre CO<sub>2</sub>-Emissionen bis 2030 um 50% gegenüber 1990 zu reduzieren und bis 2050 klimaneutral zu sein. Die verbleibenden Emissionen sollen durch Negativemissionstechnologien ausgeglichen werden.

Die EU verfolgt ähnliche Ziele: Der European Green Deal, der 2019 verabschiedet wurde, zielt darauf ab, Europa als ersten Kontinent bis 2050 klimaneutral zu machen. Mit der EU-Taxonomie-Verordnung hat die EU-Kommission einen Rahmen geschaffen, um «nachhaltige» Wirtschaftstätigkeit in der EU allgemeingültig zu klassifizieren. Allerdings haben im Zusammenhang mit der Förderung der Unabhängigkeit des Westens von Russland im Juli 2022 sowohl die EU-Kommission als auch das EU-Parlament einen delegierten Rechtsakt verabschiedet, der die Aufnahme von fossilem Erdgas und Kernenergie in die EU-Taxonomie vorsieht.

Vom 30. November bis 13. Dezember 2023 fand die 28. UN-Klimakonferenz in Dubai statt. Vertreter aus 197 Staaten diskutierten zwei Wochen lang über Umwelt- und Klimaschutz. Nach langen Debatten hat man sich auf eine Abschlusserklärung geeinigt, welche die folgenden Ergebnisse beinhaltet:

**Die Schweiz hat sich zum Ziel gesetzt, bis 2030 eine CO<sub>2</sub>-Reduktion von 50% gegenüber 1990 und bis 2050 Netto-Null zu erreichen**

- In dem Beschluss hat sich die Weltgemeinschaft auf eine «Abkehr» von fossilen Energien geeinigt. Dies zumindest auf dem Papier. Ein Bekenntnis zu einem «klaren Ausstieg» kommt in dem Dokument jedoch nicht vor.
- Die Kapazitäten erneuerbarer Energien sollen bis zum Jahr 2030 verdreifacht und die Energieeffizienz soll verdoppelt werden.
- Staaten des Globalen Südens können zukünftig mit Unterstützung rechnen, wenn sie von Klimaschäden wie Fluten, Dürren und Stürmen getroffen werden. Mehrere Staaten sicherten Gelder zu. Insgesamt wurden etwa USD 800 Mio gesammelt.

**28. UN-Klimakonferenz in Dubai: Wegen des Streits über den Ausstieg aus fossilen Energieträgern hatte die Konferenz länger als geplant gedauert. Man einigte sich im Abschlussdokument auf «Abkehr» statt «Ausstieg» von fossilen Energien**

### 3.2 Einfluss auf den Schweizer Finanzplatz

Allgemein ist die nachhaltige Entwicklung für den Bund und die Kantone keine freiwillige Aufgabe. Artikel 2 (Zweck) der Bundesverfassung erklärt die nachhaltige Entwicklung zu einem Staatsziel. Nachhaltigkeit beeinflusst den Schweizer Finanzmarkt zunehmend. Sich als Kompetenzzentrum für nachhaltige Anlagen zu profilieren, kann als Chance angesehen werden, dem Schweizer Finanzplatz neue Perspektiven zu eröffnen. Im Vergleich zu 2020 stieg das Volumen nachhaltiger Investments bis 2021 schweizweit um 30% auf knapp CHF 2 000 Mrd. Von Ende 2021 bis Ende 2022 sank das Volumen im Bereich Nachhaltigkeit jedoch um 19% auf CHF 1 600 Mrd. Der Rückgang lässt sich mit der negativen Marktentwicklung im Jahr 2022 (Swiss Leader Index Total Return: -16.5%), den strengeren Definitionen der befragten Anleger, und geringeren gemeldeten Volumina für «Asset Owner Stewardship»-Ansätze erklären. Das Volumen nachhaltiger Fonds entspricht ähnlich wie im letzten Jahr etwa 52% des gesamten Schweizer Fondsmarktes.

**Die nachhaltige Entwicklung der Schweiz ist gemäss Bundesverfassung ein Staatsziel**

Am häufigsten greifen Finanzmarktteilnehmer bei der Wahl ihrer Anlagen auf ESG-Klassifizierungen zurück. Allerdings fehlen in der Schweiz bisher spezifische regulatorische Vorgaben für Finanzprodukte und -dienstleistungen mit Nachhaltigkeitsbezug. Dies erhöht das Risiko, dass Kunden und Anleger über die nachhaltigen Eigenschaften der Finanzprodukte und -dienstleistungen getäuscht werden (sogenanntes «Greenwashing»). Aus diesem Grund lancierte der Bundesrat im Juni 2022 die Swiss Climate Scores, die für mehr Transparenz und eine bessere Vergleichbarkeit zwischen den Finanzanlagen hinsichtlich ihrer Verträglichkeit mit internationalen Klimazielen sorgen sollen.

**Die Swiss Climate Scores sollen für mehr Transparenz und Vergleichbarkeit zwischen Finanzanlagen hinsichtlich ihrer Klimafreundlichkeit sorgen**

Der Bundesrat hat 2020 einen Bericht über Nachhaltigkeit im Finanzsektor und Leitlinien vorgelegt, damit der Schweizer Finanzmarkt ein führender Standort für nachhaltige Finanzdienstleistungen bleibt. Vorgesehen ist, dass die Schweizer Finanzbranche auch in Zukunft im internationalen Vergleich wettbewerbsfähig bleibt und ihre Position fortlaufend verbessert. Dies soll auch durch das Ausschöpfen des Potenzials, das im Green-Fintech-Bereich liegt, und durch effektive Nachhaltigkeitsbeiträge von Finanzmarktakteuren erreicht werden.

Den Schweizer Pensionskassen, Versicherungen, Banken und Vermögensverwaltern bietet sich die Möglichkeit, Transparenz über ihre Investitionen zu schaffen, indem sie an Klimaverträglichkeitstests, die vom Bundesamt für Umwelt («BAFU») und vom Sekretariat für internationale Finanzfragen («SIF») angeboten werden, teilnehmen. Ausserdem fordert der Bundesrat in seinem Bericht neue Standards für die Finanzbranche. Das Eidgenössische Finanzdepartement («EFD») prüft aktuell in Zusammenarbeit mit dem Eidgenössischen Departement für Umwelt, Verkehr, Energie und Kommunikation («UVEK»), dem Eidgenössischen Department für Wirtschaft, Bildung und Forschung («WBF») und der FINMA Anpassungen des Finanzmarktrechts, um Greenwashing zu verhindern. Solange das Gesetz noch nicht angepasst wurde,

appelliert der Bundesrat an die Branche, sich an den bisher getroffenen Massnahmen zu orientieren.

Wo die Schweiz bezüglich Nachhaltigkeit im internationalen Vergleich steht, wird in der Literatur eingehend diskutiert: So wurde im Juni 2021 das «revidierte CO<sub>2</sub>-Gesetz» abgelehnt, welches dafür hätte sorgen sollen, dass sich der Treibhausgasausstoss der Schweiz bis 2030 im Vergleich zum Wert von 1990 halbiert. Die Ablehnung erschwert das Erreichen der Emissionsziele. Andererseits stufte der Global Sustainable Competitiveness Index («GSCI») die Schweiz 2021 auf dem dritten Platz ein, da eine effiziente Ressourcennutzung und gute Wohnbedingungen sehr positiv ins Gewicht fallen. Aufgrund des grossen Wertschöpfungsanteils in Serviceindustrien und der grösstenteils entkarbonisierten Stromgewinnung steht die Schweiz international vergleichsweise gut da.

### 3.3 Berichterstattungspflicht bei Aktiengesellschaften

Für Schweizer Unternehmen und Anleger ändert sich aktuell und in Zukunft einiges hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung. Zwar scheiterte die Volksinitiative «Für verantwortungsvolle Unternehmen – zum Schutz von Mensch und Umwelt» («KVI») im November 2020, aber als Konsequenz trat der indirekte Gegenvorschlag des Schweizer Parlaments in Kraft. Dieser sieht unter anderem eine Berichterstattungspflicht für nichtfinanzielle Belange grosser Unternehmen (mit mindestens 500 Vollzeitstellen, einer Bilanzsumme von mind. CHF 20 Mio oder einem Umsatz von mind. CHF 40 Mio) sowie eine Sorgfaltspflicht (bezüglich Mineralien und Metallen aus Konfliktgebieten und Kinderarbeit) vor. Die neuen Bestimmungen zu einem besseren Schutz von Mensch und Umwelt wurden im Obligationenrecht verankert und gelten seit dem 1. Januar 2022. Das Gesetz gewährt den Unternehmen ein Jahr, um sich auf die neuen Pflichten einzustellen. Diese finden somit erstmals im Geschäftsjahr 2023 Anwendung.

Der Bundesrat hat Ende November 2022 die Vollzugsverordnung zur Klimaberichterstattung verabschiedet und auf den 1. Januar 2024 in Kraft gesetzt (ein Jahr später als ursprünglich geplant). Berichtet werden muss erstmals über das Geschäftsjahr 2024. Die Verordnung präzisiert Offenlegungspflichten in drei Bereichen: a) nicht finanzielles Reporting zu Umwelt- und Sozialbelangen, Arbeitnehmerthemen, Menschenrechten und Korruption, b) Sorgfaltspflichten zu Kinderarbeit und Konfliktmineralien und c) Klimaberichterstattung gemäss der Task Force on Climate Related Financial Disclosures («TCFD») betreffend Governance, Strategie, Risikomanagement, Kennzahlen & Ziele.

Die neuen Vorschriften stellen einige Berichtspflichten klar, lassen jedoch auch Einzelheiten offen. Dargelegt werden muss ein Übergangsplan, der mit den Schweizer Klimazielen vergleichbar ist. Darin sind u.a. Übergangsrisiken, quantitative CO<sub>2</sub>-Ziele sowie Aktivitäten zur CO<sub>2</sub>-Reduktion darzulegen. Angaben sind zu sämtlichen Treibhausgasemissionen entlang der gesamten Wertschöpfungskette zu machen, d.h. inklusive Scope-3-Emissionen. Gemäss der Doppelten Materialität («Double Materiality») soll den Stakeholdern aus zwei Perspektiven ein umfassenderes Bild vermittelt werden. Einerseits soll der Bericht das finanzielle Risiko offenlegen, dem ein Unternehmen aufgrund des Klimawandels ausgesetzt ist. Andererseits sollen die Auswirkungen der Geschäftstätigkeit eines Unternehmens auf das Klima aufgezeigt werden.

Das Mitte 2023 finalisierte ISSB-Rahmenwerk («IFRS») zielt darauf ab, einen standardisierten globalen Offenlegungsrahmen zu schaffen, der die bestehenden Berichtsstandards konsolidiert und eine doppelte Berichterstattung vermeidet. Die

**Wird der Treibhausgasausstoss im Vergleich zur Vermögensbildung betrachtet, steht die Schweiz als effizientestes Land der Welt da**

**Ab dem GJ 2024 müssen Unternehmen mit bspw. mehr als CHF 40 Mio Umsatz ihre CO<sub>2</sub>-Emissionen deklarieren**

**Ab 2024 gelten Offenlegungspflichten in folgenden drei Bereichen:**

- ESG-Reporting inkl. CO<sub>2</sub>-Ziele
- Sorgfaltspflichten
- Klimaberichterstattung gemäss TCFD

Schweiz strebt eine regulatorische Angleichung an die Corporate Sustainability Reporting Directive («CSRD») an.

### 3.4 Hoher Aufwand für kleinere Emittenten bei der Berichterstattung

Nicht alle Emittenten haben die gleichen Publikationsverpflichtungen, denn nicht alle sind börsenkotiert. Bei den Schweizer börsenkotierten Immobiliengesellschaften misst zwar heute gemäss unserer Analyse ein Grossteil die Emissionen, doch den kleineren Aktiengesellschaften fehlen oft die Ressourcen, um der EU-Offenlegungsverordnung («SFDR») und den geforderten Standards von ESG-Ratingagenturen nachzukommen. Die Erhebung (vor allem der Scope-3-Emissionen) und Auswertung von Daten und das Erstellen eines umfassenden ESG-Reportings können sehr zeit- und kostenintensiv sein.

Hinzu kommt, dass über grosskapitalisierte Unternehmen deutlich mehr ESG-Daten (von entsprechenden Ratingagenturen) als über kleinkapitalisierte Unternehmen vorliegen. Auch Risiken von Interpretationsverzerrungen oder Sprachbarrieren, im Sinne von fehlenden englischen Berichterstattungen, können eine Rolle spielen.

Die meisten am Markt verfügbaren ESG-Ratings greifen auf Methodiken zurück, die eine absolute Bewertung der Daten vornehmen. Wurde eine Information nicht gefunden, werden keine Punkte verteilt und der Bereich wird in der Scorecard mit dem Minimumscore gewertet. Dies führt zu Verzerrungen in den ESG-Ratings hinsichtlich der Marktkapitalisierung. Zwar sind sich die entsprechenden Ratingagenturen dieser Tatsache bewusst, doch ist es nicht einfach, die Methodik umzustellen oder für kleinere Unternehmen anzupassen.

Wir sind uns der Ressourcenknappheit der kleineren Unternehmen und auch teilweise der Immobilienfonds und Anlagestiftungen in Bezug auf die ESG-Berichterstattung bewusst und berücksichtigen dies in unserer ESG-Analyse. Mit der grössten Immobilien-Coverage der Schweiz wollen wir mit unserem ESG-Rating eine Hilfestellung und einen substanziellen Mehrwert für Investoren schaffen. Dazu analysieren wir in verschiedenen Sprachen verfasste Geschäfts- und Nachhaltigkeitsberichte. Zudem suchen wir den direkten Austausch mit Vertretern der Emittenten. Dabei ist uns wichtig, dass kleinere Emittenten, welche den Handlungsbedarf erkannt haben, zumindest im Rahmen des Möglichen Initiativen ergreifen und an einer detaillierten ESG-Berichterstattung arbeiten.

### 3.5 Mindestanforderungen und Transparenz bei Immobilienfonds

Gemäss FINMA nehmen die Investitionen in nachhaltige Schweizer Finanzprodukte weiter zu. Deshalb müssen Schweizer Fonds u.a. für ausreichende Transparenz sorgen. Um das Vertrauen der Anleger in den Finanzplatz Schweiz zu stärken, haben die AMAS und Swiss Sustainable Finance («SSF») Empfehlungen zu Mindestanforderungen an nachhaltige Anlageprodukte herausgegeben. Die «Empfehlungen zu Mindestanforderungen und Transparenz für nachhaltige Anlageansätze und -produkte» fokussieren auf nachhaltige Produkte, die von der Fonds- und Vermögensverwaltungsbranche entwickelt und von Finanzdienstleistern an Investoren vertrieben werden. Sie definieren Mindestkriterien für nachhaltiges Investieren, Mindestanforderungen an die Anlegerinformation und Anlageansätze, die den Zielen der Anleger am besten entsprechen.

Schweizer Immobilienfonds werden in der Zukunft ihre umweltrelevanten Kennzahlen auf einer einheitlichen und breit abgestützten Datenbasis ausweisen. Die AMAS hat diesbezüglich ihre entsprechende Best Practice erweitert und will somit eine bessere Standardisierung und Vergleichbarkeit von Schweizer Immobilienfonds hinsichtlich ihrer Umwelt- und Klimaverträglichkeit erreichen. Eine einheitliche

**Das Erstellen eines umfassenden ESG-Berichts ist sehr zeit- und kostenintensiv**

**Wir berücksichtigen die Ressourcenknappheit vieler KMU hinsichtlich der ESG-Berichterstattung und bieten mit unserer Analyse besonders auch bei solchen Unternehmen einen Mehrwert für Investoren**

**Wichtig ist, dass kleinere Unternehmen, welche den Handlungsbedarf erkannt haben, zumindest im Rahmen des Möglichen Initiativen ergreifen und an einer detaillierten ESG-Berichterstattung arbeiten**

**Für Immobilienfonds gibt es Empfehlungen zu Mindestanforderungen und Transparenz für nachhaltige Anlagen**

**Ab dem 31. Dezember 2024 ist die Anwendung in allen Jahresberichten der Schweizer Immobilienfonds verpflichtend**



Berechnungsgrundlage, wie sie beispielsweise von der Real Estate Investment Data Association («REIDA») angestrebt wird, dürfte die Vergleichbarkeit weiter erhöhen. Am 31. Mai 2022 hat die AMAS mit der ersten Veröffentlichung der umweltrelevanten Kennzahlen für Schweizer Immobilienfonds erreicht, dass die Transparenz und Vergleichbarkeit für Investor Investoren erhöht wurde. Die AMAS empfiehlt die sofortige Anwendung der Best Practice zu den Umweltkennzahlen für alle Immobilienfonds. Ab dem 31. Dezember 2024 ist die Anwendung in allen Jahresberichten der Schweizer Immobilienfonds verpflichtend.

## 4 Verbreitete ESG-Standards im Immobiliensektor

Aktuell existieren weltweit über 600 verschiedene Standards, Initiativen, Rahmenwerke und Richtlinien zur Nachhaltigkeitsberichterstattung. Dass dies weder der Entwicklung eines gemeinsamen Nachhaltigkeitsverständnisses noch der Transparenz zuträglich ist, liegt auf der Hand. Positiv ist, dass bereits heute zahlreiche Kooperationen bestehen mit dem Ziel, die Nachhaltigkeitsberichterstattung zu vereinheitlichen. So ging die Global Reporting Initiative («GRI») beispielsweise im Jahr 2022 eine Kollaboration mit der IFRS Foundation ein, in deren Rahmen beide ihre Projekte und Aktivitäten in Zukunft koordinieren wollen. Dies trägt dazu bei, die Berichterstattung zu harmonisieren und den Aufwand für die Unternehmen zu vermindern. Zudem arbeitet die GRI seit 2021 mit der European Financial Reporting Advisory Group («EFRAG») zusammen, um ein gemeinsames europäisches Rahmenwerk zu entwickeln. Die EFRAG ist verantwortlich für die Entwicklung der EU-Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung («CSRD»), wobei die GRI eine unterstützende Funktion ausübt. Darüber hinaus ist zudem der Trend zu beobachten, dass neben freiwilligen Nachhaltigkeitsstandards auch vermehrt regulatorische Anforderungen wie die CSRD verabschiedet werden.

**Unter dem Sammelsurium an Nachhaltigkeitsberichterstattungsstandards sind unter den Schweizer Immobiliengesellschaften insb. GRI, GRESB und EPRA sBPR verbreitet**

Für Schweizer Immobilienaktiengesellschaften sind freiwillige Nachhaltigkeitsstandards gleichwohl noch von stark überwiegender Relevanz. Neben den GRI-Standards sind im Immobiliensektor auch das GRESB-Rating und die European Public Real Estate Association Sustainability Best Practices Recommendations («EPRA sBPR») stark verbreitet. Während grosse Akteure meist über die notwendigen Ressourcen verfügen, um mehrere Nachhaltigkeitsstandards anzuwenden, stellt eine ausführliche Nachhaltigkeitsberichterstattung insbesondere für kleinere Unternehmen und Organisationen eine Herausforderung dar. Nachfolgend werden einige der relevantesten Nachhaltigkeitsstandards im Immobiliensektor genauer beleuchtet.

Um das Nachhaltigkeitsprofil von Schweizer Bestandsimmobilien abzubilden, eine entsprechende Bewertung zu vereinheitlichen, die diesbezüglich Transparenz und Vergleichbarkeit ermöglicht und dem Markt eine wichtige Benchmark zur Verfügung stellt, wurde der SSREI lanciert.

### 4.1 GRI-Standards

Ziel der GRI-Standards ist es, Transparenz zu schaffen, um Unternehmen, Regierungen, Anlegern, Arbeitnehmenden sowie der interessierten Öffentlichkeit eine Entscheidungs- und Orientierungshilfe für Investitionen zu bieten, Organisationen hinsichtlich ihrer Nachhaltigkeit untereinander vergleichbar zu machen und eine nachhaltige Entwicklung zu unterstützen. Die GRI-Standards stehen im Einklang mit international anerkannten Instrumenten für verantwortungsvolles unternehmerisches Handeln wie den UN-Leitprinzipien für Wirtschaft und Menschenrechte, den ILO-Konventionen und den OECD-Leitsätzen für multinationale Unternehmen.

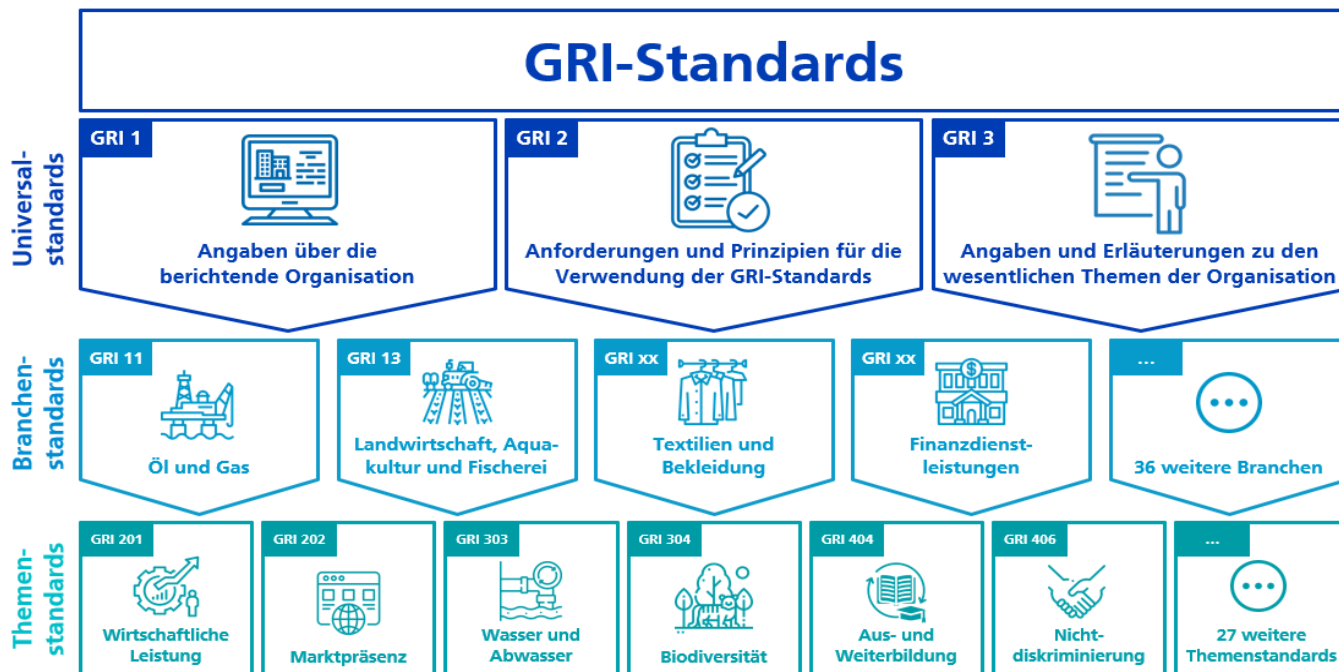
**Die GRI-Standards haben sich in der Schweiz branchenübergreifend als führender Standard für die Nachhaltigkeitsberichterstattung etabliert**

GRI hat sich als branchenübergreifender Standard für die Nachhaltigkeitsberichterstattung etabliert. Er dient anderen Standards als Basis oder Ergänzung und ist daher gut verankert. Die GRI-Standards werden von mehr als 10 000 Organisationen in über 100 Ländern angewandt. Im Jahr 2022 nutzten laut einer Studie von KPMG 78% der G250 die GRI-Standards, womit diese weltweit der meistgenutzte Nachhaltigkeitsstandard sind. Auch auf dem Schweizer Finanzplatz werden die GRI-Standards branchenübergreifend angewandt. Eine Erhebung durch den Verband für nachhaltiges Wirtschaften («öbu») für das Geschäftsjahr 2021 hat ergeben, dass von den 151 untersuchten (überwiegend börsenkotierten) Schweizer Unternehmen 75% nach GRI berichten, 2017 lag dieser Anteil noch bei 59%. Bei den von uns analysierten SPI-Unternehmen wendeten 2023 76% der Unternehmen GRI an. Dabei ist der veröffentlichte Nachhaltigkeitsbericht bei der überwiegenden Mehrheit der Schweizer

Unternehmen nicht Teil der Jahresrechnung. Zunehmende Bestrebungen, u.a. des International Accounting Standards Board («IASB»), die Nachhaltigkeitsberichterstattung verpflichtend in die Finanzberichte zu integrieren (sog. «Integrated Reporting»), deuten allerdings auf eine Trendwende hin.

Die neuesten GRI-Standards gelten seit dem 1. Januar 2023 und sind als Abfolge von miteinander verbundenen Standards (Universal-, Branchen- und Themenstandards) zu verstehen.

**Abbildung 9: Aufbau der GRI-Standards**



Quelle: GRI, Illustration durch Zürcher Kantonalbank

Im Gegensatz zur Finanzberichterstattung gibt es bei der Nachhaltigkeitsberichterstattung nach GRI bis heute keine gesetzliche Pflicht zu Anwendung bestimmter Standards. Für jede Organisation, die in Übereinstimmung mit den GRI-Standards berichtet, ist die Anwendung der drei Universalstandards (GRI 1–3) jedoch obligatorisch.

- GRI 1 erläutert die wichtigsten Konzepte, Anforderungen und Berichterstattungsgrundsätze, an die sich die Organisationen halten müssen, um in Übereinstimmung mit («in accordance with») den GRI-Standards zu berichten.
- GRI 2 enthält einen Leitfaden u.a. zur Offenlegung der unternehmensinternen Berichterstattungspraktiken, zum Umgang mit Risiken sowie zur Einbeziehung von Stakeholdern, um mehr Transparenz über die Geschäftspraktiken einer Organisation zu schaffen.
- GRI 3 bietet einen Orientierungsrahmen, um die Wesentlichkeit eines Themas für die Nachhaltigkeitsberichterstattung zu eruieren. In diesem Zusammenhang ist insbesondere das Leitprinzip der doppelten Wesentlichkeit zu nennen, das besagt, dass ein Thema in der Nachhaltigkeitsberichterstattung umso umfassender dargestellt sein sollte, je wichtiger es sowohl für die Organisation selbst als auch für ihre Stakeholder ist.

**Die GRI-Standards sind als eine Abfolge von Universal-, Branchen- und Themenstandards zu verstehen, bei denen mittels einer Wesentlichkeitsanalyse die für die Berichterstattung relevanten Themen eruiert werden**

Auf Ebene der Branchenstandards (GRI 11 bis GRI 50) verlangt GRI von berichtenden Organisationen, dass die zutreffenden Branchenstandards angewendet werden, sofern diese bereits verfügbar sind. Branchenstandards unterstützen Organisationen bei der Identifizierung der im Hinblick auf eine nachhaltige Entwicklung branchen-

relevantesten Themen, deren nähere Beleuchtung von den Stakeholdern erwartet wird. Präzise Ausführungen zu diesen branchenrelevantesten Themen werden zwar empfohlen, sind aber nicht verpflichtend. Gleichzeitig entbindet die Anwendung von Branchenstandards die Organisationen nicht davon, die wesentlichen Themen basierend auf ihrer eigenen, spezifischen Situation selbst zu bestimmen.

Die 33 Themenstandards sind in drei Serien gegliedert, die zum ESG-Spektrum gehören: GRI 200 (wirtschaftliche Themen – G), GRI 300 (Umweltthemen – E) und GRI 400 (soziale Themen – S). Wird ein einzelnes Thema als wesentlich erachtet, enthält der entsprechende Themenstandard hilfreiche Hinweise und detaillierte Anforderungen an die Berichterstattung. Im Hinblick auf die ESG-Auswirkungen der Organisation nicht relevante Themen müssen hingegen nicht dargelegt werden.

**Abbildung 10: Stärken und Schwächen des GRI-Reporting aus Sicht der Zürcher Kantonalbank**

 <b>Stärken</b>	 <b>Schwächen</b>
<p><b>Globale Akzeptanz und führende Marktstellung</b> Als weltweit meistgenutzter Nachhaltigkeitsstandard bei gleichzeitig zunehmendem Nachhaltigkeitsbewusstsein sind die GRI-Standards in einer hervorragenden Position, um von weiteren Netzwerkeffekten profitieren zu können. Sie bieten Nutzern eine Struktur für die Nachhaltigkeitsberichterstattung und eine Basis für Glaubwürdigkeit und Vergleichbarkeit.</p> <p><b>Benutzerfreundlichkeit durch integrativen Ansatz</b> Die breite Ausrichtung des GRI-Standards auf Organisationen unterschiedlicher Grösse, Gesellschaftsformen und Geographien, gekoppelt mit einem umfassenden Verständnis von Nachhaltigkeit für sämtliche Stakeholder, macht die Anwendung für zahlreiche Nutzer attraktiv.</p> <p><b>Unabhängigkeit und Einbindung aller Stakeholder</b> GRIs unabhängige Finanzierungsstruktur und der Beitrag verschiedener Stakeholder während des Berichtprozesses (vgl. doppelte Wesentlichkeit) stellen sicher, dass unterschiedliche Perspektiven berücksichtigt werden.</p> <p><b>Rolle als Open-End-Nachhaltigkeitsstandard</b> Die bilaterale Bereitschaft für Kooperation zwischen GRI und anderen Anbietern von Nachhaltigkeitsrichtlinien macht das Framework attraktiv und damit resistenter. Das höhere Ziel der GRI deckt sich mit dem Streben nach mehr Transparenz und Nachhaltigkeit («I represent a purpose, not a legal entity. This purpose is about reporting facts, not perceptions, for multiple stakeholders, not just investors.» – van der Enden, CEO GRI).</p> <p><b>Guideline zur Optimierung der eigenen Nachhaltigkeitsstrategie</b> Die GRI-Standards bieten eine gute Grundlage, um Lücken in der eigenen Nachhaltigkeitsstrategie zu identifizieren, offenzulegen und im Idealfall über die Zeit zu schliessen.</p>	<p><b>Implementierung erfordert hohen Ressourceneinsatz</b> Der hohe Integrationsaufwand macht die Implementierung der GRI-Standards zu einem zeitintensiven und kostspieligen Unterfangen (insb. für KMUs mit limitierten Ressourcen). Der erforderliche Personalaufwand variiert dabei zwischen einer und mehreren Vollzeitstellen. Die Kosten für einen vollständigen Audit des Nachhaltigkeitsberichts belaufen sich auf einen Bruchteil der Auditgebühren der finanziellen Berichterstattung (ZKB-E).</p> <p><b>Spielraum bei Berichterstattung</b> Im Gegensatz zur Finanzberichterstattung und anderen Nachhaltigkeitsstandards liegen bei den GRI-Standards weniger umfangreiche und strikte Branchenrichtlinien vor. Organisationen, die nach GRI berichten, können daher den Inhalt der Berichterstattung selbst bestimmen, müssen aber Auslassungen begründen. Die Validierung der Zahlen durch einen unabhängigen Wirtschaftsprüfer steht offen.</p> <p><b>Risiko: GRI-Standards als Ersatz für Fortschritt</b> Die GRI-Standards stellen Anforderungen an die Berichterstattung, was aber nicht zwingend mit einer stärkeren Nachhaltigkeitsbestrebung einhergeht.</p> <p><b>Lesefreundlichkeit teilweise eingeschränkt</b> Die Struktur der GRI-Berichterstattung schafft wenig Anreize und Spielraum, die Nachhaltigkeitsberichterstattung leserlich, zugänglich und ansprechend zu gestalten.</p>

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Mit dem zunehmenden Übergang von der freiwilligen Nachhaltigkeitsberichterstattung zur gesetzlichen Pflicht ist davon auszugehen, dass es in naher Zukunft einen globalen Nachhaltigkeitsstandard geben wird. Die Kooperationen der GRI sowie aktuelle Studien legen nahe, dass die bestehenden GRI-Grundsätze in die gesetzlichen Nachhaltigkeitsstandards integriert werden. Welche Rolle die GRI dabei spielen wird und ob es in Zukunft überhaupt noch einen Bedarf an freiwilligen Standards wie jenen der GRI geben wird, ist jedoch unklar. Studien wie die von de Villiers et al. (2022) argumentieren, dass die GRI durch die Double Materiality (2 Säulen: Shareholder- und Stakeholder-Sicht) auch in Zukunft Bestand haben wird, während gesetzliche Standards und das ISSB primär die Interessen von Investoren (Shareholder-Sicht) berücksichtigen. Darüber hinaus profitiert die GRI von ihrer gefestigten Position und der Legitimität, die aus der zunehmenden Akzeptanz über die letzten 20 Jahre resultieren.

#### 4.2 EPRA Sustainability Best Practices Recommendations

Im Immobiliensektor finden neben den häufig gewählten GRI-Standards auch die EPRA-Standards Anwendung, vorausgesetzt es erfolgt eine Berichterstattung nach IFRS. Bei den EPRA-Standards basieren Nachhaltigkeits-KPIs, Definitionen, Themen und Begründungen auf den GRI-Standards und dem Construction and Real Estate Sector Supplement Disclosure («CRESD»). Im Immobiliensektor ist für uns die

Anwendung der GRI- oder EPRA-Standards Voraussetzung für das Erreichen von mehr als 2 Punkten in der Kategorie Reporting.

Die European Public Real Estate Association («EPRA») repräsentiert als Non-Profit-Organisation die europäischen börsennotierten Immobilienunternehmen. Ihre Hauptaufgabe ist es, das Verständnis und die Transparenz dieses Sektors zu verbessern, um den Sektor für Investoren und Analysten zugänglicher zu machen und somit zu stärken. Dies wird vor allem mit der Veröffentlichung und Aktualisierung der EPRA Best Practice Recommendation Guidelines («EPRA BPR»), in die auch die Sustainability Best Practice Recommendations («EPRA sBPR») einzuordnen sind, erreicht.

Diese empfehlen einen europäischen Standard im Bereich der Berichterstattung von Immobilienunternehmen, der ab dem Berichtsjahr 2020 gilt. Die Guidelines definieren und erklären wesentliche KPIs, die Immobilienunternehmen in ihre Geschäftsberichte aufnehmen sollten. Die sechs EPRA «Performance Measures» sollen dabei nicht Teil des geprüften Jahresabschlusses sein, sondern werden im Allgemeinen im vorderen Teil des Jahresberichts eines Unternehmens ausgewiesen. Daneben geben die Guidelines auch eine Empfehlung für die Berichterstattung in den Bereichen Bewertung, Investment-Assets, Entwicklungstätigkeiten, Mieteinnahmen, Investitionen etc. ab. Immobiliengesellschaften, die die EPRA-Empfehlungen übernehmen, müssen allen Empfehlungen nachkommen, oder erklären, warum sie dies nicht tun. Unternehmen, die diese Standards am besten umsetzen, erhalten zusätzlich die Chance, den Best-Practice-Award zu gewinnen, den die EPRA gemeinsam mit Deloitte jährlich verleiht.

Gegenüber den GRI-Standards unterscheiden sich die EPRA sBPR insbesondere durch ihren Fokus auf den europäischen börsenkotierten Immobiliensektor, die Bereitstellung klarer, vergleichbarer Kennzahlen zur besseren Vergleichbarkeit sowie die relativ strikten Definitionen der immobilienpezifischen Kennzahlen. Im Gegensatz dazu sind die GRI-Standards global und branchenübergreifend aufgestellt und bieten einen umfassenden Rahmen für die Berichterstattung über eine Vielzahl von Nachhaltigkeitsthemen. Insgesamt sind sie aber auch flexibler, was mitunter einer der Hauptgründe für ihre breite Anwendung sein dürfte.

Bei den von uns analysierten Immobilienaktiengesellschaften setzen PSP Swiss Property, Swiss Prime Site und Mobimo die EPRA sBPR um. Bei HIAG ist dies nicht möglich, da sie unter Swiss GAAP FER berichtet. HIAG weist jedoch ebenfalls die gemäss den Leitlinien nötigen Details in ihrer Berichterstattung aus.

#### **4.3 Global Real Estate Sustainability Benchmark**

Der GRESB-Standard ist ein strikter und unabhängiger Bewertungsrahmen für die ESG-Performance von Immobilienfonds und -unternehmen. Das 2009 begründete GRESB-Rating ist eine gemeinsame Initiative von institutionellen Grossinvestoren, Immobiliengesellschaften sowie renommierten Wissenschaftlern und Universitäten. Auf der einen Seite soll den Teilnehmern damit die Möglichkeit geboten werden, diejenigen Bereiche zu ermitteln, in denen sie ihre Nachhaltigkeitsleistung verbessern können. Auf der anderen Seite bietet das GRESB-Rating Immobilieninvestoren und Banken verwertbare Informationen, um die Nachhaltigkeitsrisiken ihrer Portfolios genau zu überwachen und zu managen und sich auf die immer strengeren ESG-Verpflichtungen vorzubereiten. Den teilnehmenden Gesellschaften werden jährlich Umfragen zu Themen wie Energie- und Wasserverbrauch, Abfall und Kohlenstoffausstoss sowie zur Behandlung und Schulung von Mitarbeitern zur Verfügung gestellt, die mit einem grossen administrativen Aufwand verbunden sind. Für viele kleinere Immobilienfonds und -unternehmen stellt das eine grosse Hürde für die Nutzung von GRESB dar. Zudem ist der Erwerb eines GRESB-Ratings mit Zeitdruck

**Im Gegensatz zu den GRI-Standards sind die EPRA sBPR dem Immobiliensektor vorbehalten. Sie sind generell weniger flexibel und die Kennzahlen sind strikter definiert, was im Umkehrschluss die Vergleichbarkeit von Immobiliengesellschaften erhöht**

**PSP Swiss Property, Swiss Prime Site und Mobimo setzen die EPRA sBPR um**

**Das GRESB-Rating wird für Bestandsliegenschaften (Standing Investments) und Entwicklungsliegenschaften (Developments) ausgewiesen und reicht von minimal 0 bis maximal 100 Punkten**

verbunden, zumal der GRESB-Berichtszeitraum zwischen dem 1. April und dem 1. Juli eines Jahres begrenzt liegt. Im Real Estate Scoring Document von GRESB kann man sich einen Eindruck vom Umfang dieser Umfrage verschaffen.

Die ESG-Bewertungsmethodik für Immobilienfonds und -unternehmen von GRESB basiert auf verschiedenen Komponenten:

- Managementkomponenten messen die nachhaltigkeitsbezogene Unternehmensstrategie, Richtlinien und Prozesse, das Risikomanagement und den Ansatz zur Einbeziehung von Stakeholdern.
- Leistungskomponenten messen die ESG-Performance des Immobilienportfolios und umfassen daher Aspekte, die auf Ebene des Immobilienportfolios erhoben werden. Dazu gehören u.a. Energieintensität, Treibhausgasintensität, Wasserverbrauch, Mieterschaft, Datenüberwachung und -verifizierung sowie Gebäudezertifizierungen.
- Entwicklungskomponenten messen die Bemühungen des Unternehmens, ESG-Aspekte bei der Planung, dem Bau und der Renovierung von Gebäuden zu berücksichtigen. Diese Komponenten eignen sich daher im Speziellen für Organisationen, die an Neubauprojekten und/oder grösseren Renovierungsprojekten beteiligt sind. Sie umfassen Aspekte wie Bauanforderungen, Baumaterialien, Gebäudezertifizierungen, Energieverbrauch, Einbezug von Stakeholdern etc.

Schlussendlich werden die Kategorien Standing Investments (Bestandsportfolio) und Developments (Entwicklungsportfolio) mit einer Punktzahl von 0 (schlechtester ESG-Score) bis 100 (bester ESG-Score) bewertet, die anschliessend in das verbreitete 1 bis 5-Sterne-Rating übersetzt wird.

Bei den von uns analysierten Immobilienaktiengesellschaften erfüllen HIAG, Ina Invest, Intershop, Mobimo, PSP, SF Urban Properties und Swiss Prime Site die Anforderungen des GRESB-Standards.

**GRESB-Teilnehmer: HIAG, Ina Invest, Intershop, Mobimo, PSP, SF Urban und Swiss Prime Site**

Im Gegensatz zur Finanzberichterstattung ist eine externe Prüfung des Nachhaltigkeitsberichts nicht verpflichtend. Wir empfehlen Unternehmen, bei der Nachhaltigkeitsberichterstattung generell einen externen Prüfer heranzuziehen, zumal dies, nebst Ratings wie GRESB, die Glaubwürdigkeit der Berichterstattung deutlich erhöht.

#### **4.4 Swiss Sustainable Real Estate Index**

Der SSREI wurde im Juni 2020 mit dem Ziel lanciert, Transparenz und Marktvergleichbarkeit von Immobilienportfolios (Immobilienfonds, Immobilienaktiengesellschaften, Anlagestiftungen und Pensionskassen) in Bezug auf deren langfristige Werthaltigkeit zu schaffen. Die SSREI-Instrumente ermöglichen eine Abschätzung des möglichen Verbesserungspotenzials und des damit verbundenen Investitionsbedarfs. Damit sollen Anreize für Eigentümer geschaffen werden, ihre Immobilien zeit- und kosteneffizient auf die zunehmende Relevanz von Nachhaltigkeitsanforderungen auszurichten.

Der Index basiert auf einem klar definierten Anforderungsraaster, das sich in Struktur und Inhalt am Standard Nachhaltiges Bauen Schweiz («SNBS»), dem offiziellen und öffentlich zugänglichen Standard von Energie Schweiz, orientiert. Voraussetzung für die Aufnahme in den SSREI ist die Verifizierung («External Assurance») durch eine unabhängige Prüfstelle, um Sicherheit und Glaubwürdigkeit gegenüber dem Markt zu gewährleisten. Mit der kotierten Schweizer Gesellschaft SGS wurde hierfür eine der weltweit führenden Zertifizierungsstellen beauftragt. Als langjährige Zertifizierungs-



stelle der SNBS verfügt die SGS über ausgewiesene Erfahrung im Bereich der nachhaltigen Immobilienwirtschaft.

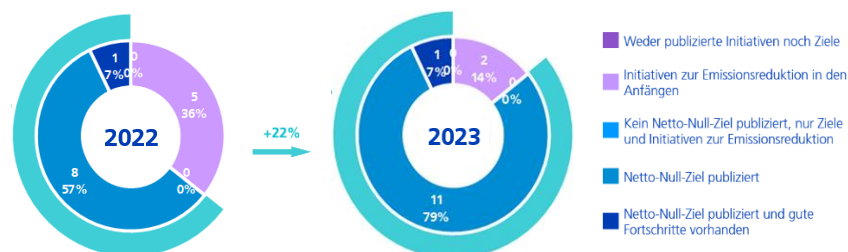
GRESB hat den SSREI ab 2022 insbesondere für die Bestandszertifizierung und Portfolioanalyse sowie für weitere thematisch überlappende Anforderungen anerkennt.

## 5 CO<sub>2</sub>-Absenkpfad und Emissionskompensation

Im Rahmen unserer Analyse wurden die Schweizer Immobilienaktiengesellschaften hinsichtlich ihres CO<sub>2</sub>-Absenkpfeils in Richtung Netto-Null und der Glaubwürdigkeit der dazu veröffentlichten Umsetzungsmassnahmen beurteilt. Das Resultat unserer Analyse zeigt, dass Netto-Null-Ziele im Immobiliensektor vom Geschäftsjahr 2022 zum Geschäftsjahr 2023 weiter an Bedeutung gewonnen haben. Von den Schweizer Immobilienaktiengesellschaften haben per Ende 2023 86% bereits Netto-Null-Ziele definiert bzw. veröffentlicht.

**Fast alle Schweizer Immobilienaktiengesellschaften haben per Ende 2023 bereits Netto-Null-Ziele veröffentlicht**

**Abbildung 11: Netto-Null-Ziele der Immobiliengesellschaften, 2022–2023**



Quellen: Unternehmensberichte, Zürcher Kantonalbank

### 5.1 Erfassung von CO<sub>2</sub>-Emissionen

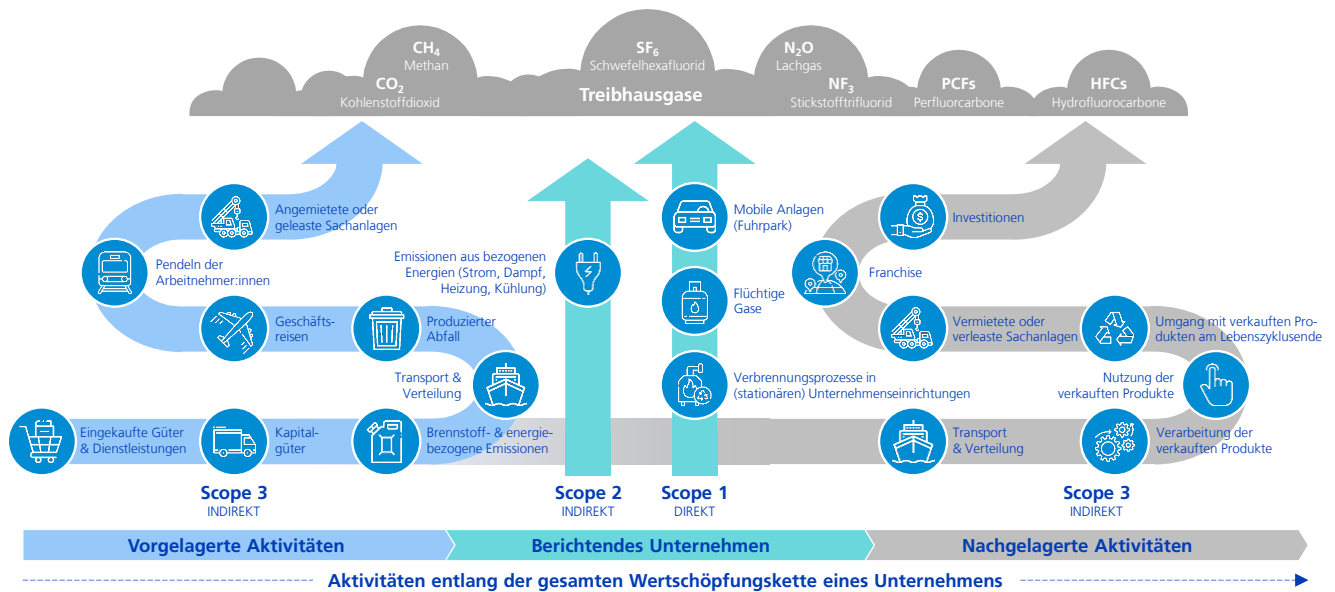
Die Identifizierung der unternehmenseigenen Treibhausgasmengen und der jeweiligen Emissionsquellen und die damit einhergehende Datenerfassung bilden die Grundlage für eine effektive und glaubhafte Emissionsreduktion. Bei der Datenerfassung und der Berechnung der Treibhausgasemissionen halten sich die meisten Unternehmen in der DACH-Region entweder an das Schema DIN ISO 12062-1 oder an den Corporate Standard des Greenhouse Gas Protocol («GHG Protocol»), dass die CO<sub>2</sub>-Emissionen in 3 Geltungsbereiche (Scope 1 bis 3) unterteilt (siehe *Abbildung unten*).

**Scope 1 umfasst die direkt verursachten Emissionen, Scope 2 die Emissionen aus bezogener Energie und Scope 3 die indirekten Emissionen**

- **Scope 1:** Direkte Emissionen aus Quellen, die im Besitz oder Geltungsbereich des Unternehmens sind (z.B. Betrieb des eigenen Heizkessels oder Fuhrparks).
- **Scope 2:** Emissionen von bezogener Energie (z.B. der eigene Stromverbrauch, Wärme, Kühlung etc.). Erzeugt das Unternehmen die genutzte elektrische Energie selbst, dann wird dieser Strom nicht als Scope 2 bilanziert, stattdessen wird der eingesetzte Brennstoff unter Scope 1 (direkte Emissionen) berücksichtigt.
- **Scope 3:** Indirekte Emissionen aus Aktivitäten, die nicht direkt vom Unternehmen verursacht werden (z.B. Berufsverkehr, Geschäftsreisen, Aufträgen oder dem Abfallmanagement).

Hat das Unternehmen diese Daten zusammengetragen, werden sie in CO<sub>2</sub>-Äquivalente umgerechnet. Diese sagen aus, wo wie viele Emissionen verursacht werden. Über die Jahre hinweg bietet die Analyse einen Anhaltspunkt für das nachhaltige Wirtschaften von Unternehmen. Der Netto-Null-Standard deckt die Emissionen der gesamten Wertschöpfungskette eines Unternehmens ab, einschliesslich der Emissionen, die durch eigene Prozesse (Scope 1), eingekaufte Elektrizität und Wärme (Scope 2) sowie durch Lieferanten und Endverbraucher (Scope 3) entstehen. Die meisten Unternehmen werden eine umfassende Entkarbonisierung von 90–95% benötigen, um Netto-Null nach dem SBTi-Standard zu erreichen. Hierfür stehen Unternehmen vor allem drei Möglichkeiten zur Verfügung: Emissionsvermeidung, Emissionsreduktion und Emissionskompensation. Im Folgenden wird vertieft auf das Konzept der Emissionskompensation als Ergänzung zur Vermeidung und Reduktion eingegangen.

**Abbildung 12: Emissionskategorien nach dem Treibhausgas-Protokoll**



Notiz: Farbgebung gemäss unterschiedlichen Scope-Kategorien

Quellen: EnergieAgentur.NRW, Zürcher Kantonalbank

## 5.2 Emissionskompensation und CO<sub>2</sub>-Märkte

Der Kerngedanke der Emissionskompensation besteht darin, unvermeidbare oder nur kostspielig vermeidbare Treibhausgasemissionen an einem Ort durch gleichwertige und wirtschaftlich günstigere Einsparungen an einem anderen Ort auszugleichen. Auf diese Art und Weise sollen Emissionen durch Marktkräfte reduziert werden, da es für das Weltklima nicht von Belang ist, wo genau die CO<sub>2</sub>-Reduktion stattfindet. Emissionskompensationsprojekte ermöglichen es Unternehmen, Emissionsreduktionen ohne erheblichen Aufwand zu erwerben. Sie sind insbesondere dann eine Option, wenn die Emissionsreduktion technologisch sehr schwierig, sehr kostspielig oder gar unmöglich ist.

In der Praxis werden Emissionen vorwiegend in zwei CO<sub>2</sub>-Märkten kompensiert: Sogenannten Compliance Carbon Markets («CCMs») und Voluntary Carbon Markets («VCMs»). Dabei sind die für einige Unternehmen obligatorischen CCMs mit einem geschätzten Marktvolumen von USD 260 Mrd für die Emissionskompensation viel bedeutender als die freiwilligen VCMs mit USD 1 bis 2 Mrd. Experten erwarten über die kommenden Jahre allerdings eine deutlich höhere Wachstumsdynamik in den VCMs, da viele Organisationen zur Erreichung ihrer ambitionierten Netto-Null-Ziele früher oder später auch auf die freiwillige Kompensation angewiesen sein werden. Im Durchschnitt sind die Preise in CCMs höher als in VCMs, zumal die Nachfrage nach Emissionsrechten durch die gesetzliche Verpflichtung gestützt wird.

CCMs sind durch regionale, nationale oder supranationale Regierungen geschaffene und regulierte Marktplätze, die es den Marktteilnehmern ermöglichen sollen, ihre Emissionsziele effizient und kostengünstig zu erreichen. CCMs funktionieren über Marktmechanismen, die durch Transferzahlungen zwischen emissionsintensiven und emissionsarmen Marktteilnehmern Anreize zur Emissionsreduktion schaffen. Sie sind für die partizipierenden Akteure gesetzlich verpflichtend. Das bekannteste und umfassendste Emissionshandelssystem ist das EU-Handelssystem («EU-ETS»), an das seit 2020 auch das Schweizer Emissionshandelssystem («CH-EHS») gekoppelt ist. Es verpflichtet Organisationen, deren Tätigkeiten in der Regel hohe bis sehr hohe Emissionen verursachen, zur Teilnahme am Emissionshandel. In der Schweiz sind dies, vorbehaltlich einiger Ausnahmen, Unternehmen aus vom Bund definierten emissionsintensiven Branchen, darunter die Sektoren Zement, Stahl, Aluminium, Glas,

**Idealtypisch werden bei der Emissionskompensation schwer vermeidbare Treibhausgasemissionen an einem Ort an einem anderen Ort zu wirtschaftlich günstigeren Konditionen gleichwertig ausgeglichen**

**In der Praxis werden Emissionen vorwiegend in den folgenden CO<sub>2</sub>-Märkten kompensiert:**

- Compliance Carbon Markets («CCMs»)
- Voluntary Carbon Markets («VCMs»)

Dämmung und Raffinerie. Darüber hinaus gibt es die Möglichkeit der freiwilligen Teilnahme, der sogenannten Optierung. Insgesamt ist das verpflichtende Schweizer Emissionshandelssystem aber für Immobiliengesellschaften derzeit relativ unbedeutend. Eine Teilnehmerliste des CH-EHS ist im Schweizer Emissionshandelsregister auffindbar.

VCMs dienen Organisationen, NGOs und Privatpersonen weltweit dazu, ihre eigenen Emissionen freiwillig durch den Kauf von Emissionskompensationszertifikaten auszugleichen. Jedes Zertifikat steht dabei für die Reduktion, Vermeidung oder Entfernung einer Tonne CO<sub>2</sub> aus der Atmosphäre. Eine aktuelle Studie mit 24 internationalen Konzernen, die zusammen für 4% der globalen Emissionen verantwortlich sind, belegt, dass durchschnittlich 23% der im Geschäftsbericht versprochenen Emissionseinsparungen auf den Kauf solcher Kompensationszertifikate zurückgehen, ein Grossteil davon zugunsten von Aufforstungs- und Waldschutzprojekten. Um Angebot und Nachfrage zusammenzubringen, sind in VCMs zahlreiche Einzelhändler und Broker tätig. Sie kaufen den Projektentwicklern – beispielsweise Southpole, myclimate, firstclimate – grosse Mengen an Kompensationszertifikaten ab und bündeln diese in Portfolios, die sie anschliessend, meist gegen eine Provision, an Endabnehmer wie Organisationen, NGOs und Privatpersonen verkaufen. Während die meisten Transaktionen zurzeit noch ausserbörslich abgewickelt werden, ist eine zunehmende Tendenz zu zentralisierten sowie preis- und informationseffizienteren Marktplätzen wie Börsen, zu beobachten. Zu den derzeit grössten Börsen für Kompensationszertifikate gehören die Xpansiv in New York sowie die AirCarbon Exchange («ACX») in Singapur.

**Für Schweizer Immobiliengesellschaften spielen CCMs im Gegensatz zu VCMs lediglich eine untergeordnete Rolle**

Anders als in den CCMs steht in VCMs hinter jedem Kompensationszertifikat ein Projekt, das in irgendeiner Form Emissionen reduziert und von einem «Standard Setter» wie Verra oder Gold Standard für das Erreichen des angegebenen Emissionsreduktionsziels akkreditiert wurde. Die Vielfalt an Projekten zur Emissionskompensation bringt häufig zusätzliche Vorteile wie den Schutz der Biodiversität, die Verbesserung der öffentlichen Gesundheit und die Schaffung von Arbeitsplätzen mit sich. Die Merkmale eines Kompensationsprojekts sind dabei auch der Hauptfaktor für den Preis des Zertifikats. Generell ist der Preis für eine Tonne CO<sub>2</sub> bei Projekten höher, die grössere Investitionen erfordern und als wirksameres Instrument gegen den Klimawandel gehandelt werden. Ausserdem ist die Preisspanne pro kompensierter Tonne CO<sub>2</sub> in VCMs deutlich grösser als in CCMs. So kann eine Tonne CO<sub>2</sub> bei qualitativ schlechten Projekten bereits für wenige Franken oder in Ausnahmefällen sogar für wenige Rappen kompensiert werden. Gleichzeitig müssen für stark nachgefragte und technologiebasierte Emissionskompensationslösungen (bspw. «Direct Air Capture») durchaus mehrere hundert Franken bezahlt werden. Insofern sind VCMs ein wichtiges Instrument, um privates Kapital in Projekte zu lenken, die andernfalls aus Kosten-Nutzen-Gründen kaum Investitionen anziehen würden.

### **5.3 Möglichkeiten der freiwilligen Emissionskompensation**

Die verschiedenen Möglichkeiten der freiwilligen Emissionskompensation unterscheiden sich stark in Bezug auf Funktionsweise, Komplexität und Kosten. Es gestaltet sich schwierig, die gegenwärtig effektivsten Methoden präzise zu bestimmen, da viele Ansätze und Technologien noch in der Entwicklungsphase stecken. Zudem hängt ihre Anwendung stark von Subventionen und regulatorischen Anforderungen ab. Generell hat die Universität Oxford jedoch klare Prinzipien, die sogenannten «Oxford Principles for Net-Zero Aligned Carbon Offsetting», entwickelt. Diese besagen, dass die Emissionsreduktion Vorrang vor der Emissionskompensation haben sollte. Für Letztere werden CO<sub>2</sub>-Entfernungsprojekte mit langfristiger CO<sub>2</sub>-

Speicherung empfohlen. Zurzeit sind Investitionen in Waldschutzprojekte am verbreitetsten.

Wir teilen die Möglichkeiten und Technologien der Emissionskompensation in folgende drei Kategorien ein:

### **Naturschutz**

Diese Methoden beziehen sich auf Massnahmen, die die Fähigkeit natürlicher Ökosysteme zur Bindung von CO<sub>2</sub> aufrechterhalten, indem sie deren Verschlechterung, Zerstörung oder Umwandlung verhindern. Ein Beispiel ist die Verhinderung von Entwaldung durch Waldschutzprojekte: Durch den Erhalt von (Regen-)Wäldern werden weiterhin grosse Mengen an CO<sub>2</sub> aufgenommen und gespeichert, anstatt dass gespeichertes CO<sub>2</sub> in die Atmosphäre freigesetzt wird. Letzteres passiert bereits heute, bspw. in Teilen Südostasiens, wo die starke Abholzung von Wäldern dazu führt, dass gewisse Wälder netto-positive CO<sub>2</sub>-Emittenten sind. Darüber hinaus gehen Wissenschaftler davon aus, dass auch der Amazonas im Jahr 2050 mehr CO<sub>2</sub> freisetzen als aufnehmen wird.

### **Natürliche Entnahme und Speicherung von Emissionen**

Pflanzen entziehen der Luft auf natürliche Weise CO<sub>2</sub>, das mittels Photosynthese in Holz und Böden gespeichert werden kann. Dies wird verbreitet genutzt: In einer Studie von 24 grossen globalen Unternehmen stehen hinter 75% der erworbenen Klimazertifikate Waldprojekte. Ein Grund dafür ist, dass die CO<sub>2</sub>-Bindung durch Bäume in der Regel weniger als USD 50 pro Tonne CO<sub>2</sub> kostet und damit deutlich billiger ist als andere Möglichkeiten. Allerdings gibt es auch kritische Aspekte. Beispielsweise kann das gespeicherte CO<sub>2</sub> durch Brände, Dürren, Krankheiten oder Schädlingsbefall kurzfristig oder aber durch das natürliche Absterben der Bäume mittelfristig wieder zurück in die Atmosphäre gelangen. Entsprechend wird diese Methode als kurzfristige Lösung bezeichnet, und die Kompensationswerte werden oft zu optimistisch beziffert. Hinzu kommt, dass der Fokus gegenwärtig auf der Zahl der neu gepflanzten Setzlinge liegt, gleichzeitig aber zu wenig in Methoden investiert wird, um die bestehenden Bäume langfristig am Leben zu erhalten. Dies ist deshalb essenziell, weil die Fähigkeit, CO<sub>2</sub> aktiv zu binden und zu speichern, mit dem Alter eines Baumes zunimmt. Ein alter, grosser Baum kann pro Jahr mehr CO<sub>2</sub> binden, als ein mittelgrosser während seiner gesamten Lebenszeit gespeichert hat. So dauert es etwa 40 Jahre, bis ein durchschnittlicher Baum vier Tonnen CO<sub>2</sub> aufgenommen hat.

Neben den klassischen Wäldern sollten andere Ökosysteme nicht ausser Acht gelassen werden. Studien zeigen, dass beispielsweise Mangrovenwälder die höchste CO<sub>2</sub>-Dichte aller Landökosysteme besitzen und bis zu viermal so viel CO<sub>2</sub> wie Tropenwälder binden können. Eine einzelne Mangrove kann über ihre Lebenszeit von knapp 25 Jahren bis zu 300 kg CO<sub>2</sub> binden. Ausserdem sind Mangroven günstig im Anbau und einfach in der Pflege, was die Überlebenswahrscheinlichkeit deutlich erhöht. Neben der CO<sub>2</sub>-Speicherung bieten Mangroven wichtige Lebensräume für Tiere und sind natürliche Schutzwälle gegen starken Wellengang und Tsunamis.

Heute wird zudem an verschiedenen weiteren Massnahmen gearbeitet, um Emissionen natürlich zu binden. Beispiele hierfür sind:

- CO<sub>2</sub>-Speicherung in landwirtschaftlichen Böden: Böden binden von Natur aus CO<sub>2</sub>, das dann in der landwirtschaftlichen Nutzung freigesetzt wird. Forscher arbeiten an Methoden, um die Menge des in den Böden gespeicherten CO<sub>2</sub> zu erhöhen.

### **Möglichkeiten und Technologien der freiwilligen Emissionskompensation:**

- **Naturschutz**
- **Natürliche Entnahme und Speicherung von Emissionen**
- **Technologiebasierte Abscheidung und Speicherung von Emissionen**

- CO<sub>2</sub>-Speicherung in Biomasse: Ziel dieser Methode ist es, die CO<sub>2</sub>-Speicherkapazität von Pflanzen über ihren natürlichen Lebenszyklus hinaus zu nutzen, sodass Bäume auch nach ihrem Absterben und Verrotten noch CO<sub>2</sub> speichern.
- CO<sub>2</sub>-Mineralisierung: Im Prozess der «verstärkten Verwitterung» reagieren spezifische Mineralien mit CO<sub>2</sub> und wandeln das Gas in einen Feststoff um. Diese Methode existiert in der Natur, dauert jedoch sehr lange. Wissenschaftler zeigen derzeit, dass der Prozess beschleunigt werden kann.
- Ozeanbasierte Ansätze: Diese zielen darauf ab, die natürlichen CO<sub>2</sub>-Kreisläufe in den Ozeanen zu beschleunigen. Beispiele hierfür sind die Nutzung der Photosynthese von Küstenpflanzen und Algen, die Zugabe bestimmter Mineralien zum Meerwasser, die mit gelöstem CO<sub>2</sub> reagieren und es binden, oder das Leiten von elektrischem Strom durch Meerwasser, um Reaktionen zu beschleunigen, die zur CO<sub>2</sub>-Bindung beitragen.

### **Technologiebasierte Abscheidung und Speicherung von Emissionen**

Direct Air Capture ist eine Möglichkeit, CO<sub>2</sub> technisch aus der Umgebungsluft zu filtern und dann entweder unterirdisch oder in langlebigen Produkten wie Beton zu speichern. Die Vorteile dieser Technologie sind enorm, allerdings ist Direct Air Capture derzeit noch sehr kostspielig und energieintensiv (erheblicher Wärme- und Stromverbrauch). In den letzten Jahren hat die Technologie allerdings grosse Investitionssummen angezogen, sodass die Kosten erwartungsgemäss deutlich sinken werden.

#### **5.4 Kritik am Zertifikatemarkt**

Der Erwerb von Emissionszertifikaten in VCMs wird oft kritisch betrachtet, da dahinter nicht immer eine reale Emissionsreduktion steht. So wurde im Januar 2023 in den Medien berichtet, dass hinter 94% der CO<sub>2</sub>-Kompensationszertifikate von Verra (Marktführer bei der Ausgabe von CO<sub>2</sub>-Zertifikaten mit einem Marktanteil von 67%) keine echten Emissionsminderungen stehen. In der Kritik steht auch das Geschäftsmodell mit Zertifikaten an sich. Im Jahr 2021 basierte rund ein Drittel aller Kompensationszertifikate auf Waldschutzprojekten. Das Grundkonzept hinter solchen Projekten besagt, dass CO<sub>2</sub> anhand von Waldschutz kompensiert werden kann, weil durch das Verschwinden des Waldes Emissionen freigesetzt und die Emissionsbindung gestoppt würde. Dabei muss die potenzielle Entwaldung über Jahrzehnte hinweg abgeschätzt werden, um die Zahl der auszugebenden Zertifikate festzulegen. Wäre im Nachhinein der Wald ohne die Schutzprojekte jedoch nicht oder weniger stark als prognostiziert verschwunden, fand im Endeffekt keine oder eine geringere Kompensation als versprochen statt. Gleichzeitig beanspruchen Zertifikate-Emittenten wie Verra oder South Pole SRF-Recherchen zufolge teilweise um die 25% der eingenommenen Gelder für sich und unterliegen damit dem Anreiz, mehr Zertifikate als nötig auszugeben, da sie finanziell davon profitieren. Zudem müssen die Emittenten selten garantieren, dass die mit den Zertifikaten verbundenen Emissionseinsparungen auch tatsächlich realisiert werden. Auch unabhängige Aufsichtsbehörden fehlen derzeit. Infolgedessen steht die Emissionskompensationsindustrie strukturell in der Kritik, zu viele Zertifikate ausgegeben zu haben, von denen die meisten praktisch keine Emissionsreduktion erzielen. Bemängelt wird auch die unzureichende Weiterleitung der Gelder an die eigentlichen Projektträger.



## Anhang

### A1 Unser ESG-Rating

Wir sind davon überzeugt, dass nachhaltiges Wirtschaften eine zentrale Rolle für ein langfristiges Wirtschaftswachstum und für den Wohlstand spielt und den Emittenten sowie Kapitalanlegern dabei grosse Bedeutung zukommt. Unser Ziel ist es, unseren Kunden mittels Datenauswertung (quantitativ) und der Expertenmeinung unserer Analysten (qualitativ) eine noch fundiertere Anlageempfehlung zu geben. Durch die Berücksichtigung der ESG-Faktoren und deren Integration in unsere Emittenten-Analysen können wir Risiken und Chancen besser identifizieren und beurteilen. Somit ist die Nachhaltigkeitsanalyse aus unserer Sicht nicht nur komplementär, sondern eine unentbehrliche Ergänzung der klassischen Finanzanalyse.

Die meisten am Markt verfügbaren ESG-Einschätzungen greifen auf Methodiken zurück, die eine absolute Bewertung von Daten vornehmen. Das bedeutet, dass die ESG-Qualität von Emittenten anhand von Checklisten und dem Erreichen von Punkten gemessen wird. Erfüllt ein Emittent spezifische Standards nicht oder weist er nicht die geforderten Kennzahlen aus, erhält er oft keine oder eine tiefe Bewertung. Viele kleinere Emittenten haben jedoch nicht die erforderlichen Ressourcen für die umfassende Datenerfassung der eigenen Tätigkeit hinsichtlich Emissionen, weiterer Umweltfaktoren und verschiedener sozialer Aspekte. Dies hat einen Einfluss auf die Berichterstattung sowie die Auswertung im Vergleich zu Emittenten mit grösseren Teams im Nachhaltigkeitsbereich. Diese Lücke wollen wir mit unserem ESG-Ansatz schliessen.

Das ESG-Rating der Research-Abteilung der Zürcher Kantonalbank basiert auf einer Kombination von quantitativen und qualitativen Einschätzungen.

Der quantitative Ansatz besteht aus mehreren Dimensionen. Wir nutzen dabei Daten von verschiedenen Anbietern (bspw. MSCI, Refinitiv, RepRisk) und identifizieren Problemfelder, die in den Bereichen Environmental, Social und Governance untersucht und dann bewertet werden. Mithilfe eines proprietären Nachhaltigkeitsmodells konsolidieren wir die externen Datenpunkte und lassen diese entsprechend in unsere Einschätzungen einfließen.

Der qualitative Ansatz ist aus unserer Sicht bei kleinen Emittenten von besonderer Relevanz, da bei diesen die Datenlage oft weniger umfassend ist und somit die quantitative Analyse Lücken aufweist. Da unsere Analysten in engem Austausch mit den Emittenten stehen, können spezifische, relevante Themen direkt mit den einzelnen Vertretern diskutiert werden. Wir beurteilen Emittenten hinsichtlich der Themen Umwelt («E»), soziale Aspekte («S») und Corporate Governance («G») mit einem strukturierten Ansatz. Dabei berücksichtigen wir nicht nur die Ist-Situation, sondern gehen auch auf Trends und zukunftsgerichtete Massnahmen ein. Unsere Analysten sind sich ihrer verantwortungsvollen Rolle bewusst, Vertreter der Emittenten auf kritischen Themen (bspw. zu wenig Offenlegung, relativ hohe Vergütungen, geringe Fortschritte bei der Emissionsreduktion) zu sensibilisieren. Damit wollen wir für Investoren einen Mehrwert und mehr Transparenz schaffen.

Die Einschätzung aus der quantitativen Analyse kombiniert mit dem Score aus der qualitativen Analyse ergibt unser ESG-Rating.

**Nachhaltiges Wirtschaften spielt eine zentrale Rolle für alle Beteiligten. Durch die Berücksichtigung der ESG-Faktoren und deren Integration in unsere Analysen können wir Risiken und Chancen besser identifizieren und beurteilen**

**Bei den meisten verfügbaren ESG-Einschätzungen am Markt wird die ESG-Qualität von Emittenten anhand von Checklisten und dem Erreichen von Punkten gemessen**

**Umfassende quantitative und qualitative Analysen der Emittenten**

**Unsere Analysten sind sich ihrer verantwortungsvollen Rolle bewusst, Vertreter der einzelnen Emittenten für kritische Themen zu sensibilisieren**

## A2 Methodik der qualitativen Analyse

Abbildung 13: Eckpfeiler unseres ESG-Ansatzes



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Im Nachhaltigkeitsbereich gilt es verschiedene Aspekte zu analysieren und in den Bewertungen zu reflektieren. Dies haben wir teilweise bereits in der Vergangenheit in unserer Analyse berücksichtigt, jedoch nicht explizit ausgewiesen. Unser Ansatz ist holistisch aufgebaut und kann unseres Erachtens einfach und transparent vermittelt werden. Zudem ist der Ansatz bei Aktiengesellschaften, Immobilienfonds und Immobilien-Anlagestiftungen einsetzbar und die Resultate sind vergleichbar. Die in *Abbildung 15* erwähnten aufgeführten 12 Kategorien bilden die Basis, um auf relevante Aspekte der Nachhaltigkeit einzugehen und eine möglichst umfassende Einschätzung zu vermitteln.

### Strukturierter Ansatz entlang von 12 Kategorien

Abbildung 14: Eckpfeiler unseres ESG-Ansatzes



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Das ESG-Rating der Research-Abteilung der Zürcher Kantonalbank wird, wie *oben illustriert*, aus quantitativen und qualitativen Einschätzungen hergeleitet. Neben dem Bezug von Rohdaten von qualifizierten Datenanbietern für die quantitative

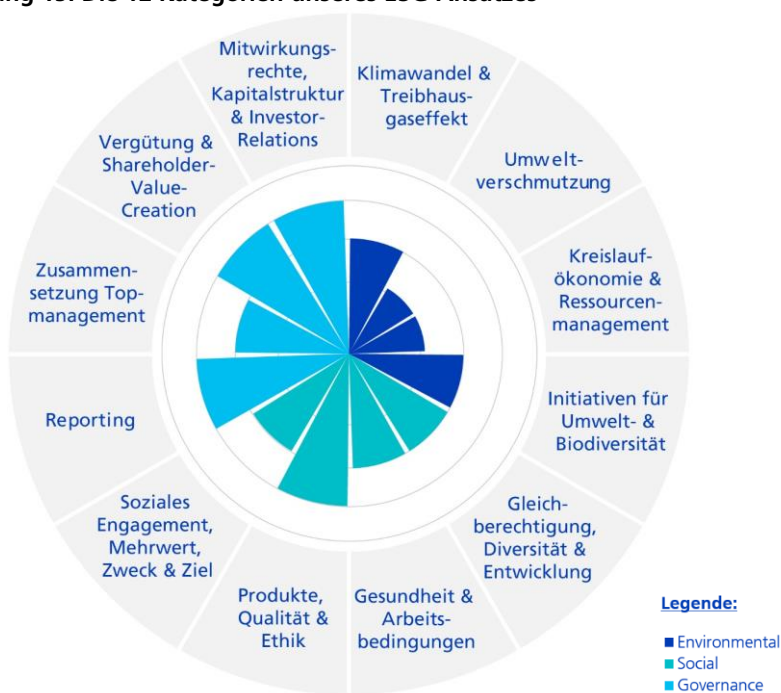
Einschätzung führen wir umfassende qualitative Nachhaltigkeitsanalysen durch. Daraus ergibt sich unser holistisches ESG-Sterne-Rating.

In unserer qualitativen, fundamentalen Analyse beurteilen wir die Emittenten hinsichtlich der Themen Umwelt, soziale Aspekte und Corporate Governance (ESG) mit einem strikten, strukturierten Ansatz. Dabei berücksichtigen wir nicht nur die Ist-Situation, sondern gehen auch auf Trends und zukunftsgerichtete Massnahmen ein.

Wir unterteilen die 3 Themengebiete Environmental, Social und Governance in je 4 Kategorien, wobei jedem Themengebiet die gleiche Relevanz für die Gesamtbewertung zukommt. Die Gewichtung der 4 Kategorien innerhalb der Themengebiete kann jedoch je nach unserer Einschätzung der Wichtigkeit leicht unterschiedlich sein. Bei der Beurteilung der 12 Kategorien vergeben wir jeweils einen Score (0–5) sowie eine Einschätzung für den Trend (negativ, neutral, positiv). Daraus resultiert in Kombination mit dem quantitativen Ansatz auf Stufe des Emittenten ein ESG-Sterne-Rating.

**Wir berücksichtigen nicht nur die Ist-Situation, sondern gehen auch auf Trends und zukunftsgerichtete Massnahmen ein**

**Abbildung 15: Die 12 Kategorien unseres ESG-Ansatzes**



Notiz: Zahlreiche Nachhaltigkeitsaspekte werden analysiert und konsolidiert in den definierten 12 ESG-Kategorien ausgewiesen. Die Illustration zeigt ein Beispiel für die erreichten Punkte je Kategorie.

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Um eine strukturierte und einheitliche Analyse innerhalb dieser 12 Kategorien durchführen zu können, steht unseren Analysten ein umfassendes Set von standardisierten Fragen zur Verfügung. Dabei werden die Emittenten sowohl relativ zu ihren Konkurrenten im Immobiliensektor als auch relativ zu anderen Sektoren beurteilt. Das Vergleichen eines Emittenten zwischen den Sektoren stellt jedoch einen Balanceakt dar.

**Die Vergleichbarkeit eines Emittenten zwischen den Sektoren stellt einen Balanceakt dar**

Die Ist-Situation wird dabei mit einer Punktevergabe beurteilt (1–5), wobei 0 als nicht ESG-konform gilt, 1 als sehr schlecht und 5 als sehr gut. Schneidet ein Unternehmen in einer Kategorie so schlecht ab, dass 0 Punkte vergeben werden (bspw. aufgrund eines schwerwiegenden Skandals), dann wird automatisch ein ESG-Rating mit 0 Sternen für dieses Unternehmen vergeben.

Anhand der Angabe zum Trend auf Stufe der einzelnen ESG-Kategorien können bedeutende Veränderungen antizipiert werden. Er wird als positiv (+), neutral (=) oder

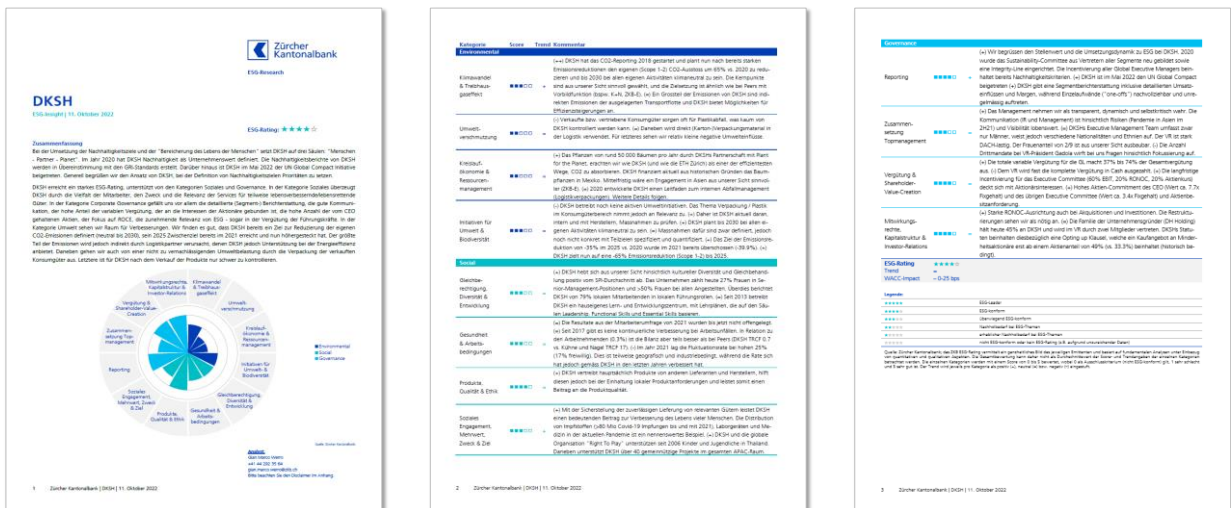
negativ (–) eingeschätzt und kann das ESG-Rating beeinflussen, sofern über mehrere Kategorien hinweg ein positiver oder negativer Trend ersichtlich ist.

Entsprechend kann ein Emittent, der momentan noch Schwächen aufweist, mit konkreten und glaubwürdigen Massnahmen das Gesamtrating positiv beeinflussen. Signifikante Verbesserungen sind beispielsweise in der Governance eine geeignete Neubesetzung des Verwaltungsrates oder Managements (bspw. nach einem Skandal), bei Umweltthemen starke Initiativen zu Emissionsreduktionen und bei sozialen Aspekten stark verbesserte Arbeitsbedingungen. Wichtig hierbei ist, dass der Trend nur als positiv beurteilt wird, wenn das Unternehmen signifikante und glaubwürdige Massnahmen erfolgreich umsetzt. Ebenso werden nur signifikante negative Entwicklungen als negativer Trend eingeordnet.

Mit der Publikation «ESG-Insight» stellen wir die Beurteilung der Ist-Situation sowie die Trendeinschätzung für Aktiengesellschaften zur Verfügung, zusammen mit einer ausformulierten Erläuterung für jede der 12 Kategorien. Zudem fasst eine Executive Summary die ESG-Highlights zu jeder Aktiengesellschaft zusammen (siehe folgendes Beispiel). Für Immobilienfonds und Anlagestiftungen wird derzeit kein «ESG-Insight» publiziert.

**Einschätzung Ist-Situation und Trend mit Übersetzung in qualitativen Score**

**Abbildung 16: Beispiel «ESG-Insight» für eine Aktiengesellschaft**



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Bei der ESG-Analyse stützen wir uns auf die von den Emittenten in Nachhaltigkeitsberichten und anderen Publikationen zur Verfügung gestellten Informationen. Die Resultate der quantitativen Analyse helfen bei der raschen Identifizierung von Problemfeldern zur weiteren qualitativen Vertiefung und bei Quervergleichen. Abschliessend diskutieren wir problematische oder auch relevante bzw. fehlende Punkte direkt mit den Vertretern der einzelnen Emittenten. Die gesamte Beurteilung findet mindestens einmal jährlich statt oder im Falle von relevanten Ereignissen zeitnah und reaktiv.

**Die Beurteilung der Emittenten findet mindestens einmal jährlich oder im Falle von relevanten Ereignissen zeitnah und reaktiv statt**

**A2 Das ESG-Rating**

Kombinieren wir unsere Resultate der quantitativen und der qualitativen Analyse (inklusive Trendbeitrag), ergibt sich nach Anwendung einer internen Übersetzungsmatrix ein ESG-Rating von 1 bis 5 Sternen für jeden Emittenten. Die Einstufung mit Sternen zeigt, wie «ESG-konform» wir einen Emittenten einschätzen.

**Das ESG-Rating zeigt anhand der Sterne, wie «nachhaltig» bzw. «ESG-konform» wir einen Emittenten einschätzen**

Bei einer unzureichenden Datenbasis – was vor allem bei kleineren Emittenten der Fall sein kann – stützen wir uns stärker auf das Resultat der qualitativen Analyse als auf jenes der quantitativen Analyse ab.

Die folgende Abbildung zeigt die ESG-Ratingkategorien und ihre Bedeutung. Dabei stufen wir einen Emittenten mit 5 Sternen als ESG-Leader ein. Das bedeutet, dass wir den Emittenten in allen 3 Kategorien Environmental, Social und Governance als herausragend positioniert beurteilen. Emittenten, die mit 4 Sternen eingestuft sind, werden von uns als «nachhaltig» bzw. «ESG-konform» beurteilt. Bei 3 Sternen liegt eine «überwiegende ESG-Konformität» vor. Bei gewissen Themengebieten weisen diese Emittenten noch Verbesserungspotenzial auf bzw. stehen sie mit einzelnen Nachhaltigkeitsthemen noch am Anfang. Aufgrund des relativ grossen CO<sub>2</sub>-Fussabdrucks im Immobiliensektor ist es zusätzlich herausfordernd, ein ESG-Rating von 4 oder 5 Sternen zu erreichen. Bei weniger als 3 Sternen besteht aus unserer Sicht Nachholbedarf im Hinblick auf die Nachhaltigkeit.

#### Abbildung 17: ESG-Ratings und ihre Bedeutung

★★★★★	ESG-Leader
★★★★☆	ESG-konform
★★★☆☆	Überwiegend ESG-konform
★★☆☆☆	Nachholbedarf bei ESG-Themen
★☆☆☆☆	Erheblicher Nachholbedarf bei ESG-Themen
☆☆☆☆☆	Nicht ESG-konform oder kein Rating vorhanden

Quelle: Zürcher Kantonalbank

## Offenlegungen und Disclaimer

Die in diesem Bericht angegebenen Kurse entsprechen den Schlusskursen des Vortags, sofern keine anderen Angaben gemacht werden. Die Angaben zu Preisen und Verfügbarkeit der Finanzinstrumente sind unverbindlich und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die vollständigen rechtlichen Hinweise zu Emittenten ausserhalb der Schweiz (keine Kotierung in der Schweiz) finden Sie in der letzten veröffentlichten Unternehmensstudie zum jeweiligen Emittenten.

Die Funktionsbezeichnung der verantwortlichen Finanzanalysten lautet «Equity Research Analyst» (Aktien) oder «Credit Research Analyst» (Obligationen), sofern in diesem Bericht keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

Es besteht keine unmittelbare Abhängigkeit zwischen der Vergütung der aufgeführten und für den Inhalt dieses Berichts verantwortlichen Finanzanalysten einerseits und den Wertpapierdienstleistungen, anderen Geschäften oder Handelsgebühren der Zürcher Kantonalbank und ihrer Gruppengesellschaften andererseits. Die variable Vergütung der Finanzanalysten ist abhängig vom Gesamtergebnis der Zürcher Kantonalbank und richtet sich damit auch nach der Gesamtprofitabilität der Zürcher Kantonalbank. Ein Teil des Gesamtergebnisses wird durch Investmentbanking-Aktivitäten generiert. Aus diesem Grund kann die Entscheidung der Finanzanalysten als indirekt von diesem Bericht abhängig betrachtet werden.

## Erklärung der Finanzanalysten

Die aufgeführten Finanzanalysten, die für den Inhalt des vorliegenden Berichts verantwortlich sind, bestätigen, dass die in diesem Bericht geäusserten Ansichten ausschliesslich und zuverlässig ihre persönlichen Ansichten zu den Unternehmen wiedergeben und dass sie diesen Bericht eigenständig und unabhängig, auch von der Zürcher Kantonalbank, erstellt haben. Da die persönlichen Ansichten der Finanzanalysten voneinander abweichen können, ist es möglich, dass die Zürcher Kantonalbank Publikationen erstellt hat oder erstellen wird, die mit den hier dargestellten Informationen nicht übereinstimmen und/oder zu anderen Schlussfolgerungen kommen.

Die Finanzanalysten erklären, dass sie keine Beziehungen zu Personen unterhalten, die mit dem Emittenten verbunden sind, und dass sie zum Emittenten oder einer Person oder Gesellschaft, die die Interessen des Emittenten vertritt, keine geschäftlichen Beziehungen pflegen und keine Vergütung für erbrachte Dienstleistungen erhalten. Die Finanzanalysten und die Mitglieder ihres Haushalts halten in ihren persönlichen Anlageportfolios weder direkt noch indirekt mehr als 5% ihres persönlichen Nettovermögens in Wertpapieren, die von dem/den in diesem Bericht analysierten Emittenten begeben wurden, noch sind sie persönlich am Erwerb, Verkauf oder Handel solcher Wertpapiere auf dem Markt beteiligt. Weder die Finanzanalysten noch die Mitglieder der Haushalte der Finanzanalysten sind leitende Angestellte, Organe oder Beiratsmitglieder der in diesem Bericht analysierten Unternehmen.

Die für den Inhalt dieses Berichts verantwortlichen Finanzanalysten erklären hiermit, dass kein Teil ihrer Vergütung direkt oder indirekt mit einer bestimmten hierin dargelegten Empfehlung oder Ansicht oder mit der Preisfestsetzung eines der hierin besprochenen Wertpapiere verbunden war, ist oder sein wird.

## Eigengeschäfte der Finanzanalysten

Sofern der hauptverantwortliche Finanzanalyst direkt oder indirekt Wertpapiere eines Emittenten hält, werden nachfolgend Datum und Preis des letzten Erwerbs aufgeführt.

- Equity-Research-Analysten: Lonza (28.04.2021), Novartis (18.09.2016), Roche (06.03.2014), Sandoz (04.10.2023)
- Credit-Research-Analysten: Bell Food Group (18.08.2015), Emmi (01.11.2007), Holcim (27.03.2020), SGS (21.09.2015)

## Mitwirkung an Kapitalmarkttransaktionen

Die Zürcher Kantonalbank hat in den letzten 12 Monaten an folgenden Kapitalmarkttransaktionen mitgewirkt:

Allreal, Amag Leasing AG, Baloise, BancaStato, Barry Callebaut, BC Neuchâteloise, BNP Paribas S.A., Carlo Gavazzi, Cembra Money Bank, Credit Suisse (Schweiz) AG, Dottikon ES, EFG International, Emmi Finanz AG, ENAG, Engadiner Kraftwerke, Ez Gem. Wohnbauträger, Galenica, GAM Holding, Givaudan, Glarner KB, Hilti, Insel Gruppe, Julius Bär, Kanton Tessin, Kanton Zürich, Kantonsspital Baden, Kantonsspital St. Gallen, KEBAG, LGT Bank AG, LLB, Lonza, Lonza Swiss Finanz AG, Luzerner KB, Meier Tobler, Meyer Burger, Mobimo, Münchener Hypothekbank, Municipality Finance Plc, Nant de Drance SA, Nestlé, OC Oerlikon, Pfandbriefzentrale, PSP, Raiffeisen Schweiz, Schweiter Technologies, Schweizer Lebensvers. und Rentenanstalt, SGS, Sika, Société Générale S.A., Stadt Bern, Stadt Genf, Stadt Lausanne, Stadt Lugano, Stadt Winterthur, Stadt Zürich, Swiss Life, Swiss Pr St Fin, Swisscom, Swissgrid, Temenos, UBS AG (London Branch), UBS Group, Valiant, Viseca, Walliser KB, Zürcher Kantonalbank

## Beteiligungen der Zürcher Kantonalbank

– Die Zürcher Kantonalbank hält gemäss der letzten Meldung über 10% an der Viseca Payment Services SA und über 5% an der BC du Jura.

– Die Zürcher Kantonalbank hält gemäss der letzten Meldung über 10% an der Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken (Pfandbriefzentrale) und refinanziert einen Teil ihres Hypothekengeschäfts über die Pfandbriefzentrale. Daraus können sich Interessenkonflikte ergeben, die sich auf die Rating-Einschätzung betreffend der Pfandbriefzentrale auswirken.

## Verhältnis zum Kanton Zürich

Die Zürcher Kantonalbank ist eine selbständige Anstalt des öffentlichen Rechts des Kantons Zürich. Die Rahmenbedingungen ihrer Organisation und Geschäftstätigkeit werden vom Gesetz über die Zürcher Kantonalbank und von den sich daraus ergebenden Reglementen vorgegeben. Der Kantonsrat des Kantons Zürich hat die Oberaufsicht über die Zürcher Kantonalbank und ist dabei u.a. zuständig für die Wahl der Mitglieder des Bankrats und des Bankpräsidiums sowie für die Abnahme der Jahresrechnung und des Geschäftsberichts der Zürcher Kantonalbank. Der Kanton Zürich haftet für alle Verbindlichkeiten der Zürcher Kantonalbank, soweit deren eigene Mittel nicht ausreichen. Daraus können sich Interessenkonflikte ergeben, die sich auf die Rating-Einschätzung betreffend des Kantons Zürich bzw. der von diesem emittierten Finanzinstrumenten auswirken können.

## Nettokauf- und Nettoverkaufspositionen der Zürcher Kantonalbank

Im Falle von Nettokaufpositionen profitiert die Zürcher Kantonalbank von steigenden Kursen. Im Falle von Nettoverkaufspositionen profitiert die Zürcher Kantonalbank von fallenden Kursen. Die Zürcher Kantonalbank hält folgende Nettokauf- und Nettoverkaufspositionen von mindestens 0.5% des Aktienkapitals der nachfolgend bezeichneten Unternehmen:

- Nettokaufpositionen: BC du Jura
- Nettoverkaufspositionen: Keine

## Offenlegung von grossen Krediten

Öffengelegt werden grosse Kredite, für die eine bilaterale Offenlegungsvereinbarung zwischen dem Kreditnehmer und der Zürcher Kantonalbank als Kreditgeberin vorliegt und wo entsprechend die Möglichkeit besteht, dass dem Finanzanalysten diese Geschäftsbeziehung bekannt ist. Andere Kreditbeziehungen unterliegen dem Bankkundengeheimnis, und es existieren innerhalb der Zürcher Kantonalbank «Chinese Walls», die verhindern, dass der Finanzanalyst Kenntnis von solchen Geschäftsbeziehungen hat.

Die Zürcher Kantonalbank hat aktuell Kredite an folgende Emittenten ausstehend: Arbonia, Ascom, Bossard, Dormakaba, Feintool, Julius Bär, Komax, Nant de Drance SA, Partners Group, PSP, Rieter, Siegfried, Sonova, Stadler Rail, Swiss Prime Site, Swiss Reinsurance Co., Swisscom, u-blox

## Paid Equity Research

Die Zürcher Kantonalbank erstellt Research im Rahmen des «Stage-Programms» der SIX Swiss Exchange (<https://www.six-group.com/dam/download/the-swiss-stock-exchange/listing/equity/services-for-equity-issuers/stage-program-de.pdf>). Hierfür wird die Zürcher Kantonalbank von der SIX Swiss Exchange finanziell entschädigt; der durch die Zürcher Kantonalbank mit Researchpublikationen abgedeckte Emittent entrichtet ein Entgelt an die SIX Swiss Exchange.

Folgende Unternehmen werden aktuell mit «Paid Equity-Research» im Rahmen des «Stage-Programms» durch die Zürcher Kantonalbank abgedeckt: Addex Therapeutics, Basilea, Cicor, CPH Chemie + Papier Holding, HIAG, Ina Invest Holding AG, Mobilezone Holding AG, Orascom Development, Orell Füssli, Romande Energie, SF Urban Properties AG, Titis Bergbahnen, Wardeck Invest, Zug Estates

## Offenlegung weiterer Interessenkonflikte

Ganz allgemein können sich Interessenkonflikte daraus ergeben, dass die Zürcher Kantonalbank im Rahmen ihrer üblichen Unternehmenstätigkeit ein Interesse daran hat, bestehende Geschäftsbeziehungen zum Emittenten (soweit vorhanden) auszubauen und neue Geschäftsbeziehungen einzugehen.

Eine Beschreibung der Regelungen und Informationsschranken zum Umgang mit Interessenkonflikten ist unter <https://www.zkb.ch/de/rechtliches/handelsgeschaefthandel-kapitalmarkt.html> einsehbar.

Sofern Beiträge in diesem Bericht durch Organisationseinheiten erstellt wurden, die nicht den «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» (nachfolgend «die Richtlinien») genannt, herausgegeben durch die Schweizerische Bankiervereinigung) unterliegen, ist dies in der Fusszeile vermerkt. Die vorliegenden rechtlichen Hinweise kommen nur bei jenen Beiträgen zur Anwendung, die als Finanzanalyse im Sinne der Richtlinie qualifizieren.

Die Zürcher Kantonalbank hat Vorkehrungen getroffen, um sicherzustellen, dass:

- Finanzanalysten und andere relevante Personen, die den wahrscheinlichen Zeitplan oder Inhalt einer Finanzanalyse kennen, die für die Öffentlichkeit oder für Kunden nicht zugänglich ist und aus den öffentlich verfügbaren Informationen nicht ohne Weiteres abgeleitet werden kann, persönliche oder im Namen einer anderen Person, einschliesslich der Zürcher Kantonalbank, getätigte Geschäfte mit Finanzinstrumenten, auf die sich die Finanzanalyse bezieht, oder mit damit verbundenen Finanzinstrumenten nur als Market-Maker in gutem Glauben und im normalen Verlauf des Market-Making oder in Ausführung eines unaufgeforderten Kundenauftrags nur dann tätigen, wenn die Empfänger der Finanzanalyse ausreichend Gelegenheit hatten, auf diese zu reagieren;
- Finanzanalysten und alle anderen an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligten relevanten Personen nur unter aussergewöhnlichen Umständen und mit vorheriger Genehmigung eines Mitarbeiters der Rechtsabteilung oder der Compliance-Funktion der Zürcher Kantonalbank ein den aktuellen Empfehlungen zuwiderlaufendes persönliches Geschäft mit den Finanzinstrumenten, auf die sich die Finanzanalyse bezieht, oder damit verbundenen Finanzinstrumenten tätigen;
- eine physische Trennung zwischen den an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligten Finanzanalysten und anderen relevanten Personen, deren Aufgaben oder Geschäftsinteressen mit den Interessen der Personen, an die die Finanzanalysen weitergegeben werden, kollidieren können, gegeben ist;
- die Zürcher Kantonalbank, Finanzanalysten und andere an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligte relevante Personen keine Anreize von Personen annehmen, die ein wesentliches Interesse am Gegenstand der Finanzanalysen haben;
- die Zürcher Kantonalbank, Finanzanalysten und andere an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligte relevante Personen Emittenten keine für sie günstige Analyse versprechen;

– Emittenten, relevanten Personen mit Ausnahme von Finanzanalysten und sonstigen Personen nicht gestattet ist, den Entwurf dieser Finanzanalyse auf die Korrektheit der darin dargestellten Sachverhalte oder einen anderen Zweck hin zu überprüfen, wenn der Entwurf eine Empfehlung oder einen Zielpreis enthält, es sei denn, es geht darum, die Einhaltung der rechtlichen Pflichten durch die Zürcher Kantonalbank zu kontrollieren.

#### Liste aller Empfehlungen der letzten 12 Monate

Eine Liste aller Berichte und der darin enthaltenen Empfehlungen, die in den vergangenen 12 Monaten über irgendeinen Emittenten oder ein Finanzinstrument verbreitet wurden, kann unter <https://zkb-finance.mdgms.com> eingesehen werden. Sollten Sie keinen Zugriff auf das Finanzinfos+ Portal haben, wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenbetreuer.

#### Ratingverteilung der Unternehmen im Schweizer Researchuniversum

- Absolute Verteilung der Einstufungen (Übergewichten 65; Marktgewichten 98; Untergewichten 14)
  - Prozentuale Verteilung der Einstufungen (Übergewichten 36.72%; Marktgewichten 55.37%; Untergewichten 7.91%)
  - Kunden mit IB-Dienstleistungen pro Kategorie (Übergewichten 66.15%; Marktgewichten 53.06%; Untergewichten 35.71%)
- Die Übersicht wird jeweils zum Quartalsanfang aktualisiert und gibt aktuell den Stand zu diesem Zeitpunkt wieder: 31.12.2023

#### Relevante Aktien- und Immobilienfondsumstufungen der letzten 12 Monate

Adecco Group	Fonds Immobilien Romand	R&S Group
02.08.2023 von Marktgewichten auf Übergewichten	18.12.2023 von Marktgewichten auf Untergewichten	27.02.2024 von keine Einstufung auf Marktgewichten
Allreal	Glamer KB	Romande Energie
09.08.2023 von Übergewichten auf Marktgewichten	15.12.2023 von Marktgewichten auf Untergewichten	30.01.2024 von keine Einstufung auf Marktgewichten
ams OSRAM	Graubündner KB	Sandoz
08.12.2023 von Marktgewichten auf Übergewichten	15.12.2023 von Übergewichten auf Marktgewichten	04.10.2023 von keine Einstufung auf Übergewichten
Autoneum	Ina Invest Holding AG	Schweiter Technologies
07.07.2023 von Marktgewichten auf Untergewichten	15.12.2023 von Marktgewichten auf Untergewichten	14.08.2023 von Übergewichten auf Marktgewichten
Avolta	INFICON	02.05.2023 von keine Einstufung auf Übergewichten
07.08.2023 von Untergewichten auf Marktgewichten	21.06.2023 von Untergewichten auf Marktgewichten	Sensirion
Basilea	Interroll	10.10.2023 von keine Einstufung auf Marktgewichten
03.04.2023 von keine Einstufung auf Marktgewichten	16.06.2023 von Übergewichten auf Marktgewichten	SIG Group AG
BC de Genève	Julius Bär	20.12.2023 von keine Einstufung auf Marktgewichten
15.12.2023 von keine Einstufung auf Übergewichten	25.05.2023 von Marktgewichten auf Übergewichten	SoftwareONE
Calida Group	Komax	11.03.2024 von Übergewichten auf Marktgewichten
27.03.2023 von Übergewichten auf Marktgewichten	11.10.2023 von Marktgewichten auf Untergewichten	Straumann
10.01.2024 von Marktgewichten auf Untergewichten	Kühne + Nagel	24.03.2023 von Marktgewichten auf Übergewichten
Carlo Gavazzi	30.10.2023 von Marktgewichten auf Übergewichten	04.03.2024 von Übergewichten auf Marktgewichten
24.10.2023 von keine Einstufung auf Marktgewichten	La Foncière	Sustainable Real Estate Switzerland
Cicor	15.12.2023 von Marktgewichten auf Untergewichten	31.07.2023 von keine Einstufung auf Marktgewichten
05.10.2023 von Marktgewichten auf Übergewichten	Leonteq AG	Swissquote
Comet	23.03.2023 von Übergewichten auf Marktgewichten	05.12.2023 von Marktgewichten auf Übergewichten
20.06.2023 von Übergewichten auf Marktgewichten	Logitech	u-blox
C5 Green Property	15.06.2023 von Übergewichten auf Marktgewichten	06.07.2023 von Untergewichten auf Marktgewichten
29.06.2023 von Untergewichten auf Marktgewichten	Medacta Group AG	UBS Group
C5 Interswiss	24.10.2023 von keine Einstufung auf Übergewichten	20.03.2023 von Marktgewichten auf Übergewichten
15.12.2023 von Marktgewichten auf Übergewichten	Meyer Burger	VAT Group AG
C5 REF LogisticsPlus	31.01.2024 von Übergewichten auf Untergewichten	16.06.2023 von Übergewichten auf Marktgewichten
17.11.2023 von Untergewichten auf Marktgewichten	Mobilezone Holding AG	VP Bank
Dätwyler	22.05.2023 von Übergewichten auf Marktgewichten	27.10.2023 von Marktgewichten auf Untergewichten
24.07.2023 von Übergewichten auf Marktgewichten	Novartis	V-ZUG
Feintool	14.08.2023 von Übergewichten auf Marktgewichten	07.06.2023 von Übergewichten auf Marktgewichten
12.01.2024 von Untergewichten auf Marktgewichten	Orascom Development	Wartec Invest
04.12.2023 von Übergewichten auf Untergewichten	17.05.2023 von Übergewichten auf Marktgewichten	24.03.2023 von Marktgewichten auf Untergewichten
Flughafen Zürich	Partners Group	Zug Estates
26.05.2023 von Marktgewichten auf Übergewichten	26.09.2023 von Marktgewichten auf Übergewichten	07.12.2023 von Marktgewichten auf Übergewichten

#### Relevante Bond-Rating-/Outlook-Änderungen der letzten 12 Monate

Allreal	Flughafen Zürich	OC Oerlikon
11.03.2024 von BBB+/negativ auf BBB/stabil	12.03.2024 von A/stabil auf A/positiv	04.08.2023 von BBB/stabil auf BBB-/stabil
Aryzta	Georg Fischer	29.02.2024 von BBB-/stabil auf BBB-/negativ
11.10.2023 von BB-/positiv auf BB/positiv	13.06.2023 von BBB+/stabil auf BBB+/negativ	Swisscom
Burckhardt Compression	21.11.2023 von BBB+/negativ auf BBB/stabil	13.02.2024 von A-/stabil auf A-/positiv
07.06.2023 von BB+/stabil auf BB+/positiv	Kudelski	UBS Group
Cembra Money Bank	23.02.2024 von B/negativ auf B-/negativ	20.03.2023 von A-/stabil auf REVISION
26.02.2024 von A-/negativ auf A-/stabil	Kühne + Nagel	26.04.2023 von REVISION auf BBB+/negativ
Dormakaba	19.12.2023 von NR auf A/stabil	09.02.2024 von BBB+/negativ auf BBB+/stabil
07.07.2023 von BBB-/stabil auf BBB-/negativ	Luzerner KB	
	12.06.2023 von RESTRICTED auf AA+/positiv	

#### Faktencheck

Zwecks Überprüfung der faktischen Aspekte kann die Zürcher Kantonalbank diesen Bericht vor dessen Veröffentlichung in einer redigierten, auf die Fakten beschränkten Fassung dem Emittenten und anderen Dritten zukommen lassen. Dabei werden weder Einstufungen noch Kursziele oder andere zentrale Einschätzungen kommuniziert oder thematisiert.

#### Erläuterung der Einstufungen

Das Research der Zürcher Kantonalbank verwendet keine absoluten Empfehlungen wie «Kaufen», «Halten» oder «Verkaufen», sondern nur relative Einstufungen («Übergewichten», «Marktgewichten», «Untergewichten») gegenüber einer Benchmark. Bei Schweizer Aktien ist die Benchmark der Swiss Performance Index (SPI). Bei der erwarteten Relativperformance handelt es sich um die in den nächsten 12 Monaten erwartete Gesamtrendite (Total Return), die sich zusammensetzt aus der Kursperformance der Aktie (Kursgewinn oder -verlust) zuzüglich der Ausschüttungen (z.B. Dividenden). Im Vergleich zur erwarteten Gesamtrendite der Benchmark wird bei «Übergewichten»-Einstufungen eine deutlich höhere, bei «Marktgewichten»-Einstufungen eine vergleichbare (+/-5%) und bei «Untergewichten»-Einstufungen eine deutlich tiefere Gesamtrendite erwartet. Die Angabe «Restricted» zeigt an, dass aus rechtlichen Gründen die Abgabe von Einschätzungen zum entsprechenden Titel vorübergehend eingestellt wurde, wobei nicht ausgeschlossen ist, dass sich eine vorübergehende Einstellung über einen längeren Zeitraum erstreckt oder sogar zur definitiven Einstellung der Abdeckung führt.

#### Methodik

Die grundlegenden methodischen Analyse- und Bewertungsansätze, die vom Research der Zürcher Kantonalbank bei der Erstellung ihrer Publikationen berücksichtigt bzw. verwendet werden, finden Sie unter <https://zkb-finance.mdgms.com/media/files/Research-Methodik.pdf>. Es handelt sich bei dieser Finanzanalyse zu Schweizer Aktiengesellschaften, Schweizer Immobilienfonds und Schweizer Emittenten um primäres Research (d.h., die zugrunde liegenden Informationen können direkt vom Emittenten stammen).

Sofern nichts anderes erwähnt wird, basieren die Empfehlungen und Einstufungen auf einer Fundamentalanalyse. Auf der Grundlage der veröffentlichten und allenfalls adjustierten Zahlen (Bilanz, Erfolgsrechnung, Cashflowrechnung etc.) und des Branchen- und Marktumfelds erstellen die Finanzanalysten Prognosen. Zur Anwendung kommen Bewertungsmethoden wie Discounted Cashflow, Bewertungsvergleiche im historischen Kontext, im Vergleich zu Konkurrenten oder Unternehmen in vergleichbaren Sektoren/Märkten oder Sum-of-the-Parts-Bewertungen.

Eine Vielzahl von Faktoren kann Einfluss auf den Geschäftsverlauf haben und dazu führen, dass die effektive Entwicklung von der ursprünglichen Prognose abweicht. Dazu gehören Wechselkursschwankungen, Veränderungen im Management, konjunkturelle Einflüsse, regulatorische Änderungen, Konkurrenzsituation, technische Probleme mit Produkten, Nachfrageveränderungen, Probleme mit Inputstoffen/Rohstoffen, Fusionen und Akquisitionen etc. Diese Aufzählung ist nicht abschliessend. Entsprechend können die Einstufung und das relative Kurspotenzial jederzeit aufgrund neuer verfügbarer Informationen ändern.

#### Aktualisierung

Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Schätzungen und Prognosen stellen die aktuellen Sichtweisen und Meinungen der aufgeführten und für den Inhalt dieses Berichts verantwortlichen Finanzanalysten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dar und können sich daher ohne Vorankündigung ändern. Berichte über Emittenten oder Finanzinstrumente werden grundsätzlich, und solange nichts anderes vermerkt ist, anlässlich der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen oder beim Bekanntwerden von kurs- oder ratingrelevanten Informationen vom Research der Zürcher Kantonalbank aktualisiert. Ob und wann eine Aktualisierung erfolgt, steht im alleinigen Ermessen der Zürcher Kantonalbank. Diese ist nicht verpflichtet, den vorliegenden Bericht zu aktualisieren, zu ändern oder zu ergänzen. Ein fester Aktualisierungszyklus ist nicht vorgesehen. Wird die Abdeckung eines Emittenten beendet, informiert die Zürcher Kantonalbank die Research-Empfänger schriftlich.

#### Quellenangabe

Die Informationen in diesem Bericht stammen aus verschiedenen Quellen, die unseres Erachtens zuverlässig sind. Grundsätzlich stammen alle Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen. Sofern dies nicht der Fall ist (etwa wenn die Zürcher Kantonalbank Informationen direkt vom Emittenten erhalten hat), enthält der Bericht einen entsprechenden Vermerk.



## Zuständige Aufsichtsbehörde

Die Zürcher Kantonalbank untersteht der prudenziellen Aufsicht durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA.

## Diverse rechtliche Hinweise

Der vorliegende Bericht dient ausschliesslich Informationszwecken. Er stellt weder ein Angebot oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen oder zur Teilnahme an einer bestimmten Handelsstrategie dar und sollte auch nicht als solcher verstanden werden; der Empfänger ist für eine eigenständige Beurteilung verantwortlich. Die in diesem Bericht erörterten Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Dieser Bericht berücksichtigt nicht die Anlageziele, die finanzielle Situation oder die spezifischen Bedürfnisse eines bestimmten Anlegers. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, allenfalls unter Beizug eines unabhängigen Beraters die Informationen in Bezug auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen aus rechtlicher, regulatorischer, steuerlicher oder anderer Sicht zu prüfen.

Dieser Bericht ist kein Prospekt und kein Basisinformationsblatt. Er wurde von der Zürcher Kantonalbank mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die Zürcher Kantonalbank gibt jedoch weder eine ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherung oder Gewährleistung ab, noch übernimmt sie eine Garantie für den Inhalt, insbesondere nicht für die Vollständigkeit, Zuverlässigkeit oder Richtigkeit der Informationen. Die Zürcher Kantonalbank lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Dieser Bericht erhebt nicht den Anspruch, eine vollständige Darstellung oder Zusammenfassung der darin erwähnten Wertpapiere, Märkte oder Entwicklungen zu bieten.

Sofern es sich bei einem Bericht lediglich um eine Zusammenfassung einer Researchpublikation handelt, stehen weiterführende Informationen zur jeweiligen Gesellschaft in Form der «Daily Market Opinion» oder von Studien zur Verfügung. Bezüglich dieser zusätzlichen Informationen wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Kundenbetreuer.

Wenn ein Finanzinstrument auf eine andere Währung als die des Anlegers lautet, kann sich eine Änderung der Wechselkurse nachteilig auf den Kurs oder den Wert des Finanzinstruments oder die daraus erzielten Erträge auswirken, und Anleger, die auf der Grundlage dieses Berichts eine Anlage tätigen, tragen das Währungsrisiko. Die Erträge aus Finanzinstrumenten können schwanken, da deren Kurs oder Wert entweder direkt oder indirekt steigen oder fallen kann. Vergangene Performance ist kein Indikator für zukünftige Performance. Der Kurs von Wertpapieren kann sowohl steigen als auch sinken. Infolgedessen erhalten Anleger möglicherweise den ursprünglich investierten Betrag nicht zurück. Wechselkursveränderungen können den Wert von Anlagen sowohl vergrössern als auch reduzieren.

Die Verbreitung und/oder Vervielfältigung dieses Berichts oder von Teilen davon ist untersagt, es sei denn, es liegt diesbezüglich eine schriftliche Vereinbarung mit der Zürcher Kantonalbank vor. Zusätzliche Informationen zu den in diesem Bericht behandelten Finanzinstrumenten sind auf Anfrage erhältlich.

## Verwendung im Ausland

Dieser Bericht richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbietet. Bonitätsbewertungen (Ratings) der Zürcher Kantonalbank sind ausschliesslich für die Verbreitung in der Schweiz zugelassen.

## Zusätzliche Informationen für Kunden im Vereinigten Königreich

Die Zürcher Kantonalbank ist eine unabhängige öffentlich-rechtliche Einrichtung, die nach Schweizer Recht und dem Recht des Kantons Zürich gegründet wurde und tätig ist und über eine Schweizer Banklizenz verfügt. Sie hat keinen ständigen Geschäftssitz im Vereinigten Königreich und unterliegt nicht dem Financial Services and Markets Act 2000. Der Schutz, den das britische Regulierungssystem bietet, gilt nicht für die Empfänger von Informationen oder Unterlagen, die von der Zürcher Kantonalbank zur Verfügung gestellt werden, und Entschädigungen im Rahmen des Financial Services Compensation Scheme werden nicht gewährt. Die ZKB Securities (UK) Ltd., Mutual House, 70 Conduit Street, London W1S 2GF, United Kingdom («ZKB Securities»), gegründet in England und Wales als Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Companies Act 2006 mit der Firmennummer 12488177, ist von der Financial Conduct Authority beaufsichtigt und autorisiert mit der Firmenreferenznummer 922650 und befugt, Research im Vereinigten Königreich zu vertreiben.

Sofern die ZKB Securities diesen Bericht nicht selbst verbreitet, genehmigt sie ihn im erforderlichen Umfang als finanzielle Vertriebsförderung für die Zwecke von Abschnitt 21 des Financial Services and Markets Act 2000 und in Übereinstimmung mit dem Conduct of Business Sourcebook im Financial Conduct Authority Handbook. Dieser Bericht ist nur zur Verteilung an geeignete Gegenparteien oder professionelle Kunden bestimmt. Die Zürcher Kantonalbank handelt nicht mit Retailkunden; sollten solche diesen Bericht erhalten, sollten sie ihn und seinen Inhalt ignorieren.

Jeglicher Kontakt mit Finanzanalysten, Brokern oder anderen Mitarbeitenden der Zürcher Kantonalbank muss direkt über die Zürcher Kantonalbank erfolgen und nicht über Büros oder Mitarbeitende von mit der Zürcher Kantonalbank verbundenen Unternehmen in Grossbritannien.

Eine Zusammenfassung der Weisung der ZKB Securities zum Umgang mit Interessenkonflikten finden Sie auf <https://www.zkb.co.uk>.

## Zusätzliche Informationen für US-Personen

Dieser Bericht wird in den Vereinigten Staaten von Auerbach Grayson & Company LLC («AGC»), einem bei der U.S. Securities and Exchange Commission registrierten Broker-Dealer und Mitglied der Financial Industry Regulatory Authority und der Securities Investor Protection Corporation, vertrieben. AGC übernimmt die Verantwortung für diesen Bericht im Sinne des US-Rechts.

US-Personen, die diesen Bericht erhalten und eine Transaktion mit einem in diesem Bericht erwähnten Wertpapier tätigen möchten, sollten sich mit AGC unter +1 212 557 4444 in Verbindung setzen. Dieser Bericht ist, wenn er von der Zürcher Kantonalbank von ausserhalb der Vereinigten Staaten verteilt wird, ausschliesslich zur Verteilung an «major U.S. institutional investors» gemäss Rule 15a-6 des U.S. Securities Exchange Act von 1934 in der jeweils gültigen Fassung bestimmt.

Weder AGC noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, einschliesslich ihrer Mitarbeitenden, besitzen 1% oder mehr irgendeiner Kategorie der Aktien der in diesem Bericht analysierten Unternehmen. Darüber hinaus haben weder AGC noch die mit ihr verbundenen Unternehmen (a) in den letzten 12 Monaten ein öffentliches Wertpapierangebot für die jeweiligen Emittenten durchgeführt; (b) in den letzten 12 Monaten eine Vergütung für Investmentbanking-Dienstleistungen von den jeweiligen Emittenten erhalten; noch erwarten sie (c), innerhalb der nächsten 3 Monate eine Vergütung für Investmentbanking-Dienstleistungen von den jeweiligen Emittenten zu erhalten, oder beabsichtigen, eine solche einzufordern.

AGC hat zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Berichts keine Market-Making-Aktivitäten in den Wertpapieren der betreffenden Emittenten ausgeübt.

Copyright © 2024 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.



Zürcher  
Kantonalbank