

GSS+ Bonds

Der Schweizer Markt für nachhaltige Anleihen im internationalen Vergleich



Juli 2024

Diskussionspapier der Schweizerischen
Bankiervereinigung (SBVg)

Das Wichtigste in Kürze

- Green, Social, Sustainability und Sustainability-Linked Bonds (GSS+ Bonds) gelten neben anderen Finanzinstrumenten als wichtige Katalysatoren einer nachhaltigen Entwicklung von Staat, Wirtschaft und Gesellschaft. Seit 2015 haben sie signifikant an Bedeutung gewonnen. Ende 2023 standen weltweit etwa CHF 3,36 Billionen an GSS+ Bonds aus, was allerdings nur einen tiefen einstelligen Prozentsatz am globalen Anleihenmarkt ausmacht.
- Europa stellt die führende Weltregion für die Emission von GSS+ Bonds dar. Gleich in mehreren europäischen Staaten machen GSS+ Bonds 10% oder mehr des jährlich emittierten Anleihevolumens aus.
- In der Schweiz hat das Wachstum von GSS+ Bonds erst 2019 und damit etwa vier Jahre später als auf internationaler Ebene eingesetzt. Trotzdem weisen GSS+ Bonds mittlerweile auch hierzulande einen Marktanteil von rund 10% aus. Damit hat die Schweiz innert weniger Jahre weitestgehend zu den führenden Standorten für nachhaltige Anleihen aufgeschlossen.
- Im internationalen Vergleich weist die Schweiz einen sehr diversifizierten GSS+ Bondmarkt aus. Während in Europa vielfach Staaten oder andere politische Körperschaften das GSS+ Bondwachstum getrieben haben, stammt das in der Schweiz emittierte Volumen mehrheitlich von Unternehmen der Real- und Finanzwirtschaft.
- Mit den am Schweizer Markt emittierten GSS+ Bonds werden insbesondere nachhaltige Neubauten, energetische Gebäudesanierungen sowie die Transformation des Verkehrs- und Transportwesens finanziert.
- Auch wenn GSS+ Bonds nur eines von vielen Instrumenten zur Finanzierung einer nachhaltigen Entwicklung darstellen, und daher der entsprechende Marktanteil keine direkten Rückschlüsse auf die Nachhaltigkeit des Schweizer Kapitalmarkts erlaubt, kann eine weitere Förderung dieses Instruments Sinn machen. Das gilt umso mehr, als dass die Nachfrage nach nachhaltigen Finanzanlagen, gerade in der Schweiz, anhaltend hoch ist. Mehrere Ansätze sind denkbar:
 - **Synergien nutzen:** Seit dem 1. Januar 2024 müssen kapitalmarktfähige Unternehmen über Klimabelange öffentlich Bericht erstatten. Erfolgt diese Berichterstattung auf Basis einer holistischen Strategie mit konkreten und messbaren Nachhaltigkeitszielen, reduziert dies den Aufwand für die Aufsetzung eines GSS+ Bonds und das entsprechende Reporting.
 - **Kantone und Städte sensibilisieren:** Der Schweizer GSS+ Bondmarkt weist international einen unterdurchschnittlichen Anteil an inländischen öffentlich-rechtlichen Emittenten aus. Dieser Umstand kontrastiert mit der hohen Zahl an Kantonen und Städten, welche regelmässig traditionelle Anleihen emittieren. Zudem verfügen gerade diese Akteure über geeignete und vor allem ausreichend grosse Projekte für die Finanzierung mittels GSS+ Bond.
 - **Sustainability-Linked Bonds als Alternative:** Den meisten kapitalmarktfähigen Unternehmen wird es auch künftig schwerfallen, genügend grosse Projektvolumen für eine zweckgebundene Bondfinanzierung zu generieren. Für solche Emittenten könnten Sustainability-Linked Bonds eine Alternative darstellen. Dieses Instrument ist flexibler als Green, Social oder Sustainability Bonds, da die Emissionserlöse für allgemeine Unternehmenszwecke zur Verfügung stehen. Im Gegenzug verpflichtet sich der Emittent vertraglich zur Erreichung vordefinierter Nachhaltigkeitsziele. Allerdings scheinen Investoren noch immer klassische Use of Proceeds Bonds zu bevorzugen.

1. Einleitung

Nachhaltige Anleihen (sogenannte GSS+ Bonds; Green, Social, Sustainability und andere Bonds mit Nachhaltigkeitsbezug) haben seit 2015 signifikant an Bedeutung gewonnen. Sie sind in den vergangenen Jahren deutlich schneller gewachsen als herkömmliche Bonds. Bei GSS+ Bonds handelt es sich um klassische verzinsliche Obligationen, wobei der erzielte Emissionserlös zur Finanzierung nachhaltiger Projekte, insbesondere in den Bereichen Umwelt, Klima und Gesellschaft, dient. Insofern gilt dieses Fremdfinanzierungsinstrument als wichtiger Katalysator einer nachhaltigen Entwicklung von Wirtschaft, Staat und Gesellschaft im Allgemeinen und der Klimatransition im Besonderen.

Im Oktober 2022 hat auch die Schweizerische Eidgenossenschaft erstmals einen Green Bond in Höhe von 1,07 Milliarden Schweizerfranken (CHF) emittiert, welcher in der Zwischenzeit auf rund CHF 1,95 Mrd. aufgestockt worden ist. Mit dem sogenannten Grünen Eidgenossen möchte der Bundesrat explizit auch weitere Akteure zur Emission von GSS+ Bonds ermutigen. Damit stellt das Programm ein relevantes Puzzlestück der bundesrätlichen Zielsetzung, den Schweizer Finanzplatz zum global führenden Standort für nachhaltige Finanzdienstleistungen zu entwickeln, dar (Bundesrat 2021, Eidgenössische Finanzverwaltung 2022).

Allerdings ist bis anhin nur rudimentär bekannt, wo der Schweizer GSS+ Bond Markt im internationalen Vergleich steht. Eine im Herbst 2023 erschienene Studie des Enterprise for Society Centers (E4S) sieht die Schweiz – zumindest hinsichtlich Green Bonds – der Europäischen Union hinterherhinken (Chiarotti et al. 2023). Eine breitere Analyse unter Berücksichtigung des ganzen GSS+ Bond Spektrums fehlt jedoch bis anhin. Diese Lücke möchte das vorliegende Diskussionspapier schliessen.

Nach einer kurzen Übersicht über die verschiedenen Typen von GSS+ Bonds sowie einer Einordnung der verschiedenen Merkmale wird dargelegt, wie sich nachhaltige Anleihen auf globaler Ebene entwickelt haben und in welchen Ländern sie besonders verbreitet sind. Dabei gilt ein besonderes Augenmerk den dahinterstehenden Emittenten und Branchen sowie den mit den jeweiligen Bonds finanzierten Projekten. Vor dem Hintergrund der globalen Lage wird sodann die Entwicklung in der Schweiz analysiert. Dabei sollen insbesondere Schweiz-spezifische Besonderheiten herausgearbeitet werden. Auf dieser Basis werden schliesslich mögliche Ansätze zur weiteren Förderung dieses Bondsegments skizziert.

2. Methodische Bemerkungen

Sämtliche Angaben und Grafiken in dieser Publikation beruhen auf Marktdaten mit Stand vom 31. Dezember 2023 für den internationalen Vergleich bzw. mit Stand vom 30 Juni 2024 für die Ausführungen zur Schweiz. Der Analyse liegt ein breiter Bondbegriff zugrunde. Es fliessen sämtliche an einem Handelsplatz gelisteten festverzinslichen und forderungsbesicherten Anleihen (Bonds und Covered Bonds) ungeachtet ihrer Risikoklassifizierung, der Ausgestaltung des Kupons sowie ihrer Laufzeit ein. Hingegen bleiben Verbriefungen, strukturierte Produkte sowie andere Fremdfinanzierungsinstrumente (z.B. Schuldscheine) unberücksichtigt.

Anleihen von bereits nachhaltigen Emittenten ohne explizites GSS+ Bondlabel werden in diesem Diskussionspapier als herkömmliche Anleihen behandelt und fliessen damit nicht in die Berechnung der Marktanteile von GSS+ Bonds in den verschiedenen Jurisdiktionen ein. Schliesslich wird in diesem Papier lediglich die Emission von GSS+ Bonds (Primärmarkt), nicht aber der nachgelagerte Handel mit denselben (Sekundärmarkt) beleuchtet.

3. Was sind GSS+ Bonds?

GSS+ Bonds entsprechen klassischen verzinslichen Schuldverschreibungen, welche Unternehmen aus der Real- oder Finanzwirtschaft, öffentlich-rechtliche Körperschaften (ÖRK) sowie multilaterale oder supranationale Organisationen zur Finanzierung spezifischer nachhaltiger Projekte oder zur Umsetzung ihrer jeweiligen Nachhaltigkeitsziele emittieren. Im Wesentlichen lassen sich vier Typen von GSS+ Bonds unterscheiden:

Bei **Green Bonds** investiert der Emittent den erzielten Emissionserlös in Projekte, welche die Umwelt schonen oder das Klima entlasten. Demgegenüber legen **Social Bonds** den Fokus auf soziale Aspekte. Mit **Sustainability Bonds** werden wiederum Projekte finanziert, welche eine Mischung aus grünen und sozialen Zielsetzungen verfolgen. Da die Emissionserlöse jeweils an konkrete Nachhaltigkeitsprojekte geknüpft sind, gelten diese drei Bondtypen als sogenannte Use of Proceeds Bonds (ICMA 2020).

Sustainability-Linked Bonds unterscheiden sich insofern, als dass die Emissionserlöse nicht zur Finanzierung spezifischer Projekte herangezogen werden, sondern für allgemeine Unternehmenszwecke zur Verfügung stehen. Allerdings verpflichtet sich der jeweilige Emittent vertraglich zur Erreichung vordefinierter messbarer Nachhaltigkeitsziele. Bei Nicht-Erreichen dieser Ziele werden in der Regel Strafzahlungen an die Investoren – meist in Form einer Kuponerhöhung – fällig. Teilweise wird auch ein inverser Ansatz verwendet: Werden die Ziele erreicht, reduziert sich der Kupon bzw. die Zahlung an die Investoren. In beiden Fällen sollen Sustainability-Linked Bonds mit einem finanziellen Anreiz für den Emittenten einhergehen, die gesetzten Nachhaltigkeitsziele fristgerecht zu erreichen (ICMA 2023).

GSS+ Bonds stellen kein statisches in sich geschlossenes Universum dar. In jüngster Vergangenheit haben beispielsweise Blue Bonds, welche auf den Schutz maritimer Gewässer zielen, an Aufmerksamkeit gewonnen. Ebenso ist vermehrt von sogenannten Transition Bonds die Rede, welche explizit emissionsintensive Unternehmen auf dem Weg der Dekarbonisierung unterstützen wollen (Rowntree 2023). Allerdings handelt es sich hierbei nur um spezifische Ausprägungen von Green, Social, Sustainability oder Sustainability-Linked Bonds. Die Zielsetzung bleibt jeweils dieselbe: Es gilt die nachhaltige Entwicklung von Staat, Wirtschaft und Gesellschaft zu finanzieren.

Infobox 1: Beispiele von GSS+ Bonds in der Schweiz

Im September 2022 haben die Transports publics genevois (TPG) einen **Green Bond** in Höhe von CHF 100 Mio. emittiert. Das mit der Anleihe aufgenommene Kapital fliesst in den Ausbau und in die weitere Erhöhung der Energieeffizienz der Genfer Tram- und Busflotte sowie in die Erneuerung und Erweiterung der entsprechenden ÖV-Infrastrukturen (TPG 2022).

Im Juni 2022 hat der Kanton Basel-Stadt als erste öffentlich-rechtliche Körperschaft einen **Social Bond** emittiert. Der Emissionserlös in Höhe von CHF 110 Mio. dient dem Erhalt und der Schaffung von preisgünstigem Wohnraum. Die unter dem Social Bond angebotenen Wohnungen müssen mindestens zehn Prozent unter der durchschnittlichen Marktmiete liegen (BS 2022).

Die Allgemeine Baugenossenschaft Zürich (ABZ) hat im September 2021 als erste Wohnbaugenossenschaft einen **Sustainability Bond** emittiert. Mit den aufgenommenen CHF 120 Mio. werden soziale und ökologische Bauprojekte im Raum Zürich refinanziert, darunter u.a. die neuen Siedlungen Glattpark, Entlisberg 2 und Toblerstrasse mit gesamthaft 660 gemeinnützigen Wohnungen (ABZ 2021).

Im Januar 2022 hat Holcim als erste Emittentin überhaupt einen **Sustainability-Linked Bond** in Schweizer Franken emittiert. Mit zwei Tranchen à vier bzw. zehn Jahre (CHF 375 Mio.) und einer entsprechenden Aufstockung (CHF 50 Mio.) wurden insgesamt CHF 425 Mio. aufgenommen. Die jeweiligen Konditionen sind an das Erreichen konkreter CO₂-Reduktionsziele geknüpft. Bis Dezember 2025 sollen die entsprechenden Scope-1-Emissionen um 9,7% bzw. bis Dezember 2030 um 17,5% gesenkt werden. Werden diese Ziele verfehlt, erhöhen sich die jeweiligen Coupon-Zahlungen an die Investoren um 37,5 bzw. 75 Basispunkte (Holcim 2022).

4. Wie sind GSS+ Bonds reguliert?

GSS+ Bonds unterliegen wie herkömmliche Anleihen den Bestimmungen des Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG). So müssen in einem Prospekt die relevanten Angaben zum Emittenten, zu den Garantie- und Sicherheitengeber sowie die Rechte, Pflichten und Risiken der Investorinnen und Investoren festgehalten werden (Chiarotti et al. 2023).

Darüber hinaus bestehen keine spezifischen rechtlichen Vorgaben für GSS+ Bonds. Allerdings haben sich auf internationaler Ebene und vielfach von der Branche selbst getrieben zentrale Prinzipien und Richtlinien etabliert, an welchen sich sowohl die Emittenten als auch die Investoren ausrichten. Die International Capital Market Association (ICMA) gilt dabei als einflussreichste Standardsetzerin (OECD 2023). Sie hat für alle vier GSS+ Bondtypen sogenannte Prozessleitlinien verabschiedet, welche die Transparenz und Offenlegung fördern sowie die Integrität des Marktes unterstützen sollen. Die Green Bond Principles, die Social Bond Principles sowie die Sustainability Bond Guidelines enthalten Best Practice Empfehlungen zur Verwendung und zum Management der Emissionserlöse sowie zum Prozess der Projektauswahl und -bewertung (ICMA 2020). Die Sustainability-Linked Bond Principles (ICMA 2023) wiederum beleuchten

die Auswahl, Kalibrierung und Überprüfung der Nachhaltigkeitsziele (Key Performance Indicators und Sustainability Performance Targets) von Emittenten. Gemein ist den vier ICMA-Leitlinien die Empfehlung, mindestens einmal jährlich und unter Beizug eines unabhängigen Dritten über die jeweiligen Projektfortschritte (Wirkung und Kapitalallokation) bzw. über die Fortschritte zur Erreichung der gesetzten Nachhaltigkeitsziele Bericht zu erstatten. Insgesamt gelten die Leitlinien der ICMA als globaler de facto Marktstandard, an dem sich auch der Bund bei der Aufsetzung des Grünen Eidgenossen orientiert hat (Eidgenössische Finanzverwaltung 2022).

Darüber hinaus stellt auch das sogenannte Climate Bonds Standard and Certification Scheme der Climate Bond Initiative (CBI) ein relevantes Regelwerk für nachhaltige Anleihen dar. Darin geht die CBI insofern einen Schritt weiter als die ICMA, als dass sie die Zertifizierung einer Anleihe als Climate Bond an die Einhaltung konkreter Vorgaben knüpft. Insbesondere dürfen mit einem Climate Bond nur Projekte finanziert werden, die den Anforderungen der CBI-eigenen Nachhaltigkeitstaxonomie (Vereinbarkeit einer Investition mit den Pariser Klimazielen) genügen (OECD 2023).

Neuerdings versucht sich zudem die Europäische Union (EU) im regulatorischen Wettbewerb mit den verschiedenen Brancheninitiativen. Mit dem im Oktober 2023 verabschiedeten EU Green Bond Standard (EUGBS) beabsichtigt die EU nicht weniger als die Schaffung eines neuen Goldstandards für nachhaltige Anleihen. Soll ein Bond das Gütesiegel EU Green Bond tragen, hat der Emittent bei der Auswahl des zu finanzierenden Projekts die EU-Taxonomie zu verwenden, womit die Nachhaltigkeit des zu finanzierenden Projekts sichergestellt werden soll. Ebenso sieht der EUGBS verschiedene Berichterstattungspflichten sowie die Überprüfung der Einhaltung derselben durch zugelassene externe Prüfer vor, was die Transparenz und Vergleichbarkeit von Green Bonds weiter stärken soll. Darüber hinaus werden EU Green Bonds einem Aufsichtsrahmen unterstellt. Dabei obliegt der European Securities and Markets Authority (ESMA) die Registrierung und Überwachung der externen Prüfer, während die nationalen Aufsichtsbehörden die Einhaltung der Offenlegungs- und Berichterstattungspflichten durch die Emittenten überwachen. Schliesslich enthält die EUGBS-Verordnung auch freiwillige Offenlegungsmatrizen für Green Bonds, welche (noch) nicht auf der EU-Taxonomie basieren (z.B. Green Bonds gemäss ICMA), sowie für andere als nachhaltig bezeichnete Anleihen wie Sustainability-Linked Bonds (Vyvyan 2023).

5. Was ist bei GSS+ Bonds zu beachten?

Die Emission eines GSS+ Bonds ist für den jeweiligen Emittenten (z.B. Unternehmen aus der Real- und Finanzwirtschaft, öffentlich-rechtliche Körperschaft sowie multilaterale oder supranationale Organisationen) mit verschiedenen Vor- und Nachteilen verbunden. Beispielsweise ist zu berücksichtigen, dass nur Anleihen mit einem Volumen von mindestens CHF 100 Mio. Eingang in den Swiss Bond Indizes (SBI) der SIX Swiss Exchange finden, was vielfach als *conditio sine qua non* für attraktive Bondkonditionen gilt. Insofern kann die Emission von Use of Proceeds Bonds, wie sie Green, Social und Sustainability Bonds darstellen, bereits an einem Mangel an geeigneten und vor allem genügend grossen grünen und / oder sozialen Projekten scheitern. Zudem sind die Emittenten von Green, Social und Sustainability Bonds in der Mittelverwendung eingeschränkt, da mit dem aufgenommenen Fremdkapital einzig die geltend gemachten Nachhaltigkeitsprojekte finanziert werden dürfen. Sustainability-Linked Bonds stellen insofern ein flexibleres Instrument dar, als dass sich die entsprechenden Emissionserlöse für allgemeine Unternehmenszwecke einsetzen lassen. Dieser Umstand führt auch dazu, dass die de facto Mindestschwelle von CHF 100 Mio. einfacher überwunden werden kann.

Zudem verursacht die Emission von GSS+ Bonds aufgrund von zusätzlichen Berichterstattungspflichten (mit vorgängiger Erstellung und Prüfung eines entsprechenden Frameworks) höhere Kosten als die Platzierung herkömmlicher Anleihen. Diese betragen in der Regel einen mittleren fünfstelligen Betrag (Chiarotti et al. 2023). Allerdings ist mit Blick auf den mit dem GSS+ Bond verbundenen Emissionserlös von CHF 100 Mio. oder mehr fraglich, wie stark diese Mehrkosten ins Gewicht fallen. Kostenintensiv ist vielmehr die vorgängige Entwicklung eines strategischen Umgangs mit Nachhaltigkeit sowie deren Verankerung in der jeweiligen Unternehmens- oder Verwaltungsorganisation, was jedoch aufgrund von gesellschaftlichen und regulatorischen Entwicklungen ohnehin von kapitalmarktfähigen Unternehmen und der öffentlichen Hand erwartet wird.

Die anhaltend hohe Nachfrage nach nachhaltigen Finanzanlagen schafft aber auch Opportunitäten. Beispielsweise kann sich die Emission eines GSS+ Bonds positiv auf den Aktienkurs eines Emittenten auswirken (Daubanes et al. 2022). Im Zusammenhang mit Green Bonds wird in Forschung und Praxis zudem das Vorhandensein einer sogenannten Greenium (grüne Prämie) diskutiert. Danach könne ein Green Bond gegenüber einem identischen herkömmlichen Bond mit einem geringeren Kupon einhergehen, was entsprechenden Emittenten eine günstigere Refinanzierung erlauben würde. Dieser Umstand überrascht, da Green Bonds als Use of Proceeds Bonds hinsichtlich ihrer Struktur und ihrem Risikoprofil herkömmlichen Anleihen entsprechen, womit das Ausfallrisiko nicht vom zu finanzierenden Projekt, sondern direkt vom Emittenten abhängt. Bislang liegen jedoch keine eindeutigen Ergebnisse vor. Neuere Untersuchungen haben einen nachfragegetriebenen Renditeabschlag in Höhe von 1 bis zu 18 Basispunkten ermittelt (Kölbel und Lambillon 2022), wobei teilweise auch gar keine Greenium festgestellt werden konnte (Flammer 2021). Grundsätzlich kann davon ausgegangen werden, dass sich die grünen Prämien mit zunehmender Marktreife von Green Bonds reduziert haben. Zukünftig dürften vor allem Erstemittenten sowie Emittenten mit besonders ambitionierten Zielsetzungen eine erhöhte Nachfrage generieren und dadurch von einem Greenium profitieren (GDV 2022). Für den Schweizer Markt liegt zwar keine spezifische Untersuchung vor, allerdings fallen die zu entrichtenden Kupon-Zahlungen bei Green Bonds durchschnittlich gar um 12 Basispunkte höher aus als bei herkömmlichen Anleihen (Chiarotti et al. 2023). Aus einer Emittentensicht liegt damit der Mehrwert von Green und anderen Use of Proceeds Bonds nicht primär in einer günstigeren Refinanzierung, sondern vielmehr im Signal, welches den Investorinnen und Investoren gesendet wird: Der Emittent betrachtet Nachhaltigkeit holistisch und nutzt den Kapitalmarkt zur Erreichung nachhaltiger Ziele. Damit stellen Green, Social und Sustainable Bonds auch ein Mittel dar, um die Investorenbasis zu festigen und zu erweitern (Flammer 2021 und Kidney 2018).

Im Unterschied dazu scheinen bei Sustainability-Linked Bonds, dem jüngsten Zuwachs in der GSS+ Bondfamilie, finanzielle Aspekte zumindest derzeit noch eine ausgeprägtere Rolle zu spielen. Gemäss einer Untersuchung von Kölbel und Lambillon (2022) gehen zwei Drittel der globalen Sustainability-Linked Bond Emissionen mit einer Nachhaltigkeitsprämie (geringerer Kupon) einher. Hinzu kommt, dass die mit diesen Anleihen verbundenen Kupon-Erhöhungen im Falle des Nicht-Ereichens der gesetzten Nachhaltigkeitsziele vielfach kleiner ausfallen als die Prämie selbst. Daraus folgt, dass sich die meisten Emittenten von Sustainability-Linked Bonds derzeit selbst im Falle des Nicht-Ereichens ihrer Nachhaltigkeitsziele günstiger refinanzieren, als wenn sie eine herkömmliche Anleihe emittiert hätten (Kölbel und Lambillon 2022).

Wichtig ist ferner das Verständnis, dass GSS+ Bonds nicht zwingend eine zusätzliche Klima- oder Umweltwirkung aufweisen, da entsprechende Nachhaltigkeitsprojekte vielfach ohnehin umgesetzt würden (Kaiser und Oehri 2020). Selbst der Bundesrat hat bei der Platzierung des Grünen Eidgenossen auf diesen

• Swiss Banking

Umstand hingewiesen (Bundesrat 2021). Die Wirkung von GSS+ Bonds zeigt sich allerdings nicht nur in den finanzierten Projekten, sondern vielmehr in den grösseren systemischen Zusammenhängen. So etwa können Green Bonds «a mechanism to stimulate internal debate and receive external recognition (...) to transition to a low-carbon and climate resilient economy» darstellen (Kidney 2018). Tatsächlich zeigen verschiedene Untersuchungen, dass Emittenten von Green Bonds im Durchschnitt rascher und in grösserem Ausmass CO2 reduzieren als Emittenten herkömmlicher Anleihen (Flammer 2021, Schmittmann und Teng 2021, Mazzacurati et al. 2021 sowie Fatica 2020). Allerdings ist der Zusammenhang – gerade in der langen Frist – nicht immer signifikant (Ehlers et al. 2020). Insofern gilt es, stets den Einzelfall zu beurteilen.

Vor diesem Hintergrund ist es zentral, die Ziele und die Wirkung eines GSS+ Bonds transparent und nachvollziehbar offenzulegen, sodass Investorinnen und Investoren die Investitions- und Glaubwürdigkeit derselben beurteilen können. Letztere hängt auch vom Umgang des dahinterstehenden Emittenten mit Nachhaltigkeits- und Klimafragen in der jeweiligen Geschäftsstrategie ab. Das gilt umso mehr, als ein Emittent trotz GSS+ Bond weiterhin schwergewichtig in einem nicht als nachhaltig wahrgenommenen Wirtschaftssektor tätig sein kann (Ehlers et al. 2020), sodass beispielsweise Transitionsplänen eine wichtige Rolle zukommt.

Infobox 2: Rolle der Banken

Banken sind ein zentraler Akteur auf dem Bondmarkt und können in unterschiedlichen Rollen auftreten:

- als Lead-Managerin bei der Platzierung von Anleihen im Auftrag der jeweiligen Emittenten (z.B. Unternehmen aus der Real- oder Finanzwirtschaft, öffentlich-rechtliche Körperschaften sowie multilaterale oder supranationale Organisationen),
- als Beraterin von Emittenten bei der Erstellung des GSS+ Bond Frameworks,
- als Käuferin von GSS+ Bonds im Rahmen der Bankbilanzsteuerung, der Liquiditätsbewirtschaftung oder im Zuge des Market Makings,
- als Beraterin von institutionellen und privaten Investoren sowie als aktive Portfolio-Managerin im Rahmen des Asset, Wealth und Investment Managements, und
- als Emittentin von GSS+ Bonds selbst (Aufnahme von Fremdkapital).

Zudem nehmen Banken eine Scharnierfunktion zwischen Emittenten und Investoren ein, womit sie zu einer besseren Abstimmung von Angebot und Nachfrage beitragen.

6. Internationale Entwicklungen

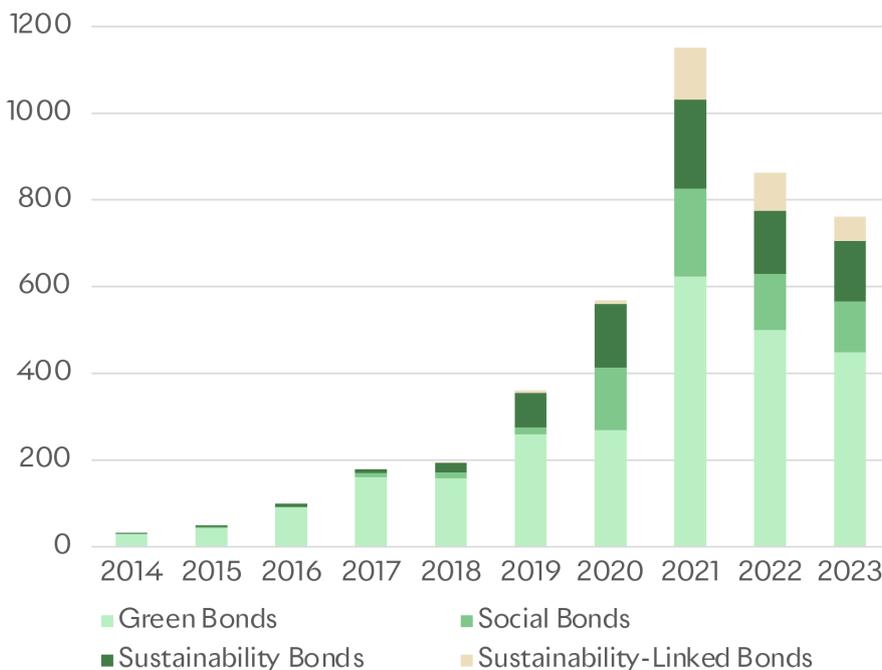
Der erste Green Bond wurde bereits 2007 – damals noch unter dem Begriff Climate Awareness Bond – von der Europäischen Investitionsbank (EIB) emittiert. Allerdings blieb ein spürbarer Sogeffekt aus. In den Anfangsjahren emittierten fast ausschliesslich multilaterale und supranationale Organisationen nachhaltige Anleihen. Erst Mitte der 2010er-Jahre begann eine Vielzahl an Akteuren, insbesondere auch Unternehmen aus der Real- und Finanzwirtschaft, GSS+ Bonds zur Kapitalaufnahme zu verwenden.

Das rasante Wachstum in den Folgejahren steht in engem Zusammenhang mit den 2014 von der ICMA erstmals publizierten Green Bond Principles sowie insbesondere dem 2015 verabschiedeten Pariser Klimaabkommen, welches der Finanzindustrie eine Schlüsselrolle bei der Bekämpfung des Klimawandels beimass. Zwischen 2010 und 2023 wuchs das jährliche Emissionsvolumen markant um durchschnittlich 56 Prozent jährlich. 2021 war zudem durch eine erhöhte Emissionstätigkeit von Social Bonds durch Staaten und andere öffentlich-rechtliche Akteure gekennzeichnet. Frankreich emittierte beispielsweise einen Social Bond in Höhe von umgerechnet CHF 21,4 Mrd. Mit den entsprechenden Emissionserlösen sollten insbesondere die jeweiligen COVID-19-Stabilisierungsprogramme finanziert werden. Im Zuge des Angriffskriegs Russlands auf die Ukraine, den damit verbundenen Verwerfungen auf den globalen Energiemärkten, der Inflation und dem Ende des Tiefzinsumfelds musste 2022 der gesamte Anleihenmarkt und damit auch erstmals GSS+ Bonds einen markanten Einbruch verzeichnen. 2023 war sodann durch einen weiteren Rückgang von GSS+ Bond Emissionen geprägt. Ende 2023 standen weltweit rund CHF 3,36 Billionen an GSS+ Bonds aus.

Für 2024 gehen verschiedene Analysten von einer Verlangsamung des Wachstums und von einem in der Tendenz stagnierenden Emissionsvolumen aus (auf dem Niveau von 2023), wobei multilaterale und supranationale Akteure sowie Staaten stärker GSS+ Bonds emittieren als Corporates. Gründe hierfür sind die gestiegenen Kapitalmarktzinsen, die erhöhten Material- und Kapitalkosten, die verringerten Investitionsausgaben sowie ein vorübergehender Mangel an geeigneten Projekten in Folge der hohen Emissionszahlen in den Jahren 2021 und 2022 (ING 2023 und UBS 2024).

Abbildung 1

Entwicklung der globalen Emissionsvolumen von GSS+ Bonds (CHF Mrd. äquivalent)



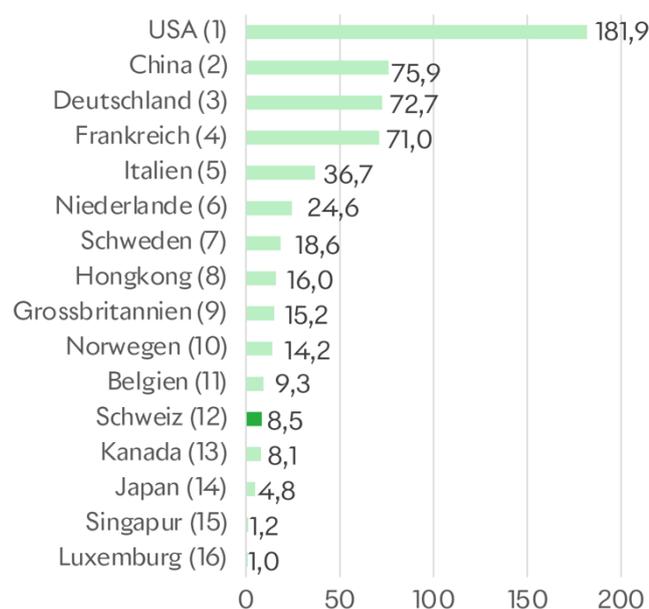
Die vergangene Dekade war nicht nur durch ein markantes Volumenwachstum geprägt, sondern ging auch mit einer Ausdifferenzierung nachhaltiger Anleihen einher. So etwa wurden in den Anfangsjahren

ausschliesslich Green Bonds emittiert. Im Zuge der 2015 publizierten 17 Nachhaltigkeitsziele der Vereinten Nationen haben aber auch Social und Sustainability Bonds an Bedeutung gewonnen. Den jüngsten Zuwachs stellen Sustainability-Linked Bonds dar, welche in dieser Form erst seit 2019 und von Corporates emittiert werden. Green Bonds stellen mit einem Anteil von 59 Prozent aber weiterhin die dominante Ausprägung unter den GSS+ Bonds dar.

Abbildung 2 zeigt das 2023 emittierte GSS+ Bondvolumen für 16 Jurisdiktionen, darunter die Benelux-Länder, China, die G7-Staaten, die Schweiz, ausgewählte skandinavische Staaten sowie asiatische Vergleichsfinanzplätze. Gemeinsam verantworten diese etwa drei Viertel des globalen Volumens an nachhaltigen Anleihen. Dabei nehmen die Europäische Union (EU), die Vereinigten Staaten (USA) sowie China die Podestplätze ein. Aufgrund ihrer schieren Grösse und Wirtschaftsmacht erstaunt dies nicht. Im geografischen Europa bilden Deutschland und Frankreich das klare Spitzenduo, gefolgt von Italien, den Niederlanden und Schweden. Die Schweiz figuriert auf Rang 12. Mit einem Emissionsvolumen von rund CHF 8,5 Mrd. liegt sie jedoch deutlich vor den traditionellen Vergleichsfinanzplätzen Singapur (CHF 1,2 Mrd.) und Luxemburg (CHF 1,0 Mrd.), welche auf den Rängen 15 und 16 folgen.

Abbildung 2

GSS+ Bond Emissionen in 2023 (CHF Mrd. äquivalent) ¹



Eine reine Volumenbetrachtung greift jedoch zu kurz. Nicht nur wird die volkswirtschaftliche Grösse, sondern auch die von Land zu Land variierende Bedeutung von Anleihenmärkten unterschlagen. Der Schweizer Bondmarkt beispielsweise zeichnet sich traditionell durch eine verhältnismässig geringe Tiefe

¹ Die globalen Bondmärkte lassen sich nicht trennscharf einzelnen Jurisdiktionen zuordnen. Vereinfachend wird angenommen, dass die internationale Wertpapierkennnummer (ISIN) sowie die jeweilige Währung die Landeszugehörigkeit eines Bonds bestimmen. Damit gelten beispielsweise alle in Schweizer Franken (CHF) denominierten GSS+ Bonds mit einer CH-ISIN als schweizerisch. Umgekehrt gelten auf Euro (EUR) oder auf andere Währungen lautende GSS+ Bonds von Schweizer Unternehmen (z.B. Holcim, Novartis und UBS) nicht als schweizerisch. GSS+ Bonds mit einer XS-ISIN (Settlement via Clearstream oder Euroclear, ohne spezifischen Ländercode) werden gemäss dem Domizil des Emittenten einer Jurisdiktion zugerechnet.

aus, was u.a. auf die durch institutionelle Investoren geprägte Käuferseite, auf regulatorische Hürden für ausländische Investoren (z.B. Verrechnungs- und Stempelsteuer) und auf die Konkurrenzsituation mit dem für Unternehmen gut funktionierenden Kreditmarkt zurückzuführen ist. Um den Erfolg und die Attraktivität von GSS+ Bonds auf den jeweiligen Märkten zu bewerten, ist daher eine gewichtete Betrachtung heranzuziehen.

Abbildung 3

GSS+ Bonds Marktanteile in 2023²

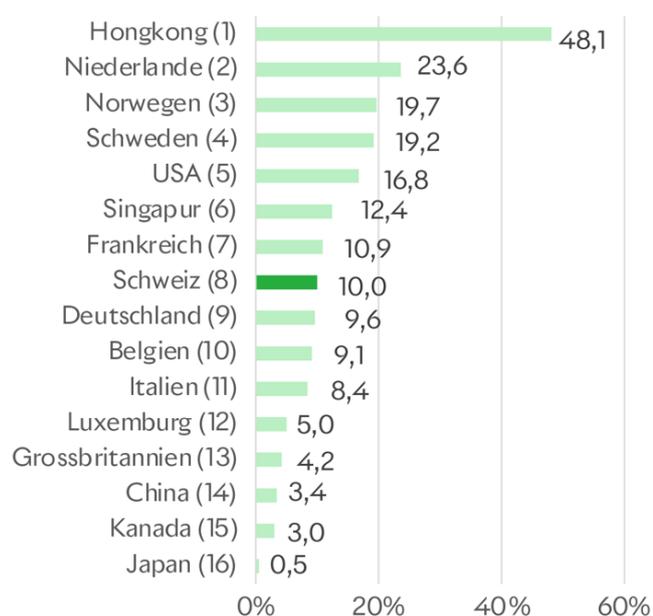


Abbildung 3 zeigt die letztjährigen Marktanteile von GSS+ Bonds in den 16 Vergleichsjurisdiktionen. In dieser Betrachtung rutschen die USA auf Rang 5 und China auf Rang 14 ab (Marktanteil von 16,8% bzw. 3,4%). Auch Frankreich (10,9%) und Deutschland (9,6%) rangieren nur noch auf den Plätzen 7 und 9. Umgekehrt macht die Schweiz mit einem Marktanteil von 10% vier Plätze gut und rückt auf Rang 8 vor. Angeführt wird die Rangliste von Hongkong (48,1%), welches 2023 sowohl von umfassenden staatlichen Green Bond Programmen als auch von finanziellen Förderprogrammen für die Emission von Green Bonds profitiert hat (vgl. Tax Concessions and Incentive Schemes der Hong Kong Monetary Authority). Die Niederlande liegen auf Rang 2. Der Marktanteil von 23,6% ist insbesondere auf die starke GSS+ Emissionstätigkeit von Finanzholdings, welche in den Niederlanden im europäischen Vergleich besonders stark vertreten sind, zurückzuführen (De Nederlandsche Bank 2023). Auf Rang 3 und 4 folgen Norwegen und Schweden, wobei die führende Rolle dieser skandinavischen Staaten mit der traditionell auf Nachhaltigkeit ausgerichteten Unternehmenskultur, dem grossen und diversifizierten Unternehmenssektor sowie einer intensiven Zusammenarbeit zwischen Emittenten und Anlegern erklärt wird (Torvanger et al. 2021).

Aufschlussreich ist auch die volumengewichtete Analyse der Marktanteile von GSS+ Bonds nach Währungsraum. Dabei nimmt wiederum Hongkong die klare Spitzenposition ein. 44% des auf Hongkong-Dollar (HKD) lautenden Bondvolumens verfügt über ein GSS+ Label. Die Ränge 2 und 3 gehen an die

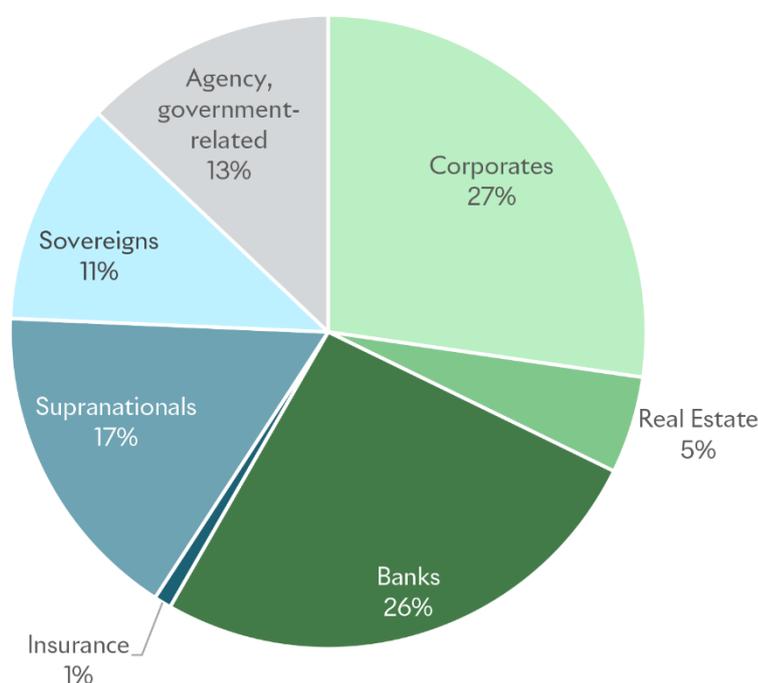
² Anteil von GSS+ Bonds am 2023 emittierten Anleihen-Volumen.

• Swiss Banking

Bondmärkte in Schwedischen (25%) und Norwegischen Kronen (12%). Mit einem GSS+ Marktanteil von 11% rangieren die auf Schweizer Franken (CHF) lautenden Anleihen auf Platz 4. Auch der Euro-Markt (EUR) weist mit 10% einen zweistelligen Marktanteil auf. Dahinter folgen mit 6%, 5% und 3% Anleihen in britischem Pfund (GBP), in kanadischen Dollar (CAD) und in US-Dollar (USD). Der chinesische Renminbi (RMB) Bondmarkt weist in diesem Vergleich mit 1% den tiefsten Wert auf. Global betrachtet macht der Anteil von GSS+ Bonds am gesamten Anleihenmarkt weiterhin einen tiefen einstelligen Prozentsatz aus; insofern stellen GSS+ Bonds trotz rasanten Wachstums noch immer ein Nischenprodukt dar.

Abbildung 4

Emittenten nach ausstehendem GSS+ Bondvolumen



Die globale Entwicklung von GSS+ Bonds lässt sich grob in drei Phasen aufteilen: Die Anfangsjahre waren primär durch Emissionen supranationaler und multilateraler Organisationen gekennzeichnet. Seit Mitte der 2010er-Jahre treten sodann vermehrt auch Staaten als Emittenten nachhaltiger Anleihen auf. Spätestens seit 2019 stellen aber Unternehmen aus der Real- und Finanzwirtschaft die treibende Kraft hinter dem Volumenwachstum dar. Vom weltweit ausstehenden Volumen an GSS+ Bonds entfallen derzeit 32% auf Financial Institutions, 27% auf Corporates, 17% auf multilaterale und supranationale Organisationen und 11% auf Staaten. Die restlichen 13% können anderen öffentlich-rechtlichen Akteuren (z.B. Gemeinden und Gliedstaaten) zugerechnet werden. Das Anleihevolumen in der Kategorie Financial Institutions wird zu 81,7% von Banken, zu 15,5% von Immobiliengesellschaften sowie zu 2,8% von Versicherungen verantwortet.

Abbildung 5

Projektzwecke nach ausstehendem GSS+ Bondvolumen³

Mittelverwendung	Anteil in Prozent
Renewable energy	14,1
Clean transportation	11,1
Energy smart technologies and energy efficiency	10,5
Pollution prevention and control	7,5
Green buildings and infrastructure	7,0
Sustainable water management	6,8
Access to essential services	6,3
Terrestrial and aquatic biodiversity conservation	5,0
Climate change adaption	4,9
Agriculture and forestry	4,7
Socioeconomic advancement and empowerment	4,5
Affordable housing	4,1
Employment generation	4,0
Eco-efficient products, production technologies and processes	3,1
General purposes	2,9
Food security	1,8
Affordable basic infrastructure	1,7
Total	100

Mit Blick auf die oben dargelegte dominante Position von Green Bonds überrascht die Mittelverwendung wenig. Die grosse Mehrheit der Emissionserlöse fliesst in Projekte mit grünen Zielsetzungen. Dabei dominieren die Kategorien erneuerbare Energien (14,1%), sauberer Transport (11,1%), Energieeffizienz (10,5%), Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung (7,5%) sowie nachhaltige Gebäude (7,0%). Andere klima- und / oder umwelt-relevante Kategorien (z.B. nachhaltige Wasserbewirtschaftung, Biodiversität, Anpassung an den Klimawandel) spielen eine untergeordnete Rolle. In Projekte mit sozialen Zielsetzungen (z.B. Zugang zur Grundversorgung an sozialen Dienstleistungen und bezahlbarer Wohnraum) fliessen zudem 22,4% aller Emissionserlöse. Lediglich 2,9% des ausstehenden Volumens können schliesslich Sustainability-Linked Bonds, welche für allgemeine Unternehmenszwecke zur Verfügung stehen, zugerechnet werden.

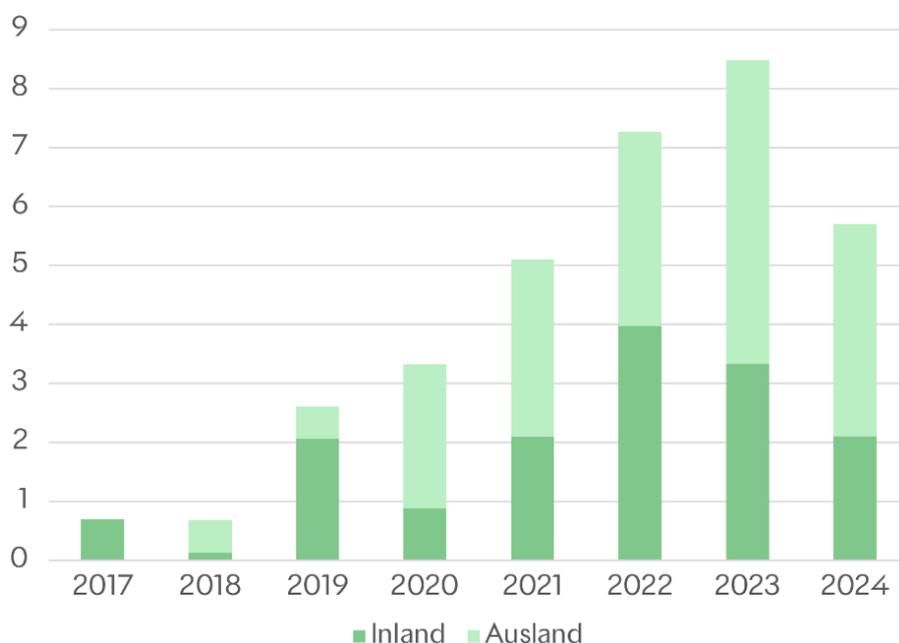
³ GSS+ Bonds können der Finanzierungen mehrerer Projekte dienen. Dabei lässt sich die exakte Mittelallokation (nach Projekten) nicht systemisch nachvollziehen. Insofern sind die mit einem GSS+ Bond aufgenommenen Beträge – bei Vorliegen mehrerer Projektzwecke – mehrfach in die vorliegende Analyse eingeflossen.

7. Fokus Schweiz

Feststellung 1: Die Schweiz war zwar keine Vorreiterin, hat aber ihren Rückstand in grossen Schritten wettgemacht.

Abbildung 6

Entwicklung der schweizerischen Emissionsvolumen von GSS+ Bonds (CHF Mrd. äquivalent)⁴



Auf globaler Ebene hat das Wachstum nachhaltiger Anleihen etwa 2015 eingesetzt. Demgegenüber konnte der Schweizer Markt lange Zeit keine nennenswerte Aufwärtsentwicklung verzeichnen. Bis 2017 wurden hierzulande jeweils nur vereinzelt nachhaltige Anleihen emittiert – insbesondere von supranationalen und multilateralen Akteuren (z.B. Europäische Investitionsbank). 2019 begann allerdings auch in der Schweiz eine rasante Entwicklung. Die Anzahl neuer Emittenten und das Emissionsvolumen stiegen sprunghaft. Seither reiht sich Rekordjahr an Rekordjahr. Bemerkenswert ist, dass der Schweizer GSS+ Bondmarkt 2022 der globalen Abwärtsentwicklung nicht nur widerstehen, sondern das Emissionsvolumen gegenüber dem weltweiten Rekordjahr 2021 sogar um 43% steigern konnte. Im ersten Halbjahr 2024 wurden zudem bereits CHF 5,7 Mrd. an GSS+ Bonds emittiert, was darauf hindeutet, dass auch in diesem Jahr ein neuer Höchststand erreicht werden könnte.

Insgesamt sind bis anhin 189 Anleihen von 87 Emittenten mit einem Volumen von CHF 34,2 Mrd. am Schweizer GSS+ Bondmarkt emittiert worden. Zudem wurden zehn herkömmliche Bonds nachträglich mit dem Green Label requalifiziert. Davon ausstehend sind derzeit 187 Anleihen im Umfang von CHF 33,9 Mrd. Infolge des im internationalen Vergleich überdurchschnittlichen Volumenwachstums (von 2019 bis 2023) hat in der Schweiz auch der Marktanteil von GSS+ Bonds markant zugenommen. 2023 lag

⁴ Die Emissionsvolumen wurden manuell bereinigt. So etwa gelten in dieser Analyse nicht handelbare Eigenanleihen (vom Emittenten selbst gehalten) sowie die nachträgliche Requalifizierung bereits emittierter herkömmlicher Bonds nicht als Emissionen. Aufstockungen wurden zudem dem Jahr der Aufstockung selbst und nicht dem Jahr der ursprünglichen Bondemission zugerechnet.

• Swiss Banking

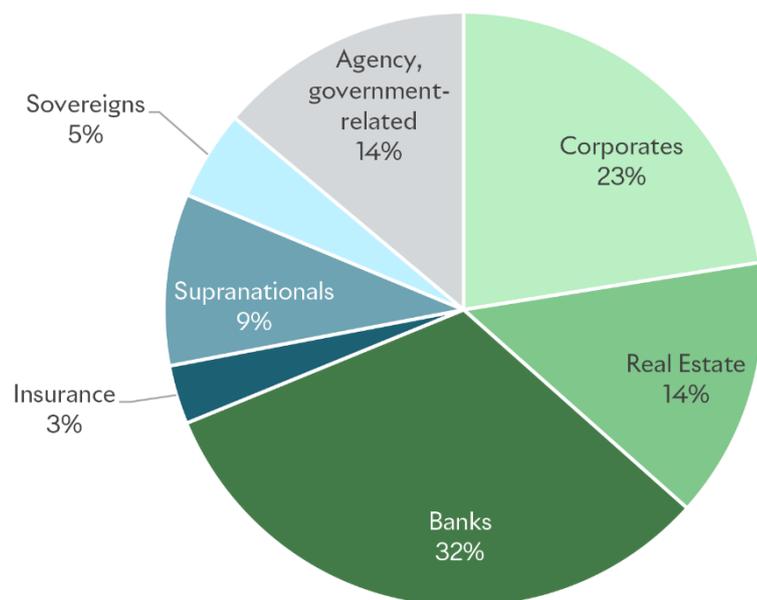
dieser bei 10% bzw. 11%⁵, womit mittlerweile jede zehnte Emission über ein GSS+ Bondlabel verfügt. Insofern kann die Schweiz als internationale Spätzüglerin beschrieben werden, welche ihren Rückstand innert weniger Jahre aufgeholt hat und nun zur erweiterten Spitze der führenden Standorte für die Emission von GSS+ Bonds gehört.

Feststellung 2: Die Schweiz weist im internationalen Vergleich einen äusserst diversifizierten Emittentenpool auf.

Der Schweizer Markt für GSS+ Bonds ist überdurchschnittlich stark durch Financial Institutions geprägt. Insgesamt verantworten diese 49% des ausstehenden GSS+ Bondvolumens. Davon entfallen 32% auf Banken, 14% auf Immobiliengesellschaften und 3% auf Versicherungen.

Abbildung 7

Emittenten nach ausstehendem GSS+ Bondvolumen in der Schweiz



Insgesamt 23% des GSS+ Bondvolumens ist auf Corporates zurückzuführen, was unter dem globalen Durchschnitt liegt. Dabei handelt es sich im Wesentlichen um Unternehmen aus den Bereichen Energieversorgung und Transport. Nachhaltige Anleihen von Staaten (5%) und von öffentlich-rechtlichen Körperschaften (14%) sind im internationalen Vergleich (insgesamt 24%) ebenfalls untervertreten. Dasselbe gilt für multilaterale und supranationale Organisationen (z.B. Eurofima oder Europäische Investitionsbank), welche 9% des ausstehenden GSS+ Bondvolumens verantworten.

Grösster Einzelemittent ist die Immobiliengesellschaft PSP Swiss Property, welche im November 2022 sämtliche ihrer ausstehenden Anleihen in Green Bonds umklassifiziert hat. Damit verantwortet sie 14 Green Bonds mit einem ausstehenden Volumen von rund CHF 2,38 Mrd. Auf dem zweiten Rang fungiert der Bund mit einem ausstehenden Grünen Eidgenossen in Höhe von CHF 1,95 Mrd. Drittgrösster Emittent

⁵ Vgl. Seite 10.

ist der Kanton Genf mit 5 GSS+ Bonds und einem entsprechenden Volumen von CHF 1,28 Mrd. Auf den Plätzen 4 und 5 folgen die Münchener Hypothekenbank (8 Bonds à CHF 1,18 Mrd.) sowie die Berlin Hyp (8 Bonds à CHF 1,11 Mrd.), welche mit der Emission von Green Bonds ihre Hypothekarkreditvergabe für die energetische Gebäudesanierung oder für den Neubau nachhaltiger Liegenschaften refinanzieren. Die Zürcher Kantonalbank stellt unter den Schweizer Banken mit 5 Green Bonds sowie einem ausstehenden Volumen von rund CHF 1,03 Mrd. die grösste Emittentin dar.

Im europäischen Vergleich fällt auf, dass die Schweiz über einen sehr diversifizierten Markt für GSS+ Bonds verfügt. In Deutschland stammt etwa die Hälfte des emittierten Volumens an nachhaltigen Anleihen von Banken, ein weiterer Drittel entfällt auf den Staat bzw. auf andere öffentlich-rechtliche Körperschaften (z.B. Bundesländer). Corporates spielen mit einem Anteil von 14,7% eine untergeordnete Rolle. In Frankreich wird der Markt für GSS+ Bonds stark von staatlichen Akteuren geprägt. Die Republik Frankreich verantwortet 12,3% des ausstehenden Volumens; hinzu kommen die nachhaltigen Anleihen von öffentlich-rechtlichen Körperschaften (meist staatliche Behörden) sowie von Gemeinden und Regionen (insgesamt 49,3%). Im Unterschied zur Schweiz weisen Corporates und Financial Institutions mit 18,4% bzw. 18,5% einen fast identischen Anteil am emittierten GSS+ Volumen aus.

Feststellung 3: Der Schweizer GSS+ Bondmarkt ist auch für ausländische Emittenten attraktiv.

Im vergangenen Jahr hat das GSS+ Bond Emissionsvolumen rund CHF 8,5 Mrd. betragen. Zu diesem Rekordergebnis haben Anleihen ausländischer Emittenten mit etwa CHF 5,2 Mrd. überdurchschnittlich stark beigetragen. Grösste Emittentin im Jahr 2023 war beispielsweise die holländische Bank ABN AMRO mit einem Green Bond Programm in Höhe von CHF 800 Mio. Wird zudem das Verhältnis von GSS+ Bonds zu herkömmlichen Bonds betrachtet, wiesen ausländische Emittenten im Jahr 2023 mit 16,8% eine deutlich höhere Quote an GSS+ Bonds als inländische Emittenten mit 4,6% aus. Diese bemerkenswerte Differenz lässt darauf schliessen, dass der Schweizer Bondmarkt von ausländischen Emittenten als sehr attraktiv wahrgenommen wird. Tatsächlich gibt es denn auch Hinweise darauf, dass ausländische Emittenten ihre knappen grünen und sozialen Projekte bewusst für eine GSS+ Bond Emission in der Schweiz aufsparen (Global Capital 2023).

Der GSS+ Bond Marktanteil von inländischen Emittenten wirkt zwar auf den ersten Blick enttäuschend tief, darf aber nicht zu Fehlschlüssen verleiten: Denn das bis anhin emittierte GSS+ Bondvolumen in Höhe CHF 34,2 Mrd. teilt sich in etwa hälftig auf in- und ausländische Emittenten auf. Zu berücksichtigen ist auch die spezifische Struktur des schweizerischen Kapitalmarkts. So etwa entfällt ein Drittel des inländischen Anleihevolumens auf die spezialgesetzlichen Schweizer Pfandbriefe, welche derzeit nicht als Green, Social oder Sustainability Bond qualifizieren.

Infobox 3: Schweizer Pfandbriefe

Mit einem ausstehenden Volumen von über CHF 173,6 Mrd. stellt der Schweizer Pfandbrief die mit Abstand grösste Anlageklasse am Schweizer Bondmarkt dar. Insgesamt stammt über ein Drittel des inländischen Anleihevolumens von den beiden Refinanzierungsgemeinschaftswerken der Schweizer Banken, der Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute AG bzw. der Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken AG.

Der spezialgesetzlich geregelte Pfandbrief ist in seiner Ausgestaltung international einzigartig und lässt sich daher nur schwer mit den ICMA-Rahmenwerken für GSS+ Bonds in Einklang bringen. In der Konsequenz qualifizieren Schweizer Pfandbrief derzeit nicht als Green, Social oder Sustainability Bond. Trotzdem wäre es falsch, diese Anlageklasse als nicht-nachhaltig einzustufen. Im Gegenteil: Indem die beiden Pfandbriefinstitute ihren Mitgliedbanken Pfandbriefdarlehen (aus dem Erlös der Pfandbriefemissionen) gewähren, stellen sie – im Sinne ihres gesetzlichen Auftrags – eine langfristige, stabile und günstige Refinanzierung des Hypothekarwesens sicher.

Die Pfandbriefinstitute leisten so einen materiellen Beitrag zur nachhaltigen und günstigen Finanzierbarkeit des Gebäudeparks, der die Grundlage zum Wohnen, Leben und Arbeiten der Bevölkerung ist. Über diesen sozialen Aspekt hinaus unterstützen die Pfandbriefinstitute aber auch die anstehende Transformation des Gebäudeparks hin zu mehr Nachhaltigkeit und Energieeffizienz. Diese wird Jahrzehnte dauern und grosse Summen verschlingen. Erst durch die Finanzierbarkeit werden Sanierungsprojekte umsetzbar. Insofern stellt der Schweizer Pfandbrief eine wesentliche Voraussetzung für die ökologische Transformation des Gebäudesektors dar.

Feststellung 4: Der Fokus von Schweizer GSS+ Bonds liegt schwergewichtig auf dem Gebäudesektor.

Abbildung 8

Projektzwecke nach ausstehendem GSS+ Bondvolumen⁶

Mittelverwendung	Anteil in Prozent
Green buildings and infrastructure	25,9
Clean transportation	24,3
Energy smart technologies and energy efficiency	13,4
Renewable energy	13,0
Terrestrial and aquatic biodiversity conservation	5,3
Agriculture and forestry	4,7
Pollution prevention and control	3,8
General purposes	3,4
Climate change adaption	2,9
Eco-efficient products, production technologies and processes	1,0
Others	2,3
Total	100

⁶ GSS+ Bonds können der Finanzierungen mehrerer Projekte dienen. Dabei lässt sich die exakte Mittelallokation (nach Projekten) nicht systemisch nachvollziehen. Insofern sind die mit einem GSS+ Bond aufgenommenen Beträge – bei Vorliegen mehrerer Projektzwecke – mehrfach in die vorliegende Analyse eingeflossen.

Wie oben aufgezeigt, liegt der Fokus von nachhaltigen Anleihen auf globaler Ebene stark auf der Finanzierung von Projekten in den Bereichen Klima und Umwelt. Dies trifft auch für die Schweiz zu. Der Anteil von Anleihen mit grünen Zielsetzungen am gesamten Emissionsvolumen beträgt etwa 94,5%. Dabei stellen nachhaltige Gebäude mit 25,9% die grösste Projektkategorie dar. An zweiter und dritter Stelle folgen mit 24,3% und 13,4% die Kategorien sauberer Transport und Energieeffizienz. Die Projektkategorie erneuerbare Energien weist sodann einen Anteil von 13% aus. Zu betonen ist jedoch, dass sich die verschiedenen Kategorien nicht trennscharf voneinander abgrenzen lassen. Ein Blick in die jeweiligen Prospekte zeigt, dass – gerade in der Schweiz – nachhaltige Anleihen mit Projektzweck Energieeffizienz primär der energetischen Sanierung von Liegenschaften dienen. Damit kann der Gebäudebereich als grösste Nutzniesserin von GSS+ Bonds gelten. Demgegenüber spielen andere grüne Projekte, wie beispielsweise Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung, Biodiversität und Anpassung an den Klimawandel, eine untergeordnete Rolle. 3,4% des ausstehenden Volumens können ferner für allgemeine Unternehmenszwecke genutzt werden, was definitionsgemäss dem Anteil von Sustainability-Linked Bonds am Schweizer GSS+ Bondmarkt entspricht. Den beiden Social Bond Kategorien bezahlbarer Wohnraum und Zugang zur Grundversorgung an sozialen Dienstleistungen fliessen sodann lediglich 0,9% und 0,2% zu.

Diese Mittelverwendung vermag nicht zu überraschen. Die Schwerpunktsetzung auf Transport und Gebäude scheint auch unter Klimagesichtspunkten folgerichtig zu sein. Denn die beiden Sektoren gehören sowohl in Europa als auch der Schweiz zu den grössten CO₂-Emittenten. Schliesslich profitieren die beiden Wirtschaftszweige – insbesondere der Gebäudesektor – von etablierten Methodologien zur Messung der Klimawirkung einzelner Massnahmen, was die Aufsetzung glaubwürdiger GSS+ Bonds erleichtert.

8. Mögliche Ansätze zur Förderung von GSS+ Bonds

Wie oben dargelegt, hat die Schweiz ihren Rückstand hinsichtlich GSS+ Bonds aufgeholt. Sie gehört mittlerweile zur erweiterten Spitze der weltweit führenden Standorte für GSS+ Bonds. Dafür verantwortlich ist ein leistungsfähiges Ökosystem bestehend aus Emittenten, Börse, Banken, Asset Managern, Investoren, Ratingagenturen sowie Second Party Opinion Providern. Insbesondere was die Breite der Emittenten anbelangt, kann sich der Schweizer GSS+ Bondmarkt von ausländischen Handelsplätzen abheben. Mit Blick auf die bundesrätliche Zielsetzung, den Schweizer Finanzplatz zum global führenden Standort für nachhaltige Finanzdienstleistungen zu entwickeln, gilt es die Marktposition zu festigen und idealerweise auszubauen. Dabei ist auf die Marktkräfte zu setzen und von gut gemeinten, jedoch vielfach bremsend wirkenden, Regulierungen abzusehen. Nachfolgend werden mögliche Ansätze zur weiteren Förderung von GSS+ Bonds skizziert.

Puzzle zusammenfügen: Der Finanzplatz ist hinsichtlich Sustainable Finance stark in Bewegung. In den vergangenen Jahren haben sich zahlreiche Finanzinstitute Netto-Null-Allianzen angeschlossen. Ebenso haben die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) und die Asset Management Association Switzerland (AMAS) Selbstregulierungen zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien in der Anlage- und Hypothekarberatung sowie zur Transparenz und Offenlegung bei Kollektivvermögen erlassen. Schliesslich hat das Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (SIF) zusammen mit der Branche die sogenannten Swiss Climate Scores erarbeitet, welche Transparenz hinsichtlich der Klimaverträglichkeit von Finanzanlagen schaffen sollen. Diese verschiedenen Elemente sind zu einem stimmigen Gesamtbild zusammenzufügen. Hypothekarinstitute mit genügend grossem Portfolio könnten sich beispielsweise überlegen, ihre selbstregulatorisch geforderten Bemühungen auf der Kundenseite mit der Ausgabe von GSS+ Bonds zu

• Swiss Banking

verbinden, womit u.a. gesprochene Kredite zur energetischen Sanierung von Liegenschaften über die Aufnahme von Fremdkapital auf dem Kapitalmarkt refinanziert würden. In der Anlage- und Vermögensverwaltung sowie im Asset Management wäre zu prüfen, wie GSS+ Bonds trotz oder gerade wegen ihrer unterschiedlichen Zielsetzungen effizient in die Beratung auf Kunden- und Produktebene eingebettet werden können. Letzteres setzt auch einen engen Dialog mit und zwischen Emittenten und Investoren voraus, was wiederum die gemeinsame Etablierung von best practice Lösungen fördert. Emittenten erhalten dadurch Gewissheit, dass ihre GSS+ Bonds auch tatsächlich nachgefragt werden, Investoren erhalten ihrerseits eine Anlagemöglichkeit, die ihren Erwartungen entspricht.

Schweizer Pfandbriefe mit GSS+ Bondlabel: Zu prüfen ist ferner, ob und wie Schweizer Pfandbriefe gemäss ihrem gesetzlichen Auftrag und ihrer Natur als Sustainability Bonds klassifiziert werden können. Mit einer derartigen Massnahme würde sich der Anteil an GSS+ Bonds am Schweizer Kapitalmarkt sprunghaft auf rund 30% erhöhen, wovon eine erhebliche Sogwirkung auch auf andere Emittenten ausgehen könnte.

Synergien nutzen: Nachhaltigkeitsberichterstattung wird für Unternehmen immer wichtiger. Auch regulatorisch erhöht sich der Druck fortlaufend. Beispielsweise müssen seit dem 1. Januar 2024 Publikumsgesellschaften, Banken und Versicherungen, welche mindestens 500 Mitarbeitende beschäftigen und eine Bilanzsumme von mindestens CHF 20 Mio. oder einen Umsatz von mehr als CHF 40 Mio. aufweisen, über Klimabelange öffentlich Bericht erstatten. Diese Berichterstattung umfasst sowohl das finanzielle Risiko, welches ein Unternehmen durch klimarelevante Tätigkeiten eingeht, als auch die Auswirkungen der Unternehmenstätigkeit auf das Klima. Zudem werden in Bezug auf direkte und indirekte Treibhausgasemissionen Reduktionsziele und Massnahmen zur Erreichung derselben formuliert und beschrieben werden müssen. Insgesamt werden sich Unternehmen in ihren Geschäftsstrategien vertieft mit Nachhaltigkeits- und Klimafragen auseinandersetzen müssen. Damit reduziert sich potenziell aber auch der Aufwand, welcher bei der Strukturierung eines GSS+ Bonds anfällt. Es ist folglich nach Wegen zu suchen, sodass sich die (regulatorische) Klimaberichterstattung und die Fremdfinanzierung über den Kapitalmarkt gegenseitig positiv beeinflussen.

Kantone und Gemeinden sensibilisieren: Der Schweizer Markt für nachhaltige Anleihen weist gegenüber dem Vergleichsland einen unterdurchschnittlichen Anteil an inländischen öffentlich-rechtlichen Emittenten aus. Neben der Eidgenossenschaft haben lediglich die Kantone Basel-Stadt und Genf sowie die Stadt Zürich entsprechende Anleihen emittiert. Dieser Umstand kontrastiert mit der beachtlichen Anzahl an Kantonen (AG, AR, BE, BL, BS, GE, GR, LU, NE, SG, SO, TG, TI, VD und ZH) und Gemeinden (Bern, Biel, Genf, Köniz, Lausanne, Lugano, St. Gallen, Winterthur und Zürich), die ihren Finanzierungsbedarf – zumindest teilweise – mittels Emission traditioneller Obligationen decken. Ebenso verfügen gerade Städte und Kantone über vielfältige und vor allem genügend grosse Projekte, die sich aufgrund ihrer thematischen Schwerpunkte (z.B. Ausbau des öffentlichen Verkehrs, energetische Sanierung des eigenen Gebäudeparks sowie kommunaler Wohnungsbau) ideal für eine Finanzierung mittels GSS+ Bonds eignen.

Sustainability-Linked Bonds als Alternative: Sowohl in der Schweiz als auch weltweit liegt der Fokus von GSS+ Bonds stark auf der Finanzierung der kapitalintensiven Klimatransition im Gebäude- und im Transportbereich. Dies hängt vor allem damit zusammen, dass sich mit anderen Projekten eines einzelnen Emittenten – ausserhalb des Gebäude- und Transportbereichs – die de facto Mindestschwelle von CHF 100 Mio. vielfach nicht erreichen lässt, womit sich eine Finanzierung mittels eines Use of Proceeds Bonds, wie sie Green, Social oder Sustainability Bonds darstellen, kaum lohnt. Für Unternehmen, die trotzdem am GSS+ Bondmarkt auftreten wollen, können Sustainability-Linked Bonds eine Alternative darstellen. Dieses

• Swiss Banking

Instrument ist insofern flexibler als ein Green, Social oder Sustainability Bond einsetzbar, als dass die Emissionserlöse auch für allgemeine Unternehmenszwecke zur Verfügung stehen, womit auch die Mindestschwelle von CHF 100 Mio. einfacher überwunden werden kann. Im Gegenzug verpflichtet sich der jeweilige Emittent vertraglich zur Erreichung vordefinierter messbarer Nachhaltigkeitsziele. Zu berücksichtigen ist aber, dass Investorinnen und Investoren Use of Proceeds Bonds, welche Gewähr für eine nachhaltige Mittelverwendung bieten, bevorzugen.

Steuerliche Rahmenbedingungen verbessern: Teilweise wird auf internationaler Ebene eine bevorzugte steuerliche Behandlung für GSS+ Bonds vorgeschlagen. Allerdings würde die Umsetzung einer entsprechenden Massnahme eine klare Definition von Nachhaltigkeit voraussetzen. Eine solche fehlt bis anhin. Zudem stellt sich mit Blick auf die anhaltend dynamische Weiterentwicklung entsprechender Standards und Methodologien die Frage, ob eine klare Definition von Nachhaltigkeit nicht sogar kontraproduktiv sein könnte. Aus Schweizer Perspektive sollte der Fokus daher nicht auf der steuerlichen Förderung von GSS+ Bonds, sondern auf der Abschaffung der steuerlichen Hindernisse im Allgemeinen für alle Bonds (z.B. Stempel- und Verrechnungssteuer) liegen. Ein solcher Schritt würde den gesamten Schweizer Kapitalmarkt und damit auch das Segment nachhaltiger Anleihen weiter stärken, für ausländische Investoren attraktiver machen sowie inländischen Emittenten neue Opportunities eröffnen.

9. Quellen- und Literaturverzeichnis

- Allgemeine Baugenossenschaft Zürich, AZB (2021): ABZ Sustainability Bond-Framework, [Link](#).
- Bundesrat (2021): Der Bundesrat will mit grünen Eidgenössischen Anleihen ein Zeichen für die Nachhaltigkeit setzen, Medienmitteilung vom 11. November 2021, [Link](#).
- Chiarotti Edoardo, Danthine Jean-Pierre, Bonardi Jean-Philippe und Hugard Florence (2023): The Swiss Market of Green Bonds: Breaking Down the Barriers to Scale, Enterprise for Society (E4S), White Paper 7.
- Daubanes Julien Xavier, Mitali Shema Frédéric und Rochet Jean-Charles (2022): Why Do Firms Issue Green Bonds? MIT Center for Energy and Environmental Policy Research (1).
- De Nederlandsche Bank (2023): The Netherlands European leader in green bonds, [Link](#).
- Diethelm Urs (2020): Green Bonds: Channeling Proceeds into Green Solutions, Swiss Sustainable Finance, Financing the Low-Carbon Economy.
- Ehlers Torsten, Mojon Benoît und Packer Frank (2020): Green Bonds and Carbon Emissions: Exploring the Case for a Rating System at the Firm Level, BIS Quarterly Review.
- Eidgenössische Finanzverwaltung (2022): Green Bonds, [Link](#).
- Fatica Serena und Panzica Robert (2020): Green bonds as a tool against climate change? Business Strategy and the Environment (30), S. 2688 – 2701.
- Finanzdepartement des Kantons Basel-Stadt (2022): Social Bond Rahmenbedingungen des Kantons Basel-Stadt, [Link](#).
- Gesamtverband der Versicherer (2022): Greenium bei europäischen Anleihen, Analyse zu möglichen Renditeunterschieden bei grünen Anleihen.
- Global Capital (2023): Competition heats up in thriving Swiss market, Artikel vom 15. Dezember 2023, [Link](#).
- Holcim (2021): Sustainability-Linked Financing Framework, [Link](#).
- ING Groep N.V. (2023): Global ESG Bond Supply Outlook: Slowing down in 2024, [Link](#).
- International Capital Market Association (2023): Sustainability-Linked Bond Principles.
- International Capital Market Association (2020): Guidance Handbook.
- Flammer Caroline (2021): Corporate Green Bonds, Journal of Financial Economics 142(2), S. 499–516.
- Kaiser Lars und Oehri Oliver (2020): Überblick zur Klimawirkung durch Massnahmen von Finanzmarktakteuren, CSSP – Center for Social and Sustainable Products AG, i.A. des Bundesamtes für Umwelt (BAFU).
- Kidney Sean (2018): Green Bond Additionality, the Big Picture, Bonds & Loans, Artikel vom 24. Dezember 2018, [Link](#).
- Kölbel Julian F. und Lambillon Adrien-Paul (2022): Who Pays for Sustainability? An Analysis of Sustainability-Linked Bonds, Swiss Finance Institute Research Paper No. 23-07.

• Swiss Banking

Mazzacurati Julien, Paris William und Tsiotras Alexandra (2021): Environmental impact and liquidity of green bonds, ESMA Reports on Trends, Risks and Vulnerabilities, No. 2, S. 91 – 105.

Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD (2023): Report on green, social and sustainability bonds issued by multilateral development banks and its use for infrastructure financing.

Rowntree Ashton (2023): The evolution of transition bonds, Environmental Finance, COP28 – Financing Net Zero, S. 18–19.

Schmittmann Jochen und Teng Chua Han (2021): How Green are Green Debt Issuers? IMF Working Paper (194), S. 5–21.

SIX Swiss Exchange (2024): Sustainable Bonds, [Link](#).

Torvanger Asbjørn, Maltais Aaron und Marginean Iulia (2021): Green bonds in Sweden and Norway: What are the success factors? Journal of Cleaner Production, 324:129177.

Transports publics genevois (2022): Green Bond Framework, [Link](#).

UBS (2024): Perspectives: What is next for sustainable investing in 2024? Sustainable investing, [Link](#).

Vyvyan Kate (2023): The EU's Gold Standard – the final EU Green Bond Standard has landed but what does it mean for the green bond market? Clifford Chance.

Autoren

Remo Kübler, Leiter Research & Immobilien

Medienkontakt

Medienstelle: media@sba.ch, +41 58 330 63 35

www.swissbanking.ch • twitter.com/SwissBankingSBA • linkedin.com/company/swissbanking

Disclaimer

Die Reihe Diskussionspapiere der SBVg umfasst Beiträge zu aktuellen Trends und Entwicklungen in den Bereichen Politik, Bankenbusiness und Gesellschaft. Autoren und Autorinnen analysieren und kommentieren diese Entwicklungen aus ihrer Perspektive, geben damit aber nicht die Position der SBVg wieder.