

# Swiss Sustainable Investment Market Survey 2024 Guidelines for Asset Owners and Glossary

## Content

1.	About Swiss Sustainable Finance (SSF) .....	1
2.	Introduction, Definition and Objective of the Survey .....	2
2.1.	Special note to changes to the 2023 questionnaire .....	2
3.	Scope of Survey .....	3
4.	Survey Design – Asset Owners.....	4
5.	Data Confidentiality.....	6
6.	Timeline.....	6
7.	Glossary in English.....	7
7.1	Types of Sustainable Investment (SI) Approaches .....	7
7.2	ESG Definitions .....	11
8.	Glossar auf Deutsch .....	12
8.1	Verschiedene Typen von nachhaltigen Anlageansätzen .....	12
8.2	ESG Definitionen .....	16
9.	Glossaire en français .....	18
9.1	Les différents types d’investissement durable .....	18
9.2	Définitions ESG .....	23

## 1. About Swiss Sustainable Finance (SSF)

The mission of Swiss Sustainable Finance (SSF) is to strengthen Switzerland’s position as a leading voice and actor in sustainable finance, thereby fostering the transition to a sustainable and prosperous economy. SSF currently unites over 240 members and network partners from financial service providers, investors, universities and business schools, public-sector entities and other interested organisations. The organisation represents all major players in this field and is the central point for information on sustainable finance in Switzerland. In its regular dialogue with different Federal departments, finance industry associations and media, SSF illustrates the dynamic evolution in the Swiss sustainable finance market.

## 2. Introduction, Definition and Objective of the Survey

Switzerland plays an important role in sustainability-related investments, thanks to a long history of innovative pioneers and products. In order to accurately capture the various trends in the industry, SSF administers a broad survey for Swiss asset managers and asset owners. The goal of this survey is to gain an in-depth understanding of the dynamics of sustainability-related investments in the Swiss market, provide an overview on the major trends and identify challenges and opportunities for market players.

For this purpose, SSF is asking asset managers and asset owners to share data on their ESG/sustainability-related investment activities. The two questionnaires – one for asset owners and one for asset managers – are annually reviewed and adapted by an SSF workgroup to better reflect the Swiss market characteristics.

In this study, ESG/sustainability-related investments refer to any investment approach applying one or more of the nine approaches defined in the glossary to integrate environmental, social and governance (ESG) factors into the selection and management of investments.

The official Swiss Sustainable Investment Market Study will be published in early summer 2024 and will contain extensive market data alongside qualitative information from market participants as well as case studies on sustainable investment practices. For the data analysis, SSF will cooperate with the Sustainable Finance Research Group, University of Hamburg, and the Advanced Impact Research GmbH, to guarantee a thorough and independent analysis.

### 2.1. Special note to changes to the 2024 questionnaire

Based on feedback from the 2023, in which we strongly focused on self-managed assets, this year, additional questions have been added to sheet 2 on “Policies” that help cover overarching policies also applied to externally managed assets:

- We now ask for total volumes of sustainability-related investments linked to each of the nine sustainable investment approaches (this includes self-managed and externally managed volumes).
- Specific stewardship questions are also now asked at the policy level and not only on the self-managed assets level.
- Considering the importance of outsourcing asset management in Switzerland, two new questions on manager selection have been added.

SSF has decided to better differentiate between different levels of sustainability and contributions to positive change. For this purpose, this is the second year that we are including questions on ESG/impact performance measurement for assets. Please take note of these important sections

highlighted within the top section of sheet 3 and help us gain an encompassing picture by filling these sections out for relevant assets.

These questions were conceptualised together with our collaboration partners to help categorise volumes across different levels of ESG/impact implementation. The categories were taken from the white paper "Classification Scheme for Sustainable Investments", published by Eurosif and University of Hamburg.<sup>1</sup> The integration of this additional aspect is seen as an important development of the market study in order to evolve together with the changing perception of sustainable investing. Through this collaboration and the resulting continued work with Professor Timo Busch, the SSF Market Study continues to serve as a proof of concept to the ideas presented in this paper.

### 3. Scope of Survey

This survey refers to your sustainable investment policies on the level of your organisation. Questions on Sheet 2 apply to company-wide assets. Questions on sustainable investment approaches (sheet 3) only apply to self-managed assets.

The survey covers the following nine commonly accepted ESG-/sustainability-related approaches (please see glossary for full definitions):

- Best-in-Class
- Engagement
- ESG Integration
- Exclusions<sup>2</sup>
- Impact Investment
- Norm-based Screening
- Sustainable Thematic Investment
- Voting
- Climate-alignment (New since 2023)<sup>3</sup>

*Further information and definitions on the specific policies can be found in English, German and French in the Glossary starting on page 6 of the guidelines.*

---

<sup>1</sup> <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2022/07/FINAL-White-Paper-Eurosif-Classification.pdf> (an update is expected in early 2024)

<sup>2</sup> According to the Swiss Federal Act on War Material (WMA), the direct financing (and indirect if used to circumvent direct financing) of the development, manufacture or acquisition of prohibited war materials (Article 8b WMA) is prohibited. It is European practice to only count assets as sustainable or responsible that go beyond legal requirements. Therefore, in accordance with European practice, exclusively using this exclusion criteria will not be counted as sustainable or responsible investments. However, if additional exclusion criteria are used as well, the volumes will be counted.

<sup>3</sup> This category was added in 2023 in line with the 26 September 2022 published self-regulation from the Asset Management Association (AMAS). <https://www.am-switzerland.ch/en/regulierung/selbstregulierung-standard/sustainable-finance>

The survey refers to the following asset classes:

- Equities
- Corporate Bonds
- Sovereign/Municipal Bonds
- Supranational Bonds
- Real Estate/Property
- Private Equity
- Private Debt
- Hedge Funds
- Infrastructure
- Commodities
- Monetary/Deposit

## 4. Survey Design – Asset Owners

### General/technical remarks

- The survey is divided into 4 parts.
- The data provided should be from **31 December 2023**.
- In the first worksheet, you are asked for a reporting currency. This currency will be used throughout the entire questionnaire for all reported investment volumes.
- To answer questions with dropdown menus, Microsoft Excel 2010 or higher is required. In case your organisation is using an older version, please contact us.
- In the data sheet 3 *Self-managed assets* you can assess up to 50 products. In the standard view you can only see 10 lines per question. **Please contact us** in case you wish to report on more than 10 items.
- Thanks to simplified check-boxes in sheet 3 you can easily copy your chosen selections to other lines

### Remarks on single data sheets

1. General Information (Worksheet 1)  
In this section, we ask for general information about your organisation such as contact details, total assets under management and the currency in which you provide the data.
2. SI Policies (Worksheet 2)  
In this section we ask you about your sustainable investment policies. The questions refer to a general sustainable investment policy.

*Please note:*

- *As of 2024, this section includes questions on overall company-wide volumes that apply sustainable investment approaches.*
- *This section newly includes detailed stewardship questions.*
- *This section newly includes questions on manager selection.*

### 3. Self-managed assets (Worksheet 3)

In this section we aim to gain an overview on the amount of self-managed assets (assets managed by your organisation inhouse)<sup>4</sup> of your organisation that apply one or more of the nine commonly accepted sustainable investment approaches.

*Please note, in 2024, the following changes were made:*

- *Questions regarding ESG/Impact performance measurement were slightly adapted and are now integrated within section 3.1 (formerly asked in section 3.3).*
- *In section 3.2.1 (Exclusions), categories related to business conduct have been condensed under the two categories "UN Global Compact Violations" and "Controversial weapons".*
- *In section 3.2.3 (Best-in-Class), the groupings found in the dropdowns have been slightly adapted for "% investable".*
- *In section 3.2.8 (Engagement), new overarching questions regarding engagement policies have been added AND new product level questions have been added. As engagement is seen as a key lever to achieve impact, these additional questions are necessary to evaluate ESG/impact performance and investor contribution.*
- *In section 3.2.9 (Voting), new overarching questions regarding voting policies have been added.*

### 4. Special Topics (Worksheet 4)

In this section we cover additional areas that help us gain a full overview of the sustainable investment market in Switzerland. In 2024, this section contains the following topics:

- a. Question 4.1: Sustainable Real Estate Investing
- b. Question 4.2: Green bonds, Social Bonds, Sustainability Bonds, Sustainability-linked Bonds
- c. Question 4.3: Climate Change Considerations in Investments

*Please note: In 2024, the special topics worksheet, contains the following changes:*

- *Specific questions to net-zero real-estate strategies were included.*
- *A new question on net-zero pledges/commitment was added.*

---

<sup>4</sup> SSF has chosen to concentrate its analysis on self-managed assets, as data on externally managed assets would likely be double-counted within the survey if managed by Swiss managers.

## 5. Data Confidentiality

The information provided will be treated confidentially and aggregated for the publication. No data specific to individual respondents is published or disclosed to outside parties without the prior and expressed authorisation of the organisation. SSF is collaborating with the Advanced Impact Research GmbH for the data analysis. SSF has a strict non-disclosure agreement in place with this partner, guaranteeing that the data provided is treated as confidential and only the individuals involved in the analysis have insight into the data. By submitting this survey to SSF, you are agreeing to SSF sharing the data with the Advanced Impact Research GmbH.

SSF may choose to make the **aggregated** data available to other regional and global studies, where considered useful, to minimise your data assessment effort.

## 6. Timeline

This survey is sent to an encompassing list of Swiss asset owners toward the end of January 2024.

**Deadline for the survey response is Monday, 4 March 2024.**

We thank you in advance for the timely feedback on the survey. We will aggregate and analyse the data thereafter and publish the Swiss Sustainable Investment Market Study 2024 in early summer 2024.

## 7. Glossary in English

Sustainable finance has a broad set of terminology, which we kindly ask you to consider when categorising your investments. You can find a brief description of the most important terms below. Do not hesitate to call us in case of any questions.

### 7.1 Types of Sustainable Investment (SI) Approaches

#### **Best-in-Class**

**Definition:** Approach where leading or best-performing companies or issuers within a universe or specific category are selected or weighted based on ESG criteria.

**Comment:** This approach involves the selection or weighting of the best performing companies or issuers as identified by ESG analysis, within a defined investment universe. All companies with a rating above a defined threshold are considered as investable or they are over weighted in the portfolio.

#### **Climate-alignment**

**Definition:** The climate alignment of a portfolio refers to the reduction of the greenhouse gas emissions of a portfolio (i.e. of the issuers it contains) in line with global climate goals.

**Comment:** For this purpose, the definition of greenhouse gas emissions in the Greenhouse Gas (GHG) Protocol is used, including at least scopes 1 and 2 and ideally scope 3 emissions in sectors where scope 3 emissions make up a material share of total emissions. Climate alignment should involve formulating a long-term target along with interim targets, in line with national and international climate goals. The methodology applied should be based on internationally recognized standards such as the PAII Net Zero Investment Framework, the UN Asset Owner Alliance Target Setting Protocol or the Science Based Targets Initiative's framework for financial institutions.

#### **Engagement**

**Definition:** Engagement is an activity performed by shareholders with the goal of convincing management to take account of environmental, social and governance criteria.

**Comment:** This dialogue includes communicating with senior management and/or boards of companies and filing or co-filing shareholder proposals. Successful engagement can lead to changes in a company's strategy and processes with the objective of improving performance and reducing risks.

### ESG Integration

Definition: The explicit inclusion by asset managers of ESG risks and opportunities into traditional financial analysis and investment decisions based on a systematic process and appropriate research sources.

Comment: This approach covers explicit consideration of ESG factors alongside financial factors in mainstream investment processes. The integration process focuses on the potential impact of ESG issues on company financials (positive and negative), which in turn may affect the investment decision. There are different levels and forms of ESG integration, which SSF breaks down into either Non-systematic or Systematic. These two forms are summarised in the table below.

*Please note: if ESG integration is the only approach applied, respective investments are no longer counted as sustainable investments.*

<b>Non-systematic</b>	ESG research/analyses made available to mainstream analysts and fund managers, while not obliging them to use the information
<b>Systematic</b>	<p>Approaches are considered systematic if there is a clear policy in place requiring the use of ESG factors in the process of portfolio construction, asset selection/weighting and/or valuations. Systematic approaches include:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Systematic consideration/inclusion of ESG research/analyses in financial ratings/valuations by analysts and fund managers (ESG factor is integral part of financial model)</li> <li>• Systematic use of ESG research/analyses during portfolio construction (i.e. under weight of industries with low sustainability rating)</li> <li>• ESG indices, which systematically integrate ESG factors, used as official benchmark and as investment universe in active asset management</li> <li>• For passive strategies: Investment in an index based on ESG integration through an ETF or passive tracker fund</li> </ul>

For examples of ESG integration approaches, please refer to the following sources:

- Handbook on Sustainable Investments (Chapter 9, page 54): [https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/201712\\_Handbook\\_on\\_Sustainable\\_Investments\\_CFA.pdf](https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/201712_Handbook_on_Sustainable_Investments_CFA.pdf)
- Guidance and case studies for ESG integration - Equities and Fixed Income: <https://www.unpri.org/download?ac=5962>
- ESG Integration in Europe, the Middle East, and Africa - Markets, Practices and Data: <https://www.unpri.org/download?ac=6036>

## Exclusions

Definition: An approach that excludes specific investments from the investable universe such as companies, sectors, or countries.

Comment: This approach systematically excludes companies, sectors, or countries from the investable investment universe if involved in certain activities based on specific criteria. The exclusion can be based on certain business activities which violate specific investor values (e.g. production of weapons, pornography, tobacco or animal testing) or on certain business conduct (e.g. violation of human rights, labour issues, severe environmental degradation etc.). Exclusions can be applied at individual fund or mandate level, but also at asset manager or asset owner level, across the entire range, or large shares, of a company's assets under management.

For "Exclusions" volumes, please only list funds/mandates where upfront (prior to investment) exclusions are applied. This category corresponds to the PRI category "negative/exclusionary screening" (PRI definition: The exclusion from a fund or portfolio of certain sectors, companies or practices based on specific ESG criteria).

*Please note: if exclusions are the only approach applied, respective investments are no longer counted as sustainable investments.*

## Impact Investment

Definition: Impact investments are investments made into companies, organisations, and funds with the intention to generate social and environmental impact alongside a financial return. Impact investments can be made in both emerging and developed markets, and target a range of returns from below market to market rate, depending upon the circumstances. SSF considers impact investments as those having three main characteristics: intentionality, management and measurability (see [SSF Working definition](#)<sup>5</sup>).

Comment: Investments are based on a clear intentionality to create a positive impact. Impact investment includes microfinance, community investing and funds for companies with environmental or social objectives. The growing impact investment market provides capital to support solutions to the world's most pressing challenges in sectors such as sustainable agriculture, affordable housing, affordable and accessible healthcare, clean technology, and financial services.

A hallmark of impact investing is the commitment of the investor to measure and report the social and environmental performance and progress of underlying investments. Advanced forms of impact measurement include:

- Establishing and stating social and environmental objectives to relevant stakeholders

---

<sup>5</sup>The working definition for impact investing was developed by an SSF Workgroup using input from industry experts as well as considering established institutions specialized in the field (i.e. GIIN, IFC Operating Principles for Impact Management).

- Setting performance metrics/targets related to these objectives using standardised metrics wherever possible
- Monitoring and managing the performance of investees against these targets
- Reporting on social and environmental performance to relevant stakeholders

The impact investment approach can be applied both in public and private markets.

### **Norms-based Screening**

Definition: Screening of investments according to their compliance with national and international norms and standards.<sup>6</sup>

Comment: This approach involves the screening of investments based on national and/or international norms and standards covering sustainability factors. This approach typically involves assessing a company's business conduct regarding a potential violation of norms and standards that govern issues such as human rights, environmental protection, and labour rights as outlined in the respective norms and standards.<sup>7</sup> The objective is to identify those companies or entities that create potential or actual significant and severe adverse impacts, and, as a result, expose themselves and their investors to reputational, financial and compliance risk. Once high-risk companies or entities have been identified, a fund manager may take a number of actions. The most common action is to engage with the companies with the aim of encouraging an improvement of performance. But an investor might also choose to divest from the companies violating the norms and standards. The norms-based screening approach must ultimately have an impact on the portfolio in order to be credible. If an investor applies a norms-based screening approach, he would usually also claim to apply an engagement and an exclusion approach.

### **Sustainable Thematic Investment**

Definition: Investment in themes or assets linked to the promotion of sustainability in different areas. Thematic funds focus on specific or multiple issues related to environmental or social topics.

Comment: This approach refers to investment in businesses contributing to sustainable solutions both in environmental or social topics. In the environmental segment, this includes investments in renewable energy, energy efficiency, clean technology, low-carbon transportation infrastructure, water treatment and resource efficiency. In the social segment, this includes investments in education, health systems, poverty reduction and solutions for an ageing society.

---

<sup>6</sup> International sustainability norms such as those developed by the OECD, the UN, and UN affiliated agencies and initiatives (Global Compact, ILO, UNICEF, UNHRC). This includes for example the UN Guiding Principles on Business and Human Rights, the ILO Guidelines on MNE and Social Policy, or the OECD Guidelines for Multinational Enterprises.

<sup>7</sup> These refers to the concept of "due diligence", for which more information can be found in the [OECD paper on responsible business conduct for institutional investors](#).

### **Voting**

Definition: Active exercise of voting rights with the aim of improving the governance or strategy of a company.

Comment: Through active voting, shareholders can express their opinion regarding board composition, board and management compensation and other topics brought to shareholders at annual general meetings. Often, investors rely on recommendations of proxy advisors for their votes. For this strategy to be included under reported sustainable assets, the active voting must be based on a formal voting policy that includes the consideration of good governance, social and/or environmental issues.

## **7.2 ESG Definitions**

### **Environmental**

Environmental factors within ESG criteria in the context of investing include but are not limited to the environmental footprint of a company or country (e.g. energy consumption, water consumption), the respective governance (e.g. environmental management system) and environmental product stewardship (e.g. cars with low fuel consumption).

### **Social**

Social factors within ESG criteria in the context of investing include, but are not limited to worker rights, safety, diversity, education, labour relations, supply chain standards, community relations, and human rights.

### **Governance**

Governance factors within ESG criteria in the context of investing refer to the system of policies and practices by which a company is directed and controlled. They include but are not limited to transparency on Board compensation, independence of Boards and shareholder rights.

### **ESG/Impact performance measurement**

The term “ESG performance measurement” refers to the measurement of performance related to specific sustainability factors and associated ESG risks and/or opportunities, which is often implemented by ESG ratings (for example on scales like AAA-CCC or numeric scores between 0-100).

Impact performance measurements refer to measurements of real world changes (“outcomes”). These impact measurements can either refer to company impact, defined as “change that a company’s activities achieve in a social or environmental parameter” (Kölbel et al. 2020, p. 3) or to investor impact generated by the investment (activity) itself, then referring to a change in company impacts within the portfolio actually caused by the investment (activity) (Kölbel et al., 2020).

## 8. Glossar auf Deutsch

Das nachhaltige Anlagegeschäft verfügt über eine breite Fachterminologie. Wir bitten Sie höflich, diese zu berücksichtigen, wenn Sie ihre Anlagen kategorisieren. Im Folgenden finden Sie eine kurze Beschreibung der wichtigsten Begriffe. Zögern Sie nicht, uns bei Fragen auch direkt anzurufen.

### 8.1 Verschiedene Typen von nachhaltigen Anlageansätzen

#### **Best-in-Class**

Definition: Anlagestrategie, nach der basierend auf ESG-Kriterien die besten Unternehmen innerhalb einer Branche oder Kategorie ausgewählt oder entsprechend ihrem ESG-Rating gewichtet werden.

Kommentar: Bei diesem Ansatz geht es um die Auswahl oder Übergewichtung der am besten bewerteten Unternehmen oder Assets auf Grundlage einer ESG-Analyse innerhalb eines bestimmten Investment-Universums. Alle Firmen mit einer Bewertung über einem definierten Grenzwert werden als investierbar angesehen oder im Portfolio Übergewichtet.

#### **Klima-Ausrichtung («climate alignment»)**

Definition: Die Klima-Ausrichtung eines Portfolios bezieht sich auf die Reduktion der Treibhausgasemissionen eines Portfolios (d.h. der Emissionen der darin enthaltenen Emittenten) im Einklang mit globalen Klimazielen.

Anmerkung: Zu diesem Zweck wird die Definition der Treibhausgasemissionen im «Greenhouse Gas (GHG) Protocol» verwendet, die mindestens die Scope 1 und 2 beinhalten und idealerweise die Scope 3 Emissionen von Sektoren, in denen diese einen wesentlichen Anteil an den Gesamtemissionen ausmachen. Die Klima-Ausrichtung («climate alignment») sollte die Formulierung eines langfristigen Ziels inklusive Zwischenziele umfassen, die mit den nationalen und internationalen Klimazielen übereinstimmen. Die angewandte Methodik sollte auf international anerkannten Standards wie dem PAII Net Zero Investment Framework, dem UN Asset Owner Alliance Target Setting Protocol oder dem Rahmenwerk der Science Based Targets Initiative für Finanzinstitute beruhen.

#### **Engagement**

Definition: Engagement ist eine Aktivität, bei welcher Aktionäre die Geschäftsleitung durch direkten Dialog davon zu überzeugen versuchen ökologische, soziale und Governance-Kriterien zu berücksichtigen.

Kommentar: Dieser Dialog basiert auf Kommunikation mit der Geschäftsleitung und / oder den Verwaltungsräten von Unternehmen sowie der Einreichung von Aktionärsanträgen (allein oder in Zusammenarbeit mit anderen Investoren). Erfolgreiches Engagement kann zu Änderungen von Unternehmensstrategie und -prozessen führen, mit dem Ziel, die Leistung zu verbessern und Risiken zu reduzieren.

### Integration von ESG-Faktoren in die Finanzanalyse

Definition: Die explizite Aufnahme von ESG Risiken und Chancen in die traditionelle Finanzanalyse und in Anlageentscheide, basierend auf einem systematischen Prozess und adäquaten Researchquellen.

Kommentar: Dieser Ansatz umfasst den expliziten Einbezug von ESG Faktoren neben finanziellen Faktoren im normalen Anlageprozess. Der Integrationsprozess richtet sich nach dem potentiellen Einfluss von ESG Themen auf Finanzkennzahlen (positiv und negativ), was wiederum den Anlageentscheid beeinflussen kann. Es gibt verschiedenen Stufen und Formen der ESG Integration, welche SSF entweder als nicht-systematisch oder systematisch klassifiziert. Diese beiden Formen sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst.

*Bitte beachten Sie: Wenn die ESG-Integration als einziger Ansatz angewendet wird, werden die entsprechenden Anlagen nicht mehr als nachhaltige Anlagen gezählt.*

<b>Nicht systematisch</b>	ESG Research/Analysen, die den Mainstream-Analysten und Fondsmanagern zur Verfügung gestellt werden, ohne sie zu verpflichten, die Informationen zu nutzen.
<b>Systematisch</b>	<p>ESG Integration wird als systematisch angesehen, wenn eine klare Policy vorhanden ist, welche die Verwendung von ESG-Faktoren im Prozess der Portfoliokonstruktion, der Asset-Auswahl/Gewichtung und/oder der Bewertung erfordert. Zu den systematischen Ansätzen gehören:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Systematische Betrachtung / Einbeziehung von ESG-Research / Analysen in Finanzratings / Bewertungen durch Analysten und Fondsmanager (ESG-Faktor ist integraler Bestandteil Bewertungsmodells)</li> <li>• Systematischer Einsatz von ESG-Research/Analysen bei der Portfoliokonstruktion (z.B. Untergewichtung von Branchen mit niedrigem Nachhaltigkeitsrating)</li> <li>• ESG-Indizes, die ESG-Faktoren systematisch integrieren, dienen als offizielle Benchmark und Anlageuniversum im aktiven Asset Management.</li> <li>• Für passive Strategien: Investition in einen Index, der auf ESG-Integration basiert, durch einen ETF oder einen passiven Tracker-Fonds.</li> </ul>

Beispiele für ESG-Integrationsansätze finden Sie in den folgenden Quellen:

- Handbuch für nachhaltige Anlagen (Kapitel 9, Seite 38):  
[https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/SSF\\_Handbuch\\_Nachhaltige\\_Anlagen\\_2016\\_11\\_28\\_einseitig\\_Web.pdf](https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/SSF_Handbuch_Nachhaltige_Anlagen_2016_11_28_einseitig_Web.pdf)
- Anleitungen und Fallstudien zur ESG-Integration: Aktien und festverzinsliche Wertpapiere:  
<https://www.unpri.org/download?ac=5962>
- ESG Integration in Europe, the Middle East, and Africa: markets, practices and data:  
<https://www.unpri.org/download?ac=6036>

### **Ausschlusskriterien**

Definition: Dieser Ansatz schliesst bestimmte Anlagen oder Anlageklassen wie Unternehmen, Branchen oder Länder vom Anlageuniversum aus.

Kommentar: Dabei werden Unternehmen, Branchen oder Länder systematisch vom zulässigen Investment-Universum ausgeschlossen, wenn diese gegen spezifische Kriterien verstoßen. Der Ausschluss basiert entweder auf bestimmten Geschäftstätigkeiten, die gegen bestimmte Anlegerwerte verstossen (z.B. Waffenproduktion, Pornografie, Tabak oder Tierversuche) oder auf problematischer Geschäftsführung (z.B. Verletzung von Menschenrechten, arbeitsrechtliche Probleme, schwerwiegende Umweltschäden usw.). Ausschlüsse werden auf Fonds- oder Mandats-Ebene angewandt, aber auch auf Ebene der Asset Manager oder Asset Owner für alle verwalteten Vermögen oder wesentliche Teile davon.

Bitte führen Sie unter diesem Begriff nur Fonds/Mandate auf, bei denen Ausschlüsse von vornherein angewendet werden. Diese Kategorie entspricht der PRI-Kategorie "Negative/exclusionary screening" (PRI-Definition: Der Ausschluss von bestimmten Sektoren, Unternehmen oder Praktiken aus einem Fonds oder Portfolio auf der Grundlage bestimmter ESG-Kriterien).

*Bitte beachten Sie: Wenn Ausschlusskriterien als einziger Ansatz angewendet werden, werden die entsprechenden Anlagen nicht mehr als nachhaltige Anlagen gezählt.*

### **Impact Investment**

Definition: Impact Investments sind Anlagen in Unternehmen, Organisationen und Fonds mit der Absicht, neben der finanziellen Rendite auch einen positiven sozialen und ökologischen Effekt zu erzielen. Impact Investments können sowohl in Industrie- als auch in Schwellenländern getätigt werden und abhängig von den Umständen sowohl unterdurchschnittliche als auch marktübliche Renditen erzielen. SSF betrachtet Impact Investments als Investments, die drei Hauptmerkmale aufweisen: Intentionalität, Management und Messbarkeit (siehe [SSF Praxisdefinition](#)<sup>8</sup>).

Kommentar: Die Investitionen basieren auf dem klaren Ziel, einen gesellschaftlich positiven Effekt zu erzielen. Impact Investments beinhalten Mikrofinanzinvestments, Investitionen zur Förderung des Gemeinwohls und Fonds für Unternehmen mit umweltbezogenen oder sozialen Zielen. Der wachsende Markt der Impact Investments stellt Kapital zur Verfügung für die Lösung der dringendsten Herausforderungen unserer Zeit, unter anderem in Bereichen wie nachhaltige Landwirtschaft, bezahlbarer Wohnraum, erschwingliche und zugängliche Gesundheitsversorgung sowie saubere Technologien und Finanzdienstleistungen. Ein Markenzeichen des Impact Investments ist die Verpflichtung des Anlegers zur Messung und Berichterstattung der sozialen und ökologischen

---

<sup>8</sup> Die Praxisdefinition für Impact Investments wurde von einer SSF Arbeitsgruppe entwickelt und stützt sich auf den Input von Branchenexperten sowie etablierten, auf dem Gebiet spezialisierten Institutionen (z.B. GIIN, IFC Operating Principles for Impact Management.)

Leistungen und Fortschritte der zugrundeliegenden Anlagen. Fortschrittliche Formen zur Messung von Impact Investments sind z.B. die Folgenden:

- Festlegung von sozialen und ökologischen Zielen für die relevanten Akteure;
- Festlegung von Performance-Messgrössen bzw. Zielwerten, die sich auf die jeweiligen Ziele beziehen, wobei wo immer möglich standardisierte Messgrössen genutzt werden;
- Monitoring und Management der Zielerreichung der Investitionen;
- Berichterstattung über die soziale und ökologische Performance für relevante Anspruchsgruppen.

Der Impact Ansatz kann sowohl für öffentliche wie private Märkte angewendet werden.

### **Normenbasiertes Screening**

Definition: Screenings von Investments nach ihrer Konformität mit bestimmten nationalen und internationalen Standards oder Normen<sup>9</sup>.

Kommentar: Dieser Ansatz beinhaltet Screenings von Investments auf der Grundlage von (nationalen und/oder internationalen) Normen und Standards, die sich auf ESG-Faktoren beziehen. Dieser Ansatz beinhaltet typischerweise die Beurteilung des Geschäftsverhaltens eines Unternehmens hinsichtlich einer möglichen Verletzung von Normen und Standards, die Themen wie Menschenrechtsstandards, Umweltschutz, Arbeitsrechte, wie sie in den jeweiligen Normen und Standards beschrieben sind, regeln.<sup>10</sup> Ziel ist es, diejenigen Unternehmen oder Organisationen zu identifizieren, die potenzielle oder tatsächliche schwerwiegende nachteilige Auswirkungen haben und sich und ihre Investoren dadurch einem Reputations-, Finanz- und Compliance-Risiko aussetzen. Sobald risikoreiche Unternehmen oder Organisationen identifiziert wurden, kann ein Fondsmanager eine Reihe von Massnahmen ergreifen. Die häufigste Massnahme ist der Dialog mit den Unternehmen mit dem Ziel, eine Verbesserung zu erreichen. Aber ein Investor könnte sich auch dafür entscheiden, Unternehmen zu verkaufen, die gegen die Normen und Standards verstossen. Der normenbasierte Screening-Ansatz muss sich letztlich auf das Portfolio auswirken, um glaubwürdig zu sein. Wenn ein Investor einen normenbasierten Screening-Ansatz anwendet, würde er in der Regel auch angeben, einen Engagement- und einen Ausschlussansatz anzuwenden.

---

<sup>9</sup> Internationale Normen basierend auf ESG-Kriterien wie sie von der OECD, UN und den mit den UN verbundenen Organisationen und Initiativen (UN Global Compact, ILO-Richtlinien, UNICEF, UNHRC) entwickeln wurden. Dazu gehören beispielsweise die UN-Leitsätze für Unternehmen und Menschenrechte, die dreiseitigen Leitlinien der IAO für MNE und Sozialpolitik oder die OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen.

<sup>10</sup> Diese beziehen sich auf das Konzept der "Due Diligence", zu dem weitere Informationen im [OECD-Papier über verantwortungsvolles Geschäftsverhalten für institutionelle Investoren](#) zu finden sind.

### **Nachhaltige Themenfonds**

Definition: Investment in Themen oder Assets, welche mit der Förderung von Nachhaltigkeit in verschiedenen Bereichen verknüpft sind. Thematische Fonds sind auf spezifische oder mehrere Problemstellungen in Verbindung mit Umwelt- oder Sozialthemen ausgerichtet.

Kommentar: Dieser Ansatz bezieht sich auf Anlagen in Unternehmen, welche zu nachhaltigen Lösungen für Umwelt- und Sozialthemen beitragen. Im Umweltsegment beinhaltet dies Anlagen in erneuerbare Energien, Energieeffizienz, Cleantech, energieschonenden Transport, Wasseraufbereitung und Ressourceneffizienz. Das soziale Segment umfasst u.a. Anlagen in Bildung, Gesundheitssysteme, Armutsreduzierung und Lösungsansätze für eine alternde Gesellschaft.

### **Stimmrechtsausübung**

Definition: Aktive Stimmrechtsausübung mit dem Ziel die ESG-Strategien und -Praktiken eines Unternehmens zu verbessern.

Kommentar: Durch aktive Stimmrechtsausübung können Aktionäre ihre Meinung zur Vorstandszusammensetzung, Vorstands- und Geschäftsleitungsentlohnung oder anderen Themen, welche in der Generalversammlung traktandiert werden, kundtun. Dabei greifen Investoren für ihre Abstimmung oft auf Empfehlungen von Stimmrechtsberatern zurück. Damit diese Strategie bei den nachhaltigen Assets ausgewiesen werden kann, muss die aktive Stimmrechtsausübung auf einer formalen Abstimmungsrichtlinie basieren, die Leitsätzen zur guten Unternehmensführung, zu sozialen und umweltbezogenen Themen enthält.

## **8.2 ESG Definitionen**

### **Umwelt**

Umweltfaktoren als Teil der ESG-Kriterien beziehen sich im Investitionskontext unter anderem auf den ökologischen Fussabdruck einer Unternehmung oder eines Landes (z.B. Energie und Wasserverbrauch), das Management von Umweltthemen (z.B. Umweltmanagementsysteme) und auf die Umweltbelastung durch die Produkte (z.B. Autos mit geringem Benzinverbrauch).

### **Soziales**

Soziale Faktoren als Teil der ESG-Kriterien beziehen sich im Investitionskontext unter anderem auf die Rechte, Sicherheit, Diversität und Ausbildung von Mitarbeitenden sowie auf Zuliefererstandards, die Beziehungen zu verschiedenen Stakeholdern und auf Menschenrechte.

### **Governance**

Corporate-Governance-Faktoren als Teil der ESG-Kriterien beziehen sich im Investitionskontext auf die Systeme und Richtlinien, welche definieren, wie Unternehmen geführt und kontrolliert werden. Dazu gehören unter anderem Kriterien wie die Transparenz zur Vergütung von Geschäftsleitung und

Verwaltungsrat, die Unabhängigkeit von Verwaltungsräten oder die Ausgestaltung der Aktionärsrechte.

### **ESG/Impact Performance Messung**

Der Begriff «ESG-Performance-Messung» bezeichnet die Messung der Performance bezogen auf bestimmte Nachhaltigkeitsfaktoren sowie der damit verbundenen ESG-Risiken und/oder -Chancen, die oft durch ESG-Ratings erfolgt (z. B. auf Skalen wie AAA-CCC oder numerische Punktzahlen zwischen 0-100).

Impact-Performance-Messungen (Messung der Wirkung) beziehen sich auf die Messung von Veränderungen in der realen Welt ("Folgen"). Diese Wirkungsmessungen können sich entweder auf die Auswirkung des Unternehmens beziehen, definiert als "Veränderung, die die Aktivitäten eines Unternehmens in einem sozialen oder ökologischen Parameter bewirken" (Kölbel et al. 2020, S. 3), oder auf die Auswirkung des Anlegers, der durch das Investment (Aktivität) selbst hervorgerufen wird, wobei dann eine Veränderung der Auswirkungen des Unternehmens innerhalb des Portfolios gemeint ist, die tatsächlich durch das Investment (Aktivität) verursacht wird (Kölbel et al., 2020).

## 9. Glossaire en français

La finance durable a un large éventail de termes, que nous vous demandons de bien vouloir prendre en compte lors de la catégorisation de vos placements. Vous pouvez trouver une brève description des termes les plus importants ci-dessous. N'hésitez pas à nous appeler en cas de questions.

### 9.1 Les différents types d'investissement durable

#### **Best-in-class**

Définition: Approche qui privilégie les investissements dans les meilleures sociétés d'un secteur industriel ou de toute autre classification, dans lesquels les entreprises sont ordonnées selon leur performance en termes de critères ESG.

Commentaire: Cette approche implique la sélection ou la pondération des entreprises ou des actifs les plus performants, en terme des critères ESG, dans un univers d'investissement défini. Toutes les sociétés dont la notation est supérieure à un seuil défini sont considérées comme investissables ou sont surpondérées dans le portefeuille.

#### **Prise en compte du climat (*Climate alignment*)**

Définition : Un portefeuille soucieux du climat se rapporte à la réduction de son empreinte carbone dans le temps en limitant les émissions de gaz à effet de serre du portefeuille, respectivement des émetteurs des placements qui le composent.

Commentaire : À cette fin, la définition des émissions de gaz à effet de serre du Protocole sur les gaz à effet de serre (GES) est utilisée, incluant au moins les émissions des catégories 1 et 2 et idéalement les émissions de catégorie 3 dans les secteurs où les émissions de catégorie 3 représentent une part importante des émissions totales.

L'alignement climatique doit impliquer la formulation d'un objectif à long terme et d'objectifs intermédiaires, conformément aux objectifs climatiques nationaux et internationaux. La méthodologie appliquée doit être basée sur des normes reconnues au niveau international, telles que le cadre d'investissement net zéro de la PAII, le protocole de fixation des objectifs de l'Alliance des propriétaires d'actifs des Nations unies ou le cadre de l'initiative Science Based Targets pour les institutions financières.

#### **Dialogue actionnarial (*Engagement*)**

Définition: Le dialogue actionnarial ou engagement est une activité exercée par les actionnaires dans le but de convaincre la direction des entreprises de prendre en compte les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance.

Commentaire: Ce dialogue comprend la communication avec la haute direction et / ou le conseil d'administration des sociétés et le dépôt ou le co-dépôt de résolutions d'actionnaires. Un engagement réussi peut entraîner des changements dans la stratégie et les processus d'une entreprise dans le but d'améliorer les performances et de réduire les risques.

### **Intégration ESG (ESG Integration)**

Définition : Prise en compte explicite par les gestionnaires d'actifs des risques et opportunités ESG dans l'analyse financière traditionnelle et les décisions d'investissement. Cette approche doit être basée sur un processus systématique et des sources de recherche ESG appropriées.

Commentaire : Ce type d'approche couvre la prise en compte explicite des facteurs ESG parallèlement aux facteurs financiers dans les processus d'investissement traditionnels. Le processus d'intégration se concentre sur l'impact potentiel des questions ESG sur les états financiers des sociétés (positif et négatif), ce qui peut affecter la décision d'investissement.

Il existe différents niveaux et formes d'intégration ESG, que SSF décompose en deux catégories : non systématique ou systématique. Ces deux formes sont résumées dans le tableau ci-dessous.

*Nota bene : si l'intégration ESG est la seule approche appliquée, les investissements respectifs ne sont plus désormais considérés comme des investissements durables.*

<b>Non-systématique</b>	Recherche/analyses ESG mises à la disposition de tous les analystes et gestionnaires de fonds, sans obligation d'utilisation dans les analyses financières.
<b>Systématique</b>	<p>L'intégration ESG est considérée comme systématique s'il existe une politique claire concernant l'utilisation de facteurs ESG dans le processus de construction du portefeuille, de sélection/pondération des actifs et/ou d'évaluation. Les approches systématiques comprennent :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Prise en compte systématique de la recherche et des analyses ESG dans les notations et/ou évaluations financières réalisées par les analystes et les gestionnaires de fonds (le facteur ESG fait partie intégrante du modèle d'évaluation financier).</li> <li>• Utilisation systématique de la recherche et des analyses ESG lors de la construction du portefeuille (c'est-à-dire une sous-pondération des émetteurs avec une faible évaluation de durabilité).</li> <li>• Pour les stratégies actives: Indices ESG utilisés comme références officielles et comme univers d'investissement pour les gestionnaires de portefeuille.</li> <li>• Pour les stratégies passives: Investissement dans un indice intégrant des critères ESG via un ETF ou un fonds de placement passif (tracker).</li> </ul>

Pour des exemples d'approches d'intégration ESG, veuillez consulter les deux sources suivantes :

- Guide de l'investissement durable (chapitre 9, page 38):  
[https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/SSF\\_Guide\\_de\\_linvestissement\\_durable\\_2017\\_03\\_03\\_einseitig\\_Web.pdf](https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/SSF_Guide_de_linvestissement_durable_2017_03_03_einseitig_Web.pdf)
- Directives et études de cas pour l'intégration ESG: Actions et titres à revenu fixe:  
<https://www.unpri.org/download?ac=5962>
- ESG Integration in Europe, the Middle East, and Africa: markets, practices and data:  
<https://www.unpri.org/download?ac=6036>

### **Exclusions**

Définition: C'est une approche / stratégie qui exclut des investissements spécifiques ou des catégories d'investissement de l'univers d'investissement tels que des entreprises, des secteurs ou des pays.

Commentaire: Cette approche exclut systématiquement les entreprises, les secteurs ou les pays de l'univers d'investissement autorisé s'ils participent à certaines activités sur la base de critères spécifiques.

L'exclusion peut être fondée sur certaines activités commerciales qui sont contraires à certaines valeurs des investisseurs (e. production d'armes, pornographie, tabac ou expérimentation animale) ou sur la conduite des affaires des émetteurs (e. violation des droits humains, conditions de travail, dommages environnementaux sévères, etc.).

Les exclusions peuvent être appliquées au niveau de chaque portefeuille ou fonds, mais aussi au niveau du gestionnaire d'actifs ou du propriétaire d'actifs pour tous les actifs gérés ou une partie substantielle de ceux-ci.

Veillez fournir ces informations seulement sur les cas où des exclusions initiales (avant l'investissement) sont appliquées aux investissements. Cette catégorie correspond à la catégorie PRI "Filtrage négatif/exclusion" (définition PRI : L'exclusion d'un fonds ou d'un portefeuille de certains secteurs, entreprises ou pratiques sur la base de critères ESG spécifiques).

*Nota bene : si les exclusions sont la seule approche appliquée, les investissements respectifs ne sont plus désormais comptabilisés comme des investissements durables.*

### **Investissement d'impact (*Impact Investment*)**

Définition: Investissements réalisés dans l'intention de générer un impact social et environnemental en plus d'un rendement financier. Des investissements d'impact peuvent être réalisés sur les marchés émergents et développés et peuvent aussi générer des rendements au-dessous de ceux du marché traditionnel, selon les circonstances. SSF considère que les investissements d'impact ont trois

caractéristiques principales : l'intentionnalité, la gestion et la mesurabilité (voir [la définition pratique de SSF<sup>11</sup>](#)).

Commentaire: Les investissements d'impact sont souvent spécifiques à un projet et distincts de la philanthropie, car l'investisseur conserve la propriété de l'actif et s'attend à un rendement financier positif. Les investissements d'impact comprennent les fonds de microfinance, d'investissement communautaire et d'entreprises avec des objectifs environnementaux et sociaux. Ce type d'investissement a pour objectif de fournir des capitaux pour soutenir les solutions aux défis les plus urgents dans des secteurs tels que l'agriculture durable, le logement abordable, l'accès à des soins de santé, les technologies propres et les services financiers.

Une caractéristique de l'investissement d'impact est l'engagement des investisseurs à mesurer et à communiquer les performances sociales et environnementales ainsi que les progrès des investissements sous-jacents dans ces domaines. Les formes avancées de mesure de l'investissement d'impact par exemple comprennent :

- Établissement et communication des objectifs sociaux et environnementaux aux parties prenantes concernées;
- Définition des métriques / cibles de performance liées à ces objectifs en utilisant des mesures normalisées chaque fois que c'est possible;
- Suivi et gestion de la réalisation des objectifs des investissements;
- Communication des performances sociales et environnementales aux acteurs concernés.

L'approche d'impact peut être appliquée tant sur les marchés publics que privés.

### **Exclusions normatives**

Définition : Détermination des investissements selon leur conformité aux normes et standards nationaux et internationaux.<sup>12</sup>

Commentaire : Cette approche ISR cherche à s'assurer de la compatibilité des investissements par rapport aux normes (nationales et/ou internationales) et standards couvrant les facteurs de durabilité. Cette approche consiste généralement à évaluer le comportement d'une entreprise par rapport à une violation potentielle des normes et standards qui régissent des questions telles que les droits de l'homme, la protection de l'environnement, les droits du travail, tels que décrits dans les normes et standards respectifs.<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> La définition pratique pour les investissements d'impact a été élaborée par un groupe de travail de SSF, en se basant sur les commentaires d'experts de l'industrie et des institutions établies spécialisées dans le domaine (c.-à-d. GIIN, IFC Operating Principles for Impact Management).

<sup>12</sup> Normes internationales de durabilité, telles que celles élaborées par l'OCDE, par les Nations Unies et par les agences et initiatives affiliées (Pacte mondial, OIT, UNICEF, UNHRC), notamment les Principes directeurs des Nations Unies relatifs aux entreprises et aux droits de l'homme, les Principes tripartites sur les entreprises multinationales et la politique sociale de l'OIT, ou les Principes directeurs de l'OCDE pour les entreprises multinationales.

<sup>13</sup> Cela fait référence à la notion de "due diligence", pour laquelle on trouve de plus amples informations dans [le document préparé par l'OCDE relatif au comportement responsable des investisseurs institutionnels](#).

L'objectif est d'identifier les sociétés ou organisations qui créent des impacts négatifs importants et graves, potentiels ou actuels, et qui, par conséquent, s'exposent elles-mêmes ainsi que leurs investisseurs, à des risques de réputation, financiers et de conformité. Une fois que les sociétés ou organisations à haut risque ont été identifiées, un gestionnaire de fonds peut prendre un certain nombre de mesures. L'action la plus courante consiste à s'engager auprès des entreprises dans le but d'encourager une amélioration de la performance. Mais un investisseur peut aussi choisir de désinvestir des sociétés qui ne respectent pas les normes et les standards. Pour être crédible, l'approche d'exclusions normatives doit en fin de compte avoir un impact sur le portefeuille. Si un investisseur applique une approche d'exclusion normative, il devrait également appliquer une approche de dialogue actionnarial et d'exclusion.

### **Investissement thématique durable**

Définition: Investissement dans des thèmes et actifs qui exploitent au mieux les opportunités résultant des enjeux à long terme liés au développement durable. Les fonds thématiques se concentrent sur des problèmes spécifiques ou multiples liés à des sujets environnementaux ou sociaux.

Commentaire: Cette approche se réfère à l'investissement dans les entreprises contribuant à des solutions durables dans les domaines environnementaux ou sociaux. Dans le secteur environnemental, cela comprend les investissements dans les énergies renouvelables, l'efficacité énergétique, les technologies propres, les infrastructures de transport à faible émission de carbone, le traitement de l'eau et l'utilisation efficace des ressources. Dans le segment social, cela inclut des investissements dans l'éducation, les systèmes de santé, la réduction de la pauvreté et des solutions pour une société vieillissante.

### **Vote**

Définition: Exercice actif des droits de vote dans le but d'améliorer la gouvernance ou la stratégie et les pratiques ESG d'une entreprise.

Commentaire: Au moyen d'un vote actif, les actionnaires peuvent exprimer leur opinion sur la composition du conseil, la rémunération du conseil et de la direction et d'autres sujets apportés aux actionnaires lors des assemblées générales annuelles. Souvent, les investisseurs se fient aux recommandations de conseillers spécialisés pour leurs votes. Pour être reconnue comme stratégie ISR, le vote doit reposer sur une politique formelle comprenant des principes généraux sur la gouvernance, les questions sociales et l'environnement.

## 9.2 Définitions ESG

### **Environnement**

En matière d'investissement, les facteurs environnementaux font partie des critères ESG et se rapportent, entre autres, à l'empreinte écologique d'une entreprise ou d'un pays (par ex. consommation d'eau et d'énergie), à la gestion des thématiques environnementales (par ex. systèmes de gestion de l'environnement) et à la dégradation de l'environnement provoquée par les produits (voitures à faible consommation d'essence).

### **Social**

Dans un contexte d'investissements, les facteurs sociaux font partie des critères ESG et se rapportent, entre autres, aux droits, à la sécurité, à la diversité et à la formation des collaborateurs, ainsi qu'aux normes applicables aux sous-traitants, aux relations à l'égard des diverses parties prenantes et aux droits humains.

### **Gouvernance**

Les facteurs de gouvernance d'entreprise font partie des critères ESG et concernent, dans un contexte d'investissement, les principes et les politiques qui définissent comment l'entreprise est gérée et contrôlée : la transparence des rémunérations des dirigeants, l'indépendance des conseils d'administration ou l'organisation des droits des actionnaires.

### **Mesures de la performance ESG et de la performance d'impact**

L'expression "mesure de la performance ESG" désigne la mesure de la performance par rapport à certains facteurs de durabilité ainsi que les risques et/ou opportunités ESG associés, qui est souvent mise en œuvre par des notations ESG (par exemple sur des échelles comme AAA-CCC ou des notes numériques entre 0 et 100).

Les mesures de la performance d'impact font référence aux mesures des changements dans le monde réel ("résultats"). Ces mesures d'impact peuvent se référer soit à l'impact de l'entreprise, défini comme "le changement que les activités d'une entreprise entraînent dans un paramètre social ou environnemental" (Kölbel et al. 2020, p. 3), soit à l'impact de l'investisseur généré par l'investissement (l'activité) lui-même, se référant alors à un changement dans les impacts de l'entreprise au sein du portefeuille effectivement causé par l'investissement (l'activité) (Kölbel et al., 2020).