

# ZIELONE FINANSE

## w Polsce 2023



**PARTNER:**





# ZIELONE FINANSE w Polsce 2023

pod redakcją Ludwika Koteckiego



**PARTNER:**







**RAPORT POWSTAŁ W WYNIKU STRATEGICZNEGO  
POROZUMIENIA RAMOWEGO INSTYTUTU ODPOWIEDZIALNYCH FINANSÓW,  
POLSKIEGO INSTYTUTU EKONOMICZNEGO I UN GLOBAL COMPACT NETWORK POLAND**



**RAPORT POWSTAŁ W WYNIKU POROZUMIENIA RAMOWEGO  
UN GLOBAL COMPACT NETWORK POLAND Z:**

Ministerstwem Finansów na rzecz rozwijania skutecznych, odpowiedzialnych i przejrzystych instytucji na wszystkich szczeblach.

Ministerstwem Funduszy i Polityki Regionalnej na rzecz poprawy regulacji i monitorowanie globalnych rynków i instytucji finansowych oraz zwiększenia wsparcia na rzecz wdrażania efektywnej i ukierunkowanej budowy potencjału, by wesprzeć narodowe plany realizacji wszystkich Celów Zrównoważonego Rozwoju.





OUR MISSION:  
**MOBILIZE A GLOBAL  
MOVEMENT  
OF SUSTAINABLE  
COMPANIES  
AND STAKEHOLDERS  
TO CREATE  
THE WORLD  
WE WANT**

# THE TEN PRINCIPLES OF THE UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT



## HUMAN RIGHTS

- 1 Businesses should support and respect the protection of internationally proclaimed human rights; and
- 2 make sure that they are not complicit in human rights abuses.



## LABOUR

- 3 Businesses should uphold the freedom of association and the effective recognition of the right to collective bargaining;
- 4 the elimination of all forms of forced and compulsory labour;
- 5 the effective abolition of child labour; and
- 6 the elimination of discrimination in respect of employment and occupation.



## ENVIRONMENT

- 7 Businesses should support a precautionary approach to environmental challenges;
- 8 undertake initiatives to promote greater environmental responsibility; and
- 9 encourage the development and diffusion of environmentally friendly technologies.



## ANTI-CORRUPTION

- 10 Businesses should work against corruption in all its forms, including extortion and bribery.

**It is time to abandon short-term profit maximization for the few and move towards a long-term outlook that integrates economic, social and environmental justice and opportunity for all. To that end, we must align all financing policies with SDG and climate priorities – government budgets, tax systems, investments, regulatory frameworks and corporate reporting requirements. And we must change how we measure, and ultimately think of progress. In a world of interlinked and systemic risk, GDP is no longer an appropriate metric of how we measure wealth and shared prosperity. We must find ways to take vulnerabilities into account more systematically in the allocation of concessional financing and actions on debt.**

**António Guterres**

Secretary-General of the United Nations  
Chair of the UN Global Compact Board

Źródło: United Nations, Inter-agency Task Force on Financing for Development, Financing for Sustainable Development Report







**Climate crisis is already straining economies. Droughts, forest fires and floods are destroying communities and ecosystems around the globe. Climate change presents the single biggest threat to achieving the sustainable development goals.**

**If we are to slow rising global temperatures to 1.5-degree goal, we must halve GHG emissions by the end of this decade, and we must reach net-zero by 2050. Current national commitments fall far short of these goals.**

**Time is truly running out to avert a global climate catastrophe. The good news is that so many solutions to the climate crisis can be found within the private sector and increasingly, the public is looking to the business community for trustworthy leadership on climate action.**

**Sanda Ojiambo**

Assistant Secretary-General of the United Nations Global Compact, CEO & Executive Director UN Global Compact

Źródło: Mowa otwierająca konferencję PRECOP 27 w Katowicach w 2022 r.







# DANE WPROWADZAJĄCE

**77**  
**mln osób**

Szacuje się że o tyle, w stosunku do roku 2019, wzrosła liczba osób które żyły w skrajnym ubóstwie. Opóźniło to walkę z ubóstwem o prawie dekadę. Istnieje duże ryzyko, że liczba ta wzrośnie w przyszłości, ponieważ wojna w Ukrainie i gwałtowny wzrost cen żywności powodują dalsze szkody w źródłach utrzymania wielu osób.

Źródło: Organizacja Narodów Zjednoczonych, Międzyagencyjna Grupa Zadaniowa ds. Finansowania Rozwoju, Raport Finansowania Zrównoważonego Rozwoju 2022.



**100**  
**MILIARDÓW USD**



Co najmniej tyle funduszy rocznie na kapitał klimatyczny muszą przeznaczyć kraje rozwinięte, aby wypełnić luki w finansowaniu wynikające z Porozumienia paryskiego zarówno w zakresie łagodzenia, jak i adaptacji. Kraje rozwijające się muszą stawić czoła kosztom adaptacji sięgającym **340 mld USD rocznie** do 2030 r., które po tym okresie wzrosną do **565 mld USD rocznie** w perspektywie 2050 r. Jest to dodatek do kosztów łagodzenia skutków zmiany klimatu, które do 2030 r. wyniosą **850 mld USD rocznie**.

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Rozwoju Rolnictwa, 2022 (IFAD, 2022)



Oczekiwane duże wydatki na aktywa fizyczne wymagane do osiągnięcia celów związanych z zerową emisją netto mogą zapewnić komercyjnym instytucjom finansowym możliwość bezpośredniego finansowania w wysokości około **820 miliardów dolarów rocznie**.



Szacuje się, że w latach 2021-2030 banki mogłyby zapewnić przedsiębiorstwom nawet **1,5 biliona dolarów** na rzecz realizacji zrównoważonych inwestycji.

Źródło: McKinsey & Company, Banking on a sustainable path. Global Banking Annual Review 2022



↑  
**80%**

o tyle wzrósł w porównaniu z rokiem 2020 r. wolumen zrównoważonych obligacji, w tym zielonych obligacji, obligacji zrównoważonego rozwoju, obligacji społecznych i obligacji powiązanych ze zrównoważonym rozwojem, osiągnął **965 miliardów dolarów**.

↑  
**200%**

o tyle wzrósł w porównaniu z rokiem 2020 r. wolumen zrównoważonych kredytów konsorcjalnych, w tym zielonych pożyczek i pożyczek powiązanych ze zrównoważonym rozwojem, wyniósł łącznie **683 USD miliardów** w 2021 r.



Zrównoważone działania finansowe związane z rynkami kapitałowymi – w tym fuzje i przejęcia, akcje i handel emisjami – również rozwinęły się w ciągu ostatnich kilku lat.

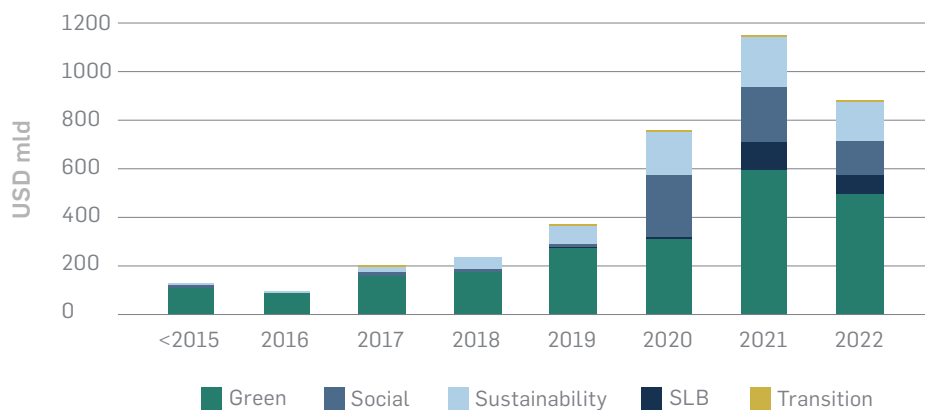
Źródło: McKinsey & Company, Banking on a sustainable path. Global Banking Annual Review 2022



Silny i trwały wzrost projektów związanych z energią słoneczną spowodował, że wielkość finansowania projektów związanych z czystą energią osiągnęła rekordowy poziom **164 mld USD** w 2021 r., z czego **77 mld USD** pochodziło z samych projektów związanych z energią słoneczną. W przypadku ogólnego finansowania projektów związanych z czystą energią średnia roczna stopa wzrostu od 2017 r. wyniosła **19%**.

Źródło: McKinsey & Company, Banking on a sustainable path. Global Banking Annual Review 2022

## O 24% ZMNIJSZYŁ SIĘ WOLUMEN OBLIGACJI KLIMATYCZNYCH W PORÓWNANIU DO 1,1 MLD Z 2021 R.



Źródło: Sustainable Debt. Global State of the Market 2022, Climate Bonds Initiative

# Wprowadzenie

Banki, firmy ubezpieczeniowe, fundusze private equity i fundusze emerytalne są głównym źródłem zewnętrznego finansowania europejskiej gospodarki. W rezultacie mogą one odgrywać ważną rolę w wypełnianiu luki inwestycyjnej w zakresie przejścia na bardziej zrównoważoną gospodarkę i łagodzenia zagrożeń klimatycznych. Jednak te instytucje finansowe mogą być również narażone na ryzyko związane z niezrównoważonym rozwojem gospodarczym, powszechnie znanym jako ryzyko środowiskowe, społeczne i związane z zarządzaniem (ESG), w tym ryzyko związane ze zmianami klimatu. Pisaliśmy w zeszłym roku o tym, że coraz bardziej prawdopodobne jest, że inwestycje w niezrównoważone działania i aktywa utkną w martwym punkcie, ponieważ wyzwania związane z klimatem i środowiskiem przybierają na znaczeniu. Ambitne cele klimatyczne, czysta, tania i bezpieczna energia, sprawiedliwa transformacja, zrównoważona i inteligentna mobilność czy sprawiedliwy, zdrowy i przyjazny środowisku system produkcji żywności, odbudowa i ochrona ekosystemów oraz bioróżnorodności, a także wiele nie mniej ważnych celów, mających na celu walkę o budowę nowego, zielonego ładu na świecie, oznaczają, że konieczny jest właściwy wybór inwestycji i przeznaczenie, ograniczonych przecież zawsze, zasobów na odpowiednie projekty i technologie, które pomogą w tej walce. Transformacja klimatyczna polskiej gospodarki będzie wymagała bezprecedensowych inwestycji na





poziomie 1-2% PKB ponad to, co musielibyśmy przeznaczyć na podtrzymanie systemu energetycznego czy transportowego w scenariuszu bazowym.

Kwestie ESG stają się coraz ważniejsze dla sektora finansowego i odpowiednich dla tego sektora interesariuszy. Sama branża, klienci, organy regulacyjne i inni stają się coraz bardziej świadomi wpływu i wkładu inwestycji w społeczeństwo. W jakimś stopniu, mamy nadzieję, dzieje się tak dzięki naszym *Zielonym finansom w Polsce*. Ten obecny raport, pokazujący ich stan i aktualne trendy, jest już czwartym raportem. Poprzednie edycje ewoluowały i dojrzewały w kierunku kształtu, jaki mają Państwo przed oczami. *Zielone finanse w Polsce 2023*, podobnie jak w latach poprzednich, nie stanowią próby systematycznego opisu stanu polskich zielonych finansów. To byłoby zresztą już niemożliwe w jednym rocznym raporcie. W internecie możecie Państwo znaleźć i zapnumerować Sustainable Finance Daily, które dostarcza cotygodniowych wiadomości i informacji z naszej dziedziny. Dziedzina zrównoważonych finansów jest już zbyt rozległa i zbyt wielowątkowa, by można zmieścić ich obraz w jednym tomie czy jednym raporcie. Raczej chcieliśmy, aby zaproszeni autorzy, zidentyfikowane przez nas grono ekspertów i liderów w zakresie zielonych finansów, przedstawili, w sposób pogłębiony, obszary swoich zainteresowań i stan wiedzy o zmianach, trendach, wyzwaniach i perspektywach zielonych finansów w Polsce. Zielone finanse nie są już nowym zjawiskiem, to bardzo dynamiczny i coraz ważniejszy obszar także polskiego systemu finansowego.

Chcieliśmy, by artykuły zawarte w opracowaniu były stosunkowo krótkie i przyjazne nawet dla niewyrobionego w temacie zielonych finansów czytelnika, co oznaczało dodatkowe wyzwanie redakcyjne dla autorów, którym niniejszym chcieliśmy bardzo podziękować. To oni są rzeczywistymi twórcami tego raportu. Opracowanie niniejsze stanowi rodzaj zdjęcia (portretu) zielonych finansów w 2023 r.

W tym roku zaczynamy część główną raportu od omówienia bardzo ważnego aspektu zrównoważonych finansów, a mianowicie greenwashingu. Trend w kierunku zrównoważonego finansowania przechodzi z fazy wykładniczego rozwoju oferty produktów zrównoważonych bądź klimatycznych przede wszystkim z nazwy do etapu zorientowanego na jakość i unikanie greenwashingu. Weronika Wojturska z PWC przedstawia grzechy greenwashingu, greenwashing z perspektywy konsumentkiej, ale przede wszystkim koncertuje się na działaniach antygreenwashingowych, konkludując, że walka ze zjawiskiem greenwashingu staje się nowym obowiązkiem compliance.

Ludwik Kotecki z Instytutu Odpowiedzialnych Finansów analizuje, na ile cel lub cele i mandat banku centralnego pozwalają na zaangażowanie instytucji w walkę z ocieplaniem klimatu, jakie ryzyka dla banku centralnego niesie zmiana klimatu i jakie są jej konsekwencje dla efektywności działań banku centralnego, następnie wymienia

ewentualne opcje zaangażowania się banku centralnego w walkę ze skutkami zmiany klimatu oraz omawia różnorakie uwarunkowania tego zaangażowania. Jako odpowiedzialne instytucje publiczne banki centralne, w obliczu zmian klimatycznych i związanych z nimi zmian regulacyjnych oraz ekonomicznych, z pewnością powinny rozważyć, na ile mogą zmienić ramy operacyjne, by wesprzeć starania o lepszy, bardziej zielony świat. Banki centralne muszą odegrać rolę we wspólnych, globalnych wysiłkach w stawieniu czoła pilnemu i uniwersalnemu wyzwaniu, jakim jest ograniczenie zmian klimatycznych. Chociaż nie mogą i nie powinny przejąć zadań rządów, nie powinny też, jako instytucje odpowiedzialne publicznie i służące społeczeństwu, pozostać zwykłymi obserwatorami w procesie przechodzenia do gospodarki zeroemisyjnej.

Maria Krawczyńska-Kaczmarek, Ekspertka ESG i zrównoważonych finansów, Członkini Komitetu ds. ESG Krajowej Izby Gospodarczej oraz Rady Innowatorów ESG Polskiego Stowarzyszenia ESG, wprowadza nas w temat obligacji powiązanych ze zrównoważonym rozwojem (ang. *sustainability-linked bonds*). Ekspertka twierdzi, że finansowanie w tej formule może być katalizatorem zrównoważonej transformacji w realnej gospodarce. Dzięki elastyczności formuły, skupieniu na adekwatności oraz istotności celów ESG dla danego sektora, finansowanie w formule SLL cieszy się popularnością w różnych branżach, zarówno w przemyśle ciężkim, jak i w usługach. Warto nadmienić, iż zaletą formuły *sustainability linked* jest także możliwość dostępu do zrównoważonego finansowania klientów na różnym etapie ich zaawansowania w kwestiach zrównoważonego rozwoju. Na finansowanie w tej formule decydują się kredytobiorcy o dojrzałym i rozwiniętym podejściu do zarządzania tematyką ESG, ale również podmioty, które dopiero wkraczają na ścieżkę zarządzania opartego o ESG i chcą – od początku tej drogi – łączyć dostęp do kapitału ze strategicznym podejściem zarządczym.

Inny tekst dotyczący finansowania w formule *sustainability linked* przygotowali Maciej Orczyk i Katarzyna Średzińska z firmy Deloitte. Z perspektywy praktycznej realne wykorzystanie możliwości stwarzanych przez finansowanie w formule powiązanej ze zrównoważonym rozwojem wymaga od zainteresowanych podmiotów profesjonalizacji w odniesieniu do działań w zakresie zrównoważonego rozwoju. By osiągnąć sukces i zainteresować inwestorów, konieczne bowiem staje się odpowiedzialne podejście emitentów do wyznaczania celów powiązanych ze zrównoważonym rozwojem na potrzeby emisji obligacji *sustainability-linked*. Posiadanie ambitnej strategii, obejmującej cele dekarbonizacyjne zgodne z Porozumieniem paryskim, jest jednak zarówno podstawą wyznaczenia wiarygodnych celów na potrzeby emisji obligacji, jak również skutecznego zarządzania przedsiębiorstwem w warunkach transformacji.

Roksana Kałużna-Bałazy z White & Case M. Studniarek i Wspólnicy przedstawia opcję zielonego finansowania projektów związanych z wytwarzaniem energii jądrowej,



np. poprzez emisję „zielonych obligacji nuklearnych”, jako szansę dla polskiej transformacji energetycznej. To ważny głos w momencie wyboru formuły finansowania planowanej budowy elektrowni jądrowych. Zielone finansowania nuklearne to szansa nie tylko dla samych projektów, ale również dla polskiego zielonego rynku finansowego, w tym rynku długu.

Piotr Arak, Dyrektor Polskiego Instytutu Ekonomicznego, porusza tak prowokacyjny, jak i aktualny temat finansowania produkcji broni. Wojna za naszą wschodnią granicą przypomina nam, że Europa nie może tracić z pola widzenia kwestii zbrojeń. Czy da się to pogodzić ze zmianami strukturalnymi w UE związanymi z wdrażaniem Zielonego Ładu? Czy inwestowanie w broń może być etyczne? Unia Europejska, tworząc fundusz obronny dysponujący 7 mld euro, przyjmując Strategiczny Kompas w zakresie bezpieczeństwa, uznała potrzebę posiadania silnych zdolności obronnych oraz światowej klasy bazy przemysłowej i technologicznej. Autor próbuje znaleźć odpowiedzi na te trudne pytania.

Robert Rybski, Kierownik Studiów „Zrównoważone finanse – Podyplomowe Studium Prawno-Finansowe” na Uniwersytecie Warszawskim próbuje zidentyfikować trendy w zielonych finansach poprzez analizę prac dyplomowych słuchaczy tego studium. Ponieważ wszyscy oni są głównie praktykami, pracującymi w sektorze finansowym, to przegląd tematów oddaje jak w soczewce aktualne trendy w zielonych finansach. Wybory słuchaczy studium pokazują kilka kwestii: 1) skalę wyzwań stojących przed sektorem finansowym, gospodarką realną, jak i szerzej – przed społeczeństwem, wynikających z konieczności transformacji ku gospodarce bezemisyjnej, 2) dostrzegalną użyteczność studium w bieżącej pracy, gdyż dzięki wymianie wiedzy i doświadczeń oraz pogłębionej analizie kluczowego dla danej funkcji zawodowej zagadnienia możliwe jest zidentyfikowanie istotnych obszarów ryzyka i pomysłów na ich mitygację, 3) zdolność krytycznej oceny słuchaczy poszczególnych bieżących zjawisk, ale też i dokonania oceny na poziomie makro.

Paweł Sawicki z Polskiej Izby Ubezpieczeń przedstawia toczącą się w branży ubezpieczeń na poziomie europejskim dyskusję o przepisach ostrożnościowych dotyczących zielonych aktywów i portfela ubezpieczeń. Aby jednak w ogóle zastanawiać się nad wymogami kapitałowymi dla zakładów ubezpieczeń związanymi z ESG, należy wypracować odpowiednią metodologię oraz określić dane konieczne do przygotowania stanowiska. A do tego jeszcze daleka droga. Niewątpliwie jednak już teraz warto się zastanowić, jak powinny wyglądać „zielone” wymogi kapitałowe.

Dariusz Kryczka i Lilianna Krawczyk z EY zajmują się przyszłymi zmianami w zakresie raportowania niefinansowego. Liczba nowych aktów prawnych oraz tempo ich publikacji wymagają prowadzenia stałego monitoringu najnowszych zmian. Praktyka rynkowa pokazuje, że wiele firm nie jest świadomych nadchodzących nowych

wymogów. Natomiast skala wprowadzanych obowiązków wymaga długotrwałych przygotowań, a często zaangażowania nowych zespołów. Raportowanie niefinansowe staje się coraz bardziej istotnym środkiem, poprzez który Komisja Europejska chce zweryfikować realizację celów określonych przez Europejski Zielony Ład. Publikowanie danych ESG ma bowiem zapewnić porównywalność oraz transparentność informacji przekazywanych przez spółki oraz umożliwić inwestorom podejmowanie świadomych decyzji o zrównoważonych inwestycjach.

Leszek Kąsek i Rafał Benecki z ING Banku Śląskiego wskazują na skutki rosnącej roli czynników ESG – dla konkurencyjności. Polska gospodarka pozostaje małą gospodarką, otwartą na handel międzynarodowy i inwestycje zagraniczne, dlatego polskie firmy zaczynają doświadczać coraz bardziej restrykcyjnych wymogów kryteriów ESG ze strony firm międzynarodowych, w szczególności europejskich, będących ich biznesowymi partnerami. W skrajnych przypadkach brak dostosowania w określonym terminie może oznaczać zerwanie współpracy czy utratę rynku zbytu. Już teraz firmy przywiązujące większą wagę do kryteriów ESG stosują różne wymogi wobec swoich poddostawców (np. audyty procesów, certyfikaty pochodzenia).

W części II Katarzyna Szwarz i Kamil Wyszowski, dwoje współprzewodniczących polskiej Platformy przedstawiają Platformę Zrównoważonych Finansów, czyli forum dla działania i dyskusji na rzecz rozwoju rynku kapitałowego w zakresie zrównoważonych finansów. Trend w kierunku zrównoważonego finansowania to bez wątpienia szansa dla Polski i rodzimego rynku kapitałowego na rozwój nowych obszarów biznesowych i wzmocnienie wiodącej pozycji w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. To także szansa na zwiększenie zaangażowania inwestorów prywatnych w finansowanie proklimatycznych projektów, co – biorąc pod uwagę potrzeby finansowe transformacji klimatycznej polskiej gospodarki – ma niebagatelne znaczenie. Celem Platformy jest wypracowanie założeń i rekomendacji dla przyszłej Mapy Drogowej tak, aby adresowała ona najważniejsze wyzwania i potrzeby związane z finansowaniem sprawiedliwej transformacji w Polsce.

Dalej, w części III, tradycyjnie oddajemy łamy opracowania *Zielone Finanse w Polsce 2023* ich krajowym liderom. Przedstawiają oni postępy we wprowadzaniu zielonych finansów w Polsce, praktyczne problemy, które napotykają, wyzwania zielonego finansowania w Polsce, prezentują rolę, jaką oni i reprezentowane przez nich instytucje odgrywają w rozwijaniu zielonych finansów w Polsce. Mamy zatem w kolejności przedstawienia w Raporcie: Bank Gospodarstwa Krajowego, Europejski Bank Inwestycyjny, ING Bank Śląski, PFR Ventures, Bank Pekao SA, Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, Santander Bank Polska, BNP Paribas Bank Polska, Bank Millennium, Dom Inwestycyjny Xelion, Deutsche Bank Polska, Bank Ochrony Środowiska, Abris Capital Partners, Kruk, PZU, Societe Generale, Związek Banków

Polskich. Jasno z tych głosów wynika, że dostosowanie do europejskich regulacji postępuje i jest konieczne, jednak nie wystarczy, by wyzwanie związane z finansowaniem transformacji klimatycznej przekuć w dźwignię rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Innymi słowy, rozwój zrównoważonych finansów w Polsce nie może być tylko ćwiczeniem z *compliance*.

Wiele jest jeszcze do zrobienia, wiele barier i przeszkód (politycznych, prawnych, regulacyjnych, finansowych i biznesowych, technologicznych i technicznych, kulturowych, związanych z umiejętnościami, wiedzą i badaniami naukowymi) do pokonania, ale świadomość konieczności przejścia na zrównoważony rozwój staje się coraz bardziej powszechna. Niniejsza publikacja jest tego dowodem, ale również kolejnym naszym wkładem w jej zwiększanie. Mamy też nadzieję, że pozostaje także istotnym wkładem w pokonywanie tych barier i przeszkód.

Życzymy przyjemnej lektury,



**Ludwik Kotecki**  
Dyrektor Instytutu  
Odpowiedzialnych Finansów



**Kamil Wyszowski**  
Przedstawiciel Krajowy | Dyrektor Wykonawczy  
UN Global Compact Network Poland











Ministerstwo Funduszy  
i Polityki Regionalnej

## **Grzegorz Puda** Minister Funduszy i Polityki Regionalnej

Rozwijanie zrównoważonej, ekologicznej, niskoemisyjnej gospodarki o obiegu zamkniętym oraz zapewnienie jej instrumentów finansowania to jedno z zadań, jakie będziemy realizować w najbliższych latach, także z wykorzystaniem środków z Funduszy Europejskich Polityki Spójności.

Rozwijanie zrównoważonej, ekologicznej, niskoemisyjnej gospodarki o obiegu zamkniętym oraz zapewnienie jej instrumentów finansowania to jedno z zadań, jakie będziemy realizować w najbliższych latach, także z wykorzystaniem środków z Funduszy Europejskich Polityki Spójności.

Wraz z rokiem 2023 rozpoczęliśmy nową perspektywę finansową funduszy europejskich na lata 2021-2027, w której Polska jest największym beneficjentem polityki spójności spośród wszystkich państw Unii Europejskiej. Polski rząd wynegocjował na lata 2021-2027 rekordowe 76 mld euro. Do naszego kraju wpłynęły już zaliczki na realizację wszystkich programów krajowych i regionalnych na ponad 5 mld zł. Ruszyły też pierwsze nabory do programów.

W Umowie Partnerstwa na lata 2021-2027 jednym z celów polityki jest: „Bardziej przyjazna dla środowiska niskoemisyjna Europa”. Na realizację tego zadania przeznaczymy ok. 22 mld euro. Środki będziemy inwestować w zwiększenie efektywności energetycznej budynków i przedsiębiorstw, rozwój odnawialnych źródeł energii, ochronę środowiska i bioróżnorodność, adaptację do zmian klimatu, gospodarkę obiegu zamkniętego, bezpieczny i niskoemisyjny transport. Widzimy w tym istotną korzyść dla Polski pod kątem dywersyfikacji źródeł energii.

Fundusze przeznaczymy na wzrost inwestycji związanych z transformacją sektora energetycznego. Rezultatem tych działań będzie również poprawa jakości powietrza oraz ograniczenie zjawiska ubóstwa energetycznego. Dla rządu premiera Mateusza Morawieckiego ważny jest zrównoważony rozwój kraju. Dlatego blisko 3,7 mld euro z Funduszu na rzecz Sprawiedliwej Transformacji przeznaczymy na łagodzenie negatywnych skutków transformacji energetycznej w regionach, w których gospodarka w znacznym stopniu opiera się na przemyśle wydobywczym i energetyce konwencjonalnej.

Transformacja Polski w kierunku gospodarki niskoemisyjnej będzie realizowana w największych programach krajowych – Funduszach Europejskich na Infrastrukturę, Klimat, Środowisko (FEnIKS), Funduszach Europejskich dla Nowoczesnej Gospodarki (FENG) oraz Funduszach Europejskich dla Polski Wschodniej (FEPW).

Na rozwój niskoemisyjnego systemu energetycznego i środowiska, w tym m.in. ekologicznego transportu, przeznaczymy 9,7 mld euro w programie FEnIKS. Z kolei środki z programu FENG – 800 mln euro skierujemy na wsparcie projektów, które przyczynią się do neutralności klimatycznej i rozwoju niskoemisyjnej gospodarki oraz gospodarki o obiegu zamkniętym. W programie FEPW bezpośrednio na cele klimatyczne przeznaczymy blisko 1,3 mld euro – to prawie połowa budżetu – 49% alokacji programu. Nowością w programie będzie dedykowane wsparcie w obszarach energii i klimatu.

Przyjazna dla środowiska transformacja gospodarki zajmuje również czołowe miejsce na liście priorytetów do realizacji w programach regionalnych.

W kontekście ekologicznej transformacji nie możemy zapomnieć o roli polityki miejskiej. Miasta i ich najbliższe otoczenie to szczególnie wrażliwe miejsca, które mierzą się również z następstwami zmian klimatu.

Jedną z zasad horyzontalnych Krajowej Polityki Miejskiej 2030, przyjętej przez rząd w czerwcu 2022 r., jest dbałość o zazielenianie obszarów miejskich. Ma ona z jednej strony przyczyniać się do niwelowania negatywnych skutków zmian klimatu w miastach, a z drugiej strony – do poprawy w nich jakości środowiska przyrodniczego. Miasta muszą być przyjazne i bezpieczne dla mieszkańców.

Dążymy do tego, aby polska gospodarka weszła na wyższy poziom konkurencyjności i odporności na kryzysy zewnętrzne. Wprowadzenie nowych technologii, rozwój OZE, poprawa efektywności energetycznej, nisko i zero-emisyjny transport wraz ze zmianą modelu życia mają zasadnicze znaczenie dla nowoczesnej gospodarki, zrównoważonego rozwoju i konkurencyjności Polski na arenie międzynarodowej.













## **Magdalena Rzeczkowska** Minister Finansów

Sprawiedliwa transformacja gospodarki w kierunku neutralności klimatycznej jest obecnie i będzie w nadchodzących latach jednym z kluczowych wyzwań dla Polski. Od czasu rosyjskiej agresji na Ukrainę zielona transformacja stała się nie tylko kwestią naszego wkładu w wysiłki na rzecz ochrony klimatu, ale także bezpieczeństwa wewnętrznego.

Wyzwanie to wymaga bezprecedensowych poziomów inwestycji. I choć znaczna część tych wydatków zostanie pokryta z programów unijnych i innych środków państwowych, to inwestor publiczny sam nie będzie w stanie udźwignąć tego rachunku. Jednocześnie wyzwanie to jest szansą dla inwestorów prywatnych. Tam, gdzie istnieją skuteczne mechanizmy i instrumenty służące kierowaniu kapitału prywatnego i gdzie może on być wykorzystany najefektywniej, inwestycje w zieloną transformację mogą przynieść hojne zwroty z inwestycji. Rolą polskiego rynku kapitałowego jest zapewnienie tych mechanizmów.

Dlatego w 2022 r. Polska rozpoczęła prace nad Mapą Drogową dla Rozwoju Zrównoważonych Finansów z zamiarem stania się regionalnym centrum zrównoważonego finansowania dla Europy Środkowo-Wschodniej w ciągu najbliższych 5 lat. Mapa drogowa zostanie ukończona w ciągu najbliższych kilku miesięcy, do końca 2023 r.

Kilka państw członkowskich UE zakończyło niedawno swoje plany zrównoważonego finansowania, aby przygotować się na tsunami nowych obowiązków regulacyjnych. Jednak w przypadku Polski zrównoważone finansowanie nie jest wyłącznie ćwiczeniem z *compliance*. Chcemy wykorzystać nasze istniejące przewagi konkurencyjne, aby wesprzeć finansowanie transformacji klimatycznej w naszych własnych granicach i w całym regionie Europy Środkowo-Wschodniej, a także rozwinąć nasz rynek kapitałowy.

Prace nad Mapą obejmują zapewnienie dostępu do puli prywatnego kapitału poszukującego zrównoważonych inwestycji, rozbudowę oferty notowań zielonych i innych zrównoważonych instrumentów finansowych oraz oferowanie usług certyfikacyjnych dla tych instrumentów, a także zapewnienie maksymalnej przejrzystości i dostępu do danych ESG dla inwestorów, globalnych dostawców danych dla instytucji finansowych oraz samych przedsiębiorców.

Co istotne, Mapa Drogowa dla Rozwoju Zrównoważonych Finansów w Polsce nie powstaje w zaciszu ministerialnych gabinetów. Nad jej kształtem i treścią pracują wspólnie z nami uczestnicy polskiego rynku kapitałowego oraz nasi partnerzy z innych obszarów administracji publicznej i organizacji pozarządowych. W ramach polskiej Platformy Zrównoważonych Finansów dyskutujemy na temat kierunków działań na rzecz dostosowania polskich finansów do celów klimatycznych. Wiele wątków z tych dyskusji rozwija niniejszy raport. Dlatego serdecznie zachęcam do jego lektury.







# Spis treści

<b>Dane wprowadzające</b> .....	12
<b>Wprowadzenie</b> .....	14
<b>Grzegorz Puda</b> <b>Minister Funduszy i Polityki Regionalnej</b> .....	20
<b>Magdalena Rzeczowska</b> <b>Minister Finansów</b> .....	24
<b>I. Stan i perspektywy zielonych finansów w Polsce</b>	
<b>Weronika Wojturska</b> <b>Associate PwC Legal, PwC Polska</b> Walka ze zjawiskiem greenwashingu jako nowy obowiązek compliance.....	34
<b>Ludwik Kotecki</b> <b>Dyrektor Instytutu Odpowiedzialnych Finansów, Rada Polityki Pieniężnej</b> Potencjalny wpływ celów i ryzyk klimatycznych na prowadzenie polityki pieniężnej i działalność banku centralnego.....	42
<b>Maria Krawczyńska-Kaczmarek</b> <b>Ekspertka ESG i zrównoważonych finansów, Członkini Komitetu ds. ESG Krajowej Izby Gospodarczej oraz Rady Innowatorów ESG Polskiego Stowarzyszenia ESG</b> Finansowanie w formule Sustainability Linked katalizatorem zrównoważonej transformacji w realnej gospodarce.....	50
<b>Maciej Orczyk</b> <b>Starszy Konsultant, Deloitte</b> <b>Katarzyna Średzińska</b> <b>Starsza Menadżerka, Deloitte</b> Obligacje w kolorze khaki, czyli jak odwrócić trend i skutecznie finansować transformację gospodarek wysokoemisyjnych.....	58
<b>adw. Roksana Kałużna-Bałazy</b> <b>Associate, Debt Finance, White &amp; Case M. Studniarek i Wspólnicy</b> <b>- Kancelaria Prawna sp.k.</b> Zielone finansowania projektów związanych z wytwarzaniem energii jądrowej jako szansa dla polskiej transformacji energetycznej.....	62

**dr Piotr Arak**

**Polski Instytut Ekonomiczny, European Roundtable on Climate Change  
and Sustainable Transition (ERCST)**

Czy inwestowanie w broń może być etyczne?.....72

**dr Robert Rybski**

**Kierownik Studiów „Zrównoważone finanse – Podyplomowe  
Studium Prawno-Finansowe”, Uniwersytet Warszawski**

Trendy w zielonych finansach odsłonią... prace dyplomowe!.....76

**Paweł Sawicki**

**Doradca Zarządu Polskiej Izby Ubezpieczeń, radca prawny,  
sekretarz Grupy roboczej PIU ds. zrównoważonego finansowania**

Początek dyskusji o przepisach ostrożnościowych dotyczących zielonych aktywów  
i portfela ubezpieczeń.....80





**Dariusz Kryczka**  
**Manager w Centrum Kompetencyjnym Europejskiego Zielonego Ładu EY**  
**oraz Ekspert ds. Energii i Klimatu United Nations Global Compact Network Poland**  
**Lilianna Krawczyk**  
**Prawniczka w Centrum Kompetencyjnym Europejskiego Zielonego Ładu EY**  
 Przyszłe zmiany w zakresie raportowania niefinansowego – wybrane akty prawne  
 przygotowywane na poziomie unijnym.....88

**Leszek Kąsek**  
**Starszy ekonomista, ING Bank Śląski**  
**Rafał Benecki**  
**Główny ekonomista, ING Bank Śląski**  
 Wymogi ESG a konkurencyjność polskich firm na arenie międzynarodowej.....94

## **II. Platforma Zrównoważonych Finansów**

**Katarzyna Szwarz**  
**Pełnomocniczka Ministra Finansów ds. Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego,**  
**Współprzewodnicząca polskiej Platformy Zrównoważonych Finansów**  
**Kamil Wyszowski**  
**Przedstawiciel i Dyrektor Wykonawczy UN Global Compact Network Poland,**  
**Współprzewodniczący polskiej Platformy Zrównoważonych Finansów**  
 Polska Platforma Zrównoważonych Finansów jako forum dla działania i dyskusji  
 rynku kapitałowego.....104

## **III. Głos rynku**

**Zespół 3W Banku Gospodarstwa Krajowego**  
 Finansowanie innowacji w obszarze 3W - Woda, Wodór, Węgiel.....110

**Grzegorz Rabsztyn**  
**Head of EIB Group Office in Poland**  
 Finansowanie inwestycji na rzecz uniezależnienia od paliw kopalnych w Polsce  
 REPowerEU kluczem do uniezależnienia od paliw kopalnych.....112

**Brunon Bartkiewicz**  
**Prezes Zarządu, ING Bank Śląski**  
 Inwestujmy w przyszłość.....114

**Małgorzata Walczak**  
**Dyrektor Inwestycyjny, PFR Ventures**  
 Zielony wehikuł dla innowacji zmieniających świat.....116

<b>Jerzy Kwieciński</b> <b>Wiceprezes Zarządu, Bank Pekao S.A.</b> Transformacja to wyzwanie, ale i szansa.....	118
<b>Marek Dietl</b> <b>Prezes Zarządu GPW</b> Taksonomia unijna: jakie jest podejście inwestorów do kwestii raportowania ESG i jaki jest wpływ raportowania na wycenę spółek.....	120
<b>Michał Gajewski</b> <b>Prezes Zarządu, Santander Bank Polska S.A.</b> Dekarbonizacja jednym z kluczowych celów nowoczesnej bankowości.....	122
<b>Jarek Rot</b> <b>Dyrektor Wykonawczy Obszaru Zrównoważonego Rozwoju,</b> <b>Chief Sustainability Officer, BNP Paribas Bank Polska S.A.</b> Innowacje w ofercie banków to klucz do rozwoju zrównoważonych finansów.....	124
<b>Joao Bras Jorge</b> <b>Prezes Zarządu, Bank Millennium</b> Bankowanie na zielono.....	126
<b>Krzysztof Prasał</b> <b>Prezes Zarządu, Dom Inwestycyjny Xelion</b> Poprzeczka dla projektów zrównoważonych środowiskowo coraz wyżej.....	128
<b>Tomasz Kowalski</b> <b>Prezes Zarządu Deutsche Bank Polska S.A.</b> Finansowanie innowacyjnych rozwiązań dla sektora energetycznego.....	130
<b>Anna Burza</b> <b>p.o. Dyrektora Departamentu Polityki Ekologicznej, ESG i Taksonomii,</b> <b>Bank Ochrony Środowiska S.A.</b> Znaczenie Ratingów ESG.....	132
<b>Monika Nachyła</b> <b>Partner, Abris Capital Partners</b> Inwestorzy mają wpływ! Case study neutralności klimatycznej z praktyki Private Equity.....	134
<b>Piotr Krupa</b> <b>Prezes Zarządu KRUK S.A.</b> Grupa KRUK i jej rola w tworzeniu zrównoważonego systemu finansowego.....	136

**Dorota Macieja**

**Członkini Zarządu PZU Życie SA**

Budowanie zrównoważonych relacji biznesowych w PZU.....138

**Marta Jedlińska**

**Dyrektorka Departamentu Compliance, Societe Generale Oddział w Polsce**

Minimalne gwarancje w Societe Generale jako warunek sprawiedliwej transformacji.....140

**Agnieszka Wicha**

**Doradca Zarząd ZBP**

**Norbert Jeziolowicz**

**Dyrektor Zespołu Bankowości Detalicznej i Rynków Finansowych**

Zielone finanse w Polsce – rola sektora bankowego. Szanse i wyzwania.....142









An aerial photograph of terraced rice fields in a lush green landscape. The fields are arranged in a grid-like pattern, with narrow paths and small trees separating the plots. A long, narrow wooden walkway or bridge runs diagonally across the lower part of the image, providing access to the terraces. The background is filled with dense, dark green forest, creating a sense of a rural, natural setting.

# I. Stan i perspektywy zielonych finansów w Polsce

**Weronika Wojturska**  
Associate PwC Legal,  
PwC Polska

## WALKA ZE ZJAWISKIEM GREENWASHINGU JAKO NOWY OBOWIĄZEK COMPLIANCE

### 1. Wprowadzenie

Opublikowany w 2018 r. Plan na rzecz finansowania zrównoważonego wzrostu gospodarczego<sup>1</sup> uzależnił długoterminową konkurencyjność UE od ambicji w zakresie celów zrównoważonego rozwoju oraz przejścia na niskoemisyjną, bardziej zasobooszczędną gospodarkę o obiegu zamkniętym. Komisja Europejska świadoma luki inwestycyjnej szacowanej na poziomie 180 mld EUR<sup>2</sup>, za którą stał brak jasności wśród inwestorów co do tego, co stanowi zrównoważone inwestycje, rozpoczęła z pomocą Platformy ds. Zrównoważonego Finansowania działania mające na celu mobilizację kapitału prywatnego na rzecz inwestycji w obszarze ESG (*Environmental, Social and Governance*). W tym celu rozpoczęto opracowywanie w założeniu spójnej, systematycznie rozbudowywanej siatki aktów prawnych egzekwujących przejrzystość w obszarze podwójnej istotności (*double materiality*), tj. wpływu decyzji inwestycyjnych na zrównoważony rozwój i odwrotnie – wpływu ryzyk zrównoważonego rozwoju na wartość inwestycji. W rezultacie holistyczne podejście UE do wdrożenia nowego ładu regulacyjnego spowodowało, że znajdują one zastosowanie (zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio) do szerokiego zakresu podmiotów funkcjonujących na rynku.

Strategia neutralności klimatycznej przybrała korelatywny wymiar. Dla przedsiębiorstw czynnikiem motywującym jest zwiększenie szans na pozyskanie finansowania. Z kolei znaczną część instytucji finansowych zobligowana jest do sukcesywnego dążenia do zazieleniania swojego portfela i oferty produktowej, stąd waga, jaką przywiązują do danych na temat wskaźników ESG swoich klientów. W ślad trendu lokaty kapitału w dobra ekologiczne (zielone, zrównoważone) podążają decyzje zakupowe konsumentów, a także kierunki przedsięwzięć inwestorów instytucjonalnych i detalicznych, stwarzając przedsiębiorcom pole do walki o przewagę konkurencyjną.

Działania w duchu zielonej transformacji gospodarki podejmowane są w wielu wymiarach: na poziomie produkcji i dystrybucji towarów, sposobu oferowania świadczonych usług, komunikacji marketingowej, raportowania na temat działalności spółki czy weryfikacji sposobu doboru dostawców i surowców w łańcuchu dostaw. Procesowi przekierowania przepływów kapitałowych w kierunku zrównoważonych inwestycji stoi na przeszkodzie zjawisko *greenwashingu* jako pseudoekologicznego marketingu, godzącego w ochronę konkurencji i konsumentów. Wynika to przede wszystkim z oznaczenia produktu/usługi jako zrównoważony/zrównoważona przy jednoczesnym braku spełnienia wymogów prawnych takiej kwalifikacji. Ze względu na wielopostaciowość zjawiska *greenwashingu* należy przeanalizować, jakie formy może przybierać *greenwashing* w praktyce, aby łatwiej go zidentyfikować. Następnie trzeba wskazać dotychczasowe kluczowe kroki z perspektywy regulacyjnej, jakie podejmowane są dla redukcji skali tego zjawiska, oddziałujące na polski rynek.

<sup>1</sup> Komunikat Komisji, Plan działania: finansowanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego, COM(2018) 97 final, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A52018DC0097>

<sup>2</sup> Szacunki te oznaczają średnią roczną lukę inwestycyjną w latach 2021–2030 i oparte są na prognozach modelu PRIMES wykorzystywanych przez Komisję Europejską w ocenie skutków wniosku dotyczącego dyrektywy w sprawie efektywności energetycznej (2016 r.), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1483696687107&uri=CELEX:52016SC0405>.



## 2. Formy nierzetelnego marketingu ekologicznego

Negatywny wymiar greenwashingu zasadza się na przekonywaniu klientów o pozornej słuszności podejmowanych decyzji. Jednocześnie równolegle pozostali aktorzy rynku są demotywowani do podejmowania rzeczywistych przedsięwzięć, w obliczu obserwowanego deficytu skutecznego sankcjonowania takich praktyk. Wagę problemu podkreślają wyniki przeprowadzonej w 2021 r. akcji kontrolnej Komisji Europejskiej w celu wykrycia naruszeń

unijnego prawa ochrony konsumentów na internetowych platformach handlowych, w której po raz pierwszy głównym przedmiotem kontroli była praktyka *greenwashingu*, polegająca na twierdzeniu, że przedsiębiorstwa robią więcej dla środowiska niż ma to miejsce w rzeczywistości<sup>3</sup>. Wyniki przeglądu 344 twierdzeń zaprezentowano poniżej:

### Graf 1. Transakcje SLL w ujęciu geograficznym

W toku szerzej zakrojonego przeglądu Komisja i organy odpowiedzialne za egzekwowanie praw konsumentów dokładnie zbadały **344 twierdzenia**, które wydawały się wątpliwe, i ustaliły, że:



- **w ponad połowie** przypadków przedsiębiorca nie dostarczył konsumentom wystarczających informacji, aby ocenić prawdziwość twierdzenia
- **w 37%** przypadków twierdzenie zawierało niejasne i ogólne informacje, takie jak „świadomy”, „przyjazny dla środowiska”, „zrównoważony”, które miały na celu wywołanie wśród konsumentów nieuzasadnionego wrażenia, że dany produkt nie ma negatywnego wpływu na środowisko
- **w 59%** przypadków przedsiębiorca nie przedstawił łatwo dostępnych dowodów na poparcie swojego twierdzenia
- **w 42%** przypadków organy miały powody, by sądzić, że twierdzenie może być fałszywe lub wprowadzające w błąd i w związku z tym może potencjalnie stanowić nieuczciwą praktykę handlową w świetle dyrektywy o nieuczciwych praktykach handlowych

Poszukując uniwersalnej kwalifikacji takich praktyk, można natknąć się na propozycję TerraChoice Environmental Marketing<sup>4</sup>. Raport wyróżnia sześć podstawowych typów zachowań (potocznie określanych grzechami) w spektrum nierzetelnego marketingu ekologicznego, rozumianego jako czynność polegająca na wprowadzeniu w błąd konsumentów w zakresie praktyk środowiskowych przedsiębiorstwa lub korzyści środowiskowych płynących z produktu lub usługi:

- grzech ukrytych kosztów (*sin of the hidden trade-off*), gdy deklaruje się, że produkt jest zrównoważony ze względu na fragment jego cyklu życia, ignorując jednocześnie jego kompletny wpływ środowiskowy, np. podkreślanie zawartości surowców wtórnych, nie zwracając uwagi na wpływ samego procesu produkcji na środowisko
- grzech braku dowodu (*sin of no proof*), gdy deklaracje dotyczące środowiskowych parametrów produktu nie są poparte łatwo dostępnymi dowodami czy nie przeszły uznanego procesu certyfikacji, aby można było zweryfikować ich wiarygodność, np. w zakresie testowania produktów na zwierzętach
- grzech niejasności (*sin of vagueness*), gdy stosowane określenia na temat produktu są na tyle nieprecyzyjne lub zbyt ogólne, że ich sens może zostać błędnie odczytany przez nabywcę, np. „w pełni naturalny”, „zrównoważony”, „zielony”
- grzech nieistotności (*sin of irrelevance*), gdy powołuje się na prawdziwe, ale nie mające znaczenia dla konsumentów twierdzenia, które mogą wpływać myląco na całościową ocenę, np. podkreślanie nieobecności freonów, których zastosowanie od dawna jest zabronione
- grzech mniejszego zła (*sin of lesser of two evils*), gdy próbuje się korzystniej uwydatnić produkt na tle innych z tej samej kategorii, które w rzeczywistości jako całość szkodliwie wpływają na środowisko, np. organiczne wyroby tytoniowe
- grzech kłamstwa (*sin of fibbing*), gdy przekazuje się w oczywisty sposób nieprawdziwe informacje, np. nieuprawnione użycie oznakowań produktu.

<sup>3</sup> [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pl/ip\\_21\\_269](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pl/ip_21_269)

<sup>4</sup> Terra Choice, The Six Sins of Greenwashing. A study of Environmental Claims in North American Consumer Markets, 2007, [https://sustainability.usask.ca/documents/Six\\_Sins\\_of\\_Greenwashing\\_nov2007.pdf](https://sustainability.usask.ca/documents/Six_Sins_of_Greenwashing_nov2007.pdf)



Przywołane zestawienie pokazuje wspomnianą na wstępie wielopostaciowość praktyk greenwashingowych. Część z nich wydaje się możliwa do zaobserwowania także na rynku finansowym, który coraz śmielej oznacza produkty zgodnie z klasyfikacją zaproponowaną przez SFDR<sup>5</sup> i Rozporządzenie Taksonomia UE (Taksonomia)<sup>6</sup>. Nie należy zapominać, że problem ten zasada się nie tylko w dezinformujących twierdzeniach zbywców towarów i usług, ale także w relacjach podmiotów profesjonalnych, czego przykładem są oświadczenia składane w raportach niefinansowych spółek, których ilość, do czasu wejścia w życie Taksonomii, często nie szła w parze z jakością. Podejście oportunistyczne skłania przedsiębiorców do poprzestawania na ogólnikowych deklaracjach, a nie na rzeczywistym podejmowaniu mierzalnych działań zorientowanych prośrodowiskowo. Niewątpliwie różnorodność

form nierzetelnego marketingu ekologicznego powoduje, że ich identyfikacja jest tym bardziej wymagająca zarówno z perspektywy konsumenckiej, jak i oferty produktów finansowych.

W związku z powyższym słuszną potrzebę dalszego wzmocnienia ram prawnych dostrzeżono na poziomie prawodawstwa unijnego, a w ślad za tym na uwagę zasługują inicjatywy polskiego organu ochrony konkurencji i konsumentów czy europejskich organów nadzoru finansowego. W dalszej części zostaną wskazane kluczowe działania regulacyjne, jakie mają potencjał zharmonizować podejście i skutecznie mechanizmy ograniczania zjawiska greenwashingu i jego skutków.

### 3. Greenwashing z perspektywy konsumenckiej

Na wstępie warto wskazać na opublikowany w marcu 2022 r. projekt dyrektywy w odniesieniu do wzmocnienia pozycji konsumentów w procesie transformacji ekologicznej poprzez lepsze informowanie i lepszą ochronę przed nieuczciwymi praktykami<sup>7</sup>, który istotnie zmienia dwie dyrektywy konsumenckie. To jednocześnie krok milowy w stronę spełnienia obietnic Nowego programu na rzecz konsumentów na lata 2020–2025<sup>8</sup>, zgodnie z którym zrównoważona konsumpcja odgrywa kluczową rolę dla osiągnięcia celów Europejskiego Zielonego Ładu<sup>9</sup>. Według Komisji wniosek obiera sobie za cel przekazywanie lepszej jakości informacji na temat zrównoważonego charakteru produktów oraz zwalczania praktyk, takich jak pseudoeologiczny marketing lub przedwczesna utrata przydatności. Ambicjom w tym zakresie mają sprostać zaproponowane zmiany do dwóch dyrektyw:

1. Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/83/UE z dnia 25 października 2011 r. w sprawie praw konsumentów, zmieniającej dyrektywę Rady 93/13/EWG i dyrektywę 1999/44/WE Parlamentu Europejskiego i Rady

oraz uchylającej dyrektywę Rady 85/577/EWG i dyrektywę 97/7/WE Parlamentu Europejskiego i Rady

oraz

2. Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2005/29/WE z dnia 11 maja 2005 r. dotyczącej nieuczciwych praktyk handlowych stosowanych przez przedsiębiorstwa wobec konsumentów na rynku wewnętrznym oraz zmieniającej dyrektywę Rady 84/450/EWG, dyrektywy 97/7/WE, 98/27/WE i 2002/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz rozporządzenie (WE) nr 2006/2004 Parlamentu Europejskiego i Rady (Dyrektywa o nieuczciwych praktykach handlowych).

Tej ostatniej należy przyjrzeć się bliżej, zwłaszcza w kontekście obserwowanych na rynku działań Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów (UOKIK).

#### 3.1. Nowelizacja dyrektywy o nieuczciwych praktykach handlowych

O postrzeganiu greenwashingu jako praktyki, która godzi w interesy konkurencji i konsumentów, przesądziła dy-

rektywa o nieuczciwych praktykach handlowych<sup>10</sup>, na co wskazywał wprost projektodawca we wskazówkach do

<sup>5</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych, Dz.U. L 317 z 9.12.2019.

<sup>6</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088, Dz.U. L 198 z 22.6.2020.

<sup>7</sup> Projekt dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającej dyrektywę 2005/29/WE i 2011/83/UE w odniesieniu do wzmocnienia pozycji konsumentów w procesie transformacji ekologicznej poprzez lepsze informowanie i lepszą ochronę przed nieuczciwymi praktykami, COM/2022/143 final.

<sup>8</sup> Opinia Europejskiego Komitetu Regionów – Nowy program na rzecz konsumentów – poprawa odporności konsumentów na potrzeby trwałej odbudowy (2022/C 61/07), s. 2-3.

<sup>9</sup> [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/delivering-european-green-deal\\_pl](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/delivering-european-green-deal_pl)

<sup>10</sup> Dyrektywa 2005/29/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 maja 2005 r. dotycząca nieuczciwych praktyk handlowych stosowanych przez przedsiębiorstwa wobec konsumentów na rynku wewnętrznym oraz zmieniająca dyrektywę Rady 84/450/EWG, dyrektywy 97/7/WE, 98/27/WE i 2002/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz rozporządzenie (WE) nr 2006/2004 Parlamentu Europejskiego i Rady (Dz. Urz. UE L 149, 11.06.2005).

implementacji dla państw członkowskich. Dlatego tym zasadniej na wnikliwą lekturę zasługuje zaproponowany projekt zmian, który stawia znak równości pomiędzy pseudoekologicznym marketingiem a koniecznością rozszerzenia katalogu działań uznawanych za nieuczciwe w każdych okolicznościach.

W przywołanym kontekście szczególną uwagę warto zwrócić na uzupełnienie załącznika I dyrektywy o:

- umieszczanie oznakowania dotyczącego zrównoważonego charakteru, które nie jest oparte na systemie certyfikacji ani nie zostało ustanowione przez organy publiczne
- formułowanie ogólnego twierdzenia dotyczącego ekologiczności, dla którego przedsiębiorca nie jest w stanie wykazać uznanej wysokiej efektywności środowiskowej istotnej dla tego twierdzenia
- formułowanie twierdzeń dotyczących ekologiczności w odniesieniu do całego produktu, jeżeli w rzeczywistości dotyczą one tylko określonego aspektu produktu.

### 3.2. Postępowania UOKiK

Wprowadzając pokrótce do status quo sposobu uregulowania mechanizmów sankcjonujących *greenwashing* w Polsce, należy sięgnąć do artykułów 5 ust. 1 i 2, 10, 14 i 16 ust. 1 pkt 2 ustawy z dnia 23 sierpnia 2007 r. o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym<sup>11</sup>. Choć kwestie środowiskowe nie padają wprost, to można wyrowadzić je z ogólnego brzmienia art. 5 ust. 1, zgodnie z którym „praktykę rynkową uznaje się za działanie wprowadzające w błąd, jeżeli działanie to w jakikolwiek sposób powoduje lub może powodować podjęcie przez przeciętnego konsumenta decyzji dotyczącej umowy, której inaczej by nie podjął”. Zapoznanie się z przykładami, jakie przywołuje ust. 2 tego przepisu, można z powodzeniem utożsamić z „grzechami” *greenwashingu*, o jakich mowa w ustępie 2.

Właściwy w sprawie UOKiK może korzystać ze swoich uprawnień do weryfikacji narracji prowadzonej w zakresie szeroko pojmowanej ekologiczności poprzez postępowania wyjaśniające, które nie są prowadzone przeciwko przedsiębiorcom. Zmierzają do zebrania materiału dowodowego pozwalającego na dokonanie oceny, czy dopuszczono się naruszenia uzasadniającego wszczęcie postępowania w sprawie praktyk naruszających zbiorowe interesy konsumentów. Jeżeli istnieją ku temu przesłanki, organ może:

„Skutki środowiskowe lub społeczne” mogą wpisać się na stałe w wykaz cech produktu, co do których przedsiębiorca nie powinien wprowadzać w błąd. Ze względu na przekonanie o uniemożliwieniu konsumentom dokonywania zrównoważonych wyborów konsumpcyjnych planuje się wzbogacenie katalogu takich działań. Po pierwsze, w zakresie reklamowania korzyści dla konsumentów, które uznaje się za powszechną praktykę na rynku właściwym. Podano przykład promocji braku – jako cechy wyróżniającej – substancji chemicznej w rzeczywistości wspólnej dla danego rynku produktowego. Po drugie, indywidualnej ocenie będzie podlegać formułowanie twierdzeń dotyczących ekologiczności związanych z przyszłą efektywnością środowiskową, np. w postaci przejścia na neutralność emisyjną czy klimatyczną, bez jasnych, obiektywnych lub weryfikowalnych zobowiązań bądź celów i bez niezależnego systemu monitorowania. Praktyka ta prowadzi do mylnego wrażenia, że konsumenci, kupując produkty od tak deklarujących się przedsiębiorców, przyczyniają się do rozwoju gospodarki niskoemisyjnej.

- nałożyć karę pieniężną w wysokości do 10% obrotu osiągniętego w roku obrotowym poprzedzającym rok nałożenia kary
  - nałożyć (dodatkowo) na osobę zarządzającą karę pieniężną w wysokości do 2 mln zł, jeżeli osoba ta umyślnie dopuściła przez swoje działanie lub zaniechanie do naruszenia przepisów
- a także może
- nakazać opublikowanie oświadczenia o stosowaniu praktyki *greenwashingu*, co może prowadzić do utraty renomy przedsiębiorcy na rynku.

Chociaż *greenwashing* nie był przedmiotem licznych orzeczeń sądowych, warto dla przykładu wskazać na decyzję Prezesa UOKiK z 29 stycznia 2018 r. (DIH-1/8/2018), w której uznano, że oznakowanie sklepu internetowego i opakowań produktów poprzez m.in. użycie sformułowania „bio” – podpowiadającego, że jest to produkt rolnictwa ekologicznego – jest naruszeniem prawa w sytuacji, kiedy w rzeczywistości jest to produkt rolnictwa konwencjonalnego. Z kolei w decyzjach wydanych w ostatnim roku w sprawie fałszowania składu materiałowego odzieży (m.in. DOZIK 5/2022, RBG-1/2022) podkreślano problem wprowadzania w błąd co do składu

<sup>11</sup> Dz. U. z 2017 r. poz. 2070, z 2022 r. poz. 2581.

surowcowego, który prowadzi do zakupu wbrew przekonaniom konsumentów produktów wytworzonych z tkaniny mniej ekologicznej.

Sprawy, dzięki którym zagadnienie nierzetelnego marketingu ekologicznego w Polsce zyskuje duży rozgłos, dotyczą, po pierwsze, mylącej zdaniem fundacji ClientEarth nazwy opału węglowego „ekogroszek”. Organizacja złożyła w 2021 r. pozew, wzywając do zaniechania nieuczciwej praktyki rynkowej polegającej na sprzedaży nieeko-

logicznego produktu w opakowaniach wykorzystujących motywy przyrodnicze, jak i zaprzestania działań promocyjnych sugerujących, że spalanie węgla może być przyjazne środowisku<sup>12</sup>. Po drugie, nie bez znaczenia pozostają także wszczęte z końcem roku 2022 postępowania wyjaśniające w sprawie greenwashingu wobec ośmiu spółek, takich jak Allegro, LPP, Zara Polska, H&M Hennes & Mauritz, Bielenda Kosmetyki Naturalne, Dr Irena Eris, KappAhl Polska czy L'Oréal Polska.

### 3.3. Projekt dyrektywy ws. oświadczeń środowiskowych

Kolejny dowód na to, że regulator europejski nie pozostał bierny wobec jakości prowadzonej przez producentów komunikacji z konsumentami w zakresie oświadczeń środowiskowych, jest niejako uzupełnieniem wspomnianego już projektu dyrektywy w sprawie wzmocnienia pozycji konsumentów w ramach transformacji ekologicznej. Aby sprostać oczekiwaniom rynku, któremu daje się we znaki brak skutecznego nadzoru w kwestii deklaracji rzetelnego wpływu nabywanych produktów na środowisko, planowane jest wprowadzenie dodatkowych mechanizmów ochronnych, za sprawą opublikowanego 22 marca 2023 r. projektu dyrektywy ws. oświadczeń środowiskowych (*Green Claims Directive*).

Wniosek został zaadresowany do wszystkich przedsiębiorców składających oświadczenia środowiskowe odnoszące się do działań, cech lub wpływu produktu lub samego przedsiębiorcy na środowisko, składanych dobrowolnie, obecnie nieobjętych innymi przepisami, np. „packaging made of 30% recycled plastic”, „carbon compensated ride”, „bee-friendly juice”<sup>13</sup>. Jako potrzebne i przełomowe we właściwej ocenie tego rodzaju komunikatów, którymi dotychczas posługiwano się intuicyjnie, można postrzegać wprowadzenie porządkującej siatki pojęciowej i minimalnych wymogów w zakresie „green claims”, w tym ich uzasadnienia, publikacji i weryfikacji. Jako wyjście naprzeciw niskiemu poziomowi zaufania konsumentów do takich oznaczeń uznano m.in.:

- zobowiązanie do przeprowadzenia oceny *ex-ante* na początek wiarygodności w zakresie posiadania wystarczającego uzasadnienia dla danego oznaczenia w oparciu o dowody naukowe i te powszechnie uznane, w tym, czy dotyczą wydajności środowiskowej, która jest istotna z punktu widzenia cyklu życia produktu lub usługi
- zdefiniowanie kryteriów dotyczących sposobu wykazania prawdziwości stosowanych oświadczeń i oznakowań środowiskowych, zróżnicowanych pod wzglę-

dem „bezpośrednich oświadczeń środowiskowych” (*explicit environmental claims*), a tzw. „bezpśrednich porównawczych oświadczeń środowiskowych” (*comparative explicit environmental claims*)

- sposób oznaczenia oświadczenia środowiskowego na produkcie, tj. konieczności udostępnienia informacji pierwotnej<sup>14</sup> lub danych literaturowych czy dotyczących formy fizycznej (link lub kod QR), z uwzględnieniem doprecyzowania zakresu takiej deklaracji
- standaryzacja podejścia do oznaczeń sugerujących „pozytywny wpływ” z uwzględnieniem tła danego sektora rynkowego (konkurencji) i wykluczeniem sytuacji związanych ze wspomnianym już grzechem ukrytych kosztów.

Nowością na tle sankcji, jakie proponuje projekt, jest rekomendacja konfiskaty dochodów ze sprzedaży produktów i usług opatrzonych niezgodnymi z przepisami oznaczeniami, deklaracjami środowiskowymi, wykluczenie na okres do 12 miesięcy z przetargów publicznych czy ograniczenie dostępu do wsparcia z publicznych pieniędzy.

<sup>12</sup> Zob. <https://www.clientearth.pl/najnowsze-dzialania/artykuly/clientearth-sklada-pozew-w-sprawie-nieuczciwych-praktyk-rynkowych-stosowanych-przez-producentow-i-dystrybutorow-ekogroszku/>

<sup>13</sup> Poza zakresem znaleźli się mikroprzedsiębiorcy oraz dostawcy usług finansowych takich, jak banki, zakłady ubezpieczeń i fundusze inwestycyjne.

<sup>14</sup> Wprowadzone projektem pojęcia dotyczy informacji bezpośrednio mierzących pozytywną zmianę, np. procentu zmniejszenia emisji gazów.



## 4. Pseudoekologiczny marketing w sektorze finansowym

### 4.1. Kluczowe regulacje

Wśród podstawowych kryteriów prawnych, jakie celowościowo zmierzają do ograniczania praktyk greenwashingowych w sektorze finansowym, nie sposób nie wskazać na rozbudowaną siatkę pojęciową definiującą „zrównoważoną inwestycję” (w rozumieniu SFDR) czy „inwestycję zrównoważoną środowiskowo” (w rozumieniu Taksonomii)<sup>15</sup>.

Instytucje finansowe od przeszło dwóch lat od wejścia w życie SFDR dokonują klasyfikacji swojej oferty produktowej z podziałem na produkty:

- z art. 8 (art. 6 Taksonomii), gdy produkt promuje m.in. aspekt środowiskowy lub społeczny, lub oba te aspekty, o ile spółki, w które dokonywane są inwestycje, stosują dobre praktyki w zakresie zarządzania
- z art. 9 (art. 5 Taksonomii), gdy produkt ma na celu zrównoważone inwestycje
- lub wykluczając związanie z aspektami ESG.

W stosunku do polskich podmiotów rzetelność w tym aspekcie egzekwują przyznane Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) uprawnienia wprowadzone ustawą o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych<sup>16</sup>, w tym zakaz lub nakaz zawieszenia udostępniania takiego produktu finansowego. Warto nadmienić, że do 4 lipca 2023 r. trwają konsultacje dotyczące planowanej w najbliższym czasie przez ESAs (Europejskie Organy Nadzoru, *European Supervisory Authorities*) rewizji<sup>17</sup> rozporządzenia wykonawczego do SFDR (RTS)<sup>18</sup>, w której dla zniwelowania ryzyka greenwashingu rozważa się inne niż dotychczas opcje ujawniania informacji DNSH<sup>19</sup>.

W przypadku Taksonomii w motywie 11. można odnaleźć bezpośrednie wskazanie, że jest to narzędzie sprzyjające cece przejrzystości, które ułatwia podejmowanie decyzji

inwestycyjnych i zapewnia wsparcie na rzecz przeciwdziałania pseudoekologicznemu marketingowi poprzez ustanowienie klasyfikacji zrównoważonych środowiskowo inwestycji w działalność gospodarczą. *Greenwashing* rozumiany jest tutaj jako „praktyka pozyskiwania nieuczciwej przewagi konkurencyjnej polegająca na wprowadzeniu do obrotu produktu finansowego jako przyjaznego dla środowiska, kiedy w rzeczywistości nie zostały spełnione podstawowe normy środowiskowe”.

Poddając pod reżim prawny kwalifikację produktów finansowych służących realizacji celów zrównoważonych, regulator unijny zadbał także o zabezpieczenie aspektów sektorowych charakterystycznych dla świadczenia usług maklerskich, zarządzania aktywami i funduszami czy działalności ubezpieczeniowej przez pakiet sześciu zmieniających aktów delegowanych<sup>20</sup>.

W niedalekiej przyszłości ważnym krokiem milowym dla oznakowania ekologicznego produktów finansowych, który zatacza koło wokół wskazanych powyżej standardów taksonomicznych, będzie Europejski Standard Zielonych Obligacji<sup>21</sup>. Zgodnie ze wstępnym porozumieniem Rady i Parlamentu Europejskiego będzie on wprowadzał jednolite wymogi dla emitentów obligacji, którzy oferują inwestorom z całego świata zrównoważone środowiskowo papiery wartościowe, z których wszystkie przychody muszą być inwestowane w działalność gospodarczą dostosowaną do Taksonomii, o ile dany sektor jest już nią objęty.

Patrząc szerzej, trudno nie wspomnieć o skutecznych dążeniach do zapewnienia transparentności na poziomie składanych oświadczeń w raportach niefinansowych przez duże instytucje finansowe, objęte zakresem dyrektywy NFRD<sup>22</sup> poprzez nowe standardy podyktowane treścią aktu delegowanego do art. 8 Taksonomii<sup>23</sup>. W ślad

<sup>15</sup> Komisja Europejska z pomocą Platformy ds. Zrównoważonych Finansów zapowiedziała wypracowanie propozycji dotyczącej tzw. Taksonomii społecznej, tj. zdefiniowania celów tożsamych dla litery S i zdefiniowania „inwestycji zrównoważonych społecznie”. Zob. raport na ten temat: [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-08/220228-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-08/220228-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy_en.pdf)

<sup>16</sup> Dz.U.2023.414.

<sup>17</sup> Joint Consultation Paper, Review of SFDR Delegated Regulation regarding PAI and financial product disclosures, 12 April 2023,

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/JC\\_2023\\_09\\_Joint\\_consultation\\_paper\\_on\\_review\\_of\\_SFDR\\_Delegated\\_Regulation.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/JC_2023_09_Joint_consultation_paper_on_review_of_SFDR_Delegated_Regulation.pdf)

<sup>18</sup> Rozporządzenie Delegowane Komisji 2022/1288 z dnia 6 kwietnia 2022 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 w zakresie regulacyjnych standardów technicznych określających szczegóły dotyczące treści i sposobu prezentacji informacji w odniesieniu do zasady „nie czyn poważnych szkód”, określających treść, metody i sposób prezentacji informacji w odniesieniu do wskaźników zrównoważonego rozwoju i niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju, a także określających treść i sposób prezentacji informacji w odniesieniu do promowania aspektów środowiskowych lub społecznych i celów dotyczących zrównoważonych inwestycji w dokumentach udostępnianych przed zawarciem umowy, na stronach internetowych i w sprawozdaniach okresowych (Dz.U. L 196 z 25.7.2022).

<sup>19</sup> Zasadę DNSH (Do No Significant Harm), czyli „nie czyn poważnych szkód”, uregulowano zarówno na gruncie SFDR, jak Taksonomii.

W przeciwieństwie do Taksonomii, DNSH w SFDR odnosi się do każdego celu społecznego lub środowiskowego. W ramach SFDR uczestnicy rynku finansowego muszą ujawnić, jak ich zrównoważone inwestycje respektują to kryterium, co wymaga uwzględnienia w tym celu wskaźników dotyczących głównych niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju, tzw. PAI, dla których mogą ustalić określone progi lub poziomy tolerancji.

<sup>20</sup> Zob. [https://finance.ec.europa.eu/publications/sustainable-finance-package\\_en](https://finance.ec.europa.eu/publications/sustainable-finance-package_en)

<sup>21</sup> Wniosek Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie europejskich zielonych obligacji, COM/2021/391 final.

<sup>22</sup> Implementowana w art. 49b ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U.2023.0.120).

<sup>23</sup> Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2021/2178 z dnia 6 lipca 2021 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 przez sprecyzowanie treści i prezentacji informacji dotyczących zrównoważonej środowiskowo działalności gospodarczej, które mają być ujawniane przez przedsiębiorstwa podlegające art. 19a lub 29a dyrektywy 2013/34/UE, oraz określenie metody spełnienia tego obowiązku ujawniania informacji (Dz.U. L 443 z 10.12.2021).

za tym podąża także nowa dyrektywa o sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (CSRD)<sup>24</sup>, która od 2026 r. (w raportach za 2025) obejmie obowiązkiem raportowym w zakresie ESG znacząco większy krąg podmiotów (nie tylko finansowych), z około 12 tys. do 50 tys. spółek w UE.

W nawiązaniu do powyższego, jako istotne można postać zobowiązania w zakresie badania łańcucha dostaw wynikające z projektowanej dyrektywy w sprawie

należytej staranności przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju<sup>25</sup> do uwzględniania obszaru *due diligence* w raportach niefinansowych (dla spółek NFRD/CSRD) oraz ujawnienia danych z obszaru *due diligence* na stronach internetowych (dla spółek non NFRD/CSRD). Wydaje się to być mechanizmem wspierającym i mobilizującym przedsiębiorstwa do ujawniania rzeczywistej weryfikacji składanych przez dostawców oświadczeń w łańcuchu wartości.

## 4.2. Działania europejskich organów nadzoru

### 4.2.1. Mapa drogowa zrównoważonych finansów według ESMA

Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (*European Securities and Markets Authority*, ESMA) 10 lutego 2022 r. opublikował dokument *Sustainable Finance Roadmap*<sup>26</sup>, który jest mapą kluczowych priorytetów, jakie stawia przed sobą ten organ na lata 2022–2024. Wśród nich widnieje także – jako sztandarowy element ambicji europejskiego nadzorca – doregulowanie mechanizmów hamujących zjawisko greenwashingu na rynku finansowym, który powoduje potencjalną szkodę dla inwestorów, chcących przeznaczyć środki na zrównoważone inwestycje.

ESMA, jak sam podkreśla, intuicyjnie identyfikuje tę praktykę jako taką, w której publicznie ujawniony profil emitenta pod kątem zrównoważonego rozwoju oraz cechy i/lub cele instrumentu finansowego lub produktu finansowego oraz związane z nimi procesy nie odzwierciedlają w odpowiedni sposób ryzyka i wpływu na zrównoważony rozwój. Te praktyki rynkowe mogą być zarówno zamierzone, jak i niezamierzone oraz wynikać z działania lub zaniechania.

### 4.2.2. Projekt wytycznych ESMA dotyczący nadawania nazw funduszom

Wydaje się niejako wypadkową wskazanych w poprzednim podrozdziale priorytetów opublikowany w listopadzie 2022 r. przez ESMA dokument konsultacyjny w sprawie wytycznych dotyczących nazewnictwa funduszy wykorzystujących terminy związane z ESG lub zrównoważonym rozwojem<sup>28</sup>, aby skutecznie zminimalizować błędne postrzeganie „obniżenia” poziomu ujawniania informacji przez fundusze (z art. 8 i 9 SFDR).

Zgodnie z projektowanymi wytycznymi fundusz będzie mógł używać słów związanych z ESG w swojej nazwie, jeśli przekroczy minimalny próg 80% inwestycji wyko-

Wśród planowanych działań na szczególną aprobatę zasługują:

- analiza ujawnień instytucji finansowych na mocy art. 8 i 9 SFDR w celu identyfikacji przypadków greenwashingu w celu wsparcia działań na rzecz konwergencji nadzoru także na poziomie organów krajowych
- zorganizowanie wśród właściwych organów krajowych dyskusji w celu wypracowania jednolitego rozumienia przedmiotowego zjawiska, w szczególności ustalenie, czym różni się od praktyki „mis-selling”<sup>27</sup> czy jakie są kanały, przez które może rozprzestrzenić się na całym łańcuchu wartości inwestycji
- wkład do starań Komisji Europejskiej o opracowanie ogólnounijnych oznaczeń produktów finansowych, w tym Europejskiego Standardu Zielonych Obligacji.

rzystywanym do spełnienia środowiskowych lub społecznych lub zrównoważonych celów inwestycyjnych zgodnie z obowiązującymi elementami strategii inwestycyjnej, jak ujawniono w załącznikach II i III RTS do SFDR (wzory ujawnień przedkontraktowych).

Z kolei użycie w nazwie funduszu „zrównoważony” lub terminów pochodzących od tego słowa będzie akceptowalne jeśli przydzielone zostanie w ramach 80% inwestycji „spełniających cechy/cele” co najmniej 50% minimalnego udziału zrównoważonych inwestycji zgodnie z definicją w art. 2 pkt 17 SFDR.

<sup>24</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464 z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) nr 537/2014, dyrektywy 2004/109/WE, dyrektywy 2006/43/WE oraz dyrektywy 2013/34/UE w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (Dz.U. L 322 z 16.12.2022).

<sup>25</sup> Wniosek Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie należytej staranności przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju oraz zmieniająca dyrektywę (UE) 2019/1937, COM/2022/71 final.

<sup>26</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-1051\\_sustainable\\_finance\\_roadmap.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-1051_sustainable_finance_roadmap.pdf)

<sup>27</sup> Zachowania niebezpieczne dla klienta, przez które rozumie się nieczystą sprzedaż, stosowanie praktyk nieetycznych (np. celowe wprowadzanie klienta w błąd), a nawet wątpliwych pod względem prawnym, za: E. Wierzbicka, Ochrona klienta ubezpieczeń w Polsce, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” nr 2, 2015, 71.

<sup>28</sup> Zob. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA22-106-4511\\_SMSG\\_Advice\\_to\\_ESMA\\_on\\_Funds%27\\_Names.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA22-106-4511_SMSG_Advice_to_ESMA_on_Funds%27_Names.pdf)

Konsultacje dotyczące wytycznych zakończyły się 20 lutego 2023 r. Finalna wersja powinna ukazać się w trzecim kwartale tego roku. Wytyczne będą obowiązywały 3 miesiące po ich publikacji na stronie internetowej ESMA,

### 4.2.3. Zapowiedź raportów ESA

Jako obiecujące i być może decydujące dla wypracowania zharmonizowanego podejścia w swoim przekazie można postrzegać opublikowane w listopadzie 2022 r. „call for evidence” (CfE) ESAs<sup>29</sup>. Organy zgłosiły potrzebę pozyskania wszelkich informacji na temat potencjalnych praktyk greenwashing w sektorze finansowym UE. Termin udzielania odpowiedzi upłynął 10 stycznia tego roku, po czym do końca maja 2023 r. oczekiwane jest sprawozdanie z postępów, a do końca maja 2024 r. sprawozdanie końcowe.

Aby spełnić ten postulat, CfE stwierdza, że prace ESAs skupią się na następujących głównych obszarach:

- jasne zdefiniowanie greenwashingu i lepsze zrozumienie tego zjawiska, jego skali i potencjalnych powiązanych zagrożeń
- sporządzenie bilansu wdrożenia odpowiednich przepisów dotyczących zrównoważonych finansów w ramach kompetencji ESA oraz określenie wczesnych wyzwań dla zainteresowanych stron i organów regulacyjnych

## 5. Wnioski

Mnogość prowadzonych przedsięwzięć antygreenwashingowych, zarówno na poziomie legislacyjnym, jak i działań organów nadzoru, wydaje się mieć dwa oblicza. Napawa nadzieją, jak i wzbudza obawy co do tego, jak wyłuskać kryteria pozwalające wypracować metodykę badania ryzyka pseudoekologicznego marketingu – jego identyfikacji i mitygacji – w organizacji.

Najbezpieczniejszym regulacyjnie wydaje się podejście szerokie obejmujące kompleksową weryfikację dokumentacji wewnętrznej, w tym metodyk oceny inwestycji czy kwalifikacji produktów na linii twórca-dystrybutor, stosowanych nazw i stwierdzeń dotyczących produktów, kampanii marketingowych, publicznych zapewnień, oświadczeń składanych w ramach raportów niefinansowych czy badania łańcucha dostaw.

Jak pokazuje praktyka, o rzetelności inkorporowanych do przedsiębiorstw aspektów zrównoważonego rozwoju świadczyć będzie nie tylko prowadzona publiczne narra-

z 6-miesięcznym okresem przejściowym. Z pewnością wymusi to przegląd konwencji nazewnictwa produktów, a w ślad za tym analizę luki minimalnego procentu planowanej alokacji aktywów.

- określenie różnych aspektów reakcji nadzorczej i ocena jej adekwatności zarówno z prawnego, jak i praktycznego punktu widzenia

oraz

- wydawanie zaleceń w oparciu o ustalenia w obszarach, o których mowa powyżej.

Warto nadmienić, że poza UE inni krajowi regulatorzy i organy nadzorcze podjęły także działania lub wprowadziły nowe strategie w celu przeciwdziałania greenwashingowi, w tym amerykańska SEC<sup>30</sup>, brytyjski FCA<sup>31</sup> i IOSCO<sup>32</sup>.

cja, a wyniki przeprowadzonych w tym zakresie kontroli. Z perspektywy konsumenckiej przeprowadzanych przez UOKiK, zaś względem praktyk sektora finansowego przez UKNF. W związku z tym należy rozważyć przygotowanie zawczasu dokumentacji, w tym wewnętrznych procedur antygreenwashingowych, co pomoże zabezpieczyć/przygotować przedsiębiorcę na wypadek wszczęcia postępowania lub prowadzonej kontroli.

<sup>29</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esas\\_call\\_for\\_evidence\\_on\\_greenwashing.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esas_call_for_evidence_on_greenwashing.pdf)

<sup>30</sup> <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-92>

<sup>31</sup> <https://www.fca.org.uk/publication/correspondence/dear-chair-letter-authorised-esg-sustainable-investment-funds.pdf>

<sup>32</sup> <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD717.pdf>



**Ludwik Kotecki**

**Dyrektor Instytutu Odpowiedzialnych Finansów,  
Rada Polityki Pieniężnej**

## POTENCJALNY WPŁYW CELÓW I RYZYK KLIMATYCZNYCH NA PROWADZENIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ I DZIAŁALNOŚĆ BANKU CENTRALNEGO\*

Zmiana klimatu, w sposób bezpośredni i przez realizowane działania mitygujące i adaptacyjne do niej, staje się jedną z najważniejszych sił strukturalnych kształtujących gospodarkę światową. Jej wpływ będzie znaczny i zróżnicowany, ponieważ dotyczy wszystkich podmiotów gospodarczych i sektorów na świecie. Problematyka zmian klimatu staje się także, w coraz większym stopniu, przedmiotem zainteresowania banków centralnych. Mimo że wciąż nie ma pełnej zgody wśród banków centralnych co do tego, jakie dostosowania do zmian klimatu byłyby optymalne w polityce pieniężnej i działalności banków centralnych, to jest konsensus co do tego, że zmiana klimatu ma wpływ na prowadzenie polityki pieniężnej, inne rodzaje działalności banku centralnego i na stabilność finansową w gospodarce. Banki centralne muszą odegrać rolę we wspólnych, globalnych wysiłkach w stawieniu czoła pilnemu i uniwersalnemu wyzwaniu, jakim jest ograniczenie zmian klimatycznych. Chociaż nie

mogą i nie powinny przejąć zadań rządów<sup>1</sup>, nie powinny, jako instytucje odpowiedzialne publicznie i służące społeczeństwom, być zwykłymi obserwatorami w procesie przechodzenia do gospodarki zeroemisyjnej.

Żeby określić potencjalny wpływ zmian klimatu na prowadzenie polityki pieniężnej i działalność banku centralnego należy przeanalizować:

- na ile cel lub cele i mandat banku centralnego pozwalają na zaangażowanie instytucji w walkę z ociepleniem klimatu
- jakie ryzyka dla banku centralnego niesie zmiana klimatu i jakie są jej konsekwencje dla efektywności działań banku centralnego
- jakie są ewentualne opcje zaangażowania się banku centralnego w walkę ze skutkami zmiany klimatu
- jakie są uwarunkowania tego zaangażowania.

### Mandat banku centralnego

Podstawowym zadaniem banków centralnych jest zapewnienie stabilności cen. Dodatkowo od banków centralnych oczekuje się, że będą wspierać wzrost gospodarczy lub zatrudnienie. Dokładny opis tych funkcji w mandatach banków centralnych jest różny w zależności od państwa. Oczywiście ważna jest priorytetyzacja celów (określenie, który lub które cele są ważniejsze od innych), ponieważ mogą się pojawiać sytuacje, w których realizacja niektórych z nich powoduje oddalenie się od osiągnięcia innych. O ile bowiem jednak podkreśla się istnienie potencjalnych sprzeczności (ang. *trade-offs*) między celem stabilności cen a stabilnością produkcji, o tyle jest mniej jasne, czy istnieją takie kompromisy lub sprzeczności między stabilnością cen a polityką ochrony środowiska i jej celami. Wydaje się, że jest wręcz przeciwnie: na podstawie ana-

lizy kanałów oddziaływania zmian klimatu na gospodarkę można dojść do wniosku, że zmiany klimatyczne są źródłem nowego ryzyka finansowego<sup>2</sup>, mogącego wpływać na stabilność systemu bankowego i wykorzystywane w operacjach polityki pieniężnej aktywa finansowe. W rezultacie wstrząsy związane z klimatem mogą powodować straty finansowe w bilansach banków centralnych, a w skrajnych przypadkach – wpływać na sprawną realizację polityki pieniężnej i narażać różne kanały transmisji polityki pieniężnej na zakłócenia wywołane skutkami realizacji ryzyka fizycznego, związanego z ekstremalnymi zjawiskami pogodowymi i ryzyka przejścia, związane go ze zmianami wynikającymi z dążenia do gospodarki niskoemisyjnej (ryzyko transformacji)<sup>3</sup>.

\* Pogłębione opracowanie tematu potencjalnego wpływu celów i ryzyka klimatycznych na prowadzenie polityki pieniężnej i działalność banku centralnego tego autora zostało opublikowane w zeszycie „Gospodarka, rynek i społeczeństwo wobec zmian klimatu”, Studia BAS, 2(74)2023, Biuro Analiz Sejmowych, Warszawa.

<sup>1</sup> Rządy dysponują znacznie szerszym niż banki centralne wachlarzem skutecznych narzędzi i polityk w kwestii zapobiegania zagrożeniom związanym z klimatem i ich łagodzenia.

<sup>2</sup> L. Kotecki, Climate Change as a Source of Risk in the Financial Sector, „Bezpieczny Bank” 2019, nr 4(77), s. 63–80, <https://doi.org/10.26354/bb.4.4.77.2019>.

<sup>3</sup> Batten S., Sowerbutts R., Tanaka M., Let's Talk about the Weather: The Impact of Climate Change on Central Banks, „Bank of England Staff Working Paper” 2016, nr 603.

Coraz częściej argumentuje się, że w bankowości centralnej nie można ignorować zmian klimatu. Mają one bowiem bezpośredni wpływ na stabilność cen, a zatem mieszczą się bezpośrednio w obszarze podstawowego mandatu EBC. Zwiększają także ryzyko finansowe, które ma znaczenie zarówno dla zarządzania ryzykiem we własnych operacjach banków centralnych, jak i dla nadzoru bankowego<sup>4</sup>.

W przypadku Narodowego Banku Polskiego (NBP) mamy *de facto* bardzo podobną sytuację, choć wciąż jeszcze nie została ona przez władze monetarne w Polsce tak mocno wyeksponowana jak w przypadku EBC<sup>5</sup>. W art. 3 ustawy o Narodowym Banku Polskim<sup>6</sup> zapisano, że podstawowym celem działalności banku centralnego Polski jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP. W założeniach polityki pieniężnej, corocznym dokumencie przyjmowanym przez Radę Polityki Pieniężnej, idzie się jeszcze dalej i wprost mówi się o postulatcie prowadzenia polityki pieniężnej w taki sposób, aby sprzyjać utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności systemu finansowego<sup>7</sup>.

Rodzi się pytanie o zakres zaangażowania banków centralnych w walkę ze zmianą klimatu: czy ta rola ma być wyłącznie pasywna (np. jedynie łagodzenie ryzyka bilansowego banku i niewykraczanie poza dostosowanie ram operacyjnych wyłącznie w ramach zarządzania ryzykiem), czy bardziej aktywna. W praktyce granica między tymi alternatywnymi podejściami – łagodzenie ryzyka bilansowego z jednej strony i aktywne wspieranie transformacji z drugiej – jest nieostra i może zależeć od rzeczywistego zakresu podejmowanych działań oraz mandatu banku centralnego. Niepodejmowanie żadnych działań nie jest jednak postrzegane jako opcja odpowiedzialna, gdy się uwzględni systemowe skutki zmian klimatycznych dla gospodarki realnej, ryzyka finansowego, cen rynkowych, a tym samym dla prowadzenia polityki pieniężnej i dla ram tej polityki. Jednocześnie banki centralne muszą być świadome potencjalnego ryzyka reputacyjnego związane go z dostosowaniami ram operacyjnych w oparciu o wciąż ograniczony zasób informacji o skutkach polityki klimatycznej. To ryzyko pojawia się także w przypadku zupełnie biernej postawy.

W kontekście zakresu działania banków centralnych pojawia się często imperatyw zachowania przez nie neutralności rynkowej (ang. *market neutrality*). Podstawową ideą neutralności rynkowej jest zapewnienie, by działanie banku centralnego „nie prowadziło do preferencyjnego traktowania różnych klas aktywów, emitentów lub sektorów i unikało zakłóceń rynku (sugerujących, że np. poszczególni emitenci lub sektory odnoszą nienależne korzyści z wymogów kwalifikowalności)”<sup>8</sup>. Odpowiedzią na ten postulat jest przeciwstawienie neutralności rynkowej dążeniu do neutralności węglowej (ang. *carbon neutrality*) spójnej z celami Porozumienia paryskiego. Okazuje się bowiem, że inwestowanie we wszystkie akceptowalne (np. z punktu widzenia ryzyka) dostępne instrumenty prowadzi do powstania *carbon bias*<sup>9</sup> w portfelach inwestycyjnych i akumulacji ryzyka klimatycznego w bilansie.

<sup>4</sup> F. Elderson, I. Schnabel, A Catalyst for Greening the Financial System, The ECB Blog, 8 July 2022,

<https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog220708-1c7076c7b1.en.html> [dostęp: 13 kwietnia 2023 r.].

<sup>5</sup> Co przejawia się choćby rozpisaniem na kilka lat planem prac nad zazielenianiem systemu finansowego strefy euro; vide European Central Bank, ECB Climate Agenda 2022, 4 July 2022, [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220704\\_annex-cb39c2dccb.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220704_annex-cb39c2dccb.en.pdf) [dostęp: 13 kwietnia 2023 r.].

<sup>6</sup> Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz.U. 2022, poz. 2025).

<sup>7</sup> Narodowy Bank Polski, Założenia polityki pieniężnej na rok 2023, Warszawa 2022, s.

<sup>8</sup> U. Bindseil, M. Corsi, B. Sahel, A. Visser, The Eurosystem Collateral Framework Explained, „EBC Occasional Paper” 2017, nr 189, s. 12.

<sup>9</sup> Carbon bias to tendencja do relatywnie większego wolumenu finansowania przedsiębiorstw i przedsięwzięć związanych z wysoką emisją dwutlenku węgla niż tych o mniejszej emisyjności, która wynika z tego, że przedsiębiorstwa działające w sektorach o wysokiej emisji dwutlenku węgla, takich jak górnictwo, produkcja i energia elektryczna, są zazwyczaj bardziej kapitałochłonne, częściej notowane na giełdach papierów wartościowych, a instrumenty finansowe przez nie emitowane są szerzej i łatwiej dostępne.

## Możliwy wpływ ryzyk klimatycznych na działalność banku centralnego

We wszystkich możliwych scenariuszach zagrożenia związane z klimatem będą miały wpływ na perspektywy gospodarcze, na system finansowy, w którym działają banki centralne, a tym samym na prowadzenie polityki pieniężnej. Czas i dotkliwość tych konsekwencji zależą od tego, jak szybko i skutecznie będzie prowadzona transformacja klimatyczno-energetyczna. Zmiany klimatyczne mogą mieć istotny wpływ także na warunki monetarne. Wstrząsy w gospodarce mające swoje pierwotne źródło w zmianach klimatu, a bezpośrednio w ryzyku fizycznym i ryzyku transformacji (przejścia), potencjalnie mogą zmienić kanały i siłę transmisji polityki pieniężnej, a także, zdolność banków centralnych do ochrony stabilności finansowej. Ryzyko finansowe związane ze zmianami klimatycznymi jest niezwykle trudne do oszacowania, ale większość badań wskazuje na jego bardzo duże koszty gospodarcze i finansowe<sup>10</sup>. Ekstremalne zjawiska pogodowe, stopniowe zmiany klimatu oraz zakłócenia zwią-

zane z przejściem na gospodarkę niskoemisyjną mogą mieć wpływ m.in. na inflację, wyceny aktywów i stabilność finansową. Można także mówić o skutkach dla gospodarki spowodowanych: zmianami cen absolutnych i relatywnych (w wyniku wstrząsów podażowych, wielkoskalowych zmian popytu) oraz zmianami produktywności w efekcie wzrostu temperatury; przekierowaniem środków finansowych na działania adaptacyjne/reagowanie na katastrofy; następstwami społeczno-gospodarczymi wynikającymi z migracji, konfliktów, ze na rynku pracy, ze zmian innych wskaźników makroekonomicznych, w tym handlu, dochodów budżetowych, stóp procentowych, kursów walutowych itp. Są to zmiany, na które bank centralny musi być przygotowany i na które musi umieć reagować, w ostateczności być może dostosowywaniem do nich swojej strategii<sup>11</sup>.



<sup>10</sup> International Monetary Fund, Global Financial Stability Report: Lower for Longer, Chapter 6, October 2019, s. 83.

<sup>11</sup> Na przykład w Założeniach polityki pieniężnej na rok 2023 na s. 4 znalazł się zapis, zgodnie z którym Rada Polityki Pieniężnej w swoich decyzjach o zmianach parametrów prowadzonej polityki pieniężnej bierze pod uwagę dostosowania cenowe związane z zachodzącymi w gospodarce zmianami strukturalnymi, w tym z transformacją energetyczną (Rada Polityki Pieniężnej, Założenia polityki pieniężnej na rok 2023, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2022).



## Opcje zaangażowania się banku centralnego w zrównoważony rozwój (walka ze zmianą klimatu)

W zależności od mandatu i decyzji władz monetarnych możliwości zaangażowania się banku centralnego w walkę ze zmianą klimatu mogą być bardzo wąskie i pasywne, ale też mogą dotyczyć szerszego dostosowania ram operacyjnych do ryzyk związanych z klimatem i transformacją.

Podstawowym zadaniem banku centralnego jest przegląd ram operacyjnych w celu zapewnienia, że pozostają one odporne na pojawiające się ryzyka i zagrożenia związane z klimatem, oraz w celu zabezpieczenia ciągłości niezakłóconego i skutecznego prowadzenia polityki pieniężnej (tj. zbadania wpływu zagrożeń związanych z klimatem na operacje banku centralnego, jak również na ekspozycje innych podmiotów, w tym przede wszystkim sektora finansowego).

Drugim, także obowiązkowym i niekontrowersyjnym działaniem, jakie każdy bank centralny powinien podjąć, jest przeprowadzenie poważnego, szeroko zakrojonego projektu badawczego, mającego odpowiedzieć na pytanie o wpływ „zielonej fali” zmian transformujących gospodarki na zmienne makroekonomiczne, kanały transmisji polityki pieniężnej i stabilność finansową systemu bankowego (ocena ryzyka finansowego związanego z klimatem w systemie finansowym). W ramach badania można by też określić podstawy i zasady potencjalnego aktywnego zaangażowania się banku centralnego w walkę ze zmianami klimatu. Elementem projektu powinny być także krytyczna analiza dotychczasowego dorobku „klimatycznego” NGFS oraz włączenie się w jej prace, a jego efektem – określenie ograniczeń w tego rodzaju analizach i próba ich zaadresowania. Ograniczenia dotyczą bowiem danych (ang. *data gaps*) koniecznych do klimatycznych analiz ekonomicznych (makroekonomicznych i finansowych), świadomości i potencjału intelektualnego, w tym metodologicznego (ang. *capacity gaps, know-how gaps, knowledge gaps*), oraz spójnych, wspólnych scenariuszy zmian klimatu (ang. *climate scenarios*) w zależności od szybkości podejmowania działań przeciwdziałających tym zmianom. Wspomniane zagadnienia były przedmiotem pierwszego kompleksowego sprawozdania NGFS w kwietniu 2019 r.<sup>12</sup> Dostosowanie ram operacyjnych banków centralnych w celu pełniejszego uwzględnienia kwestii związanych z klimatem jest możliwe pod warunkiem wykonania dodatkowych prac przez te instytucje. Uwzględ-

nienie ryzyka związanego z klimatem w operacjach banków centralnych wymaga pokonania wielu praktycznych i analitycznych wyzwań, w tym rozwiązania problemu braków specjalistów, danych, odpowiednio przystosowanych narzędzi analitycznych (modeli) i trudności związanych z pomiarem ryzyka związanego z klimatem.

Większość banków centralnych odpowiada za monitorowanie, a często także nadzorowanie stabilności systemu finansowego. Skoro zmiany klimatyczne i przejście do zerowej emisji dwutlenku węgla netto stanowią ryzyko dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, a tym samym dla podmiotów sektora finansowego, to monitorowanie i analizowanie wpływu na stabilność systemu finansowego czy na transmisję polityki pieniężnej ryzyk związanych ze zmianami klimatu i środowiska należy do zadań nadzorczych czy choćby analitycznych banków centralnych. Instrumentem oceny odporności sektora finansowego na ryzyka klimatyczne jest odpowiedni klimatyczny test warunków skrajnych (ang. *climate stress test*), a jego przeprowadzenie to kolejne nowe zadanie banków centralnych<sup>13</sup>. Oprócz skwantyfikowania wpływu ryzyk, na które są narażone banki, na ich sytuację ekonomiczną, w postaci ryzyka przejścia (zarówno krótkoterminowych, jak i długoterminowych) oraz gwałtownych zdarzeń związanych z ryzykiem fizycznym, tego rodzaju ćwiczenie może odpowiedzieć na pytanie o postępy, jakie banki poczyniły w opracowywaniu wewnętrznych ram testowania i włączania ryzyka klimatycznego w zarządzanie ryzykiem, czy o zdolność banków do sporządzania projekcji dla ryzyka klimatycznego. Tego rodzaju test może pełnić funkcję katalizatora wzmocnienia wysiłków banków centralnych w opracowywaniu ram testowania warunków skrajnych w zakresie ryzyka klimatycznego.

Zestaw opcji, które bank centralny mógłby rozważyć w celu uwzględnienia ryzyka związanego z klimatem w swoich ramach operacyjnych, jest teoretycznie duży. W dotychczasowej literaturze dotyczącej tego zagadnienia bierze się pod uwagę możliwe dostosowania we wszystkich głównych funkcjach operacyjnych, jakie banki centralne pełnią w trakcie realizacji swoich zadań. Mowa więc o operacjach kredytowych, zabezpieczeniach i nabywaniu aktywów czy o działaniach na rzecz rozwoju systemu płatniczego. Dostosowania te mogą mieć wpływ na aktywną, ale także pasywną stronę bilansu banku

<sup>12</sup> Network for Greening the Financial System, A Call for Action. Climate Change as a Source of Financial Risk, April 2019.

<sup>13</sup> O klimatycznym teście warunków skrajnych więcej np. w: R. Vermeulen et al., An Energy Transition Risk Stress Test for the Financial System of the Netherlands, „DNB Occasional Studies” 2018, t. 16, nr 7 lub Bank of England, Results of the 2021 Climate Biennial Exploratory Scenario (CBES), 24 May 2022, (<https://www.bankofengland.co.uk/stress-testing/2022/results-of-the-2021-climate-biennial-exploratory-scenario>) lub Banque de France, ACPR, A first assessment of financial risks stemming from climate change: The main results of the 2020 climate pilot exercise, Analyses et synthèses No. 122-2021, 2021. Najnowszym raportem o teście warunków skrajnych w UE jest: European Central Bank, 2022 Climate Risk Stress Test, July 2022, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.climate\\_stress\\_test\\_report.20220708-2e3cc0999f.en.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.climate_stress_test_report.20220708-2e3cc0999f.en.pdf).



centralnego. Obejmują włączenie czynników zrównoważonego rozwoju do zarządzania niektórymi własnymi portfelami (np. fundusze własne, fundusze emerytalne pracowników banków centralnych), ale przede wszystkim inwestycjami w ramach zarządzania oficjalnymi rezerwami walutowymi<sup>14</sup>.

Możliwe jest dostosowanie operacji kredytowych przez banki centralne do ryzyka związanego z klimatem, tak by kredyty bankowe były kierowane do projektów i podmiotów mniej narażonych na ryzyko związane z klimatem lub mających na celu finansowanie działań łagodzących zmiany klimatu. W praktyce takie dostosowania związane z klimatem mogłyby obejmować uzależnienie warunków operacji banku centralnego od zgodności z benchmarkami kredytowymi związanymi z klimatem, pożądane zmiany w pulach zabezpieczeń dla operacji celowych i/lub szczególnie kryteria kwalifikowalności dla kontrahentów operacji z bankiem centralnym. Można rozważyć różne kombinacje tych parametrów w zależności od celów polityki, struktury rynków finansowych i innych okoliczności.

Wśród opisywanych i dyskutowanych opcji zaangażowania się banków centralnych w walkę ze zmianą klimatu jest też wiele innych propozycji, które wydają się jednak kontrowersyjne ze względu na ich konsekwencje dla głównych celów banków centralnych, takich jak stabilizowanie inflacji. Wśród nich często się pojawia zielone luzowanie ilościowe (ang. *green quantitative easing*, *green QE*). Miałoby ono polegać na średnio- i długoterminowym zobowiązaniu się banków centralnych do skupowania zielonych aktywów (np. zielonych obligacji), które byłyby wykorzystywane do finansowania zrównoważonych i przyjaznych środowisku projektów. Uważa się jednak, że byłoby to wyręczenie rządów w finansowaniu przejścia do zrównoważonego rozwoju, do tego niezbyt efektywne w porównaniu np. z podatkiem węglowym (ang. *carbon tax*)<sup>15</sup>. Wśród wielu innych rozważań nad tym, w jaki sposób osiągać cele klimatyczne, znajdują się m.in. maksymalne zmniejszenie zużycia energii przez systemy płatnicze<sup>16</sup>, na których kształt istotny wpływ mają banki centralne, czy wykorzystanie waluty cyfrowej banku centralnego jako instrumentu wspierania rozwoju energii odnawialnej<sup>17</sup>. Pozostają one jednak wciąż na bardzo wstępnym etapie.

<sup>14</sup> P. Monnin, Central banks should reflect climate risks in monetary policy operations, SUERF Policy Note, Issue No 41, September 2018.

<sup>15</sup> A. Ferrari, V.N. Landi, Whatever it Takes to Save the Planet? Central Banks and Unconventional Green Policy, „ECB Working Paper Series” 2020, nr 2500; R. Abiry, M. Ferdinandusse, A. Ludwig, C. Nerlich, Climate Change Mitigation: How Effective is Green Quantitative Easing?, „EBC Working Paper Series” 2022, nr 2701.

<sup>16</sup> R. Rybski, Sustainability, Public Security, and Privacy Concerns regarding Central Bank Digital Currency (CBDC) [w:] The Digital Transformation and the Economics of Banking: Economic, Institutional, and Social Dimensions, red. P. Lasak, J. Williams, Routledge (forthcoming).

<sup>17</sup> F. Kliber, Waluta cyfrowa Europejskiego Banku Centralnego jako instrument wspierania rozwoju energii odnawialnej [w:] System z Bretton Woods i jego dziedzictwo. Od pieniądza złotego do cyfrowego, red. R. Bartkowiak, J. Ostaszewski, Z. Polański, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2022.

## Uwarunkowania zaangażowania się banku centralnego w realizację celów klimatycznych

Podstawowym i najważniejszym warunkiem zaangażowania się banku centralnego w realizację celów klimatycznych są jego obowiązki wynikające z jego mandatu, o czym była mowa na początku tego artykułu. Potencjalny wybór i dostosowania działań, instrumentów i operacji banku centralnego do przeciwdziałania skutkom zmiany klimatu powinny być oceniane według czterech ogólnych kryteriów:

- 1) konsekwencji dla skuteczności polityki pieniężnej
- 2) wkładu w łagodzenie zmian klimatu
- 3) skuteczności jako środka ochrony przed ryzykiem
- 4) wykonalności operacyjnej<sup>18</sup>.

Konsekwencje dla skuteczności polityki pieniężnej są oczywiście najważniejszym kryterium ewentualnego dostosowania ram operacyjnych do ryzyka związanego z klimatem. Ocena wpływu każdej z opcji i wariantów dostosowywania tych ram na skuteczność operacji polityki pieniężnej (w tym w zakresie zdolności kredytowej lub nabywczej banku centralnego, potencjalnych zakłóceń transmisji polityki pieniężnej, problemów wizerunkowych itp.) stanowi wyzwanie o tyle, że zależy w dużym stopniu od dokładnego ich zaprojektowania, jak również od konkretnych okoliczności ich wdrażania i komunikowania o nich czy od zdolności operacyjnych. Jednocześnie warianty zmian ram operacyjnych, które istotnie ograniczałyby dostępną przestrzeń polityki pieniężnej lub mogłyby zagrozić skuteczności tej polityki, należy uważać za niepożądane, w szczególności jeśli nie można wykorzystać ich konstrukcji i kalibracji do zminimalizowania wszelkich niezamierzonych konsekwencji.

Wkład w łagodzenie zmian klimatycznych wybranych działań nie powinien być pomijany, choć ich wpływ w tym zakresie może być różny. Najbardziej efektywne wydają się środki mające na celu różnicowanie oprocentowania w celu wyróżnienia kredytów związanych z klimatem udzielanych przez kontrahentów banku centralnego, pozytywny „klimatyczny” wynik badania zabezpieczenia, dostosowanie puli zabezpieczeń do celu związanego z klimatem czy ukierunkowane klimatycznie nabycia aktywów. Polegałyby one na modyfikacji istniejących narzędzi bez konieczności całkowitego przekształcania ich konstrukcji (np. sposób ustalania stóp procentowych, rentowności lub cen dla ukierunkowanych operacji kredytowych) w celu zachęcenia kredytodawców do inwestowania w większym stopniu w aktywa niskoemisyjne. Jest mało prawdopodobne, że istotnie ograniczyłyby one operacje i przestrzeń polityki pieniężnej. Z tej perspektywy byłyby raczej spójne ze sprawną realizacją polityki

pieniężnej, ale nadal stanowiłyby techniczne wyzwanie pod względem operacyjnym. Jednocześnie należałoby w każdym przypadku i w każdej sytuacji starannie ocenić potencjalne skutki dla wyceny aktywów i funkcjonowania rynku finansowego.

Skuteczność działania, mierzona stopniem ochrony przed ryzykiem klimatycznym, jest kolejnym kryterium, które należy brać pod uwagę w wyborze ewentualnych zmian w banku centralnym wynikających z zaangażowania się w walkę ze zmianami klimatycznymi. Część przedstawionych działań prawdopodobnie lepiej niż inne chroniłaby bilanse banków centralnych przed rosnącym ryzykiem finansowym, a najskuteczniejsze to te, mające na celu bezpośrednio zmniejszenie ekspozycji na klimatyczne ryzyko (emitentów lub kontrahentów). W przypadku niektórych rozwiązań ten potencjalnie pozytywny wpływ mógłby zostać osłabiony, a w niektórych przypadkach – zniewelowany, gdyby zmniejszenie liczby kwalifikujących się podmiotów wiązało się z wyższą koncentracją ryzyka finansowego lub większym ryzykiem kredytowym niezwiązanym ze zmianami klimatu. Podobnie jest z ryzykiem prawnym: wybrane opcje nie mogą być postrzegane jako subsydiowanie niektórych sektorów gospodarki, emitentów lub aktywów. W przypadku wielu wariantów trudno jest jednak ocenić rzeczywisty wpływ z perspektywy ochrony przed ryzykiem klimatycznym i innymi ryzykami, bez szczegółowej specyfikacji zmiany czy działania.

Wykonalność operacyjna to ostatnie z istotnych działań dostosowawczych, także bardzo ważne. Wszystkie warianty wiążą się ze znacznymi zmianami w ramach operacyjnych banku centralnego. Należałoby oceniać indywidualnie, w każdym przypadku, czy dodatkowa złożoność byłaby uzasadniona dla osiągnięcia zmniejszenia ryzyka finansowego lub poprawy wyników w zakresie klimatu.

Są jeszcze co najmniej dwa wymiary zaangażowania banku centralnego w realizację celów klimatycznych – jedno dotyczy kolejności podejmowania potencjalnych działań, a drugie – spójności między nimi.

<sup>18</sup> Network for Greening the Financial System, Adapting Central Bank Operations to a Hotter World. Reviewing Some Options. Technical Document, March 2021, s. 16.



## Zakończenie

Jako odpowiedzialne instytucje publiczne banki centralne z pewnością, w obliczu zmian klimatycznych i związanych z nimi zmian regulacyjnych oraz ekonomicznych, chciałyby zaprojektować ramy ryzyka spełniające najwyższe standardy. Nie ma jednak konsensusu co do tego, jakie są najważniejsze mierniki; istnieją luki w danych, a modelowanie ryzyka klimatycznego jest trudne. Stąd dostosowanie ram operacyjnych może mieć pewne ograniczenia w zakresie ich dokładności, stabilności i rzetelności. I tu pojawia się dylemat: czy czekać na wykrystalizowanie się konsensusu w sprawie najtrafniejszego podejścia do zagrożeń związanych z klimatem oraz na spełnienie wszystkich warunków umożliwiających przeprowadzenie w pełni świadomej oceny ryzyk, czy zacząć stopniowo dostosowywać się do zmian i próbować „przełamywać tragedię horyzontu ryzyka”<sup>19</sup>.

Przykładem dobrych praktyk w zakresie dostosowania działalności banku centralnego do celów klimatycznych jest podejście EBC. Bank strefy euro przygotował kilkuletnią agendę klimatyczną i stopniowo ją realizuje. Zawiera ona sześć obszarów prac z opisanymi krokami i harmonogramem, na które składają się:

- 1) ocena makroekonomicznego wpływu zmian klimatu i polityki łagodzenia ich skutków na inflację i gospodarkę realną
- 2) poprawa dostępności i jakości danych klimatycznych w celu lepszej identyfikacji ryzyka i zarządzania nim oraz możliwościami związanymi z klimatem
- 3) poprawa oceny ryzyka finansowego związanego ze zmianami klimatu
- 4) rozważenie wariantów operacji polityki pieniężnej i ocena wpływu zmian klimatu na politykę pieniężną
- 5) analiza i przygotowanie propozycji do dyskusji politycznej mającej na celu zwiększenie skali finansowania ekologicznego
- 6) zwiększenie przejrzystości i promowanie najlepszych praktyk w celu zmniejszenia wpływu na środowisko.

Wydaje się, że wcześniej czy później inne banki centralne pójdą podobną drogą. Lepiej dla wszystkich, by było to wcześniej.

<sup>19</sup> Cytat odnosi się do tytułu słynnego przemówienia Marka Carneya, prezesa Bank of England i przewodniczącego Financial Stability Board, wygłoszonego w Londynie 29 września 2015 r. i zatytułowanego Breaking the Tragedy of the Horizon – Climate Change and Financial Stability.

## Bibliografia – artykuły, opracowania i dokumenty:

- ESG Monitor, 2022 European Sustainability-Linked Loans Wrap: Sustainability-Linked Loans Continue to Gain Prominence in 2022 but Margin Adjustments Remain Modest, 02.01.2023, <https://reorg.com/2022-european-sustainability-linked-loans-wrap/>
- Abiry R., Ferdinandusse M., Ludwig A., Nerlich C., Climate Change Mitigation: How Effective is Green Quantitative Easing?, „ECB Working Paper Series” 2022, nr 2701.
- Banque de France, ACPR, A first assessment of financial risks stemming from climate change: The main results of the 2020 climate pilot exercise, Analyses et synthèses No. 122-2021, 2021.
- Bank of England, Results of the 2021 Climate Biennial Exploratory Scenario (CBES), 24 May 2022, (<https://www.bankofengland.co.uk/stress-testing/2022/results-of-the-2021-climate-biennial-exploratory-scenario>).
- Batten S., Sowerbutts R., Tanaka M., Let's Talk about the Weather: The Impact of Climate Change on Central Banks, „Bank of England Staff Working Paper” 2016, nr 603.
- Bindseil U., Corsi M., Sahel B., Visser A., The Eurosystem Collateral Framework Explained, „EBC Occasional Paper” 2017, nr 189.
- Carney M., Breaking the Tragedy of the Horizon – Climate Change and Financial Stability, speech at Lloyd's of London, London, 29 September 2015.
- Dikau S., Robins N., Volz U., A Toolbox for Sustainable Crisis Response Measures for Central Banks and Supervisors, Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, London School of Economics and Political Science, SOAS Centre for Sustainable Finance, SOAS University of London, 2020.
- Elderson F., Schnabel I., A Catalyst for Greening the Financial System, The ECB Blog, 8 July 2022, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog220708~1c7076c7b1.en.html>.
- Emambakhsh T. et al., Climate-related risks to financial stability [w:] ECB, Financial Stability Review, May 2022.
- European Central Bank, The ECB Pledge on Climate Change Action, 3 November 2021, [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.pledge\\_climate\\_change\\_action211103~6af74636d8.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.pledge_climate_change_action211103~6af74636d8.en.pdf).
- European Central Bank, ECB Climate Agenda 2022, 4 July 2022, [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220704\\_annex-cb39c2dccb.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220704_annex-cb39c2dccb.en.pdf).
- European Central Bank, 2022 Climate Risk Stress Test, July 2022, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.climate\\_stress\\_test\\_report.20220708~2e3cc0999f.en.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.climate_stress_test_report.20220708~2e3cc0999f.en.pdf).
- Ferrari, A., Landi V.N., Whatever it Takes to Save the Planet? Central Banks and Unconventional Green Policy, „ECB Working Paper Series” 2020, nr 2500.
- Hardt Ł., Eseje o polityce pieniężnej czasu niepewności, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2022.
- International Monetary Fund, Global Financial Stability Report: Lower for Longer, October 2019.
- Kliber F., Waluta cyfrowa Europejskiego Banku Centralnego jako instrument wspierania rozwoju energii odnawialnej [w:] System z Bretton Woods i jego dziedzictwo. Od pieniądza złotego do cyfrowego, red. R. Bartkowiak, J. Ostaszewski, Z. Polański, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2022.
- Kotecki Ł., Climate Change as a Source of Risk in the Financial Sector, „Bezpieczny Bank” 2019, nr 4(77), <https://doi.org/10.26354/bb.4.4.77.2019>.
- Monnin P., Central banks should reflect climate risks in monetary policy operations, SUERF Policy Note, Issue No 41, September 2018.
- Monnin P., Shifting Gears: Integrating Climate Risks in Monetary Policy Operations, „Policy Brief” 2020, nr 1.
- Narodowy Bank Polski, Założenia polityki pieniężnej na rok 2023, Warszawa 2022.
- Network for Greening the Financial System, A Call for Action. Climate Change as a Source of Financial Risk, April 2019.
- Network for Greening the Financial System, Adapting central bank operations to a hotter world. Reviewing some options. Technical document, March 2021.
- One Planet Summit - 12 International Commitments - Press release 12/12/2017.
- Rybski R., Sustainability, Public Security, and Privacy Concerns regarding Central Bank Digital Currency (CBDC) [w:] The Digital Transformation and the Economics of Banking: Economic, Institutional, and Social Dimensions, red. P. Łasak, J. Williams, Routledge (forthcoming).
- Vermeulen R., Schets E., Lohuis M., Kölbl B., Jansen D.J., Heeringa W., An Energy Transition Risk Stress Test for the Financial System of the Netherlands, „DNB Occasional Studies” 2018, t. 16, nr 7.

**Maria Krawczyńska-Kaczmarek**  
**Ekspertka ESG i zrównoważonych finansów,**  
**Członkini Komitetu ds. ESG Krajowej Izby Gospodarczej**  
**oraz Rady Innowatorów ESG Polskiego Stowarzyszenia ESG**

## FINANSOWANIE W FORMULE SUSTAINABILITY LINKED KATALIZATOREM ZRÓWNOWAŻONEJ TRANSFORMACJI W REALNEJ GOSPODARCE

Sektor finansowy, poprzez funkcję dostarczania kapitału, pełni rolę pośrednika, ale też inicjatora zmian w realnej gospodarce. Ten mechanizm jest szczególnie widoczny z perspektywy wyzwania zrównoważonej transformacji, przed którą stoi zarówno globalny rynek, jak i pojedyncze rynki lokalne. Rola instytucji finansowych w kontekście zapewniania dostępu do kapitału za pomocą systemu bankowego czy też rynku inwestycyjnego jest kluczowa i wyrażona poprzez dwa integralne wymiary: analizy i mitygacji ryzyka ESG (klientów, transakcji, inwestycji) oraz rozwoju mechanizmów wspierania zrównoważonych projektów i inwestycji, a także szeroko pojętej transformacji modeli biznesowych w kierunku osiągnięcia celów Net-zero i realizacji Agendy 2030, zawierającej 17 Celów Zrównoważonego Rozwoju (ang. SDGs – Sustainable Development Goals).

Spośród rozwiązań finansowych możemy wyodrębnić dwie główne kategorie, wynikające z potrzeb kredytobiorcy czy emitenta obligacji, czyli: finansowanie celowe i ogólne. W ten sposób można rozróżnić również kategorie zrównoważonego finansowania.

Finansowanie celowe charakteryzuje się pozyskaniem kapitału w celu realizacji konkretnych inwestycji czy projektów, które – by mieścić się w ramach zrównoważonego finansowania – muszą prowadzić do mierzalnych korzyści środowiskowych lub społecznych. Przykładowe inwestycje i działalności korzystające z zielonych instrumentów to: rozwój energii odnawialnej, poprawa efektywności energetycznej, zielone budownictwo, zrównoważona mobilność czy ochrona bioróżnorodności. Typowe cele realizowane w kategorii społecznej to m.in. budownictwo społeczne (komunalne, czynszowe) czy też infrastruktura dla edukacji, opieki medycznej lub inna, zaspokajająca podstawowe potrzeby, szczególnie grup zagrożonych wykluczeniem czy słabiej rozwiniętych regionów.

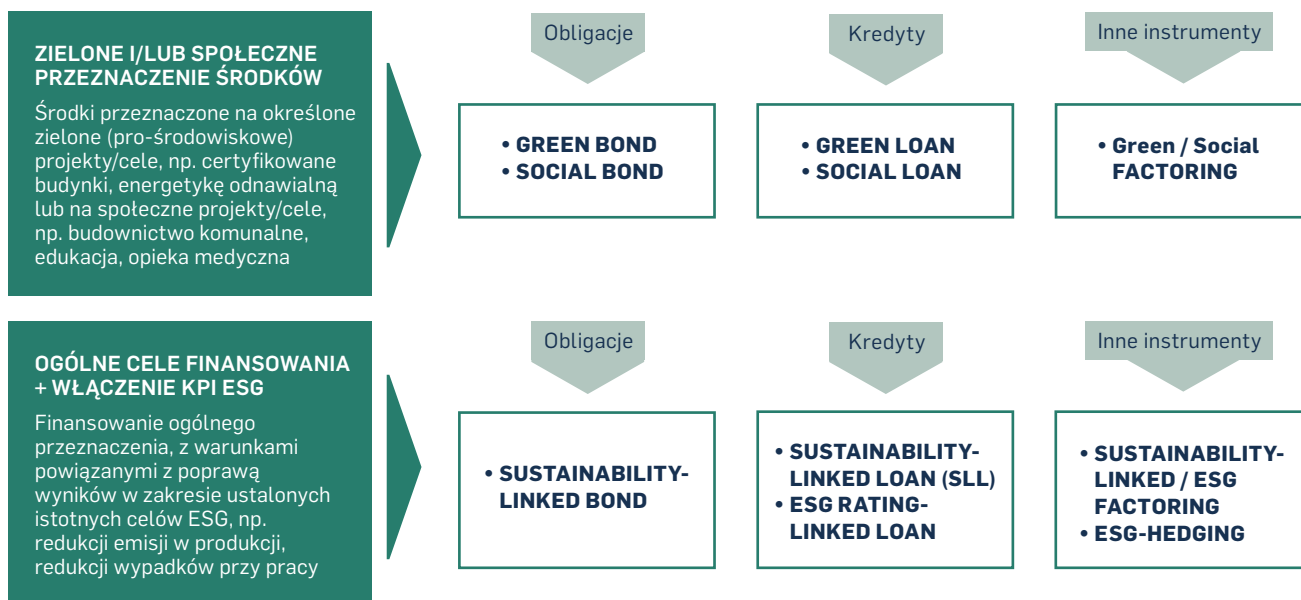
Z perspektywy potrzeb uczestników rynku, w zakresie dostępu do kapitału, kluczową rolę odgrywa finansowanie ogólnych czy też różnych potrzeb spółki. Wówczas klienci pozyskują finansowanie kredytem (bilateralnym lub konsorcjalnym) lub w ramach emisji obligacji, zapewniającym tym samym zaspokojenie szeregu potrzeb bieżących, inwestycyjnych i rozwojowych spółki. Pojawia się zatem pytanie: czy poza finansowaniem konkretnych inwestycji przynoszących bezpośrednio korzyści środowiskowe lub społeczne może być mowa o zrównoważonym finansowaniu? Tu z odpowiedzią przychodzi właśnie rozwiązanie *Sustainability Linked*.

To mechanizm implementowany do finansowania ogólnych potrzeb spółki. Istotą mechanizmu jest zdefiniowanie istotnych celów i wskaźników w zakresie zrównoważonego rozwoju (ang. *sustainability*), dotyczących podmiotu, który pozyskuje finansowanie. Analogicznie, jak przy podejściu skupionym na przeznaczeniu środków, podejście skupione na całości działalności spółki może być stosowane do różnych produktów finansowych. Oczywiście, najczęściej stosowane w tej formule są kredyty – *Sustainability-Linked Loan* oraz obligacje – *Sustainability-Linked Bond*, jednak ich mechanizmy mogą być włączone również w faktoring lub hedging.

Graf pierwszy przedstawia uproszczony podział zrównoważonych rozwiązań finansowych ze względu na przeznaczenie środków – celowe lub ogólne.



**Graf 1.**  
**Przegląd zrównoważonych rozwiązań finansowych**



Źródło: opracowanie własne na bazie materiałów BNP Paribas

## SUSTAINABILITY LINKED LOAN (SLL)

Przechodząc do finansowania kredytowego w formule *Sustainability Linked Loan* (SLL) (nie funkcjonuje jedna spójna nazwa w języku polskim, dlatego pozostajemy przy nazewnictwie angielskim), warto dodać, że łączenie warunków finansowania z wynikami w zakresie ESG to relatywnie nowe rozwiązanie, funkcjonujące od 2017 r.<sup>1</sup> Dla porównania zielone obligacje sięgają historią 2007 r.<sup>2</sup> Podstawowym celem kredytu powiązanego z celami w zakresie zrównoważonego rozwoju (SLL) jest motywowanie kredytobiorcy do postępu w kwestiach środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego prowadzonej działalności. Ramy mechanizmu SLL zdefiniowane zostały w ramach *Sustainability Linked Loan Principles* (SLLP), które po raz pierwszy opublikowano w 2019 r.<sup>3</sup> Zasady stanowią samoregulację rynku, wypracowaną w ramach prac grup roboczych z udziałem ekspertów z kluczowych instytucji finansowych w koordynacji z wiodącymi organizacjami w zakresie finansowania konsorcjalnego: LMA (*Loan Market Association*), APLMA (*Asia Pacific Loan Market Association*), LSTA (*Loan*

*Syndications and Trading Association*). W wyniku rozwoju rynku i ewolucji finansowania w formule SLL następowywały rewizje dokumentu. Najnowsza wersja SLLP<sup>4</sup> to aktualizacja wydana w lutym 2023 r., której towarzyszy także przewodnik: *Guidance on Sustainability Linked Loan Principles*<sup>5</sup>, przygotowany w celu wsparcia praktyków rynkowych w zakresie stosowania mechanizmów SLL i usystematyzowania globalnego podejścia.

Zgodnie z definicją zawartą w SLLP: SLL to wszelkiego rodzaju instrumenty kredytowe i/lub instrumenty warunkowe (tj. linie zabezpieczeń, linie gwarancyjne lub akredytywy), dla których istnieje możliwość udzielenia kredytu oraz dla których warunki mogą się różnić w zależności od tego, czy kredytobiorca osiągnie ambitne, istotne i mierzalne cele w zakresie zrównoważonego rozwoju. Mechanizm stosowany jest zarówno w finansowaniu bilateralnym, jak i konsorcjalnym.

<sup>1</sup> Pierwsza transakcja łącząca warunki finansowania z ratingiem ESG to kredyt odnawialny o wysokości 1 mld EUR udzielony przez konsorcjum banków dla Philips w 2017 r.

<https://cib.bnpparibas/sustainable-finance-the-rise-and-rise-of-sustainability-linked-loans/>.

<sup>2</sup> Pierwsze zielone obligacje zostały wyemitowane w 2007 r. przez Europejski Bank Inwestycyjny jako „Climate Awareness Bonds”, a następnie w 2008 r. przez Bank Światowy, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/esg/green-bond/>

<sup>3</sup> Sustainability Linked Loan Principles, Loan Market Association, 2019,

<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/LMASustainabilityLinkedLoanPrinciples-270919.pdf>

<sup>4</sup> Sustainability Linked Loan Principles, Loan Market Association, 2023, <https://www.lsta.org/content/sustainability-linked-loan-principles-sllp/>

<sup>5</sup> Guidance on Sustainability Linked Loan Principles, Loan Market Association, 2023,

<https://www.lsta.org/content/guidance-on-sustainability-linked-loan-principles-sllp/>

## SLLP DEFINIUJE PIĘĆ KOMPONENTÓW – KLUCZOWYCH KROKÓW W KONSTRUKCJI SLL:

1. Wybór wskaźników (KPIs)
2. Kalibracja celów dla wskaźników (SPTs)
3. Charakterystyka kredytu
4. Raportowanie
5. Weryfikacja

### 1. Wybór wskaźników (KPIs)

Zdefiniowanie wskaźników (KPIs, ang. *Key Performance Indicators*) stanowi sedno pracy nad transakcją w formule SLL, gdyż celem wypracowanego mechanizmu jest wzmocnienie postępu kredytobiorcy na rzecz zrównoważonego rozwoju.

Wybrane wskaźniki ESG (ang. E – *Environmental*, S – *Social*, G – *Governance*), czyli dotyczące kwestii środowiskowych, społecznych lub ładu zarządczego, powinny być:












- materialne, czyli istotne z perspektywy modelu biznesowego, typu i regionu działalności kredytobiorcy
- mierzalne w oparciu o spójną metodologię oraz możliwe do zweryfikowania
- porównywalne, czyli dające możliwość przeprowadzenia analizy porównawczej do innych podmiotów lub wytycznych czy opracowań naukowych.

Dla każdego ze wskaźników kluczowe jest ustalenie szczegółowej definicji dotyczącej zakresu i sposobu pomiaru, która zostanie zawarta w dokumentacji kredytowej.

Praktyka rynkowa wskazuje, iż struktura SLL oparta jest zwykle na – od dwóch do pięciu – wskaźnikach ESG. Często jest to połączenie wewnętrznych wskaźników tematycznych w zakresie celów ESG, np. dotyczących redukcji emisji czy wypadkowości oraz wyniku zewnętrznego renomowanego ratingu ESG. Najlepszą praktyką jest uwzględnienie celów z różnych kategorii w zakresie ESG – zarówno środowiskowych, jak i społecznych oraz dotyczących jakości zarządzania działalnością przedsiębiorstwa. Dane potwierdzają, że wskaźniki w obszarze środowiskowym były najbardziej popularne w transakcjach w 2022 r.<sup>6</sup>

Graf drugi prezentuje przykładowe obszary tematyczne dla wskaźników ESG, stanowiących podstawę struktury SLL.

**Graf 2.**  
Typy wskaźników ESG w strukturze Sustainability-Linked Loan oraz ich przykładowe obszary tematyczne

Typy KPIs ESG	
Wewnętrzne KPIs	Zewnętrzny rating ESG
<p><b>E</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li> Redukcja emisji i efektywność energetyczna</li> <li> Zarządzanie wodą</li> </ul>	
<p><b>S</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li> Zdrowie i BHP</li> <li> Pochodzenie surowców</li> </ul>	
<p><b>G</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li> Etyka biznesu</li> <li> Raportowanie ESG</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li> Zarządzanie odpadami i ekonomia cyrkularna</li> <li> Ochrona bioróżnorodności</li> <li> Różnorodność, równość, dostępność</li> <li> Certyfikacja ESG</li> </ul>	

Źródło: opracowanie własne na bazie materiałów BNP Paribas

<sup>6</sup> ESG Monitor, 2022 European Sustainability-Linked Loans Wrap: Sustainability-Linked Loans Continue to Gain Prominence in 2022 but Margin Adjustments Remain Modest, 02.01.2023, <https://reorg.com/2022-european-sustainability-linked-loans-wrap/>

## 2. Kalibracja SPTs (Sustainability Performance Targets), czyli ustalanie celów dla wybranych wskaźników

Dla każdego z wybranych wskaźników ESG (KPIs) należy zdefiniować i uzgodnić pomiędzy kredytobiorcą a kredytodawcą lub kredytodawcami (w przypadku finansowania konsorcjalnego) oczekiwaną ścieżkę postępu rok po roku, w horyzoncie finansowania.

Zgodnie z SLLP ustalone cele (SPT) powinny być:

- ambitne w dążeniu do zrównoważonego rozwoju, czyli wykraczające poza standardowe plany rozwoju biznesu czy wymogi regulacyjne
- spójne ze strategią i planami ESG spółki
- możliwe do porównania na tle branży oraz odnoszące się do norm i wytycznych w zakresie zrównoważonego rozwoju z perspektywy globalnej, sektorowej i lokalnej, w tym m.in. do Porozumienia paryskiego, branżowych strategii Net-Zero, SDGs czy SBTi (Science Based Target Initiative)<sup>7</sup>.

Rekomenduje się, aby kredytobiorca przedstawił wartości wybranych wskaźników z kilku lat przed okresem finansowania oraz aby strategia podmiotu zakładała dalszy postęp w realizacji danego celu po okresie objętym transakcją SLL. Najlepsze praktyki rynkowe wskazują, iż przed podpisaniem umowy kredytowej warto, aby kredytobiorca poddał ocenie zewnętrznej wypracowaną strukturę ESG, czyli ustalone wskaźniki (KPI) wraz z celami dla każdego z okresów (SPT), pozyskując zewnętrzną opinię uznanego podmiotu eksperckiego w formule *Second Party Opinion* (SPO). Jest to dobra praktyka rynkowa, jednak zgodnie z SLLP nie stanowi wymogu.

## 3. Charakterystyka kredytu

Po zdefiniowaniu struktury ESG finansowania w formule SLL (czyli KPIs oraz SPT), należy uzgodnić **strukturę rewizji marży** w zależności od osiągnięcia części lub wszystkich celów. Rekomendowane przez SLLP jest podejście symetrii, oznaczające redukcję marży przy zrealizowaniu ustalonych SPTs oraz analogicznie podnoszenie oprocentowania w przypadku braku realizacji celów. Dwustronna zmiana stanowi o powadze podjętych zobowiązań i założeniu, że cele są ambitne i jednocześnie możliwe do spełnienia. Możliwość redukcji oraz zwiększenia marży była obecna w ponad 90% transakcji w formule SLL w Europie w 2022 r.<sup>8</sup>

Zmiana marży względem poziomu bazowego oscyluje najczęściej w przedziale od około pięciu do dziesięciu punktów bazowych. Potwierdzeniem korzyści, wynikających z redukcji marży, są wyniki badań przeprowadzonych w 2021 r. na próbie 121 transakcji w formule SLL, które pokazują, że kredytobiorcy mogą zaoszczędzić średnio 9,5 punktów bazowych przy użyciu SLL w stosunku do kredytów konwencjonalnych.<sup>9</sup>

## 4. Raportowanie

W okresie trwania finansowania odbywa się **cykliczne raportowanie wartości wskaźników** do banku lub banków finansujących. Kredytobiorca co roku, w uprzednio ustalonych i zapisanych w umowie kredytowej terminach, przedstawia osiągnięte w ostatnim roku wyniki ustalonych wskaźników ESG.

## 5. Weryfikacja

Wraz z danymi o osiągniętych wynikach kredytobiorca zobowiązany jest dostarczyć **potwierdzenie zewnętrzne** uznanej strony trzeciej (usługa *ESG assurance*) co do osiągniętych w danym roku wartości dla ustalonych wskaźników. Zgodnie z SLLP weryfikacja zewnętrzna dla wartości wskaźników jest wymaganym elementem, co wzmacnia transparentność i pozwala unikać *greenwashingu* (lub *ESG-washingu*). Przy pomocy dostarczanych danych bank lub banki są w stanie ocenić, czy spełnione zostały ustalone cele i w wyniku tego dokonać **rewizji oprocentowania** na następnym okresie.

W duchu transparentności i na rzecz edukacji rynku kredytobiorca jest zachęcany do publikacji informacji o strukturze SLL, w tym przyjętych celach i osiąganych rok do roku wartościach poprzez – przykładowo – publikowanie informacji w raporcie rocznym (lub raporcie niefinansowym, ESG, zrównoważonego rozwoju). Możliwe jest jednak ograniczenie informacji komunikowanych rynkowi i przekazywanie szczegółowych danych jedynie pomiędzy kredytobiorcą a kredytodawcami.

Analogicznie do innych ról w finansowaniach konsorcjalnych, w formule SLL pojawia się rola Koordynatora ds. zrównoważonego finansowania lub Koordynatora SLL, którego zadaniem jest merytoryczne wsparcie klienta w procesie wyboru wskaźników (KPIs) i kalibracji celów (SPT), rzetelna walidacja ambicji zaproponowanych przez

<sup>7</sup> Science Based Targets, <https://sciencebasedtargets.org/>

<sup>8</sup> ESG Monitor, 2022 European Sustainability-Linked Loans Wrap: Sustainability-Linked Loans Continue to Gain Prominence in 2022 but Margin Adjustments Remain Modest, 02.01.2023, <https://reorg.com/2022-european-sustainability-linked-loans-wrap/>

<sup>9</sup> Pohl Christian, Schuler Gregor, Schiereck Dirk, Borrower- and lender-specific determinants in the pricing of sustainability-linked loans, *Journal of Cleaner Production*, Volume 385, 2023, <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S095965262205226X>



kredytobiorcę, przeprowadzenie dialogu z pozostałymi członkami konsorcjum wokół wypracowania struktury oraz zadbanie, aby wszystkie wymogi SLLP zostały spełnione, a dokumentacja kredytowa poprawnie sporządzona.

Kluczowe dla finansowań konsorcjalnych jest wypracowanie struktury SLL, która spełnia oczekiwania wszystkich członków konsorcjum i zapewni ambitną realizację

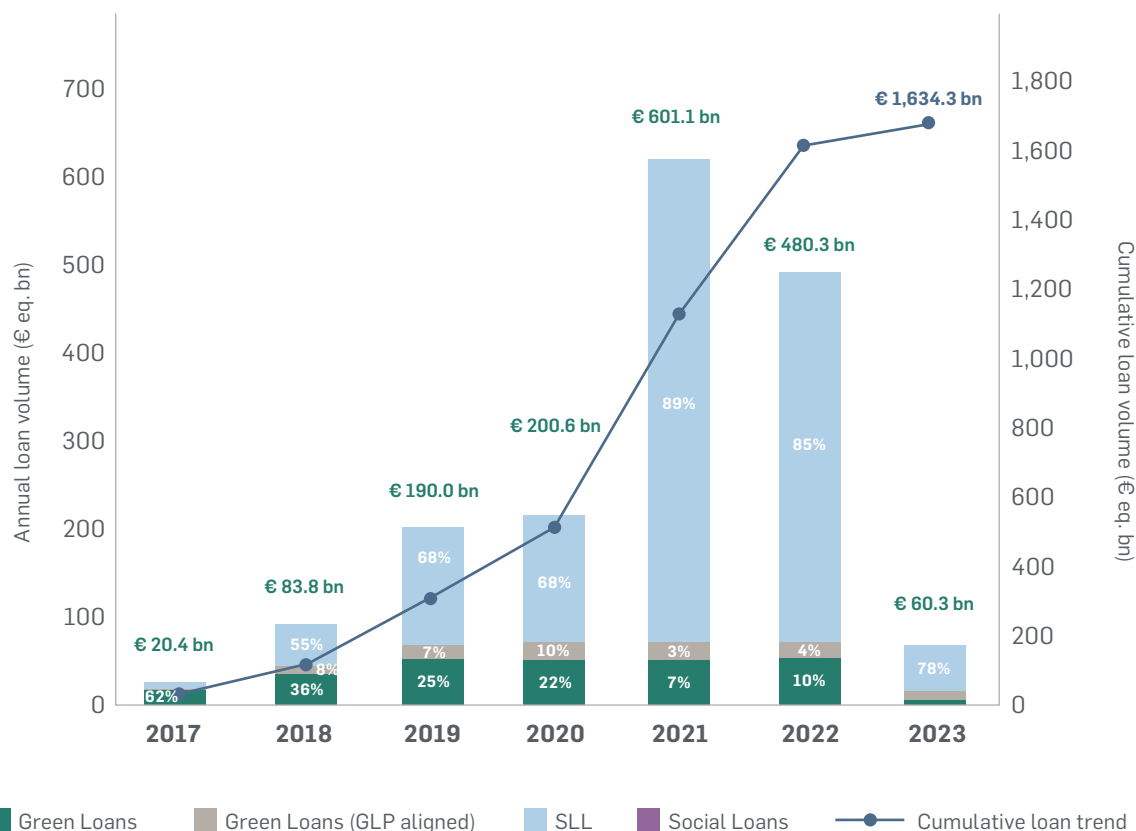
celów klienta na rzecz zrównoważonego rozwoju. Analogicznie zmiany w strukturze finansowania, w tym rekalibracja SPT, powinny wymagać zgody wszystkich kredytodawców, co jest obrazem praktycznej realizacji 17. Celu Zrównoważonego Rozwoju, dotyczącego wzmocnienia partnerstw na rzecz realizacji Agendy 2030.

## Rosnąca popularność formuły SLL

Mechanizm SLL, mimo iż jest relatywnie nowym rozwiązaniem na rynkach finansowych, zyskuje ogromną popularność, stanowiąc blisko 90% wartości kredytów klasyfikowanych jako zrównoważone, co obrazuje graf trzeci. Wynika to z elastyczności formuły SLL, możliwej do zastosowania w dużych finansowaniach konsorcjalnych i pakietach produktów finansowych oferowanych klientom.

W 2021 r. wolumen kredytów klasyfikowanych jako zrównoważone był trzykrotnie większy niż w roku poprzednim. Natomiast w 2022 r. 41% korporacyjnych kredytów konsorcjalnych w regionie EMEA zrealizowanych było w formie Sustainability-Linked. Dla porównania w 2021 r. było ich 33%.<sup>10</sup> Graf czwarty obrazuje transakcje SLL w podziale na regiony.

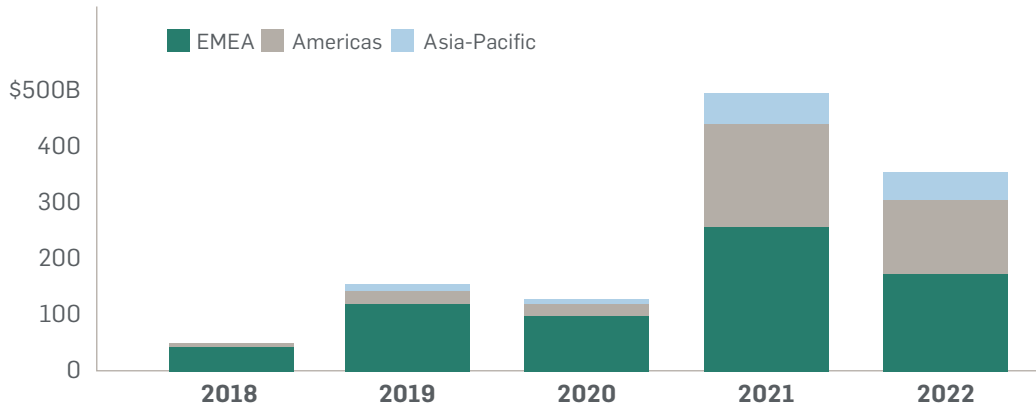
**Graf 3.**  
**Rynek zrównoważonych kredytów**



Źródło: BNP Paribas, za Dealogic, dane na 31.03.2023

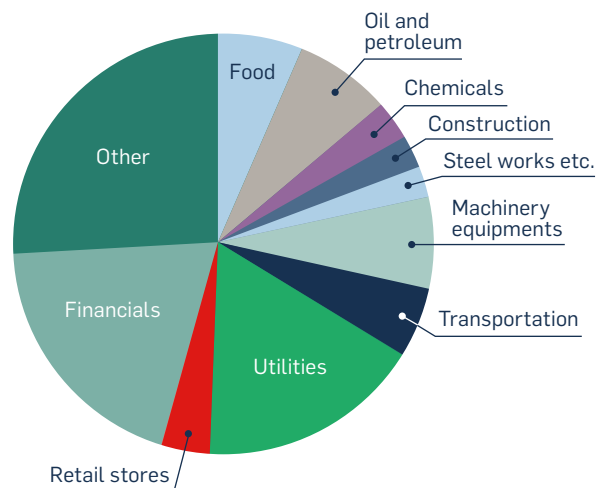
<sup>10</sup> Opracowanie BNP Paribas za Dealogic

**Graf 4.**  
**Transakcje SLL w ujęciu geograficznym**



Źródło: Bloomberg <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-11-30/esg-is-grabbing-a-bigger-share-of-europe-s-company-loans-market#xj4y7vzkg?leadSource=uverify%20wall>

**Graf 5.**  
**Transakcje SLL w ujęciu sektorowym**



Źródło: UNPRI: <https://www.unpri.org/pri-blog/sustainability-linked-loans-a-strong-esg-commitment-or-a-vehicle-for-greenwashing/10243.article>, 20.07.2022

## Zalety mechanizmu SLL

Dzięki elastyczności formuły i skupieniu na adekwatności oraz istotności celów ESG dla danego sektora, finansowanie w formule SLL cieszy się popularnością w różnych branżach, zarówno przemyśle ciężkim, jak i usługach, co potwierdzają dane na grafie piątym. Warto nadmienić, iż zaletą formuły SLL jest także możliwość dostępu do zrównoważonego finansowania klientów na różnym etapie ich zaawansowania w kwestiach zrównoważonego rozwoju. Na finansowanie w formule SLL decydują

się kredytobiorcy o dojrzałym i rozwiniętym podejściu do zarządzania tematyką ESG, ale również podmioty, które dopiero wkraczają na ścieżkę zarządzania opartego o ESG i chcą – od początku tej drogi – łączyć dostęp do kapitału ze strategicznym podejściem zarządczym. Współpraca z bankiem czy bankami nad transakcją w formule SLL to doskonała okazja do wzmocnienia dialogu wokół wyzwań i wzajemnych oczekiwań w zakresie zrównoważonego rozwoju.

Choć główną motywacją kredytobiorców powinna być świadomość i zaangażowanie na rzecz zrównoważonego rozwoju, warto podkreślić korzyści finansowe, które osiąga podmiot dzięki spełnieniu ustalonych celów. Tym większe ma to znaczenie, im większy jest wolumen transakcji. Można przypuszczać, że tak jak obligacje zrównoważone spotykają się z większym apetytem inwestorów niż dług tego samego emitenta poza tą formułą<sup>11</sup>, kredytobiorcy gotowi do podjęcia zobowiązań ESG spotykają się z większym zainteresowaniem finansujących.

Korzyści z formuły SLL płyną naturalnie również dla kredytodawców, którym zależy na poprawie profilu ryzyka ESG klientów oraz zwiększaniu wolumenu zrównoważonych aktywów. Świadomi i zaangażowani klienci korzystający z formuły SLL należą do tej grupy.

Zdecydowanie warto podkreślić również korzyści wizerunkowe dla obu stron transakcji, które niesie za sobą pozyskiwanie finansowania w połączeniu z progresem w zakresie ESG. Nieoceniona jest też rola podnoszenia standardów i edukacji rynku w zakresie zrównoważonej transformacji. Ku inspiracji, zachęcam do zapoznania się pionierskimi transakcjami SLL, które zostały zrealizowane w Polsce i stanowią dobry przykład do naśladowania. Należą do nich finansowania dla Grupy Raben (2021)<sup>12</sup>, Velvet Care<sup>13</sup>, Wirtualnej Polski<sup>14</sup> czy spółek z Grupy Śnieżka<sup>15</sup> (2022).

W międzynarodowych transakcjach dla spółek z różnych branż coraz częściej ma miejsce odniesienie celów redukcji emisji gazów cieplarnianych do zobowiązań zatwierdzonych przez *Science Based Target Initiative*. Takie odniesienie w swoich transakcjach SLL z lat 2022 i 2023 zawarły m.in. firma deweloperska Skanska<sup>16</sup> czy metalurgiczna Outokumpu<sup>17</sup>, ale również firmy mediowe, jak Sanoma<sup>18</sup> i Bell<sup>19</sup>.

Na rynkach zachodniej Europy uwagę zwraca nowy trend inicjowany przez największych graczy – przejście od pojedynczych transakcji *Sustainability-Linked* do integracji

strategii dekarbonizacyjnej i biznesowej poprzez zrównoważone finansowanie. Można to zaobserwować na przykładach producenta cementu i kruszyw Grupy Heidelberg, która zamierzając do 2025 r. pozyskiwać min. 70% finansowania w formule zrównoważonej, wydała *Sustainability-Linked Financing Framework*<sup>20</sup>. Podobnie koncern energetyczny Enel, pozyskujący już w 2022 r. 60% finansowania w formule zrównoważonej, chce zwiększyć ten udział do 70% do 2025 r.<sup>21</sup>

Warto życzyć wszystkim uczestnikom rynku wielu owocnych negocjacji i ambitnych struktur SLL, które przyczynią się do realnych zmian na rzecz zrównoważonego rozwoju.

<sup>11</sup> Kölbel Julian F. i Lambillon Adrien-Paul, Who Pays for Sustainability? An Analysis of Sustainability-Linked Bonds, 12.01.2022, Swiss Finance Institute Research Paper No 23-07, <https://ssrn.com/abstract=4007629>

<sup>12</sup> Grupa Raben, przy wsparciu Banku BNP Paribas, otrzymała pierwszy kredyt powiązany ze zrównoważonym rozwojem, 16.07.2021, <https://media.bnpparibas.pl/pr/681663/grupa-raben-przy-wsparciu-banku-bnp-paribas-otrzymala-pierwszy-kredyt-powiazany-ze-zrownowazonym-rozwojem>

<sup>13</sup> Bank BNP Paribas wspiera rozwój Velvet Care. Kredyt jest powiązany ze zrównoważonym rozwojem spółki, 05.05.2022, <https://media.bnpparibas.pl/pr/741802/bank-bnp-paribas-wspiera-rozwoj-velvet-care-kredyt-jest-powiazany-ze-zrownowazonym-rozwojem-spolki>

<sup>14</sup> Unikalny kredyt SLL dla WP Holding przykładem powiązania finansowania ze wskaźnikami ESG, 28.04.2022,

<https://media.bnpparibas.pl/pr/740752/unikalny-kredyt-sll-dla-wp-holding-przykladem-powiazania-finansowania-ze-wskaznikami-esg>

<sup>15</sup> Bank BNP Paribas wspiera zrównoważony rozwój Grupy Śnieżka pierwszym w historii tej firmy kredytem SLL, 04.04.2023, <https://media.bnpparibas.pl/pr/799915/bank-bnp-paribas-wspiera-zrownowazono-rozwoj-grupy-sniezka-pierwszym-w-historii-tej-firmy-kredytem-sll>

<sup>16</sup> Skanska signs a EUR 500,000,000 sustainability linked revolving credit facility, 11.09.2022, <https://group.skanska.com/media/press-releases-articles/268397/Skanska-signs-a-EUR-500%2C000%2C000-sustainability-linked-revolving-credit-facility>

<sup>17</sup> Outokumpu has signed an unsecured EUR 700 million sustainability linked revolving credit facility with its key banks, 15.06.2022, <https://www.outokumpu.com/news/2022/outokumpu-has-signed-an-unsecured-eur-700-million-sustainability-linked-revolving-credit-facility-with-its-key-banks-3118375>

<sup>18</sup> Sanoma has added sustainability-linked KPIs to its EUR 300 million Syndicated Revolving Credit Facility, 02.03.2023,

<https://www.sanoma.fi/en/news/2023/nasdaq/sanoma-has-added-sustainability-linked-kpis-to-its-eur-300-million-syndicated-revolving-credit-facility/>

<sup>19</sup> Bell announces closing of Sustainability-Linked Loan, 09.11.2022,

<https://www.bce.ca/news-and-media/releases/show/bell-announces-closing-of-sustainability-linked-loan>

<sup>20</sup> Heidelberg Materials, <https://www.heidelbergmaterials.com/en/sustainable-finance>

<sup>21</sup> Enel, <https://www.enel.com/investors/investing/sustainable-finance/sustainability-linked-finance>



## Bibliografia – artykuły, opracowania i dokumenty:

ESG Monitor, 2022 European Sustainability-Linked Loans Wrap: Sustainability-Linked Loans Continue to Gain Prominence in 2022 but Margin Adjustments Remain Modest, 02.01.2023, <https://reorg.com/2022-european-sustainability-linked-loans-wrap/>

Guidance on Sustainability Linked Loan Principles, Loan Market Association, luty 2023, <https://www.lsta.org/content/guidance-on-sustainability-linked-loan-principles-sllp/>

Kölbel Julian F. i Lambillon Adrien-Paul, Who Pays for Sustainability? An Analysis of Sustainability-Linked Bonds, 12.01.2022, Swiss Finance Institute Research Paper No 23-07, <https://ssrn.com/abstract=4007629>

Poh Jacqueline, ESG is taking over the loan market, Bloomberg, 30.11.2022, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-11-30/esg-is-grabbing-a-bigger-share-of-europe-s-company-loans-market#xj4y7vzkg?leadSource=verify%20wall>

Pohl Christian, Schüler Gregor, Schiereck Dirk, Borrower- and lender-specific determinants in the pricing of sustainability-linked loans, Journal of Cleaner Production, Volume 385, 2023, <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S095965262205226X>

Raquel de la Orden i Ignacio de Calonje, Sustainability-Linked Finance – Mobilizing Capital for Sustainability in Emerging Markets, International Finance Corporation, 2022, [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/306c321d-ea77-448d-85c6-7ce3899136a5/EMCompass\\_Note+110\\_Sustainability-Linked+Finance\\_web.pdf?MOD=AJPERES&CVID=nVKABZX](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/306c321d-ea77-448d-85c6-7ce3899136a5/EMCompass_Note+110_Sustainability-Linked+Finance_web.pdf?MOD=AJPERES&CVID=nVKABZX)

Sehoon Kim, Nitish Kumar, Jongsub Lee, Junho Oh, Sustainability-linked loans: A strong ESG commitment or a vehicle for greenwashing?, Principles for Responsible Investment Blog, 20.07.2022, <https://www.unpri.org/pri-blog/sustainability-linked-loans-a-strong-esg-commitment-or-a-vehicle-for-greenwashing/10243.article>

Sustainability Linked Loan Principles, Loan Market Association, 2019, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/LMASustainabilityLinkedLoanPrinciples-270919.pdf>

Sustainability Linked Loan Principles, Loan Market Association, 2023, <https://www.lsta.org/content/sustainability-linked-loan-principles-sllp/>

**Maciej Orczyk**  
Starszy Konsultant, Deloitte

**Katarzyna Średzińska**  
Starsza Menadżerka, Deloitte

## OBLIGACJE W KOLORZE KHAKI, CZYLI JAK ODWRÓCIĆ TREND I SKUTECZNIE FINANSOWAĆ TRANSFORMACJĘ GOSPODAREK WYSOKOEMISYJNYCH

Obligacje powiązane ze zrównoważonym rozwojem (*sustainability-linked bonds*) zdobywały dużą popularność wśród przedsiębiorstw i inwestorów od roku 2019, kiedy po raz pierwszy zostały wyemitowane. Po rekordowym roku 2021, gdy łączna wartość emisji obligacji powiązanych ze zrównoważonym rozwojem na globalnym rynku przekroczyła 90 mln dolarów, rok 2022 przyniósł gwałtowny spadek popularności tych instrumentów. Według danych Bloomberg<sup>1</sup> odnotowano 37-procentowy spadek wartości emisji w stosunku do wartości wyemitowanych obligacji w roku 2021. Z czego wynikało to odwrócenie trendu i co zrobić, żeby w przyszłości umocnić wiarygodność rynku instrumentów powiązanych ze zrównoważonym rozwojem?

Zrównoważone instrumenty dłużne podlegają tym samym trendom rynkowym co tradycyjne instrumenty finansowe, w związku z czym spadek można częściowo tłumaczyć sytuacją na globalnym rynku długu. W tym przypadku istotną rolę odegrały również czynniki specyficzne dla obligacji powiązanych ze zrównoważonym rozwojem. Jak wskazuje Borsen-Zeitung<sup>2</sup>, osłabiony popyt ze strony inwestorów mógł wynikać także z niepewności regulacyjnej w odniesieniu do instrumentów *sustainability-linked* oraz z rosnącej krytyki dotyczącej jakości celów powiązanych ze zrównoważonym rozwojem przyjmowanych przez emitentów. W rzeczywistości można odnieść wrażenie, że europejski regulator skupia się obecnie przede wszystkim na inwestycjach „zielonych” w rozumieniu Taksonomii UE, która mimo skomplikowanych technicznych kryteriów klasyfikacji w swojej formule jest zerojedynkowa. Tym samym nie odzwierciedla złożoności

całej transformacji gospodarczej, wyróżniając wyłącznie aktywności „zielone”, które bezpośrednio i w istotny sposób przyczyniają się do realizacji jednego z sześciu zdefiniowanych celów środowiskowych<sup>3</sup>. Takie podejście pomija instrumenty *sustainability-linked*, które z założenia pełnią rolę instrumentów finansujących transformację przedsiębiorstw, i sprawia, że np. z perspektywy wymagań raportowych w odniesieniu do wskaźników taksonomicznych raportowanych przez banki (GAR i BTAR) obligacje czy kredyty powiązane ze zrównoważonym rozwojem mogą być mniej atrakcyjne. Drugą kwestią poruszoną przez Borsen-Zeitung są relatywnie mało ambitne cele powiązane ze zrównoważonym rozwojem, które przyjmowane są przez emitentów. Trudno w mierzalny sposób zbadać jakość przyjmowanych celów, jednak głosy przedstawicieli rynku, takich jak np. bank Barclays<sup>4</sup> czy Climate Bonds Initiative<sup>5</sup>, jednoznacznie wskazują na niski poziom ambicji celów oraz rosnącą świadomość inwestorów ograniczającą popyt na obligacje, których komponent ESG nie jest wystarczająco jakościowy.

Obniżony popyt inwestorów na obligacje powiązane ze zrównoważonym rozwojem był również wynikiem dwóch czynników finansowych, na które w swoim raporcie wskazuje ESMA<sup>6</sup>. Chodzi przede wszystkim o niski i nieproporcjonalny wymiar „kary” za brak realizacji celów oraz dużą popularność stosowania opcji call. Okazuje się, że wysokość podwyżki kuponu w przypadku niewywiązania się z celów nie była skorelowana z wielkością samego kuponu, co w praktyce oznaczało, że emitenci o wyższym ryzyku kredytowym mogli zostać „ukarani” proporcjonalnie mniej dotkliwie niż ci o niższym ryzyku kredytowym.

<sup>1</sup> <https://on.ft.com/4IHAY5Y>

<sup>2</sup> <https://www.boersen-zeitung.de/kapitalmaerkte/sustainability-linked-bonds-halten-das-tempo-nicht-mehr?issue=c10f1769-8206-435f-acb3-1fb0b8c90e52>

<sup>3</sup> Łagodzenie zmian klimatu, adaptacja do zmian klimatu, zrównoważone wykorzystywanie i ochrony zasobów wodnych i morskich, przejście na gospodarkę o obiegu zamkniętym, zapobieganie zanieczyszczeniu i jego kontrola, ochrona i odbudowa bioróżnorodności i ekosystemów

<sup>4</sup> “Both myself and the market are quite concerned about the quality of these instruments [SLBs]. Investors will probably be a bit more “picky” about what they are buying in 2023.” Źródło: Financial Times

<sup>5</sup> “We need a rigorous approach. Three-quarters of the corporate side SLBs have been crap historically”. Źródło: Financial Times

<sup>6</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA50-165-2438\\_trv\\_1-23\\_risk\\_monitor.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA50-165-2438_trv_1-23_risk_monitor.pdf)

Ponadto, wśród 182 obligacji przeanalizowanych przez ESMA aż w 85% przypadków stwierdzono obecność opcji call, co oznacza, że znacząca większość emitentów miała prawo do przedterminowego wykupu długu w przypadku, gdyby np. nie była w stanie zrealizować postawionych sobie celów powiązanych ze zrównoważonym rozwojem. Mając na uwadze powyższe, konieczne wydaje się odpowiedzialne podejście emitentów do wyznaczania celów powiązanych ze zrównoważonym rozwojem na potrzeby emisji obligacji *sustainability-linked*. Posiadanie ambitnej strategii, obejmującej cele dekarbonizacyjne zgodne z Porozumieniem paryskim, jest zarówno podstawą wyznaczenia wiarygodnych celów na potrzeby emisji obligacji, jak również skutecznego zarządzania przedsiębiorstwem w warunkach transformacji. Na podstawie Celów Zrównoważonego Rozwoju ONZ, Schoenmaker i Schramade<sup>7</sup> wyróżniają 4 rodzaje transformacji, którym podlegają (lub będą podlegały) przedsiębiorstwa:

- transformacja energetyczna
- transformacja w kierunku gospodarki cyrkularnej
- transformacja pod kątem produkcji zdrowej żywności i rolnictwa regeneratywnego (z poszanowaniem bioróżnorodności)
- transformacja społeczna (kwestie pracownicze).

W przyszłości kwestie te wpłyną na finanse przedsiębiorstw poprzez np. regulacje lub zmianę podejścia inwestorów czy konsumentów, dlatego przygotowanie się do proaktywnego zapewnienia właściwej ścieżki transformacji leży w interesie samych przedsiębiorstw. Bariere w zakresie zaangażowania może jednak stanowić długoterminowa perspektywa, do jakiej odnoszą się te systemowe transformacje. Uwzględnienie potrzeb finansowych przedsiębiorstwa w trakcie projektowania strategii ESG pozwala nie tylko opracować wiarygodne cele na potrzeby emisji obligacji w formule *sustainability-linked* i ułatwić pozyskanie takiego finansowania, ale również sprawia, że brak postępów w realizacji celów strategicznych może wiązać się z „karą” finansową<sup>8</sup>, co z kolei stanowi krótkoterminową motywację do wypełniania długoterminowych, strategicznych celów związanych ze zrównoważonym rozwojem. Wsparciem dla emitentów mogłaby okazać się aktualizacja zasad ICMA *Sustainability Linked Bond Principles* opublikowanych w roku 2020<sup>9</sup> lub opracowanie europejskiego standardu emisji obligacji *sustainability-linked*, na wzór finalizowanego obecnie standardu EU GB<sup>10</sup>. Dokładne stosowanie adekwatnych i sprecyzowanych zasad ograniczałoby ryzyko greenwashingu i sprawiło, że po takie finansowanie

sięgałyby wyłącznie przedsiębiorstwa, które stosują się do jasno określonych wymagań standardów i posiadają ku temu solidne podstawy w postaci ambitnych założeń strategicznych. To z kolei mogłoby zwiększyć wiarygodność instrumentu i pobudzić popyt inwestorów.

Ważnym elementem uwiarygadniającym rynek obligacji powiązanych ze zrównoważonym rozwojem będą również emisje obligacji, w których w praktyce zastosowany zostanie mechanizm „kary”. Obecnie na rynku mamy już dostępny przykład przedsiębiorstwa, w przypadku którego w praktyce zastosowano mechanizm „kary” w postaci podwyższenia kuponu. W związku z niewywiązaniem się z celów dotyczących ratingu ESG przedsiębiorstwo musi obecnie wypłacać wyższy kupon, wynikający z ustalonego wcześniej mechanizmu „kary”<sup>11</sup>. Paradoksalnie, z perspektywy rynku obligacji *sustainability-linked* wydarzenie to zostało odebrane jako pozytywne, ponieważ uwiarygodniło koncepcję mechanizmu „kary”, którego celem jest motywowanie emitentów do wywiązywania się z przyjętych celów. Analogiczne wydarzenia w przyszłości będą korzystne z perspektywy wiarygodności instrumentu oraz poziomu ambicji celów przyjmowanych przez emitentów.

Kolejnym rozwiązaniem mogłoby być doprecyzowanie, w jaki sposób kwalifikować fundusze inwestycyjne, inwestujące w obligacje powiązane ze zrównoważonym rozwojem w rozumieniu SFDR oraz przeformułowanie definicji wskaźników taksonomicznych raportowanych przez banki, tj. GAR i BTAR, umożliwiające włączenie ekspozycji na instrumenty w formule *sustainability-linked*. Według raportu firmy doradczej Mainstreet Partners, na który powołuje się portal Responsible Investor<sup>12</sup>, obecnie na rynku obserwujemy zróżnicowane podejście do klasyfikowania funduszy inwestujących w obligacje zielone, społeczne i zrównoważone (37% zostało zaklasyfikowanych do funduszy z artykułu 8, a 63% do funduszy z artykułu 9). Przydatne byłoby, po pierwsze, jednoznaczne stwierdzenie, w jaki sposób klasyfikować fundusze inwestujące we wspomniane obligacje, a po drugie – istotne byłoby zrównanie obligacji powiązanych ze zrównoważonym rozwojem z obligacjami zielonymi, społecznymi i zrównoważonymi, które pokazałoby, że regulator stawia na równi finansowanie inwestycji zrównoważonych z finansowaniem transformacyjnym. W odniesieniu do wskaźników taksonomicznych – ich formuła jest zerojedynkowa i nie pozwala na uwzględnianie ekspozycji na finansowanie w formule *sustainability-linked* w ramach ujawnień taksonomicznych. Takie podejście niejako faworyzuje

<sup>7</sup> Schoenmaker & Schramade, *Principles of Sustainable Finance*, Oxford University Press, 2018.

<sup>8</sup> Wynikającą ze struktury instrumentów w formule *sustainability-linked*, tj. mechanizmu „kary” (coupon-adjustment mechanism).

<sup>9</sup> Prace nad aktualizacją SLB już się toczą - [https://www.icmagroup.org/assets/WG-Sustainability-Linked-Bonds-ToR\\_-\\_2022-2023\\_.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/WG-Sustainability-Linked-Bonds-ToR_-_2022-2023_.pdf)

<sup>10</sup> Propozycja takiego rozwiązania ma zostać przedstawiona przez Komisję Europejską trzy lata po wejściu w życie EU GB,

<https://www.abnamro.com/research/en/our-research/milestone-reached-for-the-eu-green-bond-standard>

<sup>11</sup> <https://www.globalcapital.com/article/2aykokit89jb5sf2g9fr4/sri/green-and-social-bonds-and-loans/crunch-time-coming-for-slbs-as-first-steps-appear>.

<sup>12</sup> <https://www.responsible-investor.com/dedicated-green-and-social-bond-funds-face-sfdr-uncertainty/>



finansowanie przedsiębiorstw z sektorów zielonych w rozumieniu Taksonomii UE w postrzeganiu banków, posiadających wysokie ambicje w odniesieniu do zrównoważonego rozwoju. Przez taką konstrukcję wskaźnika ekspozycji na przedsiębiorstwa, które transformują swoją działalność, mogą być mniej pożądane przez ambitne banki. Oczywiście takie rozwiązanie nie stymuluje znacząco rozwoju rynku emisji obligacji w formule *sustainability-linked*, ponieważ w kontekście GAR i BTAR mówimy przede wszystkim o ekspozycjach banków na klientów. Z punktu widzenia regulacji zrównałoby jednak istotność finansowania transformacyjnego z finansowaniem inwestycjami zrównoważonymi.

Warto również zwrócić uwagę na ważną rolę lokalnych władz w kwestii rozwoju rynku obligacji w formule *sustainability-linked*. Pierwszym istotnym działaniem, które mogłoby przyczynić się do popularyzacji takiej formuły finansowania w Europie (w tym w Polsce), może być przeprowadzenie rządowej emisji obligacji powiązanych ze zrównoważonym rozwojem. W zeszłym roku pionierskie emisje w formule *sustainability-linked* przeprowadziły rządy Urugwaju i Chile<sup>13</sup>, a Bruegel wskazuje, że takie instrumenty mogą okazać się niezwykle skuteczne w kontekście egzekwowania polityk klimatycznych i realizowania celów Porozumienia paryskiego. Popyt na obligacje w obu przypadkach kilkukrotnie przekroczył podaż, a oba kraje zdecydowały się na powiązanie wysokości kuponu z realizacją krajowo określonych zobowiązań w zakresie emisji gazów cieplarnianych (Nationally Determined Contributions), przyjętych na mocy Porozumienia paryskiego. Takie działanie nie tylko pozwoliło pozyskać nowatorskie finansowanie i uwiarygodniło cele dekarbonizacyjne Chile i Urugwaju, ale także wyznaczyło kierunek działań dla lokalnych emitentów obligacji w formule *sustainability-linked*. Kolejną istotną kwestią z perspektywy wpływu lokalnych władz na kształtowanie się rynku obligacji powiązanych ze zrównoważonym rozwojem jest umiejętne implementowanie sektorowych regulacji. Schoenmaker i Schramade<sup>14</sup> zwracają uwagę, że regulatorzy mają istotny wpływ na transformacje w ramach poszczególnych sektorów poprzez możliwość internalizacji efektów zewnętrznych za pomocą regulacji lub opodatkowania<sup>15</sup>. Takie działania są pożądane i w długim terminie przynoszą korzyści środowisku i/lub społeczeństwu oraz motywują przedsiębiorstwa do transformacji w kierunku zrównoważonym. Niestety zdarza się, że wprowadzane są rozwiązania, które mają potencjalny lub rzeczywisty negatywny wpływ na finanse przedsię-

biorstw, ograniczając zdolność do pozyskania długu, w tym w formule *sustainability-linked*, nie przynosząc jednocześnie oczekiwanych pozytywnych skutków w postaci ograniczenia negatywnego wpływu na środowisko. Przykładem takiego działania jest wprowadzony w 2012 r. w Polsce podatek od wydobycia miedzi i srebra<sup>16</sup>. Samo występowanie podatku od wydobycia kopalin nie może dziwić – niemal w każdym kraju na świecie funkcjonują takie opłaty. Polska nie jest wyjątkiem, ponieważ wszystkie firmy zajmujące się wydobyciem płacą należność nazwaną opłatą eksploatacyjną za wydobytą kopalinę<sup>17</sup>. Jednak w tym przypadku mówimy o dodatkowej dani nie nałożonej na arbitralnie wybrane przedsiębiorstwo, które w dodatku pozostaje najważniejszym producentem surowców krytycznych<sup>18</sup> w polskiej gospodarce. Mimo swoich problemów rynek instrumentów powiązanych ze zrównoważonym rozwojem jest kluczowy w kontekście transformacji gospodarek, w szczególności posiadających taki miks energetyczny jak gospodarka polska oraz w kontekście finansowania inwestycji służących adaptacji do zmian klimatu. Z perspektywy praktycznej realne wykorzystanie możliwości stwarzanych przez finansowanie w formule powiązanej ze zrównoważonym rozwojem wymaga od zainteresowanych podmiotów profesjonalizacji w odniesieniu do działań w zakresie zrównoważonego rozwoju. W kontekście przyjmowanych strategii i pojawiających się w nich celów powiązanych ze zrównoważonym rozwojem konieczne jest rzetelne planowanie wskaźników i ścieżek ich osiągnięcia. Dodatkowo niezbędne jest wprowadzenie odpowiednich rozwiązań w zakresie ładu korporacyjnego, które zapewnią nadzór nad wdrożeniem strategii i realizacją przyjętych w niej celów. Opisana formuła finansowania, z uwagi na swoją elastyczność, daje duże możliwości w odniesieniu do finansowania transformacji w kierunku zrównoważonego rozwoju. Jej dalszy rozwój zależy jednak w dużej mierze od dojrzałości biznesu i jego gotowości do profesjonalizacji zaangażowania w ramach agendy ESG.

<sup>13</sup> <https://www.bruegel.org/policy-brief/potential-sovereign-sustainability-linked-bonds-drive-net-zero>

<sup>14</sup> Schoenmaker & Schramade, *Principles of Sustainable Finance*, Oxford University Press, 2018.

<sup>15</sup> Przykładem może być podatek od emisji CO<sub>2</sub>. Przedsiębiorstwa generują negatywny efekt zewnętrzny (externality) w postaci emisji CO<sub>2</sub>, który zostaje zinternalizowany przez regulatora, poprzez nałożenie opodatkowania na emisję CO<sub>2</sub>, co znajduje odzwierciedlenie w finansach przedsiębiorstwa.

<sup>16</sup> <https://blogobywatelskiegorozwoju.pl/miedziowy-potentat-w-rzadowym-gorsecie/>

<sup>17</sup> <https://www.gov.pl/web/klimat/oplaty-dla-przedsiębiorców-prowadzających-działalność-gospodarczą-na-podstawie-prawa-geologicznego-i-gorniczego>

<sup>18</sup> Określony przez Komisję Europejską katalog surowców o wysokim znaczeniu dla gospodarki europejskiej i wysokim ryzyku związanym z ich podażą, obejmujący m.in. lit, nikiel, miedź, fosfor i mangan.





**adw. Roksana Kałużna-Bałazy**  
**Associate, Debt Finance, White & Case M. Studniarek i Wspólnicy**  
**- Kancelaria Prawna sp.k.**

## ZIELONE FINANSOWANIA PROJEKTÓW ZWIĄZANYCH Z WYTWARZANIEM ENERGII JĄDROWEJ JAKO SZANSA DLA POLSKIEJ TRANSFORMACJI ENERGETYCZNEJ

### Wstęp

Aż 86% Polaków popiera budowę elektrowni jądrowych w Polsce, a 71% zgadza się na ich budowę, nawet gdyby miały powstać w bliskiej odległości od ich miejsca zamieszkania – wynika z badania przeprowadzonego na zlecenie Ministerstwa Klimatu i Środowiska w listopadzie 2022 r.<sup>1</sup>. Z tego samego badania wynika również, że 88% ankietowanych uważa, że budowa elektrowni jądrowej jest dobrym sposobem na walkę ze zmianami klimatycznymi. W nadziei, że atom uratuje polski klimat, w mediach pojawiają się informacje o kolejnych publicznych, prywatnych i publiczno-prywatnych projektach budowy elektrowni jądrowych w Polsce o różnej skali.

Zgodnie z założeniami rządowego programu wieloletniego „Program polskiej energetyki jądrowej”<sup>2</sup> w Polsce planuje się budowę sześciu dużych reaktorów jądrowych. Zgodnie z publicznie dostępnymi informacjami, rozpoczęto prace nad trzema dużymi elektrowniami jądrowymi<sup>3</sup>. Pierwsza powstanie w miejscowości Lubiatowo

–Kopalino na Pomorzu, w oparciu o technologię AP1000 amerykańskiej firmy Westinghouse<sup>4</sup>. W związku z budową drugiej, która powstanie w okolicach Konina i Pątnowa w Wielkopolsce, list intencyjny w sprawie budowy podpisały w październiku 2022 r. Korea Hydro & Nuclear Power, ZE PAK S.A. i PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. W stosunku do trzeciej planów nie sprecyzowano, jednak w mediach pojawiły się informacje o rozpoczęciu prac koncepcyjnych nad projektem<sup>5</sup>. Dopełnienie energetycznej układanki mają stanowić SMR-y, czyli małe reaktory modułowe, których budowę zapowiedziały m.in. PKN Orlen S.A. w partnerstwie z Synthos Green Energy S.A. w oparciu o technologię BWRX-300 GE dostarczaną przez GE Hitachi Nuclear Energy oraz KGHM Polska Miedź S.A, który zamierza wykorzystać technologię NuScale Power VOYGR™<sup>6</sup>. Nie ogłoszono publicznie kompleksowego planu finansowania realizacji żadnego z tych projektów.

### Specyfika finansowania projektów atomowych

Wybór formatu finansowania w pierwszej kolejności sprowadza się do odpowiedzi na pytanie, czy budowa powinna zostać sfinansowana w większym stopniu długiem czy kapitałem własnym. W przypadku finansowania kapitałem własnym środki finansowe dostarczane są przez inwestorów, którzy w zamian otrzymują udziały w przedsiębiorstwie. Wynagrodzeniem udziałowca jest udział w zyskach. Inwestor może wycofać się z inwestycji poprzez sprzedaż udziałów. Udziałowcy ponoszą największe ryzyko niepowodzenia projektu, gdyż w razie upadłości spółki ich wierzytelności zaspokajane są w ostatniej kolejności. W przypadku finansowania długiem podmiot

realizujący projekt pożyczka środki od podmiotów trzecich, w zamian za co podmioty te otrzymują wynagrodzenie w postaci odsetek lub dyskonta. W dokumentacji finansowania na spółkę nakładane są obowiązki dotyczące prowadzenia działalności i realizacji projektu. Podmioty finansujące mogą być beneficjentami zabezpieczeń rzeczowych (np. zastawy, hipoteki) lub osobistych (np. poręczenia) i mogą żądać natychmiastowej spłaty długu w razie naruszenia postanowień dokumentacji finansowania. W razie upadłości spółki realizującej finansowany projekt wierzytelności podmiotów finansujących zaspokajane są przed wierzytelnościami udziałowców.

<sup>1</sup> <https://www.gov.pl/web/polski-atom/rekordowe-poparcie--86-polakow-za-budowa-elektrowni-jadrowych-w-polsce>

<sup>2</sup> <https://www.gov.pl/web/klimat/program-polskiej-energetyki-jadrowej>

<sup>3</sup> <https://serwisy.gazetaprawna.pl/energetyka/artykuly/8578330,elektrownie-atomowe-w-polsce-lokalizacja-kto-wybuduje.html>

<sup>4</sup> <https://energetyka24.com/atom/wiadomosci/co-naprawde-powiedzial-prezes-westinghouse-ujawniamy-nagranie>

<sup>5</sup> <https://zielona.interia.pl/eko-technologie/energetyka/news-trzecia-elektrownia-jadrowa-w-polsce-jacek-sasin-podal-lokal,nId,6672946>

<sup>6</sup> <https://media.kghm.com/pl/informacje-prasowe/krok-blizej-do-atomu-w-kghm-projekt-nuscale-power-z-certyfikatem-w-usa>



W przypadku finansowań dłużnych podmiot realizujący projekt atomowy staje przed wyborem między kredytem a dłużnym papierem wartościowym (najczęściej obligacją). Którakolwiek z tych opcji zostanie wybrana, musi on również zdecydować, czy środki będą zbierane na rynku lokalnym czy na rynku międzynarodowym. Ponadto w przypadku kredytu musi odpowiedzieć na pytanie, do kogo zwróci się o finansowanie. Oprócz banków i funduszy finansowanie może być udzielone przez wielostronne banki rozwoju lub agencje kredytów eksportowych kraju, którego technologia zostanie wykorzystana przy budowie elektrowni atomowej. W przypadku obligacji, pod pewnymi warunkami, może również zdecydować się na pozyskanie finansowania od klientów detalicznych.

Do określenia pozostaje również m.in. potencjalne zaangażowanie państwa w cały proces finansowania i forma tego zaangażowania. Państwo może bezpośrednio podjąć się realizacji projektu, może objąć udziały w spółce realizującej projekt, zapewnić bezzwrotne fundusze na realizację projektu lub udzielić gwarancji, przy czym należy pamiętać o ograniczeniach wynikających z przepisów dotyczących pomocy publicznej.

Podejmując decyzję o udzieleniu finansowania, podmioty finansujące biorą pod uwagę wiele czynników, takich jak rentowność projektu, ryzyko niepowodzenia projektu oraz inne ryzyka specyficzne dla projektu. Projekt budowy elektrowni atomowej, jak większość inwestycji infrastrukturalnych o dużej skali, charakteryzuje się wysokim kosztem początkowym, długim okresem budowy, niskimi i stabilnymi kosztami operacyjnymi oraz długim okresem zwrotu z inwestycji<sup>7</sup>. Jednocześnie podmioty zapewniające finansowanie muszą liczyć się z ryzykami, takimi jak np.:

- ryzyko braku realizacji projektu
- ryzyko wyższych niż początkowo zakładano kosztów budowy
- ryzyko opóźnień w realizacji projektu
- ryzyko operacyjne polegające na konieczności utrzymania elektrowni w doskonałym stanie technicznym i zapewnienia obsługi przez wyszkoloną kadrę zgodnie z opracowanymi planami i procedurami
- ryzyko regulacyjne polegające na konieczności uzyskania odpowiednich zezwoleń i licencji oraz zapewnienie zgodności projektu z przepisami przez cały okres jego funkcjonowania
- ryzyko polityczne, w związku z ewentualną zmianą podejścia rządu do projektów atomowych, co wpływa na kształt legislacji, a nawet na możliwość kontynuowania działalności elektrowni jądrowej

- ryzyko rynkowe polegające na wahaniami cen energii na rynku wpływające na rentowność projektu oraz konkurowanie z innymi producentami energii
- ryzyko technologiczne polegające na konieczności zastosowania nowych i skomplikowanych technologii przy budowie projektu, które z czasem mogą zostać uznane za przestarzałe.

Opisane wyżej ryzyka związane z projektem bezpośrednio wpływają na koszt pozyskania finansowania (odsetki od zaciągniętych kredytów, odsetki i dyskonto od wyemitowanych obligacji). Im wyższy poziom ryzyka, tym wyższy koszt pozyskania finansowania. Z uwagi na niskie i stabilne koszty operacyjne koszt ten jest głównym kosztem wpływającym finalnie na cenę wyprodukowanej w instalacji energii. Z tego powodu podmiotom realizującym projekty jądrowe zależy, by koszt finansowania był jak najniższy.

W przeszłości efekt ograniczenia ryzyka osiągnano poprzez zaangażowanie państwa w proces finansowania i budowy elektrowni atomowych, a w szczególności mechanizmy wsparcia finansowego (np. bezpośrednie wsparcie finansowe, umowy zakupu energii czy modele regulowane)<sup>8</sup>. Wraz z pojawieniem się SMR i mikroreaktorów atomowych oraz większym zaangażowaniem sektora prywatnego w proces ich budowy i finansowania niezbędne jest weryfikacja istniejących i stworzenie nowych modeli finansowania i wsparcia.

Na rynku obecnych jest kilka modeli realizacji inwestycji atomowych, m.in. CfD, PPA, RAB czy Mankala.

<sup>7</sup> <https://world-nuclear.org/information-library/economic-aspects/financing-nuclear-energy.aspx>

<sup>8</sup> <https://iea.blob.core.windows.net/assets/016228e1-42bd-4ca7-bad9-a227c4a40b04/NuclearPowerandSecureEnergyTransitions.pdf>

**Tabela 1.**  
**Przykładowe modele realizacji inwestycji jądrowych wraz z ich uproszczonym opisem**

<p><b>CfD</b> <b>Contract for Difference</b> <b>kontrakty różnicowe</b> <b>np. Wielka Brytania</b></p>	<p>Model finansowania CfD polega na zawarciu długoterminowej umowy, na podstawie której strony ponoszą ryzyko, że rynkowa cena energii elektrycznej nie wystarczy na spłatę nakładów inwestycyjnych poczynionych na budowę elektrowni atomowej w uzgodnionym okresie. Różnica między „ceną wykonania” (tj. kosztem projektu plus marża dla operatora) a „ceną referencyjną” (tj. rzeczywistą ceną rynkową energii elektrycznej) jest pokrywana przez kontrahenta, gdy cena rynkowa spada poniżej ceny wykonania, lub przez operatora, gdy cena rynkowa przewyższa cenę wykonania.</p>
<p><b>PPA</b> <b>Power purchase agreement</b> <b>umowy długoterminowe</b> <b>np. Turcja, ZEA, USA</b></p>	<p>Model finansowania PPA polega na zawarciu długoterminowej umowy kupna energii elektrycznej pomiędzy producentem energii a odbiorcą, który zobowiązuje się do kupowania wyprodukowanej energii elektrycznej po ustalonej cenie przez określony czas. Model ten zapewnia producentowi energii stabilne i przewidywalne dochody, a inwestorom zabezpieczenie przed wahaniami cen energii na rynku.</p>
<p><b>RAB</b> <b>Regulated Asset Base</b> <b>model taryfowy</b> <b>np. Wielka Brytania</b></p>	<p>Model finansowania RAB polega na pobieraniu dodatkowych opłat od odbiorców energii elektrycznej na pokrycie kosztów budowy lub modernizacji elektrowni atomowych, które to opłaty doliczane są zazwyczaj do rachunków za energię elektryczną. RAB umożliwia finansowanie dużych projektów energetycznych, które wymagają znacznych inwestycji kapitałowych.</p>
<p><b>Mankala</b> <b>model kooperacyjny</b> <b>np. Finlandia</b></p>	<p>W modelu finansowania Mankala producenci energii elektrycznej są własnością kilku spółek, które finansują koszty budowy i eksploatacji elektrowni kapitałem własnym. W zamian, zamiast dywidendy, każdy udziałowiec ma prawo zakupu energii elektrycznej wytworzonej przez spółkę po cenie jej wytworzenia proporcjonalnie do swojego udziału w kapitale zakładowym. Zakupiona energia może być sprzedana lub użyta przez nabywcę. Inwestorami są zwykle hurtownicy, sprzedawcy detaliczni lub duże firmy przemysłowe.</p>
<p><b>SaHo</b> <b>polski model akademicki</b></p>	<p>Podobny do Mankala model finansowania SaHo opracowano w Polsce z myślą o realizacji polskich planów rozwoju energetyki jądrowej. W odróżnieniu od modelu Mankala zakłada, że początkowo jedynym udziałowcem spółki produkującej energię elektryczną jest państwo, które przyjmuje na siebie ryzyko niepowodzenia projektu oraz wysoki początkowy koszt budowy. Następnie państwo stopniowo ogranicza swój udział w projekcie, sprzedając udziały podmiotom trzecim. Od tego momentu SaHo Model działa podobnie jak fiński model Mankala.</p>

Źródło: Opracowanie własne

Zgodnie z najnowszymi informacjami (kwiecień 2023 r.) Komisja Europejska rozważa zaproponowanie regulacji zobowiązującej do wyboru modelu CfD w przypadku elektrowni atomowych budowanych w UE, których budowa finansowana jest ze środków publicznych<sup>9</sup>.

Z uwagi na aktualne trendy na rynku (ESG) pozyskanie finansowania w zielonej formule jest atrakcyjną perspektywą. W uproszczeniu, finansowanie w formule zielonej to finansowanie lub refinansowanie środkami z kredytu lub obligacji projektów, mających pozytywny wpływ na środowisko naturalne. W odróżnieniu od klasycznych obligacji i kredytów dokumentacja instrumentu dłużnego zawiera specyficzne dodatkowe postanowienia, które mają zapewnić, by środki pozyskane z kredytu lub obligacji zostały przeznaczone na zielony cel. Zaletami tej formuły finansowania są m.in.:

- możliwość dotarcia do szerszego grona inwestorów – wiele podmiotów finansujących preferuje finansowanie projektów zielonych

- obniżenie kosztów finansowania wynikające z (zazwyczaj) preferencyjnego oprocentowania zielonych obligacji i kredytów w porównaniu z klasycznymi kredytami i obligacjami (tzw. efekt greenium)
- pozytywny efekt wizerunkowy i poprawa relacji z inwestorami, gdyż podmioty decydujące się na zebranie finansowania w formule zielonej postrzegane są jako dbające o środowisko i zaangażowane społecznie.

Na marginesie należy zauważyć, że z uwagi na przyjęte strategię lub wewnętrzne polityki inwestycyjne ograniczające lub nawet wykluczające możliwość finansowania projektów niezgodnych z Taksonomią UE (więcej informacji poniżej) wiele podmiotów udzielających finansowania już w początkowych fazach procesu ocenia działalność dłużnika i zgodność finansowanego projektu z Taksonomią UE i wyklucza możliwość finansowania projektów niezgodnych z Taksonomią UE.

<sup>9</sup> <https://www.green-news.pl/3319-reforma-energia-atom-komisja-europejska-polska>

## Pierwsza taka emisja na świecie

Pierwszą na świecie emisję zielonych obligacji nuklearnych Bruce Power Private Limited, kanadyjskiej spółki z sektora energetycznego, będącej jednocześnie jedynym prywatnym producentem energii nuklearnej w Kanadzie<sup>10</sup>, można określić jako bezprecedensowe wydarzenie na rynku zielonych finansów i kamień milowy na drodze ich rozwoju. Pierwsza emisja cieszyła się dużym zainteresowaniem inwestorów, a spółka zebrała finansowanie w wysokości 500 mln dolarów kanadyjskich<sup>11</sup>. Celem, na który Bruce Power zobowiązało się przeznaczyć wszystkie środki z emisji, było sfinansowanie modernizacji istniejących reaktorów atomowych w związku z realizacją programu przedłużenia ich żywotności. Dzięki modernizacji wzrosną możliwości produkcyjne istniejących jednostek, podniesie się ich wydajność, a okres eksploatacji obiektów się wydłuży. Bruce Power opisało finansowaną inwestycję oraz zielone elementy obligacji w dokumencie *Green Financing Framework* z czerwca 2021 r.<sup>12</sup> Głównym celem inwestycji jest ostateczne wyparcie przez reaktory jądrowe jednostek węglowych i zabezpieczenie przez Bruce Power pozycji lidera w dostarczaniu czystej, niskiemisyjnej energii elektrycznej dla prowincji Ontario<sup>13</sup>.







Coś, co przez wiele lat wydawało się niemożliwe, stało się faktem. Pomimo kontrowersji związanych z działalnością

elektrowni jądrowych i ich wpływem na środowisko naturalne opisany wyżej projekt zrealizowany przez Bruce Power i jego finansowanie zostały uznane za zielone, zgodnie z *Green Bond Principles* (GBP, niewiążące wytyczne dotyczące procesu emisji Zielonych Obligacji) stworzonym przez *International Capital Market Association* (ICMA). W rozumieniu ICMA projekt zielony (ang. *green project*) to projekt, który powinien przynosić wyraźne korzyści dla środowiska<sup>14</sup>, zaś finansowanie zielone (ang. *green finance*) to finansowanie, które wspiera przejście do gospodarki odpornej na zmiany klimatu<sup>15</sup>. Klasyfikację projektu potwierdziło CICERO Green, będące uznanym na arenie międzynarodowej wiodącym dostawcą opinii niezależnego eksperta (ang. *second party opinion*), wystawiając opinię CICERO Shades of Green.

Zgodnie z treścią opinii projekt uzyskał ocenę Medium Green. W momencie wydawania opinii CICERO Green stanęło przed trudnym zadaniem oceny „zieloności” projektu nuklearnego, co od lat budziło kontrowersje na arenie międzynarodowej. Dla przykładu, w momencie wydawania opinii na poziomie UE nie było jeszcze regulacji ani konsensusu co do klasyfikacji projektów nuklearnych w ramach Taksonomii UE.

### Rysunek 1.

#### Skala ocen stosowana przez CICERO Green na potrzeby oceny zieloności projektu

CICERO Shades of Green	Examples
 <p><b>Dark green</b> is allocated to project and solutions that correspond to the long-term vision of a low carbon and climate resilient future. Fossil-fueled technologies that in a long-term emissions do not qualify for financing. Ideally, exposure to transitional and physical climate risk is considered or mitigated.</p>	 <p>Wind energy projects with a strong governance structure that integrates environmental concerns</p>
 <p><b>Medium green</b> is allocated to project and solutions that represent steps towards the long-term vision, but are not quite there yet. Fossil-fueled technologies that in a long-term emissions do not qualify for financing. Physical and transition climate risks might be considered.</p>	 <p>Bridging technologies such as plug-in hybrid buses</p>
 <p><b>Light green</b> is allocated to project and solutions that are climate friendly but do not represent to contribute to the long-term vision. These represent necessary and potentially significant short-term GHG emission reductions, but need to be managed to avoid extension of equipment lifetime that can lock-in fossil fuel elements. Projects may be exposed to the physical and transitional climate risk without appropriate strategies in place to protect them.</p>	 <p>Efficiency investments for fossil fuel technologies where clean alternatives are not available</p>

Źródło: <https://www.brucepower.com/wp-content/uploads/2021/11/Second-Opinion-Bruce-Power-16July2021final.pdf>

<sup>10</sup> <https://www.brucepower.com/about-us/>

<sup>11</sup> <https://www.reuters.com/nuclear/bruce-power-bond-success-good-news-nuclear>

<sup>12</sup> <https://www.brucepower.com/wp-content/uploads/2021/11/Bruce-Power-Green-Financing-Framework-Final.pdf>

<sup>13</sup> <https://www.brucepower.com/green-financing-framework/>

<sup>14</sup> [https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles\\_June-2022-280622.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles_June-2022-280622.pdf)

<sup>15</sup> <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Sustainable-Finance-High-Level-Definitions-May-2020-051020.pdf>



W swojej ocenie CICERO Green zwrócił uwagę na ryzyka związane z działalnością elektrowni jądrowych, takie jak odpady radioaktywne, możliwość użycia elektrowni jądrowej jako broni masowego rażenia czy możliwość wystąpienia szkodliwego promieniowania z niszczycielskimi konsekwencjami dla środowiska. Równocześnie zauważył, że produkcja energii z atomu może zmniejszyć emisję dwutlenku węgla przez wyparcie wytwarzających energię jednostek węglowych i równocześnie przyczynić się do osiągnięcia celów redukcyjnych zapisanych w Porozumieniu paryskim. Oceniając projekt realizowany przez Bruce Power, CICERO Green przywołał treść opinii Joint Research Centre, wystawionej na potrzeby oceny inwestycji nuklearnych w świetle kryteriów klasyfikacji inwestycji zrównoważonych środowiskowo w ramach Taksonomii UE. Zgodnie z tą opinią: *Można stwierdzić, że wszystkim potencjalnie szkodliwym skutkom różnych faz cyklu życia energii jądrowej na zdrowie ludzkie i środowisko można należycie zapobiegać lub ich uniknąć. Produkcja energii elektrycznej w oparciu o energię jądrową i związane z nią działania w całym jądrowym cyklu paliwowym (np. wydobycie uranu, produkcja paliwa jądrowego itp.) nie stanowią znaczącej szkody dla żadnego z celów TEG, pod warunkiem, że wszystkie określone rodzaje działalności przemysłowej spełniają Technical Screening Criteria.*

Śladem Bruce Power idzie europejskie EDF – spółka energetyczna prowadząca działalność w zakresie wytwarzania energii elektrycznej, której większościowym udziałem

jest francuskie państwo. W opracowanej na potrzeby emisji zielonych obligacji zgodnych ze standardem GBP ICMA, w Green Bond Framework EDF<sup>16</sup>, przewidziano możliwość finansowania elektrowni nuklearnych środkami pozyskanymi z emisji zielonych emisji. Ze względu na to, że niektórzy inwestorzy w swoich politykach inwestycyjnych wykluczają możliwość finansowania projektów nuklearnych, EDF zobowiązało się do oddzielenia środków pozyskanych z emisji zielonych obligacji nuklearnych od środków pozyskanych z emisji zielonych obligacji, w celu zapewnienia pełnej transparentności. W odróżnieniu od emisji Bruce Power dokument został przygotowany już w momencie, w którym dostępny był finalny projekt regulacji unijnej dotyczącej klasyfikacji inwestycji nuklearnych w ramach Taksonomii UE (choć przed jej publikacją i wejściem w życie). Projekty różni również fakt, że w ramach zielonych obligacji nuklearnych EDF środki mogą zostać przeznaczone nie tylko na modernizację, ale również na budowę nowych reaktorów atomowych we Francji (na co zostanie przeznaczone większość pozyskanych środków) oraz badania. Podobnie jak w przypadku Bruce Power, opinia niezależnego eksperta została wystawiona przez CICERO Green, a projekt uzyskał ocenę *Medium Green*<sup>17</sup>. W ramach oceny projekt sprawdzono również pod kątem zgodności z Taksonomią UE. Został on zaklasyfikowany jako „prawdopodobnie” (ang. *likely*) zgodny z Taksonomią UE. Użycie słowa „prawdopodobnie” było wynikiem konieczności pozyskania dodatkowych informacji, które mają być uzupełniane przez EDF w raportach rocznych.

## Zielone standardy kredytów i obligacji

Aktualnie w Polsce brak jest powszechnie obowiązujących regulacji prawnych definiujących zielone obligacje i zielone kredyty oraz ustanawiających specyficzne wymogi co do treści dokumentacji tych instrumentów. Uczestnicy rynku bazują więc na międzynarodowych standardach stworzonych w oparciu o najlepsze praktyki rynkowe czy (rzadziej) uznanych na rynku precedensach. W przypadku rynku polskiego najbardziej popularnym standardem zielonych obligacji jest *Green Bond Principles* (GBP) stworzony przez *International Capital Market Association* (ICMA). Na rynku europejskim popularnością cieszy się również standard *Climate Bonds* (CB, obligacja klimatyczna) *Climate Bonds Initiative* (CBI), który może być stosowany również do kredytów. Standardem dedykowanym kredytom jest *Green Loan Principles* stworzony przez m.in. *Loan Market Association*. Aktualnie na poziomie Unii Europejskiej toczą się prace nad rozporządzeniem w sprawie standardu europejskiej

skiej zielonej obligacji, wprowadzającym oznakowanie *European Green Bond* (EGB, Europejska Zielona Obligacja). Celem, który przyświecał tworzącym standard, było zniesienie barier przepływu kapitału poprzez m.in. ujednoczenie rozumienia pojęcia zielonych obligacji na poziomie UE. Oznakowanie to będzie dostępne na zasadzie dobrowolności dla wszystkich emitentów zarejestrowanych w UE i poza jej granicami, którzy będą stosować się do wymogów określonych w tym rozporządzeniu. Oznacza to, że EGB będzie współlistniał z innymi standardami dostępnymi na rynku. Standard ten stanowi mieszkankę elementów standardu zielonej obligacji zgodnej ze standardem GBP ICMA oraz obligacji klimatycznej CBI. Standard EGB nie dotyczy kredytów. W chwili sporządzenia niniejszego artykułu ostateczny tekst rozporządzenia wprowadzającego standard Europejskiej Zielonej Obligacji nie został jeszcze opublikowany i jest przedmiotem prac UE<sup>18</sup>.

<sup>16</sup> <https://www.edf.fr/sites/groupe/files/2023-01/edf-updated-green-bond-framework-investor-pack-2022-07-12-v2.pdf>

<sup>17</sup> <https://www.edf.fr/sites/groupe/files/2022-07/edf-second-opinion-cicero-2022-07-09.pdf>

<sup>18</sup> Opis standardu Europejskiej Zielonej Obligacji zawarty w niniejszym artykule bazuje na projekcie rozporządzenia w sprawie europejskich zielonych obligacji dostępnym pod adresem: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021PC0391>

Niezależnie od tego, czy mamy do czynienia z zielonym kredytem, czy obligacją i jaki standard zostanie wybrany, zielone kredyty i obligacje od instrumentów klasycznych wyróżnia kilka charakterystycznych elementów opisanych poniżej. Należy jednak zaznaczyć, że między funkcjonującymi na rynku standardami istnieją różnice, w szczególności w zakresie tego, który z elementów jest elementem obowiązkowym i w jakim zakresie można go modyfikować. Informacje wymagane zgodnie ze standardami opisane są często w odrębnym od odpowiednio warunków emisji obligacji (WEO) albo umowy kredytu dokumencie zwanym ramami (ang. *framework*), do których następnie odnoszą się postanowienia odpowiednio WEO albo umowy kredytu. Ramy mogą dotyczyć pojedynczej emisji/jednego kredytu lub, częściej, większej ilości finansowań. W przypadku niektórych standardów opisanych powyżej sporządzenie odrębnego dokumentu zawierającego podsumowanie elementów wymaganych dla spełnienia standardu może być obowiązkowe.

### 1. Obowiązek przeznaczenia środków na finansowanie lub refinansowanie zielonego projektu

W odróżnieniu od innego typu dłużnych instrumentów finansowych realizujących cele ESG formuła zielonych obligacji i kredytów zakłada, że emitent zobowiązany jest przeznaczyć środki z obligacji na finansowanie lub refinansowanie zielonego projektu. To, czy dany projekt jest zielony, ocenia się w oparciu o kryteria, do których referuje dany standard, np. w przypadku Europejskiej Zielonej Obligacji kryteria opisane są w Taksonomii UE, a w przypadku standardu obligacji klimatycznej CBI – w Climate Bonds Taxonomy CBI. W celu zapewnienia, że emitent nie przeznaczy środków z emisji obligacji na cel inny niż zielony, opisany w dokumentacji obligacji, do konstrukcji obligacji wprowadza się cel emisji w rozumieniu ustawy o obligacjach. Przeznaczenie środków niezgodnie z celem emisji wiąże się z odpowiedzialnością karną. W przypadku zielonych obligacji i kredytów elementem wspólnym jest wprowadzenie do dokumentacji kontraktowego zobowiązania do przeznaczenia pozyskanych środków na zielony cel. Naruszenie zobowiązania skutkuje obowiązkiem spłaty kredytu lub obligacji przed terminem wskazanym w dokumentacji. W praktyce emitent lub kredytobiorca decyduje się na opisanie w dokumentacji ogólnych kategorii zielonych projektów do sfinansowania. W takiej sytuacji w dokumentacji opisuje się również mechanizm kwalifikacji konkretnych projektów pod te ogólne kategorie (np. ustanawiany jest wewnętrzny komitet, który ma decydować, jakie konkretnie projekty kwalifikujące się do ogólnej kategorii mogą być finansowane). Standardy wymagają również, by emitent/kredytobiorca uzasadnił, dlaczego finansowany będzie ten konkretny projekt i jak wpisuje się on w realizację celów klimatycznych. W niektórych standardach

możliwe jest przeznaczenie na finansowanie/refinansowanie zielonego celu wpływów netto tzn. środków pozyskanych z emisji obligacji/kredytu pomniejszonych o koszty związane z organizacją emisji/kredytu (np. koszty opinii, o których mowa poniżej). W tym miejscu trzeba zaznaczyć, że na dzień sporządzenia niniejszego artykułu projekt budowy elektrowni nuklearnej nie może zostać sfinansowany ze środków pozyskanych z emisji obligacji klimatycznej (zgodnie z Climate Bonds Taxonomy), przy czym Standard Board CBI może podjąć odmienną decyzję w tym zakresie<sup>19</sup>.

### 2. Uzyskanie niezależnej opinii zewnętrznej lub certyfikatu

Zarówno w związku z emisją zielonych obligacji nuklearnych Bruce Power, jak i EDF, przed emisją została wydana niezależna opinia zewnętrzna (ang. *second party opinion*) wystawiona przez CICERO Green. Ocenie podlegały ramy obligacji, w których zawarto opis finansowanego zielonego projektu i inne elementy wymagane zgodnie ze standardem zielonej obligacji GBP ICMA. Przedmiotem tej opinii jest ocena samego projektu oraz zgodności obligacji lub kredytu z wybranym przez emitenta lub kredytobiorcę standardem. Zazwyczaj jest wydawana przed emisją lub pociągnięciem kredytu. W ramach niektórych standardów uzyskanie opinii/certyfikacji może być obowiązkowe. Tak będzie w przypadku standardu Europejskiej Zielonej Obligacji, gdzie taka opinia będzie musiała zostać wydana przez podmiot spełniający kryteria opisane w rozporządzeniu ustanawiającym standard Europejskiej Zielonej Obligacji oraz zarejestrowany w ESMA (niezależny organ nadzorczy UE, którego celem jest poprawa ochrony inwestorów oraz promowanie stabilnych i sprawnych rynków finansowych). W przypadku *Climate Bonds Initiative* wydawane są certyfikaty o określonej dacie ważności przez podmioty widniejące na liście *Approved Verifiers*. W przypadku standardu GBP ICMA i GLP LMA uzyskanie takiej opinii nie jest obowiązkowe, lecz decyduje się na to wielu emitentów/kredytobiorców. W przypadku emisji zielonych obligacji opartych na standardzie GBP ICMA na rynku polskim praktycznie każdej emisji towarzyszyła niezależna opinia zewnętrzna. Podstawowym argumentem przemawiającym za uzyskaniem opinii wydaje się być przeniesienie odpowiedzialności za ocenę zieloności finansowanego projektu oraz zgodności obligacji/kredytu ze standardem na wyspecjalizowany niezależny podmiot trzeci, co pomaga zarówno emitentom, jak i inwestorom uchronić się przed zarzutem *greenwashingu*.

### 3. Zarządzanie środkami pozyskanymi z obligacji lub kredytu

Z uwagi na fakt, że kluczowym elementem zielonej obligacji i zielonego kredytu jest przeznaczenie środków na

<sup>19</sup> <https://www.climatebonds.net/resources/understanding/faqs>

konkretny „zielony” cel, inwestorzy muszą mieć możliwość weryfikacji przeznaczenia już wydatkowanych środków. Dlatego też środki pozyskane z instrumentu dłużnego zostają oddzielone od innych środków spółki, co zapewnia możliwość monitorowania ich wydatkowania.

#### 4. Raportowanie wykorzystania środków pozyskanych z obligacji lub kredytu

Środki pozyskane z emisji lub kredytu muszą być wydatkowane w sposób transparentny dla podmiotów zapewniających finansowanie. Dlatego dłużnik jest zobowiązany do okresowego raportowania wykorzystania środków. Emitenci/kredytobiorcy zobowiązani są do sporządzania i udostępniania cyklicznie sprawozdania z alokacji środków, aż do chwili pełnego wykorzystania środków z danego instrumentu. W przypadku niektórych standardów istnieje obowiązek dodatkowego sporządzenia raportu wpływu (ang. *impact*), w którym ocenia się spodziewany lub faktyczny wpływ realizowanego projektu

na środowisko, lub raportów kwalifikowalności (ang. *eligibility*), potwierdzających spełnienie przez finansowane projekty kryteriów zielonego projektu w trakcie życia instrumentu dłużnego.

#### 5. Weryfikacja raportów

Podobnie jak w przypadku niezależnej opinii zewnętrznej weryfikacja raportów przez podmiot trzeci pozwala przeciwdziałać nadużyciom ze strony emitenta/kredytobiorcy. Jest to uzasadnione, gdyż sporządzającym raport z alokacji jest sam zainteresowany emitent/kredytobiorca. W zależności od standardu, weryfikacja może być obowiązkowa lub nie, a sam podmiot weryfikujący musi spełniać określone kryteria. Punktem stycznym wszystkich standardów jest to, że podobnie jak w przypadku podmiotu wydającego *second party opinion* podmiot weryfikujący raporty musi spełniać kryterium niezależności.

## Rola Taksonomii UE w finansowaniu zielonej transformacji

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje (Taksonomia UE) stanowi przygotowany przez ekspertów unijny system klasyfikacji działalności zrównoważonej środowiskowo<sup>20</sup>. Pomaga odpowiedzieć na pytanie, jaką inwestycję można uznać za zrównoważoną środowiskowo. Celem tego oraz innych aktów unijnych z zakresu zrównoważonych finansów jest m.in. zmobilizowanie prywatnego kapitału do transformacji europejskiej gospodarki w zeroemisyjną gospodarkę zrównoważoną zgodnie z założeniami Europejskiego Zielonego Ładu.

Z perspektywy rynku długu Taksonomia UE stanowi narzędzie pomagające uczestnikom rynku ujednoczyć rozumienie zielonego projektu. Jest ona narzędziem wspierającym inwestorów w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, szczególnie przy ocenie niebezpieczeństwa *greenwashingu*. Należy jednak zaznaczyć, że aktualnie żaden przepis na poziomie UE nie nakłada na uczestników obowiązku, by inwestycja finansowana środkami z zielonych obligacji/kredytu zgodnych ze standardami rynkowymi opisanymi wyżej była zgodna z Taksonomią UE. Jedynie Europejski Standard Zielonej Obligacji nakłada na emitentów obowiązek przeznaczenia środków pozyskanych z emisji Europejskiej Zielonej Obligacji na cele zgodne z Taksonomią UE. W praktyce obserwuje się, że inwestorzy oczekują informacji o zgodności finansowanego zielonego projektu z Taksonomią UE, w związku z czym element ten pojawia się w dokumentacji.

Zgodnie z brzmieniem Zielonej Taksonomii UE „zrównoważona środowiskowo inwestycja” to inwestycja, która:

- wnosi istotny wkład w realizację co najmniej jednego z celów środowiskowych określonych w Taksonomii UE
- nie wyrządza tym celom poważnych szkód (ang. *do not significant harm*, DNSH)
- jest prowadzona zgodnie z minimalnymi gwarancjami opisanymi w rozporządzeniu
- spełnia techniczne kryteria kwalifikacji, które zostały ustanowione przez Komisję (o ile takie kryteria zostały stworzone).

<sup>20</sup> Aktualnie toczą się prace nad opracowaniem analogicznej klasyfikacji dla inwestycji zrównoważonych społecznie.



## Rysunek 2. Sześć celów klimatycznych zgodnie z Taksonomią UE

- |   |  |
|---|--|
| <p><b>1.</b> Łagodzenie zmian klimatu</p> <p><b>2.</b> Adaptacja do zmian klimatu</p> <p><b>3.</b> Zrównoważone użytkowanie i ochrona zasobów wodnych</p> | <p><b>4.</b> Przejście na gospodarkę o obiegu zamkniętym</p> <p><b>5.</b> Zapobieganie zanieczyszczeniu i jego kontrola</p> <p><b>6.</b> Ochrona i odbudowa bioróżnorodności i ekosystemów</p> |
|---|--|

Z uwagi na dość ogólne określenie w Taksonomii UE celów środowiskowych zasady istotnego wkładu w realizację tych celów oraz zasady niewyrządzania poważnych szkód, ich znaczenie sprecyzowane jest w Rozporządzeniu delegowanym Komisji 2021/2139 z dnia 4 czerwca 2021 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 poprzez ustanowienie technicznych kryteriów kwalifikacji służących określeniu warunków, na jakich dana działalność gospodarcza kwalifikuje się jako wnosząca istotny wkład w łagodzenie zmian klimatu lub w adaptację do zmian klimatu, a także określeniu, czy ta działalność gospodarcza nie wyrządza poważnych szkód względem żadnego z pozostałych celów środowiskowych. Techniczne kryteria kwalifikacji określone w tym rozporządzeniu delegowanym obejmują

szereg sektorów gospodarki i rodzajów działalności, które mogą wnieść wkład w realizację unijnych celów łagodzenia zmian klimatu i adaptacji do zmian klimatu. Na ten moment przyjęto akt delegowany dla dwóch pierwszych celów środowiskowych – łagodzenia zmian klimatu i adaptacji do zmian klimatu<sup>21</sup>, zaś akt dotyczący pozostałych 4 celów środowiskowych jest przedmiotem prac w Unii. Ponadto wspomniane wyżej rozporządzenie w swoim pierwotnym brzmieniu nie zawierało technicznych kryteriów kwalifikacji dotyczących działalności gospodarczej w sektorach gazu ziemnego i energii jądrowej pomimo ważnej roli tej działalności w przyczynianiu się do obniżenia emisyjności gospodarki Unii i realizacji celów klimatycznych UE.

## Klasyfikacja projektów nuklearnych w ramach Taksonomii UE

Należy odpowiedzieć na pytanie, czy projekt budowy elektrowni jądrowej jest inwestycją zrównoważoną środowiskowo w świetle Taksonomii UE. Odpowiedź brzmi: tak, jeżeli finansowany projekt spełnia techniczne kryteria kwalifikacji. Przez lata było to przedmiotem debaty i ścierania się odmiennych stanowisk na unijnej arenie politycznej. Pomimo że atom jest uważany za zeroemisyjne źródło energii, dyskusyjne było, czy nie wyrządza poważnych szkód innym celom środowiskowym.

Ostatecznie na mocy rozporządzenia delegowanego Komisji 2022/1214 z dnia 9 marca 2022 r. zmieniającego rozporządzenie delegowane (UE) 2021/2139 w odniesieniu do działalności gospodarczej w niektórych sektorach energetycznych oraz rozporządzenie delegowane (UE) 2021/2178 w odniesieniu do publicznego ujawniania szczególnych informacji w odniesieniu do tych rodzajów działalności gospodarczej uznano, że działalność gospodarcza związana z energią jądrową jest działalnością gospodarczą na rzecz przejścia w rozumieniu art. 10 ust. 2 Taksonomii UE i jeżeli spełni techniczne kryteria

kwalifikacji przewidziane w tym rozporządzeniu oraz będzie prowadzona zgodnie z minimalnymi wymogami opisanymi w Taksonomii UE, jest inwestycją zrównoważoną środowiskowo w rozumieniu Taksonomii UE. Przez „działalność gospodarczą na rzecz przejścia” rozumie się działalność gospodarczą, dla której nie istnieją alternatywne niskoemisyjne rozwiązania wykonalne pod względem technologicznym i ekonomicznym. Działalność taką określa się jako wnoszącą istotny wkład w łagodzenie zmian klimatu, a więc realizującą pierwszy z celów środowiskowych opisanych w Taksonomii UE, jeżeli wspomaga ona przejście do gospodarki neutralnej dla klimatu zgodnie ze ścieżką prowadzącą do ograniczenia wzrostu temperatury do 1,5°C powyżej poziomów sprzed epoki przemysłowej.

W motywach do rozporządzenia delegowanego Komisji 2022/1214 napisano: *W przeglądzie naukowym przeprowadzonym przez ekspertów stwierdzono, że techniczne kryteria kwalifikacji w odniesieniu do działalności gospodarczej związanej z energią jądrową powinny zapewniać,*

<sup>21</sup> ROZPORZĄDZENIE DELEGOWANE KOMISJI (UE) 2021/2139 z dnia 4 czerwca 2021 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 poprzez ustanowienie technicznych kryteriów kwalifikacji służących określeniu warunków, na jakich dana działalność gospodarcza kwalifikuje się jako wnosząca istotny wkład w łagodzenie zmian klimatu lub w adaptację do zmian klimatu, a także określeniu, czy ta działalność gospodarcza nie wyrządza poważnych szkód względem żadnego z pozostałych celów środowiskowych.

aby nie wyrządzano poważnych szkód innym celom środowiskowym ze względu na potencjalne ryzyko wynikające z długoterminowego i trwałego składowania odpadów jądrowych. Te techniczne kryteria kwalifikacji powinny zatem odzwierciedlać najwyższe normy bezpieczeństwa jądrowego, ochrony radiologicznej i gospodarowania odpadami promieniotwórczymi, oparte na wymogach określonych w Traktacie ustanawiającym Europejską Wspólnotę Energii Atomowej i w prawodawstwie przyjętym na mocy tego traktatu, w szczególności w dyrektywie Rady 2009/71/Euratom.

Działaniem związanym z energią atomową, dla których opracowano techniczne kryteria klasyfikacji opisane w aneksie do rozporządzenia delegowanego 2022/1214, jest m.in. budowa i bezpieczna eksploatacja nowych elektrowni jądrowych do wytwarzania energii elektrycznej lub ciepła, w tym do produkcji wodoru, z wykorzystaniem najlepszych dostępnych technologii. Analizując te techniczne kryteria, należy zwrócić w szczególności uwagę na następujące aspekty:

- elektrownie muszą być budowane w oparciu o najlepsze dostępne technologie, przez które rozumie się technologie w pełni zgodne z wymogami dyrektywy 2009/71/Euratom i w pełni zgodne z najnowszymi parametrami technicznymi norm MAEA oraz celami

## Podsumowanie

Atom to zeroemisyjne źródło energii, które pomoże Polsce w osiągnięciu długoterminowych celów klimatycznych, niezależności energetycznej i bezpieczeństwa oraz pozwoli na dalszy rozwój polskiej gospodarki. Większość obecnie funkcjonujących na świecie elektrowni atomowych została sfinansowana i zbudowana w warunkach silnie regulowanego rynku energii. Zapewniał on, że wyprodukowana w elektrowni energia zostanie zakupiona po cenie wystarczająco wysokiej, by inwestycja była rentowna i przyniosła zadowalającą stopę zwrotu. Ponadto w procesie finansowania i budowy aktywną rolę odgrywało państwo, które albo samodzielnie podejmowało się realizacji takich projektów, finansując ją ze środków publicznych, lub wspierało podmiot realizujący inwestycję przez wzięcie na siebie części ryzyka z nią związanego. Od tego czasu rynek energii został w znacznym stopniu zderegulowany i stał się rynkiem konkurencyjnym. Nowe elektrownie atomowe powstają w odmiennych warunkach, co wpływa na poziom ryzyka dla inwestorów, a tym samym koszt finansowania. Tylko zapewnienie konkurencyjnej metody finansowania pozwoli zlikwidować bariery dla ekspansji technologii nuklearnej. Możliwość klasyfikacji projektów atomowych jako inwestycji zrównoważonych środowiskowo jest jednym z elementów tej

i poziomami referencyjnymi WENRA w zakresie bezpieczeństwa (przyczyniając się do zwiększenia odporności i gotowości nowych oraz istniejących elektrowni jądrowych do radzenia sobie ze skrajnymi zagrożeniami naturalnymi, w tym powodziami i ekstremalnymi warunkami pogodowymi)

- pozwolenie na budowę musi zostać uzyskane do 2045 r.
- od 2025 r. w elektrowni musi być wykorzystywane paliwo odporne na niekorzystne warunki
- odpady promieniotwórcze są składowane w państwie członkowskim, w którym zostały wytworzone, chyba że istnieje porozumienie między danym państwem członkowskim a państwem członkowskim przeznaczenia, zgodnie z dyrektywą 2011/70/Euratom
- poziom emisji gazów cieplarnianych w cyklu życia w wyniku wytwarzania energii elektrycznej z energii jądrowej wynosi poniżej progu 100 g ekwiwalentu CO<sub>2</sub>/kWh
- szereg wymogów musi spełnić państwo, w którym elektrownia ma być wybudowana.

Nie każda inwestycja w projekt nuklearny jest więc inwestycją zrównoważoną środowiskowo w rozumieniu Taksonomii UE. Z tego powodu ważne jest, by przy strukturyzowaniu projektu zapewnić, by projekt spełniał kryteria techniczne klasyfikacji określone w rozporządzeniu delegowanym.

konkurencyjnej metody. Dla potencjalnego dłużnika wiąże się z dostępem do szerszego grona podmiotów finansujących oraz możliwością skorzystania z efektu greenium, czyli niższego oprocentowania długu (który to efekt występuje na niektórych rynkach), czy poprawy wizerunku. Z kolei z perspektywy podmiotu finansującego umożliwia realizację założonej strategii inwestycyjnej, szczególnie w zakresie udziału zielonych aktywów w portfelu. Powyższa uwaga pozostaje szczególnie aktualna w tym kluczowym dla polskiej energetyki momencie – momencie wyboru formuły finansowania planowanej budowy elektrowni jądrowych. Zielone finansowanie nuklearne to szansa nie tylko dla samych projektów, ale również dla polskiego zielonego rynku finansowego, w tym rynku długu.







dr Piotr Arak

Polski Instytut Ekonomiczny

European Roundtable on Climate Change and Sustainable Transition (ERCST)

## CZY INWESTOWANIE W BRONŃ MOŻE BYĆ ETYCZNE?

Zapytaj znajomych: czy uważają, że produkcja broni jest działalnością odpowiedzialną społecznie i realizującą zasady zrównoważonego rozwoju? Prawdopodobnie odpowiedzą, że nie, bo wiąże się ona z negatywnymi skutkami dla ludzi i planety, takimi jak wojna i zniszczenia. Ale potem zadaj tym samym osobom następujące pytanie: czy Polska, Ukraina i Europa oraz pozostałe kontynenty potrzebują skutecznej armii, aby zachować wolność, pokój i demokrację? Tym razem bez wątplenia wygra odpowiedź twierdząca. Przez wiele lat pokutowało przekonanie, że firmy produkujące broń nie powinny być wspierane przez kapitał z funduszy ze strategią ESG. Dzisiaj warto nad tym się zastanowić, bo nie możemy rozbrajać wschodniej flanki NATO, a wojsko, tak samo jak jest w stanie siać zniszczenie, tak może przynosić wolność narodom.

Dwa lata temu szwedzki bank SEB przyjął nową politykę zrównoważonego rozwoju, która wykluczyła akcje firm produkujących broń z jego portfeli inwestycyjnych. Grupa dokonała jednak szybko zwrotu – od kwietnia

2022 r. sześć funduszy będzie mogło inwestować w sektor obronny. SEB w styczniu 2022 r. rozpoczął przegląd swojego stanowiska w wyniku „poważnej sytuacji w zakresie bezpieczeństwa i rosnących napięć geopolitycznych w ostatnich miesiącach”<sup>1</sup>, których kulminacją była rosyjska inwazja na Ukrainę. Bank, jeden z największych w Skandynawii, nie był wyjątkiem w unikaniu przemysłu zbrojeniowego. Od lat inwestorzy i instytucje finansowe wycofują się z sektora obronnego w obawie przed kontrowersjami wokół handlu bronią i tego, jaki to może mieć wpływ na środowisko, społeczeństwo czy prawa człowieka. W wielu dokumentach przedemisyjnych zielonych obligacji można znaleźć zapisy, w których emitenci zobowiązują się, że uzyskane w ten sposób pieniądze nie będą wykorzystane m.in. „do finansowania żadnego projektu służącego do wydobywania, magazynowania, logistyki, transportu lub produkcji energii jądrowej, paliw kopalnych, **broni/amunicji**, alkoholu i tytoniu, gier hazardowych/kasyn ani żadnych innych produktów zakazanych na całym świecie”. W ten sposób kierunek do zaprzestania finansowania zbrojeń został wyznaczony.

### Ryzyka tworzone przez przemysł zbrojeniowy

Według danych Morningstar zaledwie 2% funduszy ESG w 2021 r. miało akcje spółek z branży lotniczej i obronnej w Ameryce Północnej i Europie<sup>2</sup>. Nawet wśród funduszy, które posiadają te akcje, ich średnie wagi w portfelu są w większości przypadków mniejsze niż 1%. Fundusze ESG w Europie będą musiały zacząć publicznie ujawniać swoje inwestycje w firmy związane z niektórymi rodzajami broni. Przemysł zbrojeniowy może być uznawany za niezgodny z wytycznymi ESG z dość racjonalnych powodów, ponieważ tworzy on szereg ryzyk<sup>3</sup>:

**Ryzyka środowiskowe.** Przemysł zbrojeniowy jest znany ze znaczącego zużycia surowców naturalnych, energii i wody w procesie produkcji broni i sprzętu wojskowego. Ponadto produkcja broni często wiąże się z emisją

toksycznych substancji chemicznych i gazów cieplarnianych. Wydobycie surowców, takich jak metale czy paliwa, może również przyczyniać się do degradacji środowiska i zanieczyszczenia.

**Ryzyka społeczne.** Przemysł zbrojeniowy może mieć negatywny wpływ na społeczność na kilka sposobów. Wielkie nakłady finansowe na rozwój broni mogą prowadzić do niewłaściwego alokowania zasobów, które mogłyby być wykorzystane w celu zaspokojenia podstawowych potrzeb społeczności, takich jak opieka zdrowotna, edukacja czy infrastruktura. Ponadto, zbyt duże uzależnienie od przemysłu zbrojeniowego może prowadzić do eskalacji konfliktów zbrojnych i przyczyniać się do destabilizacji regionów.

<sup>1</sup> P. Hollinger, Ukraine war prompts investor rethink of ESG and the defence sector, Financial Times, 9.03.2022, <https://www.ft.com/content/c4d4fe6a-2c95-4352-ab88-c4e3cdb60bba> [dostęp: 22.05.2023].

<sup>2</sup> E. Liu, ESG Funds Usually Avoid Aerospace and Defense Stocks. How That Might Change, Barron's, 24.06.2021, <https://www.barrons.com/articles/esg-funds-aerospace-defense-stocks-51627063529> [dostęp: 22.05.2023].

<sup>3</sup> S. Bahl, Defence Stocks and ESG, Newton, 9.08.2022, <https://www.newtonim.com/uk-igps/insights/blog/defence-stocks-and-esg-2/> [dostęp: 22.05.2023].

**Ryzyka zarządcze.** Przemysł zbrojeniowy często działa w sposób mało przejrzysty i może wykazywać brak odpowiedzialności korporacyjnej. Niektóre firmy zbrojeniowe były oskarżane o łamanie praw człowieka, korupcję i nielegalny handel bronią. Dodatkowo, niektóre kraje zbrojące się mogą być objęte embargiem na eksport broni z powodu naruszeń praw człowieka lub zagrożeń dla pokoju i bezpieczeństwa międzynarodowego.

## ESG i wojna

Istnieje wiele studiów przypadków, które podkreślają integrację wartości inwestycji ESG i zielonego finansowania w strefach konfliktów. Przykładami mogą tu być: program zrównoważonego rozwoju w Afganistanie<sup>5</sup>, mikrofinansowanie dla kobiet-przedsiębiorców w Sudanie Południowym<sup>6</sup>, projekty dostępu do czystej wody w Syrii<sup>7</sup>, inicjatywy gospodarowania odpadami w Jemenie<sup>8</sup>, zrównoważony rozwój turystyki w Kolumbii<sup>9</sup>, wdrażanie energii odnawialnej w Demokratycznej Republice Konga<sup>10</sup>, ochrona różnorodności biologicznej w Mjanmie<sup>11</sup>, zmniejszanie ryzyka klęsk żywiołowych w Etiopii<sup>12</sup> czy zrównoważony rozwój infrastruktury w Iraku<sup>13</sup>.

## Ograniczenia w finansowaniu dla branży zbrojeniowej

Po pierwsze, wykluczanie branży obronnej stopniowo ogranicza ich dostęp do rynków kapitałowych i odciąga europejskich inwestorów na rzecz inwestorów zagranicznych. Jest to szczególnie dotkliwe dla firm małych i średniej wielkości, które, mając prywatnych właścicieli lub udziałowców większościowych, potrzebują zewnętrznego finansowania. Firmy obronne ostrzegają, że etykieta oparta na ESG może ograniczyć ich dostęp do kapitału. Przywoływały przykłady banków w Niemczech, Belgii, Holandii, Szwecji i Finlandii, które zrywały kontakty z firmami generującymi zaledwie 5-10% przychodów z działalności zbrojeniowej<sup>14</sup>.

W rezultacie te czynniki mogą skłaniać inwestorów i instytucje finansowe, które kierują się zasadami ESG, do wykluczenia firm zbrojeniowych z ich portfeli inwestycyjnych. Przemysł zbrojeniowy jest bowiem często uważany za sektor, który nie tylko nie przyczynia się w istotny sposób do rozwoju społecznego i środowiskowego, ale może zagrażać stabilności i bezpieczeństwu globalnemu<sup>4</sup>.

Czy to samo można powiedzieć o firmach zbrojeniowych i ich działalności? Czy pokój i zrównoważony rozwój nie idą w parze? Z jednej strony, pod presją rosnących napięć geopolitycznych, a w szczególności wojny w Ukrainie, Europa podejmuje się wzmocnienia swoich zdolności obronnych i suwerenności. Z drugiej jednak strony ma tendencję do osłabiania swoich firm w tym sektorze, nie włączając ich spontanicznie w zakres zrównoważonego finansowania. Z pewnością nie należy lekceważyć zakresu i skutków tego wykluczenia – już teraz ma ono znaczące konsekwencje dla europejskich przedsiębiorstw obronnych.

Po drugie, zjawiska te negatywnie wpływają na wycenę tych spółek w porównaniu z ich anglosaskimi lub azjatyckimi odpowiednikami, co osłabia je i utrudnia ich rozwój w perspektywie długoterminowej.

Wreszcie, symboliczny wpływ tego wyrugowania zaawansowanych technologicznie, przyszłościowych działań, którymi cechują się firmy z branży obronnej, zmniejsza ich atrakcyjność dla profesjonalistów. Stanowi to poważną przeszkodę w kontekście ostrej konkurencji na rynku rekrutacji (podobny problem ma branża atomowa w Europie). Jest to potrójny mechanizm, za pomocą którego, w czasie gdy wojna sieje spustoszenie na ich granicach, Europejczycy mogą jednocześnie osłabiać środki obrony i suwerenności, starając się je budować w inny sposób.

<sup>4</sup> P. Arak, Inwestowanie w grzech wzbogaca, ale nie ubogaca, Obserwator Finansowy, 15.06.2018, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/makroekonomia/trendy-gospodarcze/inwestowanie-w-grzech-poplaca/> [dostęp: 22.05.2023].

<sup>5</sup> J. McArthur, Afghanistan's lessons for the Sustainable Development Goals, Brookings, <https://www.brookings.edu/blog/future-development/2022/09/09/afghanistans-lessons-for-the-sustainable-development-goals-interview-with-naheed-sarabi/> [dostęp: 22.05.2023].

<sup>6</sup> World Bank, Female Entrepreneurs in Africa—Southern Sudanese Women Make their Mark on the Private Sector, 2011, <https://www.worldbank.org/en/news/feature/2011/05/25/female-entrepreneurs-in-africa-southern-sudanese-women-make-their-mark-on-the-private-sector> [dostęp: 22.05.2023].

<sup>7</sup> UNICEF, Water, Sanitation and Hygiene – Syria, 2018, <https://www.unicef.org/syria/water-sanitation-and-hygiene> [dostęp: 22.05.2023].

<sup>8</sup> GIZ, Country report on the solid waste management in Yemen, 2014, [https://www.retech-germany.net/fileadmin/retech/05\\_mediathek/laenderinformationen/Jemen\\_RA\\_ANG\\_WEB\\_Laenderprofile\\_sweep\\_net.pdf](https://www.retech-germany.net/fileadmin/retech/05_mediathek/laenderinformationen/Jemen_RA_ANG_WEB_Laenderprofile_sweep_net.pdf) [dostęp: 22.05.2023].

<sup>9</sup> OECD, Tourism Trends and Policies 2022: Colombia, <https://doi.org/10.1787/a8dd3019-en> [dostęp: 22.05.2023].

<sup>10</sup> World Bank, Increasing Access to Electricity in the Democratic Republic of Congo, 2020, <https://documents1.worldbank.org/curated/en/743721586836810203/pdf/Increasing-Access-to-Electricity-in-the-Democratic-Republic-of-Congo-Opportunities-and-Challenges.pdf> [dostęp: 22.05.2023].

<sup>11</sup> D. Rajesh, et al. Conserving Biodiversity in Myanmar's Upper Chindwin Basin: Community-Based Integrated Catchment Management, Stockholm Environment Institute, 2021. JSTOR, <http://www.jstor.org/stable/resrep2954>.

<sup>12</sup> OXFAM, Effectiveness Review: Disaster Risk Reduction Programming in Ethiopia's Somali Region, 2013, <https://policy-practice.oxfam.org/resources/effectiveness-review-disaster-risk-reduction-programming-in-ethiopia-somali-re-303493/> [dostęp: 22.05.2023].

<sup>13</sup> UNDP, Infrastructure projects for socio-economic development in Iraq accelerated with partnership renewal between UNDP Iraq and JICA, 2021, <https://iraq.un.org/en/164141-infrastructure-projects-socio-economic-development-iraq-accelerated-partnership-renewal> [dostęp: 22.05.2023].

<sup>14</sup> P. Hollinger, EU risks its own security by branding defence industry socially harmful, Financial Times, 1.12.2021, <https://www.ft.com/content/31933a53-c5ad-4633-826c-ade945f62207> [dostęp: 22.05.2023].

Jak doszliśmy do tej sytuacji? Można powiedzieć, że niemal przez przypadek. Rzeczywiście, żadne europejskie prawodawstwo nie zakazuje wyraźnie inwestycji w przemysł zbrojeniowy. Narzędzie klasyfikacyjne Komisji dla działań uznanych za akceptowalne, czyli taksonomia środowiskowa, nie mówi nic o tym sektorze.

Dlatego też podmioty finansowe muszą same zdecydować, czy włączyć firmy zbrojeniowe do swoich „zielonych” lub „odpowiedzialnych” portfeli. W tym celu zmuszone są polegać na słabych sygnałach wysyłanych przez Brukselę. Od kilku lat istnieją wszelkie powody, by sądzić, że prędzej czy później UE dojdzie do wniosku, że przemysł obronny i zrównoważone finanse są nie do pogodzenia.

Przykładowo, do niedawna grupa robocza odpowiedzialna za opracowanie drugiej części Taksonomii (znanej jako „taksonomia społeczna”) opowiadała się za uznaniem przemysłu obronnego za społecznie szkodliwy. To uległo zmianie, zwłaszcza że UE jednocześnie wzywa do większej autonomii strategicznej w zakresie własnych zdolności wojskowych. Zamiast tego słusznie sugeruje się, że szkodliwe etykiety powinny być zarezerwowane dla tych branż, które naruszają międzynarodowe konwencje dotyczące produkcji, używania i rozmieszczania broni.

## Czy branża zbrojeniowa może być etyczna?

Firmy zbrojeniowe uwzględniają w swoich operacjach podczas toczących się wojen różne aspekty ESG, promując odpowiedzialne praktyki i łagodząc negatywny wpływ na środowisko i społeczeństwo. Dyskusyjne oczywiście jest to, na ile to jest greenwashing, a na ile faktyczne działania (podobnie jak innych „grzesznych” sektorów, takich jak tytoń czy paliwa kopalne). Poniżej przytaczam kilka przykładów dobrych praktyk firm zbrojeniowych, które podobne są do działalności społecznie odpowiedzialnej podmiotów „cywilnych”.

**1. Odpowiedzialny eksport broni:** Airbus Defense and Space, główny wykonawca w branży obronnej, stosuje politykę odpowiedzialnego eksportu broni. Firma ocenia potencjalnych klientów na podstawie przestrzegania międzynarodowych konwencji oraz ryzyka niewłaściwego użycia broni.

**2. Przejście na energię odnawialną w operacjach obronnych:** QinetiQ, firma zajmująca się technologiami obronnymi, wykorzystywała odnawialne źródła energii do zasilania obiektów.

Był to jednak kierunek postulowany przez zasady unijnego oznakowania ekologicznego Ecolabel. Jeżeli firma uzyskiwałaby więcej niż 5% swoich przychodów ze sprzedaży sprzętu wojskowego, jej produkty nie mogłyby otrzymać zielonego certyfikatu<sup>15</sup>. Opierając się na tych ustaleniach, wielu finansistów „logicznie” doszło do wniosku, że najprostszym – niektórzy powiedzieliby, że uproszczonym – i najmniej ryzykownym wyborem jest wykluczenie obronności ze zrównoważonych funduszy.

W ten sposób, wyraźnie tego nie chcąc, nie mówiąc już o otwartej debacie i formalnej decyzji, Europa stopniowo tworzyła niekorzystną sytuację konkurencyjną dla firm, które wyposażają jej armie.

I nie jest to najmniej paradoksalny aspekt tej sprawy, ponieważ przemysł obronny jest redukowany w imię ochrony środowiska i względów moralnych, w czasie gdy wojsko może być bardzo potrzebne, aby poradzić sobie z konsekwencjami zmian klimatycznych.

Wiemy, że zmiany klimatu zwiększą konflikty na poziomie globalnym, stworzą nową dźwignię dla grup przestępczych oraz zwiększą liczbę i intensywność klęsk żywiołowych, w przypadku których w wielu przypadkach tylko siły zbrojne dysponują odpowiednimi środkami interwencji i mają możliwości zarządzania katastrofami.

**3. Zaangażowanie w rozwój społeczności lokalnych:** General Electric Aviation, główny producent silników lotniczych, angażuje się w projekty rozwoju społeczności na obszarach dotkniętych konfliktami. Firma inwestuje w edukację, opiekę zdrowotną i inicjatywy infrastrukturalne.

**4. Odpowiedzialne wykorzystanie AI:** Palantir Technologies, firma programistyczna specjalizująca się w analizie danych, wykorzystywanych m.in. na froncie w Ukrainie, opracowała wytyczne i ramy etyczne, aby zapewnić, że jej produkty i usługi są wykorzystywane zgodnie ze standardami praw człowieka i przepisami międzynarodowymi.

**5. Równość płci:** Rheinmetall AG, niemiecki producent broni, wdraża programy różnorodności i integracji, wspiera inicjatywy przywództwa kobiet i dąży do równych szans oraz reprezentacji w tradycyjnie zdominowanych przez mężczyzn dziedzinach.

**6. Odpowiedzialne pozyskiwanie minerałów:** Textron Inc., firma wielobranżowa prowadząca działalność w zakresie obronności, zapewnia bezkonfliktowe pozyskiwa-

<sup>15</sup> H. Wheelan, French MPs file motion warning EU Ecolabel proposal would penalise its defence industry, Responsible Investor, 9.12.2021, <https://www.responsible-investor.com/french-mps-file-motion-warning-eu-ecolabel-proposal-would-penalise-its-defence-industry/> [dostęp: 22.05.2023].



nie minerałów w swoim łańcuchu dostaw (głównie w Afryce). Firma aktywnie pracuje nad śledzeniem i weryfikacją pochodzenia minerałów wykorzystywanych w jej produktach, przestrzegając odpowiedzialnych praktyk wydobywczych i przyczyniając się do ograniczenia działań związanych z konfliktami.

**7. Odpowiedzialne zarządzanie łańcuchem dostaw:** BAE Systems, globalna firma obronna, realizuje odpowiedzialne praktyki w zakresie łańcucha dostaw i zamówień. Firma koncentruje się na nawiązywaniu silnych relacji partnerskich z dostawcami, którzy przestrzegają standardów etycznych, praktyk różnorodności i integracji oraz zrównoważonego zaopatrzenia. BAE Systems przeprowadza

gruntowną analizę *due diligence*, aby upewnić się, że dostawcy spełniają kryteria odpowiedzialności środowiskowej i społecznej, promując odpowiedzialne praktyki w całym łańcuchu dostaw<sup>16</sup>.

**8. Energooszczędny sprzęt wojskowy:** Saab AB, szwedzka firma zbrojeniowa, zainwestowała w zielone technologie obronne, koncentrując się na rozwoju energooszczędnego sprzętu wojskowego i redukcji emisji dwutlenku węgla.

Przywołane wyżej zróżnicowane przykłady pokazują, w jaki sposób wartości inwestycyjne ESG i zielone finansowanie mogą napędzać innowacje i zachęcać do zrównoważonych praktyk w przemyśle zbrojeniowym.

## Transatlantycka nierównowaga

Oczywiście nie wszystkie firmy obronne są sobie równe. Te, które nie przestrzegają międzynarodowych traktatów dotyczących rozwoju i sprzedaży broni lub nie opracowują odpowiednich programów antykorupcyjnych, powinny słusznie zostać wykluczone. Nie wszystkie europejskie firmy obronne automatycznie zdadzą ten test. Istnieją również uzasadnione obawy co do tego, gdzie ostatecznie trafi broń. Może zaistnieć potrzeba zaostrzenia warunków związanych ze sprzedażą broni, na przykład poprzez zintensyfikowanie monitorowania końcowego wykorzystania sprzętu.

Wojna przypomina nam jednak, że Europa nie może zapominać o zbrojeniach<sup>17</sup>. Ryzyka „reputacyjne” nadal zagrażają dostępowi europejskich firm do funduszy banków i inwestorów. Ta przeszkoda nie istnieje dla przemysłu amerykańskiego, który znajduje nadmierną przewagę w transatlantyckiej nierównowadze pod względem zbrojeń. USA wydają na ten cel więcej niż państwa europejskie, mimo że to na naszym kontynencie trwa największy od II wojny światowej konflikt lądowy.

Wydaje się, że Unia Europejska, tworząc fundusz obronny dysponujący 7 mld euro, przyjmując Strategiczny Kompas w zakresie bezpieczeństwa<sup>18</sup>, uznała potrzebę posiadania silnych zdolności obronnych oraz światowej klasy bazy przemysłowej i technologicznej. W obecnym kontekście pilne staje się konsekwentne i jednoznaczne stwierdzenie, że europejskie przedsiębiorstwa obronne będą kluczowymi graczami w budowaniu zrównoważonej przyszłości.

W ostatnich latach bardziej oczywista stała się potrzeba wdrożenia europejskiej polityki obronnej, komplementarnej do NATO, w służbie niezbędnej ambicji strategicznej autonomii Europy. Do tego jednak potrzebne są inwestycje w broń. Firmy obronne nie mogą być wykluczone z finansowania w przyszłości. Mogą dostosowywać swoją strategię i być bardziej ESG, ale Europa potrzebuje także kija, by móc realizować misję lidera transformacji energetycznej.

<sup>16</sup> BAE Systems, Annual Report 2022, [https://investors.baesystems.com/~/\\_media/Files/B/Bae-Systems-Investor-Relations-V3/PDFs/results-and-reports/results/2022/bae-ar-complete-2022.pdf](https://investors.baesystems.com/~/_media/Files/B/Bae-Systems-Investor-Relations-V3/PDFs/results-and-reports/results/2022/bae-ar-complete-2022.pdf) [dostęp: 22.05.2023].

<sup>17</sup> B. Sutherland, Defense Stocks Search for Their Place in the ESG Universe, Bloomberg, 25.03.2022, <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2022-03-25/industrial-strength-defense-stocks-search-for-their-place-in-the-esg-universe-l16s9bcq#xj4y7vzkg> [dostęp: 22.05.2023].

<sup>18</sup> Strategiczny kompas dla UE to kierunek i wspólna wizja unijnych działań w dziedzinie bezpieczeństwa i obrony w najbliższych 5-10 latach.

**dr Robert Rybski**

**Kierownik Studiów „Zrównoważone finanse – Podyplomowe Studium Prawno-Finansowe”, Uniwersytet Warszawski**

## TRENDY W ZIELONYCH FINANSACH ODSŁONIAJĄ... PRACE DYPLMOWE!

Jeszcze na początku 2022 r. w ofercie dydaktycznej Uniwersytetu Warszawskiego nie figurowały żadne studia, które dotyczyłyby problematyki zrównoważonych finansów. Ten sam problem dotyczył również i pozostałych szkół wyższych w Polsce. Tymczasem uruchomienie na Uniwersytecie Warszawskim studiów podyplomowych „Zrównoważone finanse – Podyplomowe Studium Prawno-Finansowe” przyniosło zaskakujący (pozytywnie) rezultat, który oddaje transformację na rynku pracy. Na studia zapisały się osoby z wielu branż, z różnymi spe-

cializacjami, doświadczeniem i wykształceniem, co pokazuje, jak wielu obszarów dotyczących zrównoważonych finansów i jak istotny jest to temat dla rynku pracy. Doskonale to widać w jednym momencie. Zainteresowania uczestników studium objawiają się bowiem wprost w wybieranych przez nich tematach prac dyplomowych. Ponieważ uczestnicy studiów są też praktykami, to przegląd tematów oddaje jak w soczewce aktualne trendy w zielonych finansach. Ale po kolei...

### Początki

W 2020 r. wraz z dr Anne-Marie Weber jako członkowie Zespołu badawczego ds. Prawa Ochrony Środowiska i Bioróżnorodności na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego rozpoczęliśmy prace nad uruchomieniem studiów podyplomowych poświęconych problematyce zielonych finansów. Na brak takich studiów w ofercie zwróciła uwagę pani Agnieszka, kursantka Uniwersytetu Otwartego Uniwersytetu Warszawskiego, gdy dopytywałem swoich studentów o ich pomysły na prośrodowiskowe lub proklimatyczne działania Uniwersytetu. Ten sygnał dał asumpt do rozpoczęcia prac, ale zrzędzeniem losu grupę tworzącą założenia studium po chwili wzmocniła dr Agnieszka Smoleńska z PAN, a chwilę później również i przedstawiciele Instytutu Odpowiedzialnych Finansów (Ludwik Kotecki, dr Maciej Grabowski oraz Piotr Piłat).

Brak w ofercie polskich szkół wyższych studiów dedykowanych zrównoważonym finansom wyraźnie kontrastował z wnioskami, które w zakresie potrzeb edukacyjnych nasuwał opublikowany w 2022 r. szósty raport Międzyrządowego Zespołu ds. Zmiany Klimatu (IPCC). Z ustaleń naukowców wynikała konieczność podjęcia radykalnych i wielopłaszczyznowych działań w celu transformacji ku gospodarce neutralnej klimatycznie. Nie tak dawno temu dostrzeżono, że kluczowe narzędzia, nakierowane na zmierzenie się z tym wyzwaniem cywilizacyjnym, dotyczą funkcjonowania sektora finansowego jako krwioobiegu gospodarki. Pomysł wdrożenia idei zrównoważonych finansów w mechanizmy funkcjonowania sektora

finansowego ma na celu nakierowanie strumienia kapitału na te inwestycje w gospodarce realnej, które realizują postulaty zrównoważonego rozwoju. W szczególności, zrównoważone finanse służą weryfikacji, czy do lokowania środków finansowych nie dochodzi w obszarach mających negatywny wpływ na zmiany klimatu. Zrównoważone finanse zajmują obecnie priorytetowe miejsce na agendach legislacyjnych Unii Europejskiej, kształtując jednocześnie kluczowe mechanizmy rynkowe oraz tendencje w zakresie strategii przedsiębiorstw prywatnych.

Trudno byłoby jednak myśleć o przeprowadzeniu zmiany (całego) sektora finansowego bez łatwo dostępnych zasobów wiedzy, a przede wszystkim bez wykwalifikowanych i zmotywowanych pracowników. Dlatego Wydział Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego, wychodząc naprzeciw przytoczonym zmianom w otoczeniu społecznym (w tym regulacyjnym) oraz w środowisku naturalnym, przedstawił w drugim kwartale 2022 r. inicjatywę utworzenia nowych studiów podyplomowych „Zrównoważone finanse – Podyplomowe Studium Prawno-Finansowe”. Interdyscyplinarna formuła studium odpowiada naturze sektora finansowego, który z jednej strony podlega silnej regulacji, a z drugiej strony współtworzony jest przez osoby o zróżnicowanym wykształceniu i doświadczeniu zawodowym. Dlatego chcieliśmy, aby już sam tytuł studiów podyplomowych oddawał zamiar takiego ukształtowania programu studiów, który równocześnie obejmuje zarówno warstwę regulacyjną, jak i finansową.

Partnerem zewnętrznym w realizacji studium podyplomowego został Instytut Odpowiedzialnych Finansów, będący jednym z wiodących na polskim rynku ośrodków kompetencyjnych w zakresie zrównoważonych finansów, którego misją jest informowanie, inspirowanie oraz promowanie zasad i reguł zrównoważonych finansów. Dodatkowo, w oparciu o umowę, podpisaną w dniu 4 kwietnia 2022 r. przez Wydział Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego oraz Urząd KNF, studia podyplomowe są prowadzone we współpracy z KNF. Dzięki temu do prowadzenia przedmiotów dotyczących tematyki szczególnie wrażliwej relacji pomiędzy organem nadzoru finansowego a podmiotami nadzorowanymi (tj. raportowanie do regulatora) mogliśmy pozyskać pracowników Urzędu KNF.

Zakres studiów podyplomowych obejmuje trzy kluczowe sektory rynku finansowego: kapitałowy, bankowy i ubezpieczeniowy. Stworzyliśmy bardzo szeroką ofertę 50 dedykowanych poszczególnym zagadnieniom przedmiotów i dostęp do wykładowców tych przedmiotów:

- Wstęp do nauki o klimacie
- Globalna i unijna polityka klimatyczna
- Wstęp do ekonomii zmian klimatu
- Sustainability, ESG, CSR & Greenwashing
- Polityka klimatyczna UE – cele klimatyczne, dokumenty strategiczne, zobowiązania międzynarodowe
- Instytucjonalno-prawne uwarunkowania zrównoważonych finansów w UE
- Unijna taksonomia zrównoważonych inwestycji – wstęp (klasyfikacja i kryteria)
- Różnorodność biologiczna jako podstawa funkcjonowania ekosystemów i usług ekosystemowych
- Bioróżnorodność w praktyce regulatora
- Ład korporacyjny w świetle postulatu zrównoważonego rozwoju gospodarczego
- Zrównoważony rozwój a obowiązki raportowania (NFRD i CSRD)
- Zrównoważony rozwój a obowiązki raportowania instytucji finansowych (SFDR)
- Zrównoważony rozwój a strategia biznesowa
- Zrównoważony rozwój a zarządzanie wewnętrzne (procesy i organizacja)
- Zrównoważony rozwój a umowy handlowe
- Zrównoważony rozwój a polityka konkurencji
- Zrównoważony rozwój a odpowiedzialność podmiotów gospodarczych
- Wstęp do nauki o finansach
- Ratingi zrównoważonego rozwoju
- Unijny system handlu uprawnieniami do emisji EU ETS
- Kanały transmisji ryzyk klimatycznych, środowiskowych, społecznych i governance (ESG)
- Zarządzanie ryzykami ESG
- Ryzyka klimatyczne w działalności bankowej
- Modelowanie ryzyka klimatycznego
- Ryzyka ESG w regulacjach mikroostrożnościowych
- Raportowanie ESG banków
- Nadzór makroostrożnościowy i banki centralne a zmiany klimatu – aspekty prawne i instytucjonalne
- Nadzór makroostrożnościowy i banki centralne a zmiany klimatu – techniki modelowania ryzyka
- Wewnętrzne procesy bankowe, relacje z klientem, integracja finansowa
- Zrównoważone inwestowanie (*sustainable investment*) jako nowa kategoria preferencji inwestorskich
- Zrównoważone indeksy giełdowe
- Zrównoważone produkty finansowe (*sustainable asset management*)
- Zrównoważony rozwój a obowiązki uczestników rynku kapitałowego
- Zielone obligacje I – rodzaje, specyfika, emitenci publiczni/prywatni/ponadnarodowi
- Zielone obligacje II – warunki emisji zielonych obligacji JST, korporacyjnych, skarbowych oraz obowiązki raportowania i weryfikacji
- Zrównoważone kredytowanie
- Geneza ESG w sektorze ubezpieczeń
- Wprowadzenie do regulacji ESG obowiązujących sektor ubezpieczeń I
- Wprowadzenie do regulacji ESG obowiązujących sektor ubezpieczeń II
- ESG w produktach ubezpieczeniowych
- Zielone ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe UFK
- ESG w polityce inwestycyjnej zakładów ubezpieczeń
- Zarządzanie zakładem ubezpieczeń z perspektywy ESG
- Sprawozdawczość ESG do regulatora w sektorze ubezpieczeń
- Praktyczne aspekty wdrażania ESG przez sektor ubezpieczeń
- Pomoc publiczna a zielone inwestycje
- Zielone budżetowanie
- Zielone obligacje – Warsztat nr 1
- Działania sektora prywatnego w reakcji na wprowadzane regulacje ESG – Public Affairs – Warsztat nr 2
- Seminarium

Utworzenie studiów podyplomowych wpisało się również w strategię działań prośrodowiskowych samego Uniwersytetu Warszawskiego („Agenda na rzecz klimatu i zrównoważonego rozwoju” z 12 października 2021 r.<sup>1</sup>). W ramach funkcji dydaktycznej Uniwersytetu stworzony został bowiem kierunek studiów przybliżający problematykę zrównoważonego rozwoju, ochrony środowiska, w tym ochrony klimatu, w obszarze dotyczącym sektora finansowego. Stworzenie na Uniwersytecie Warszawskim studiów podyplomowych „Zrównoważone finanse – Podyplomowe

<sup>1</sup> Dokument jest dostępny pod adresem: <https://www.uw.edu.pl/wp-content/uploads/2021/10/agenda-na-rzecz-klimatu-i-zrownowazonego-rozwoju.pdf>



Studium Prawno-Finansowe” umożliwiło również rozszerzenie zewnętrznego oddziaływania naszego Uniwersytetu w obszarze zrównoważonego rozwoju i przeciwdziałania zmianom klimatu (w ramach tzw. trzeciej funkcji Uniwersytetu). Uczestnicy studiów podyplomowych, przygotowując prace dyplomowe pod opieką pracowników UW, są bowiem zachęceni do ich opublikowania – w zależności od tematu i formy zarówno w formie tekstów publicystycznych, jak i o charakterze naukowym. Takim miejscem publikacji tych prac bądź ich omówienia będzie także przyszłoroczny *Raport Zielone finanse w Polsce 2024*. Dzięki temu w debacie akademickiej oraz

## Trendy w zielonych finansach

Tematy prac dyplomowych uczestników studium, z których wszyscy są aktywni na rynku finansowym, dają przegląd aktualnie dominujących na nim trendów. Dlatego analizując zagadnienia, które wybrali do poruszenia w swoich pracach dyplomowych, można zidentyfikować kilka ciekawych nurtów.

Pierwszy trend stanowią bieżące wyzwania stojące przed uczestnikami rynku. Widoczne jest to w pracy „Instrumenty odpowiedzialności prawnej za greenwashing”, jak i przy pracy „Odpowiedzialność członków zarządu za wdrażanie standardów ESG; Dyrektywa w sprawie należytej staranności przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (dyrektywa CSDD) a przepisy Kodeksu Spółek Handlowych dotyczące business judgment rule”. Wyzwania są również dostrzegalne w pracach dyplomowych poświęconych nowym formom raportowaniu przez instytucje finansowe: „Sprawozdawczość niefinansowa zakładów ubezpieczeń na gruncie Dyrektywy w sprawie sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (*Corporate Sustainability Reporting Directive*)” oraz „Raport instytucji kredytowej w standardzie *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD)”. Wyzwania związane z dostosowaniem dotychczasowej działalności instytucji finansowych analizują też prace: „Tworzenie majątkowych produktów ubezpieczeniowych z uwzględnieniem czynników zrównoważonego rozwoju” oraz „Zrównoważone finansowanie zakładów ubezpieczeń wzajemnych”.

Drugi trend to dokonywanie oceny użyteczności istniejących narzędzi rynkowych. Temat ten podejmują prace dyplomowe: „Skuteczność zrównoważonych indeksów we wspieraniu transformacji klimatycznej”, „Zielone indeksy giełdowe w Europie w ujęciu porównawczym” oraz „Wskaźniki referencyjne a Porozumienie paryskie”.

w debacie publicznej pojawi się wielu nowych autorów, którzy ze względu na bogactwo swoich doświadczeń zawodowych, jak i różnorodne wykształcenie, wnosząc do życia publicznego swój wkład dotyczący zrównoważonych finansów, będą inspirować działalność na rzecz środowiska społecznego w zakresie zrównoważonego rozwoju oraz zrównoważonych finansów. Będzie to również poszerzało zasób łatwo dostępnej wiedzy o zrównoważonych finansach. Założenie, które przyświecało utworzeniu studium, faktycznie udaje się zrealizować. Wyraźnie świadczą o tym tematy prac dyplomowych przygotowywanych w trakcie I edycji Studium.

Trzeci trend wydaje się powiązany z rekonstruowaniem nowych obszarów oddziaływania zrównoważonych finansów. Zwraca na to uwagę praca dyplomowa „Utrata bioróżnorodności i wycena wartości usług ekosystemowych w praktyce zarządzania ryzykiem w sektorze bankowym”.

Czwarty trend odnosi się do intersekcji zrównoważonych finansów z transformacją technologiczną i digitalizacją, o czym traktuje przykładowo praca dyplomowa „Rozwój przedsiębiorstw technologicznych a ESG – szanse i wyzwania w Polsce”.

Systemowy i makroekonomiczny wymiar zrównoważonych finansów – trend piąty – widoczny jest przy pracach: „Addressing indirect impact of corporate value chain through sustainable finance”, „ESG due diligence in M&A process”, „Instytucje finansowe jako potencjalny katalizator niskoemisyjnej gospodarki”, „Umowy PPA jako mechanizm zielonej transformacji”, a także „Zielone finansowanie projektów związanych z wytwarzaniem energii jądrowej”.

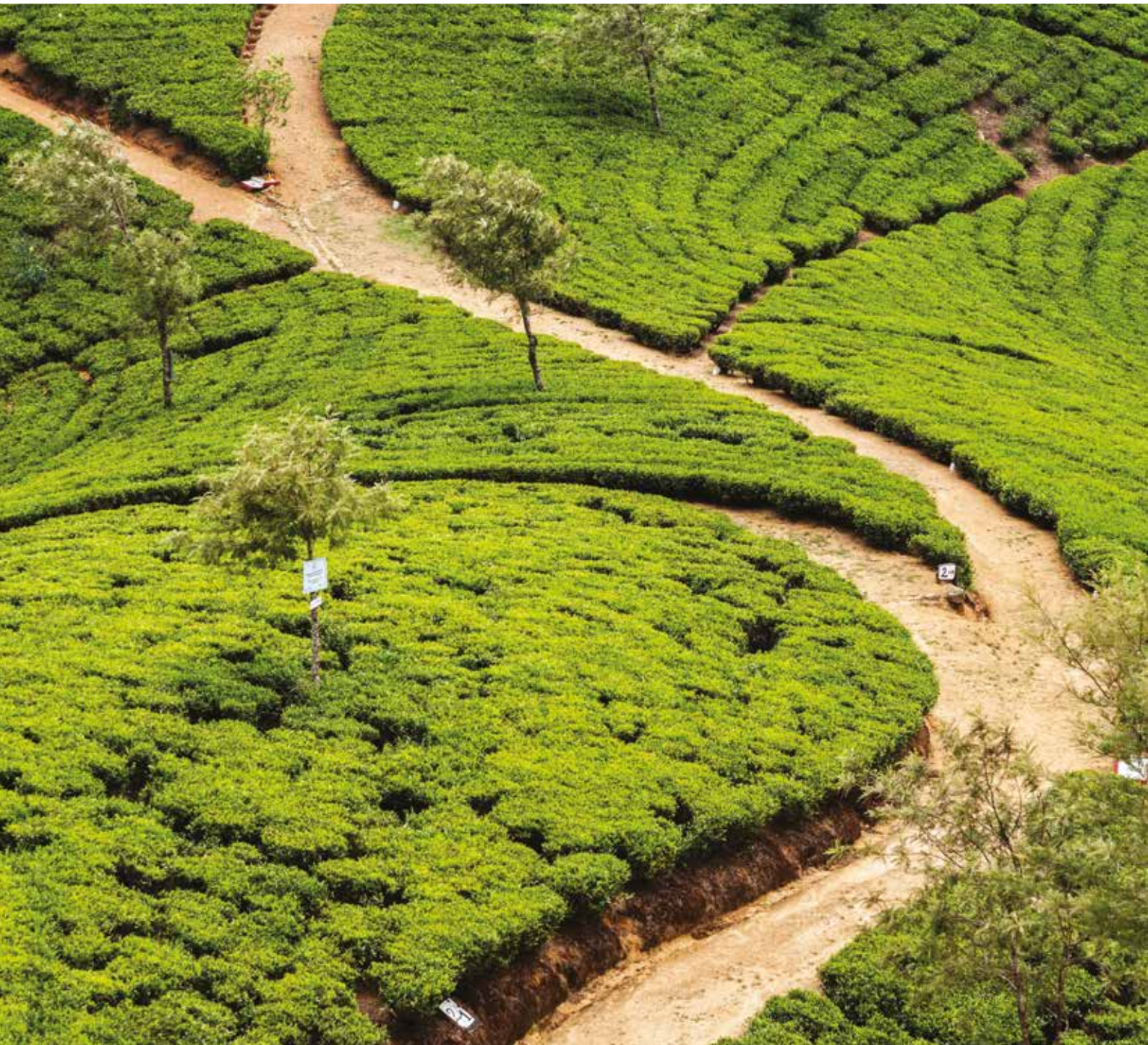
Szesty trend stanowi uchwycenie i weryfikacja, na ile samo wdrażanie zrównoważonych finansów stanowi ambitny projekt. Widoczne jest to w pracach: „Zróżnicowane poziomy ambicji sektora finansowego w zakresie włączenia zrównoważonego rozwoju do systemu finansowego” oraz „Zrównoważone finanse katalizatorem zmian w podejściu do zrównoważonego rozwoju”.



## Wnioski

Wybory słuchaczy studium „Zrównoważone finanse – Po-dyplomowe Studium Prawno-Finansowe” pokazują kilka kwestii. Po pierwsze, widoczna jest skala wyzwań stojących przed sektorem finansowym, gospodarką realną, jak i szerzej – przed społeczeństwem, wynikających z konieczności transformacji ku gospodarce bezemisyjnej. Po drugie, dostrzegalna jest użyteczność studium w bieżącej pracy, gdyż dzięki wymianie wiedzy i doświadczeń oraz pogłębionej analizie kluczowego dla danej funkcji

zawodowej zagadnienia możliwe jest zidentyfikowanie istotnych obszarów ryzyka i pomysłów na ich mitygację. Po trzecie, wyraźnie widać zdolność krytycznej oceny poszczególnych bieżących zjawisk, ale też i dokonania oceny na poziomie makro. Doświadczenia te zostaną wykorzystana przy dokonywaniu zmian w programie Studium, już przy jego II edycji ruszającej w październiku br.





**Paweł Sawicki**

**Doradca Zarządu Polskiej Izby Ubezpieczeń, radca prawny,  
sekretarz Grupy roboczej PIU ds. zrównoważonego finansowania**

## POCZĄTEK DYSKUSJI O PRZEPISACH OSTROŻNOŚCIOWYCH DOTYCZĄCYCH ZIELONYCH AKTYWÓW I PORTFELA UBEZPIECZEŃ

Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych<sup>1</sup> opublikował pod koniec 2022 r. *Discussion paper on the Prudential Treatment of Sustainability Risks*. Konsultacje publiczne odbyły się na początku 2023 r., wzięła w nich udział również Polska Izba Ubezpieczeń, będąca ustawową organizacją ubezpieczeniowego samorządu gospodarczego<sup>2</sup>. I choć na razie

EIOPA nie ujawniła jeszcze ostatecznego stanowiska dotyczącego traktowania ostrożnościowego ryzyk związanych ze zrównoważonym rozwojem, to niewątpliwie już teraz warto się zastanowić, jak powinny wyglądać „zielone” (albo „brązowe” – zależy, z której strony spojrzymy) wymogi kapitałowe.

### Kilka słów o wymogach kapitałowych

Zgodnie z art. 239 ust. 1 ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej zakład ubezpieczeń musi posiadać dopuszczone środki własne w wysokości nie niższej niż kapitałowy wymóg wypłacalności<sup>3</sup>. Jest to jeden z najważniejszych (o ile nie najważniejszy) ze wskaźników obrazujących kondycję finansową zakładu. Na temat SCR i jego pokrycia można napisać osobny artykuł, w tym miejscu ograniczymy się do wskazania, że sposób wyliczenia SCR i jego pokrycia środkami własnymi reguluje drobiazgowo ubezpieczeniowe prawo europejskie<sup>4</sup>, a jego istotą jest pokrycie wymogu aktywami zakładu ubezpieczeń wolnymi od obciążeń<sup>5</sup>. Nie wchodząc w szczegóły, do środków własnych zaliczymy również zobowiązania podporządkowane<sup>6</sup>. Wypłacalność to zatem stan, w którym wartość aktywów przewyższa wartość zobowiązań<sup>7</sup>. Chodzi o to, żeby ta nadwyżka była dostatecznie wysoka, wówczas kondycja zakładu ubezpieczeń będzie zadowalająca. O ile jednak poziom środków własnych zakładu ubezpieczeń będzie zbliżał się do poziomu wymogu kapitałowego, sytuacja będzie się pogarszać i wymagać interwencji organu nadzoru. Warto jeszcze dodać, że poziom wymogu wyliczany jest dla każdego zakładu ubezpieczeń z uwzględnieniem ryzyk, które ten zakład podejmuje, i skali jego działalności<sup>8</sup>. Im zatem większa skala działalności i podejmowane ryzyko,

tym wyższy wymóg kapitałowy i tym wyższa powinna być nadwyżka aktywów nad zobowiązaniami. Pojawia się zatem pytanie, jakie wymogi kapitałowe powinny wiązać się z czynnikami ESG? Czy jeżeli mam w portfelu „zielone” aktywa, to prawo powinno przewidywać pewną ulgę w zakresie obowiązkowego bufora kapitałowego, a zatem powinno niejako w nagrodę pozwalać np. na wypłatę wyższej dywidendy? A co z rodzajami ubezpieczeń, które oferuje swoim klientom? Czy wspomagając swoją działalnością zieloną transformację i ubezpieczając np. nieruchomości z panelami fotowoltaicznymi, zakład ubezpieczeń powinien „otrzymać nagrodę” w postaci niższych wymogów kapitałowych?

<sup>1</sup> EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority.

<sup>2</sup> Art. 420 ust. 2 ustawy z 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, tekst jednolity: Dz. U z 2023 r. poz. 656.

<sup>3</sup> Solvency capital requirement (SCR).

<sup>4</sup> Nie tylko dyrektywa Wypłacalność II, ale i akt wykonawczy do niej, czyli Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2015/35 z 10 października 2014 r. uzupełniające SII.

<sup>5</sup> Na przykład w: P. Czublum, Ustawa o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, Komentarz do art. 239, Warszawa 2016.

<sup>6</sup> Art. 241 ust. 1 pkt 2 uduir.

<sup>7</sup> M. Iwanicz-Drozdowska, Kryteria oceny stanu zagrożenia niewypłacalnością – umiejscowienie problemu i propozycje zmian, Bezpieczny Bank, 2001, Nr 2/3, s. 55.

<sup>8</sup> B. Baluta, w: P. Wajda, M. Szczepańska, Ustawa o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, Komentarz, Warszawa 2017, s. 814.



## Dopiero wstępny charakter rozważań EIOPA

Z opublikowanego pod koniec ubiegłego roku *Discussion paper on the Prudential Treatment of Sustainability Risks* wynika, że aby w ogóle zastanawiać się nad wymogami kapitałowymi dla zakładów ubezpieczeń związanymi z ESG, należy wypracować odpowiednią metodologię oraz określić dane konieczne do przygotowania stanowiska. I tego tak naprawdę dotyczy konsultowany na początku 2023 r. dokument. Nie znajdziemy tu na razie propozycji dotyczących np. wagi ryzyka dla obligacji korporacyjnych wyemitowanych przez spółkę produkującą energię z węgla. EIOPA zastanawia się natomiast, jak to ryzyko w ogóle określić. Jaką zastosować metodologię i na jakich danych historycznych się opierać. Nie znaczy to, że w przyszłości, jak już ryzyko zostanie zmierzone,

papiery wartościowe wyemitowane przez spółkę z sektora węglowego nie będą wiązały się z dodatkowym wymogiem kapitałowym. Nie trzeba chyba dodawać, że w tej części Europy takie regulacje ostrożnościowe mogłyby istotnie wpłynąć na pozycję kapitałową sektora. Pozycję, która jest bardzo stabilna. Przykładowo na koniec trzeciego kwartału 2022 r. wskaźnik pokrycia kapitałowego wymogu wypłacalności wyniósł 255% w dziale I (ubezpieczenia na życie) oraz 225% w dziale II (ubezpieczenia majątkowe)<sup>9</sup>. Innymi słowy, wypłacalność sektora ubezpieczeniowego pozostaje na bardzo wysokim poziomie. Wskaźnik pokrycia wymogu kapitałowego środkami własnymi jest w Polsce wyższy niż w wielu czołowych europejskich grupach ubezpieczeniowych.

## Podstawa prawna dokumentu EIOPA

Zgodnie z zaproponowanymi przez Komisję Europejską poprawkami do dyrektywy Wypłacalność II<sup>10</sup> europejski regulator powinien rozważyć nowe przepisy ostrożnościowe w zakresie ESG. W świetle dodawanego art. 304a po konsultacji z Europejską Radą ds. Ryzyka Systemowego EIOPA ocenia na podstawie dostępnych danych oraz ustaleń Platformy ds. Zrównoważonego Finansowania, czy uzasadnione byłoby specjalne ostrożnościowe traktowanie ekspozycji związanych z aktywami lub działaniami, które w znacznym stopniu dotyczą celów środowiskowych lub społecznych. EIOPA ocenia w szczególności potencjalny wpływ specjalnego ostrożnościowego traktowania ekspozycji związanych z ESG na ochronę ubezpieczających i stabilność finansową w Unii. Wpraw-

dzie w projekcie zapisano, że EIOPA przedłoży swoje sprawozdanie do 28 czerwca 2023 r., jednak powinniśmy pamiętać, że nawet nie zaczęły się jeszcze trilogi pomiędzy Parlamentem, Komisją Europejską i Radą dotyczące uzgodnienia tekstu dyrektywy. Termin nie jest zatem aktualny. W konsekwencji proponowany artykuł 304a dyrektywy nie stanowi obecnie mandatu do przygotowania dokumentu EIOPA. Nadzorca europejski wyjaśnia jednak, że analiza, w jakim stopniu uzasadnione byłoby szczególne podejście ostrożnościowe do celów środowiskowych lub społecznych, jest „motywowana” proponowanym art. 304a dyrektywy, choć sama dyrektywa wciąż pozostaje przedmiotem dyskusji.

## Ryzyko przejścia

Regulator europejski swoje analizy dzieli na trzy obszary. W zakresie aktywów zakładów ubezpieczeń EIOPA zastanawia się, w jaki sposób określić poziom ryzyka przejścia. Firmy docelowo będą musiały dostosować swoją działalność do zachodzących zmian klimatu i ograniczyć emisję dwutlenku węgla. Te, które się nie dostosują, mogą być przez inwestorów oceniane negatywnie, co przełoży się na wartość wyemitowanych przez te firmy akcji i obligacji. Zakład ubezpieczeń posiadający w swoim portfelu tego typu papiery wartościowe narażony jest w konsekwencji na ryzyko przejścia. Jak zauważa EIOPA, zmiany klimatu będące źródłem ryzyka transformacji związanego z dekarbonizacją gospodarki realnej mogą powodować straty inwestycyjne z powodu aktywów osieroconych (*stranded assets*), szczególnie

istotnych dla rodzajów działalności gospodarczej, które nie są w stanie odpowiednio dostosować swoich modeli biznesowych do gospodarki zeroemisyjnej. Aby skutecznie przeciwdziałać zmianom klimatycznym i utrzymać wzrost średniej temperatury na świecie znacznie poniżej 2°C w stosunku do poziomu sprzed epoki przemysłowej, a najlepiej ograniczyć ten wzrost do 1,5°C, potrzebne są ogromne inwestycje i ograniczenia emisji. Oczekiwania co do niezbędnych rocznych globalnych inwestycji sięgają około 2,4 bln USD, a globalne emisje gazów cieplarnianych muszą zostać zmniejszone o połowę do 2030 r. Obecne badania szacują potrzebę znacznych cięć poziomów emisji gazów cieplarnianych w większości sektorów gospodarki w ciągu następnego dziesięciolecia, ale ze szczególnie masowymi redukcjami emisji niezbędnymi

<sup>9</sup> Dane Polskiej Izby Ubezpieczeń.

<sup>10</sup> Wniosek z 22 września 2021 r., COM(2021) 581 final, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniająca dyrektywę 2009/138/WE w odniesieniu do proporcjonalności, jakości nadzoru, sprawozdawczości, środków dotyczących gwarancji długoterminowych, narzędzi makroostrożnościowych, ryzyka dla zrównoważonego rozwoju, nadzoru nad grupą i nadzoru transgranicznego.

w sektorach ściśle związanych z produkcją lub wykorzystaniem paliw kopalnych w postaci ropy naftowej, węgla i gazu. Jeśli ryzyko przejścia urzeczywistni się w postaci niższej rentowności lub bardziej niestabilnych przepływów pieniężnych w firmach prowadzących działalność gospodarczą szkodliwą dla środowiska, firmy te powinny wykazywać wyższy poziom ryzyka rynkowego w porównaniu z firmami prowadzącymi mniej szkodliwą działalność. Z ostrożnościowego punktu widzenia ważne jest jednak, aby przepisy dotyczące ubezpieczeń odnosiły się do ryzyka zrównoważonego rozwoju leżącego u podstaw działalności inwestycyjnej z perspektywy opartej na ryzyku. Firmy o wyższym poziomie ekspozycji na ryzyko związane z transformacją są zwykle kojarzone z wyższymi poziomami emisji gazów cieplarnianych. Te firmy muszą się szybko dostosować do gospodarki niskoemisyjnej. Jednak odwrotna zależność niekoniecznie zachodzi, ponieważ aktywa o stosunkowo niskich poziomach emisji gazów cieplarnianych mogą być również narażone na ryzyko przejścia, zwłaszcza w odniesieniu do pojawiania się bardziej przyjaznych dla klimatu rozwiązań technologicznych. Z perspektywy ostrożnościowej i opartej na ryzyku ważne jest zapewnienie, aby potencjalne różnice w ekspozycji aktywów na ryzyko przejścia były odzwierciedlone w odpowiednim traktowaniu regulacyjnym. W związku z tym EIOPA uważa, że ważne jest, aby ocenić możliwość specjalnego traktowania ostrożnościowego dla całego zakresu ekspozycji na ryzyko związane z przejściem, tj. dla aktywów o wyższej ekspozycji na ryzyko przejścia, jak również dla aktywów o niższej ekspozycji<sup>11</sup>.

## Ryzyko ubezpieczeniowe

Drugi obszar *discussion paper* dotyczy underwritingu<sup>13</sup> i wpływu środków dostosowawczych (prewencyjnych) związanych z klimatem na ryzyko ubezpieczeniowe. W 2021 r. EIOPA opublikowała dokument dotyczący wpływu zmian klimatu na kapitałowe wymogi wypłacalności ubezpieczycieli z tytułu ryzyka związanego z kłóskami żywiołowymi. Oczekuje się, że częstotliwość i dotkliwość ekstremalnych zdarzeń związanych z klimatem znacznie wzrosną w przyszłości. W dokumencie zwrócono uwagę na zagrożenia i kraje, na które zmiana klimatu może mieć istotny wpływ, oraz szczegółowo opisano, w jaki sposób uwzględnić zmianę klimatu w kalibracji SCR w formule standardowej Solvency II<sup>14</sup>, aby zapewnić

Ryzyko przejścia dotyczy również posiadanych przez zakłady ubezpieczeń w aktywach nieruchomości. Budynki zeroemisyjne w przyszłości będą zyskiwać na wartości, pozostałe raczej tracić. Rynki nieruchomości odgrywają ważną rolę w przejściu na gospodarkę i społeczeństwo niskoemisyjne. Wykorzystanie energii w budynkach wiąże się z zauważalnym ich udziałem w emisji gazów cieplarnianych, co sprawia, że modernizacja efektywności energetycznej istniejących budynków lub rygorystyczne wymagania dotyczące nowych budynków są kluczowym wymiarem polityki transformacji klimatycznej w UE. W tym względzie różnice w efektywności energetycznej budynków mogą być związane z różnymi poziomami narażenia na ryzyko przejścia, potencjalnie materializując się w wartości rynkowej budynku poprzez zmiany popytu rynkowego w kierunku preferowania budynków energooszczędnych lub zmiany polityki dotyczące przepisów budowlanych związanych z energią. Ponieważ ubezpieczyciele w UE lokują około 8% swoich inwestycji w sektorze nieruchomości, potencjalne zmiany wartości nieruchomości związane z efektywnością energetyczną, jeśli występują, mogą również istotnie wpłynąć na bilanse ubezpieczycieli z perspektywy ostrożnościowej<sup>12</sup>. EIOPA rozważa, jak wydzielić poziom ryzyka przejścia z ryzyka rynkowego, jakiej użyć metodologii i na jakich danych się oprzeć.

ochronę ubezpieczających i stabilność unijnego rynku ubezpieczeniowego<sup>15</sup>. Ponadto według EIOPA najistotniejszym zagrożeniem związanym z klimatem jest ryzyko wichury i huraganu (ekspozycja wynosi aż 42,6 bln euro pod względem narażenia na nieruchomości i przerwy w działalności – np. z powodu zakłóceń w łańcuchu dystrybucji lub produkcji), później należy wymienić powodź spowodowaną wylaniem rzek (28,9 bln euro), pożary lasów (22,8 bln euro) i powódzie na obszarach przybrzeżnych (9,1 bln euro). Przyszły rozwój tych zdarzeń będzie miał duży wpływ na sektor ubezpieczeń majątkowych<sup>16</sup>.

<sup>11</sup> EIOPA discussion paper on the prudential treatment of sustainability risks, str. 5-7; [https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2022-12/discussion\\_paper\\_on\\_the\\_prudential\\_treatment\\_of\\_sustainability\\_risks.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2022-12/discussion_paper_on_the_prudential_treatment_of_sustainability_risks.pdf); [dostęp 11 kwietnia 2023 r.]

<sup>12</sup> Ibid. s. 41.

<sup>13</sup> Czyli w pewnym uproszczeniu ubezpieczeń majątkowych, „nieżyciowych”.

<sup>14</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wypłacalność II).

<sup>15</sup> EIOPA Methodological paper on potential inclusion of climate change in the Nat Cat standard formula, 2021; [https://www.eiopa.europa.eu/publications/methodological-paper-potential-inclusion-climate-change-nat-cat-standard-formula\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/publications/methodological-paper-potential-inclusion-climate-change-nat-cat-standard-formula_en); [dostęp 11 kwietnia 2023 r.]

<sup>16</sup> EIOPA Discussion paper on physical climate change risks, 2022; [https://www.eiopa.europa.eu/publications/discussion-paper-physical-climate-change-risks\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/publications/discussion-paper-physical-climate-change-risks_en); [dostęp 11 kwietnia 2023 r.]

EIOPA zastanawia się, czy zastosowane środki prewencyjne obniżają fizyczne ryzyka ubezpieczeniowe<sup>17</sup> poprzez zmniejszenie częstotliwości lub intensywności strat. Dokument<sup>18</sup> wymienia:

- wodoodporne ściany, okna i drzwi
- zawory zwrotne na głównych rurach kanalizacyjnych
- chroniące przed zagrożeniem powodziowym
- żaroodporne i ogniodporne materiały budowlane do budynków narażonych na działanie ognia z zewnątrz
- nawadnianie pól uprawnych przed zagrożeniem suszą i falą upałów
- systemy ostrzegawcze (np. SMS) wspierające ochronę przed trudnymi warunkami pogodowymi.

EIOPA wydaje się skłaniać do powiązania w przyszłości wymogów kapitałowych z zastosowanymi środkami prewencyjnymi. Składki ubezpieczeniowe opierają się bowiem na oczekiwanej wielkości roszczeń grupy ubezpieczeniowej i powinny być wystarczające do pokrycia powstałych szkód w danym okresie, który w przypadku ubezpieczeń majątkowych zwykle wynosi jeden rok.

## Ryzyka społeczne

Trzeci obszar dotyczy ryzyk i celów społecznych oraz rozważań, w jaki sposób zagrożenia społeczne lub szkody dla celów społecznych mogą przełożyć się na ryzyka ostrożnościowe. Ryzyka społeczne mogą mieć istotny wpływ na życie ludzkie, społeczne i gospodarcze. Jeżeli nie są odpowiednio zarządzane, mogą również stwarzać istotne ryzyko dla aktywów i pasywów ubezpieczycieli. Ostrożnościowe podejście do zagrożeń społecznych powinno być koncepcyjnie podobne do traktowania zagrożeń związanych z klimatem. Dotychczasowe przepisy, np. dotyczące zasady rozważnego inwestora, nie różnią ryzyka środowiskowego, społecznego lub związanego z zarządzaniem<sup>20</sup>. Jednak nie wszystkie koncepcje i środki ostrożnościowe z analizy klimatu mogą być użyte i mieć zastosowanie w podobny sposób. Wymienić tu możemy analizę scenariuszy lub analizę ilościowej sprawozdawczości ostrożnościowej. Również biorąc pod uwagę etap debaty publicznej na temat odpowiedniego zdefiniowania celów społecznych i ryzyk społecznych, ich pomiaru i ujawniania oraz dostępności danych, EIOPA zamierza na razie stosować podejście stopniowe. Europejski regulator ubezpieczeniowy zacznie zatem od określenia roboczych definicji ryzyka społecznego i celów oraz tego, w jaki sposób ryzyko społeczne może przełożyć się na

Oczekuje się, że zmiany klimatu z czasem znacznie zwiększą częstotliwość i intensywność strat związanych z klimatem w przypadku niektórych linii ubezpieczeń majątkowych i będą regularnie powodować zdarzenia związane z roszczeniami. W związku z tym zmiany klimatu mogą zwiększyć zmienność rozkładu szkód, zwiększając w ten sposób ryzyko, że zakład ubezpieczeń nie będzie posiadać wystarczających składek na pokrycie powstałych szkód. Środki prewencyjne związane z klimatem mogą „wygładzić” rozkład roszczeń poprzez zmniejszenie częstotliwości lub intensywności strat związanych z klimatem.

W tym względzie ryzyko błędnej wyceny polis ubezpieczeniowych z uwagi na zmianę klimatu mogłoby zostać zmniejszone. Ryzyko składki w formule standardowej Solvency II obejmuje bowiem ryzyko, że zakład źle wycenił polisy ubezpieczeniowe, a zatem nie ma wystarczających dochodów ze składek na pokrycie powstających roszczeń. Zmiana klimatu może w konsekwencji spowodować inny rozkład roszczeń niż ten, który był oczekiwany na podstawie historycznych szeregów czasowych (błąd prognozy)<sup>19</sup>.

ryzyko ostrożnościowe w bilansach przedsiębiorstw. Następnie EIOPA określi, w jaki sposób ład korporacyjny ubezpieczycieli i zarządzanie ryzykiem mogą przyczynić się do identyfikacji ryzyka społecznego i zarządzania nim, a także do ograniczenia ryzyka, w przypadku gdy zakład realizuje cele społeczne. EIOPA przypomina<sup>21</sup>, że Platforma Zrównoważonych Finansów opublikowała raport w sprawie potencjalnej przyszłej taksonomii społecznej<sup>22</sup>. Raport wymienia trzy podstawowe cele społeczne:

- godna praca (zarobki wystarczające do godnego życia, eliminacja pracy przymusowej i wyzysku w pracy, eliminacja pracy dzieci, brak dyskryminacji)
- odpowiednie standardy życia i dobrostan użytkowników końcowych (zapewnienie bezpiecznych produktów i usług)
- inkluzyjne i zrównoważone społeczności (poprawa dostępu docelowych populacji do podstawowej infrastruktury gospodarczej, takiej jak transport, telekomunikacja, w tym internet).

Na uwagę zasługuje relacja pomiędzy ryzykami środowiskowymi i społecznymi. Po pierwsze zagrożenia dla

<sup>17</sup> Straty finansowe w aktywach i pasywach zakładów ubezpieczeń spowodowane zagrożeniami związanymi z temperaturą, wiatrem, wodą, osunięciem się gruntu itp.

<sup>18</sup> EIOPA discussion paper on the prudential treatment of sustainability risks, s. 67.

<sup>19</sup> Ibid. s. 69.

<sup>20</sup> Czyli ESG: Environmental, Social and Governance.

<sup>21</sup> EIOPA discussion paper on the prudential treatment of sustainability risks, s.

<sup>22</sup> Final Report on Social Taxonomy, Platform on Sustainable Finance, 2022, [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-08/220228-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-08/220228-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy_en.pdf); [dostęp 11 kwietnia 2023 r.]



środowiska mogą potęgować zagrożenia społeczne. Na obszarach uznawanych dotychczas za rolnicze wskutek globalnego ocieplenia może dojść do migracji, ludność gorącego Południa podejmie prawdopodobnie próbę migracji na Północ. Z drugiej strony cele środowiskowe mogą wspierać cele społeczne. Na przykład zdrowie społeczeństwa można poprawić poprzez zmniejszenie zanieczyszczenia. Najważniejsza, szczególnie w naszej części Europy, jest jednak zależność pomiędzy dążeniem do szybkiego osiągnięcia celów środowiskowych a realizacją ryzyk społecznych. Wycofywanie się z inwestycji w działalność gospodarczą niezrównoważoną środowiskowo może mieć niekorzystne skutki społeczne dla pracowników tych przedsiębiorstw, które nie będą w stanie dokonać transformacji w kierunku technologii zrównoważonych środowiskowo.

Europejski regulator podkreśla, że ryzyka związane z działalnością szkodliwą społecznie, w tym łamaniem praw

pracowniczych i praw człowieka, mogą się zmaterializować w bezpośrednich stratach finansowych związanych z działalnością inwestycyjną i ubezpieczeniową, nie mówiąc już o ryzyku reputacji zakładów ubezpieczeń. Przełożenie szkód w zakresie celów społecznych lub zewnętrznego ryzyka społecznego na ryzyko ostrożnościowe wymaga jednak odpowiednich dowodów ilościowych, których na dzień dzisiejszy brakuje. Związane to jest głównie z trudnościami w obiektywnym zdefiniowaniu i zmierzeniu elementu „społecznego” ESG. Nie mówiąc już o tym, że prawo socjalne i prawo pracy jako takie nie wchodzi w zakres kompetencji UE, lecz pozostają w gestii organów krajowych. Z tego też względu w zakresie literki „S” Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych skłania się do poprzestania na filarze II i III dyrektywy Wyplacalność II (zarządzanie i ujawnienia), pomijając na razie filar I (wymogi kapitałowe).

## Stanowisko europejskiego rynku ubezpieczeniowego

Pod koniec ubiegłego roku Insurance Europe opublikowało krótki dokument<sup>23</sup>, z którego wynika, że europejscy ubezpieczyciele zdecydowanie wspierają dążenie do zrównoważonego rozwoju i są gotowi przyczynić się swoją działalnością do tworzenia bardziej zrównoważonego społeczeństwa. Zakłady ubezpieczeń deklarują dążenie do osiągania celów Europejskiego Zielonego Ładu. Zrównoważony rozwój jest ponadto jednym z kluczowych elementów trwającego przeglądu dyrektywy Wyplacalność II, a jego włączenie do ram ostrożnościowych zapewni, że ubezpieczyciele będą odpowiednio zarządzać ryzykiem.

Europejski rynek ubezpieczeniowy popiera:

- regularne przeglądy i aktualizację (w razie potrzeby) zakresu i kalibracji parametrów formuły standardowej odnoszących się do ryzyka związanego z klęskami żywiołowymi związanymi z klimatem
- wprowadzenie analizy scenariusza zmiany klimatu w ramach ORSA<sup>24</sup>, przy czym należy unikać nakazowego zakresu regulacji i uwzględniać zasadę proporcjonalności
- mandat dla EIOPA do zbadania, czy zróżnicowane traktowanie ostrożnościowe „zielonych”/„brązowych” aktywów oraz inwestycji związanych z celami społecznymi jest uzasadnione z uwagi na istniejące dowody w zakresie poziomu ryzyka
- unikanie niespójności pomiędzy regulacjami międzysektorowymi, które mogą powodować wątpliwości w zakresie prowadzonej działalności i niepotrzebne koszty

- uproszczone zasady raportowania niefinansowego dla mniejszych zakładów ubezpieczeń.

Jednocześnie nie należy:

- wprowadzać zmian w zakresie wymogów kapitałowych, które nie są oparte na istniejących dowodach i poziomie ryzyka<sup>25</sup>
- ingerować w zasadę ostrożnego inwestora
- wprowadzać nakazowych regulacji dotyczących polityki wynagrodzeń.

Biorąc udział w konsultacjach publicznych, zarówno Insurance Europe, jak i Polska Izba Ubezpieczeń (PIU) zwróciły uwagę na pewne niedoskonałości analiz EIOPA. Wyizolowanie ryzyka przejścia z ryzyka rynkowego wydaje się bardzo trudne, ponieważ brak danych historycznych. Owszem, istnieją dane dotyczące ryzyka rynkowego, jednak wpływa na nie zbyt wiele czynników, żeby można było wyizolować ryzyko przejścia. Ponadto istotny jest argument samospełniającej się przepowiedni. Przypisywanie różnych wag inwestycjom w oparciu o hipotetyczne ryzyko przejścia może ostatecznie doprowadzić do tego, że gracze rynkowi będą odmiennie z tego względu zarządzać inwestycjami. W ten sposób zakłócony zostanie rynek i ostatecznie wykreowane zostanie ryzyko przejścia, które w innym przypadku by nie istniało albo miałyby inny charakter. Innymi słowy, zaklasyfikowanie niektórych aktywów jako obciążonych ryzykiem przejścia spowoduje, że inwestorzy rzeczywiście zaczną te aktywa sprzedawać. I ryzyko się wówczas zmaterializuje. Jest też argument błędnego koła w rozumowaniu. Nie można z przeprowadzonych stress testów,

<sup>24</sup> EIOPA discussion paper on the prudential treatment of sustainability risks, str. 5-7; [https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2022-12/discussion\\_paper\\_on\\_the\\_prudential\\_treatment\\_of\\_sustainability\\_risks.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2022-12/discussion_paper_on_the_prudential_treatment_of_sustainability_risks.pdf); [dostęp 11 kwietnia 2023 r.]

<sup>25</sup> Risk and evidence-based.

uwzględniających ryzyko przejścia, wywodzić poziomów ryzyka przejścia. EIOPA zapytała bowiem, czy interesariusze zgadzają się, aby do pomiaru ryzyka przejścia wykorzystać szoki z niedawnych testów warunków skrajnych<sup>26</sup>. Tymczasem przedmiotowe testy zakładały już ryzyko przejścia.

W zakresie ryzyka fizycznego branża ubezpieczeniowa zasadniczo zgadza się ze stanowiskiem EIOPA co do tego, w jaki sposób środki prewencyjne mogą wpłynąć na wymóg kapitałowy. Środki prewencyjne podjęte przez ubezpieczycieli (w tym porady i zachęty) lub przez ubezpieczających, np. poprzez konkretne działania budowlane na wypadek klęsk żywiołowych, mogą potencjalnie zmniejszyć ryzyko. PIU uzupełniła stanowisko europej-

skiego rynku ubezpieczeniowego o spostrzeżenie, żewały powodziowe i systemy kanalizacji znacząco zredukowały ryzyko powodzi i że być może należy w związku z tym zaproponować EIOPA rozpoczęcie dyskusji nad odpowiednią rekalkulacją formuły standardowej. Dodatkowo PIU zaproponowała poprawki do stanowiska w zakresie raportowania spraw społecznych. Polska Izba Ubezpieczeń zwróciła uwagę, że ryzyka społeczne już w tej chwili są raportowane przez zakłady ubezpieczeń w ramach SFCR<sup>27</sup>, w sekcji C Profil Ryzyka. Ponadto zaproponowała zrezygnowanie z opracowania Q&A do ORSA dotyczących spraw społecznych. Z doświadczenia PIU wynika, że tego typu dodatkowy dokument mógłby raczej pomnożyć istniejące wątpliwości, a nie przyczynić się do ich rozwiania.

## Dalsze kroki

Na dzień publikacji niniejszego artykułu nieznanym było jeszcze ostateczne podejście europejskiego nadzorca ubezpieczeniowego w zakresie danych i metodologii do określenia właściwych wymogów kapitałowych związanych z celami środowiskowymi i społecznymi. Jak się wydaje, istotne jest podkreślenie, że branża ubezpieczeniowa wspiera walkę ze zmianami klimatu, jednak zmiany w zakresie wymogów kapitałowych powinny być **risk- and evidence-based**. Przykładowo, trudno byłoby zaproponować niższe wymogi kapitałowe związane z ubezpieczeniem od ognia nieruchomości z panelami fotowoltaicznymi, o ile istnieją dowody na to, że instalacja paneli zwiększyła ryzyko pożaru. Innymi słowy wyższe wymogi, a co za tym idzie – większe bufor kapitałowe powinny być związane z wyższym poziomem ryzyka, a niższe z taką działalnością i takimi aktywami, gdzie udowodniono niższe ryzyko. Podobne podejście zostało zaproponowane przez CRO<sup>28</sup> Forum w opublikowanym na początku 2023 r. dokumencie *ORSA Stress and Scenario Testing. Best practice for assessing risks*<sup>29</sup>. Autorzy podkreślają, że ryzyka związane ze zmianami klimatu należy rozpatrywać w ramach analiz scenariuszy krótkoterminowych i testów warunków skrajnych w raporcie ORSA tylko wtedy, gdy wykazana zostanie istotność tych ryzyk w przyjętym horyzoncie czasowym<sup>30</sup>. Pytanie, czy podobne podejście przyjmie EIOPA? Wstępne stanowisko w zakresie metodologii i danych poznamy zapewne w połowie 2023 r., na propozycje co do samych zielonych (albo brązowych) wymogów kapitałowych poczekamy nieco dłużej.

<sup>26</sup> EIOPA discussion paper on the prudential treatment of sustainability risks, s. 20.

<sup>27</sup> Solvency and Financial Condition Report, Sprawozdanie o Wypłacalności i Kondycji Finansowej.

<sup>28</sup> Chief Risk Officers (CRO).

<sup>29</sup> CRO-ORSA-stress-and-scenario-testing.pdf (thecroforum.org); [dostęp 11 kwietnia 2023 r.]

<sup>30</sup> Ibid. s. 5.

## Bibliografia:

ESG Monitor, 2022 European Sustainability-Linked Loans Wrap: Sustainability-Linked Loans Continue to Gain Prominence in 2022 but Margin Adjustments Remain Modest, 02.01.2023, <https://reorg.com/2022-european-sustainability-linked-loans-wrap/>

1. B. Baluta, w: P. Wajda, M. Szczepańska, Ustawa o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, Komentarz, Warszawa 2017.

2. M. Iwanicz-Drozdowska, Kryteria oceny stanu zagrożenia niewypłacalnością – umiejscowienie problemu i propozycje zmian, Bezpieczny Bank, 2001, Nr 2/3.

3. P. Czublum, Ustawa o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, Komentarz, Warszawa 2016 .

4. EIOPA discussion paper on the prudential treatment of sustainability risks; [https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2022-12/discussion\\_paper\\_on\\_the\\_prudential\\_treatment\\_of\\_sustainability\\_risks.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2022-12/discussion_paper_on_the_prudential_treatment_of_sustainability_risks.pdf); [dostęp 11 kwietnia 2023 r.]

5. EIOPA Methodological paper on potential inclusion of climate change in the Nat Cat standard formula, 2021; [https://www.eiopa.europa.eu/publications/methodological-paper-potential-inclusion-climate-change-nat-cat-standard-formula\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/publications/methodological-paper-potential-inclusion-climate-change-nat-cat-standard-formula_en); [dostęp 11 kwietnia 2023 r.]

6. EIOPA Discussion paper on physical climate change risks, 2022; [https://www.eiopa.europa.eu/publications/discussion-paper-physical-climate-change-risks\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/publications/discussion-paper-physical-climate-change-risks_en); [dostęp 11 kwietnia 2023 r.]

7. Final Report on Social Taxonomy, Platform on Sustainable Finance, 2022, [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-08/220228-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-08/220228-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy_en.pdf); [dostęp 11 kwietnia 2023 r.]

8. Insurance Europe views on the integration of sustainability risks in Solvency II; <https://www.insuranceeurope.eu/mediaitem/e3f592d0-ad5a-4eb9-a9cc-be9cae352517/Views%20on%20the%20integration%20of%20sustainability%20risks%20in%20Solvency%20II.pdf>; [dostęp 11 kwietnia 2023 r.]

9. ORSA Stress and Scenario Testing. Best practice for assessing risks; CRO-ORSA-stress-and-scenario-testing.pdf (thecroforum.org); [dostęp 11 kwietnia 2023 r.]

10. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wypłacalność II).

11. Ustawa z 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, tekst jednolity: Dz. U z 2023 r. poz. 656.

12. Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2015/35 z 10 października 2014 r. uzupełniające SII.

13. Wniosek z 22 września 2021 r., COM(2021) 581 final, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniająca dyrektywę 2009/138/WE w odniesieniu do proporcjonalności, jakości nadzoru, sprawozdawczości, środków dotyczących gwarancji długoterminowych, narzędzi makroostrożnościowych, ryzyka dla zrównoważonego rozwoju, nadzoru nad grupą i nadzoru transgranicznego.





**Dariusz Kryczka**

**Manager w Centrum Kompetencyjnym Europejskiego Zielonego Ładu EY oraz Ekspert ds. Energii i Klimatu United Nations Global Compact Network Poland**

**Lilianna Krawczyk**

**Prawniczka w Centrum Kompetencyjnym Europejskiego Zielonego Ładu EY**

## PRZYSZŁE ZMIANY W ZAKRESIE RAPORTOWANIA NIEFINANSOWEGO – WYBRANE AKTY PRAWNE PRZYGOTOWYWANE NA POZIOMIE UNIJNYM<sup>1</sup>

Raportowanie niefinansowe staje się coraz bardziej istotnym środkiem, poprzez który Komisja Europejska chce zweryfikować realizację celów określonych przez Europejski Zielony Ład. Publikowanie danych ESG ma zapewnić porównywalność oraz transparentność informacji przekazywanych przez spółki oraz umożliwić inwestorom podejmowanie świadomych decyzji o zrównoważonych inwestycjach.

Regulacje dotyczące raportowania niefinansowego intensywnie się rozwijają. Nowych propozycji legislacyjnych oraz ogólnego trendu związanego z dekarbonizacją nie powstrzymał kryzys spowodowany pandemią COVID-19 ani wojną w Ukrainie. W czasie ostatniego roku opubliko-

wano szereg nowych aktów prawnych dotyczących m.in. Taksonomii (rozporządzenie 2020/85)<sup>2</sup>, dyrektywy dotyczącej sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (ang. *Corporate Sustainability Reporting Directive*, CSRD)<sup>3</sup> czy propozycji dyrektywy w sprawie uzasadniania i informowania o oświadczeniach środowiskowych (ang. *Green Claims Directive*)<sup>4</sup>. Dodatkowo, obecnie toczy się również proces legislacyjny niezwykle istotnej dyrektywy w sprawie należytej staranności przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (ang. *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, CS3D)<sup>5</sup>. Kolejny rok będzie najprawdopodobniej równie intensywny, dlatego planowe zmiany warto stale monitorować.

### Europejskie Standardy Sprawozdawczości Zrównoważonego Rozwoju

*Corporate Sustainability Reporting Directive* to szczególnie istotny akt prawny, którego głównym celem jest dalsze uszczegółowienie i zapewnienie transparentności wymogów w zakresie raportowania niefinansowego. Dyrektywa weszła w życie 5 stycznia 2023 r., a pierwsze podmioty zostaną zobowiązane do raportowania na jej podstawie w 2025 r. (dane obejmą rok obrotowy 2024).

Obowiązki wynikające z CSRD zostaną uszczegółowione poprzez wydanie aktów delegowanych obejmujących Europejskie Standardy Sprawozdawczości Zrównoważonego Rozwoju (ang. *European Sustainability Reporting*

*Standards*, ESRS). Pierwszy projekt standardów został już przygotowany przez organ doradczy Komisji, Europejską Grupę Doradczą ds. Sprawozdawczości Finansowej (ang. *European Financial Reporting Advisory Group*, EFRAG) i przekazany do Komisji Europejskiej w listopadzie 2022 r. Obecnie Komisja Europejska pracuje nad przedstawieniem projektu standardów przygotowanego na podstawie materiałów przekazanych przez EFRAG. Po opublikowaniu pierwszego projektu aktu rozpocznie się okres konsultacji publicznych. Następnie Komisja będzie musiała przeanalizować nadesłane uwagi oraz oficjalnie przyjąć projekt aktu. Przyjęcie tego rozporządzenia dele-

<sup>1</sup> Artykuł przygotowany jest zgodnie ze stanem prawnym na dzień 15 maja 2023 r.

<sup>2</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088.

<sup>3</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464 z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) nr 537/2014, dyrektywy 2004/109/WE, dyrektywy 2006/43/WE oraz dyrektywy 2013/34/UE w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju.

<sup>4</sup> Wniosek w sprawie Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) w sprawie uzasadniania i informowania o oświadczeniach środowiskowych, COM/2023/166 final.

<sup>5</sup> Parlament Europejski, Legislative Observatory, [https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2022/0051\(COD\)&l=en](https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2022/0051(COD)&l=en) (dostęp: 15.05.2023).

gowanego przez KE zostało zaplanowane na czerwiec 2023 r. Jednak biorąc pod uwagę, że do dnia 15 maja 2023 r. nie pojawiła się informacja o rozpoczęciu procesu konsultacji, zachowanie przewidzianego terminu może okazać się niemożliwe<sup>6</sup>.

Warto podkreślić, że ESRS zostaną przyjęte przez Komisję w formie rozporządzenia delegowanego. Zgodnie z procedurą przyjmowania tego rodzaju aktów prawnych, Parlament Europejski ani Rada nie będą miały możliwości zgłoszenia poprawek do projektu przyjętego przez KE. Te organy będą mogły jedynie zaakceptować lub sprzeciwić się propozycji przekazanej przez Komisję. W przypadku wyrażenia sprzeciwu przez Parlament, Radę lub oba te organy akt delegowany w obecnym brzmieniu nie wejdzie w życie. Okres kontrolny, podczas którego PE lub Rada mogą przedstawić swoje stanowisko, wynosi dwa miesiące od daty przekazania tego aktu Parlamentowi Europejskiemu i Radzie. Termin ten może zostać przedłużony o dwa miesiące z inicjatywy któregoś z tych organów. Jeżeli żaden z organów nie wyrazi sprzeciwu, akt może zostać opublikowany i wejść w życie. Z powyższego wynika, że zgodnie z obecnymi założeniami pierwsza część ostatecznej wersji ESRS powinna zostać ustalona jeszcze w 2023 r.

## Taksonomia – cztery pozostałe cele środowiskowe

Kolejne istotne zmiany regulacyjne dotyczą Taksonomii, czyli narzędzia, poprzez które inwestorzy mają zyskać przejrzyste informacje dotyczące udziału działalności zrównoważonej środowiskowo podejmowanej przez spółki.

Taksonomia określa sześć celów środowiskowych (łagodzenie zmian klimatu, adaptacja do zmian klimatu, zrównoważone wykorzystywanie i ochrona zasobów wodnych i morskich, przejście na gospodarkę o obiegu zamkniętym, zapobieganie zanieczyszczeniu i jego kontrola, ochrona i odbudowa bioróżnorodności i ekosystemów), do których realizacji powinna przyczyniać się działalność zgodna z Taksonomią, czyli zrównoważona środowiskowo.

Komisja Europejska bardzo szczegółowo określiła, jak definiować działalność zrównoważoną środowiskowo. W tym celu wskazała m.in. techniczne kryteria kwalifikacji, czyli specjalistyczne wytyczne dla poszczególnych rodzajów działalności określające, jakie przesłanki musi wypełnić działalność zgodna z Taksonomią. Kryteria

Należy podkreślić, że przedstawiony obecnie przez EFRAG projekt dotyczy jedynie pierwszej części ESRS, czyli standardów przekrojowych i tematycznych dotyczących kwestii środowiskowych, społecznych i w zakresie ładu korporacyjnego. Po przekazaniu Komisji pierwszego projektu EFRAG rozpoczął prace nad drugą częścią, czyli standardami sektorowymi. Jednak w marcu 2023 r. Komisja przekazała, że EFRAG, zamiast prac nad nowymi standardami sektorowymi, powinien skoncentrować swoje prace na zapewnieniu dodatkowych wytycznych dotyczących stosowania pierwszej części standardów<sup>7</sup>. Dzięki temu można spodziewać się, że przedsiębiorcy uzyskają bardziej szczegółowe wytyczne dotyczące metodologii raportowania. Z perspektywy biznesu takie działania wydaje się korzystne, ponieważ zakres trudności interpretacyjnych, przynajmniej w początkowych latach ujawnień, będzie istotnym wyzwaniem dla przedsiębiorców.

Warto również zaznaczyć, że oprócz standardów przekrojowych i sektorowych ESRS obejmą również standardy dla małych i średnich przedsiębiorstw.

określono osobno dla każdego celu środowiskowego. W pierwszych latach ujawnień (w roku 2021 i 2022) podmioty zobowiązane raportowały na podstawie dwóch pierwszych celów środowiskowych (łagodzenie zmian klimatu i adaptacja do zmian klimatu), ponieważ kryteria dla pozostałych celów nie zostały przyjęte. Jednak już w przyszłym roku może się to zmienić, ponieważ w kwietniu 2023 r. Komisja rozpoczęła konsultacje publiczne projektu aktu określającego techniczne kryteria kwalifikacji dla czterech pozostałych celów środowiskowych, które zakończyły się 3 maja 2023 r.<sup>8</sup>

Obecnie planowane jest oficjalne przyjęcie projektu aktu przez KE. Po jego przyjęciu, podobnie jak w przypadku rozporządzenia delegowanego dotyczącego ESRS, rozpocznie się okres kontrolny dla Parlamentu Europejskiego i Rady. W przypadku aktów delegowanych, wydawanych na podstawie Taksonomii, okres kontrolny dla PE i Rady trwa zasadniczo cztery miesiące od dnia przekazania aktu przez KE do tych organów. Termin czteromiesięczny może zostać przedłużony o dwa miesiące z inicjatywy Parlamentu lub Rady<sup>9</sup>.

<sup>6</sup> Komisja Europejska, European sustainability reporting standards – first set, [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13765-European-sustainability-reporting-standards-first-set\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13765-European-sustainability-reporting-standards-first-set_en) (dostęp: 15.05.2023).

<sup>7</sup> Komisja Europejska, Opening address by Commissioner McGuinness at the launch of 2023 PwC CEO Report – Europe, [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH\\_23\\_1812](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_23_1812), (dostęp: 11.05.2023).

<sup>8</sup> Komisja Europejska, Sustainable investment – EU environmental taxonomy, [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13237-Sustainable-investment-EU-environmental-taxonomy\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13237-Sustainable-investment-EU-environmental-taxonomy_en) (dostęp: 11.05.2023).

<sup>9</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088, art. 23 pkt 6.



Obecny etap prac legislacyjnych nad technicznymi kryteriami kwalifikacji i możliwy moment ich wejścia w życie jest znacznie opóźniony względem pierwotnego planu. Zgodnie z przepisami Taksonomii Komisja powinna przyjąć akt delegowany dotyczący czterech pozostałych celów środowiskowych do dnia 31 grudnia 2021 r., aby można było rozpocząć jego stosowanie od dnia 1 stycznia 2023 r. Dla podmiotów zobowiązanych szczególnie istotne jest określenie, kiedy nowe obowiązki rzeczywiście zaczną

obowiązywać. Zgodnie z obecnym projektem za rok obrotowy 2023 (sprawozdanie publikowane w roku 2024) przedsiębiorstwa niefinansowe w odniesieniu do czterech pozostałych celów środowiskowych powinny ujawnić jedynie wskaźniki kwalifikowalności do Taksonomii (ang. *Taxonomy-eligibility*). Raportowanie kwalifikowalności oraz zgodności z Taksonomią (ang. *Taxonomy-alignment*) obejmie te podmioty dopiero w roku obrotowym 2024 (sprawozdanie publikowane w roku 2025).

## Taksonomia – nowelizacja dotycząca dwóch pierwszych celów środowiskowych

Obowiązujące już rozporządzenie delegowane, dotyczące dwóch pierwszych celów środowiskowych (rozporządzenie delegowane 2021/2139)<sup>10</sup>, wyznaczyło podstawy raportowania na podstawie Taksonomii w pierwszych dwóch latach. Zakres działalności, dla których przedstawiono techniczne kryteria kwalifikacji, już na tym etapie był szeroki i objął działalność około 40% spółek giełdowych UE, które są odpowiedzialne za niemal 80% bezpośrednich emisji gazów cieplarnianych. Dzięki temu Taksonomia mogła zwiększyć potencjał finansowania transformacji, w szczególności w sektorach wysokoemisyjnych, w których zmiany są pilnie potrzebne<sup>11</sup>.

środowiskowych za rok obrotowy 2023 (sprawozdanie publikowane w roku 2024) obejmie jedynie wskaźniki kwalifikowalności do Taksonomii. Pełne raportowanie dotyczące kwalifikowalności i zgodności będzie obowiązywało od roku obrotowego 2024 (sprawozdanie publikowane w roku 2025).

Mimo objęcia zakresem tego aktu tak wielu sektorów Komisja zauważyła potrzebę dalszego rozszerzenia jego stosowania i objęcia Taksonomią kolejnych rodzajów działalności. Dlatego oprócz aktu delegowanego, dotyczącego czterech pozostałych celów środowiskowych, KE opublikowała projekt nowelizacji rozporządzenia delegowanego dotyczącego dwóch pierwszych celów środowiskowych. Znowelizowany akt ma objąć swoim zakresem zastosowania jeszcze więcej sektorów i rodzajów działalności<sup>12</sup>.

Kolejne kroki procesu legislacyjnego dotyczącego nowelizacji dwóch pierwszych celów środowiskowych powinny być analogiczne do przedstawionego w poprzedniej części aktu delegowanego, dotyczącego czterech pozostałych celów środowiskowych.

Obecnie szczególnie istotne jest określenie, kiedy podmioty zobowiązane będą raportowały na podstawie nowych rozszerzonych technicznych kryteriów. Zgodnie z obecnym projektem raportowanie dla przedsiębiorstw niefinansowych na podstawie znowelizowanego aktu delegowanego, dotyczącego dwóch pierwszych celów

<sup>10</sup> Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2021/2139 z dnia 4 czerwca 2021 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 poprzez ustanowienie technicznych kryteriów kwalifikacji służących określeniu warunków, na jakich dana działalność gospodarcza kwalifikuje się jako wnosząca istotny wkład w łagodzenie zmian klimatu lub w adaptację do zmian klimatu, a także określeniu, czy ta działalność gospodarcza nie wyrządza poważnych szkód względem żadnego z pozostałych celów środowiskowych.

<sup>11</sup> European Commission, FAQ: What is the EU Taxonomy, [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2021-04/sustainable-finance-taxonomy-faq\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2021-04/sustainable-finance-taxonomy-faq_en.pdf) (dostęp: 15.05.2023), s. 6-7.

<sup>12</sup> Interinstitutional register of delegated acts, <https://webgate.ec.europa.eu/regdel/#/delegatedActs/2123?lang=en> (dostęp: 15.05.2023).

**Tabela 1.**  
**Podsumowanie obowiązków w zakresie raportowania na podstawie Taksonomii**  
**dla przedsiębiorstw niefinansowych**

Cele środowiskowe	Kwalifikowalność	Zgodność
Cele 1 i 2 (łagodzenie zmian klimatu i adaptacja do zmian klimatu) w zakresie obowiązujących już rodzajów działalności na podstawie rozporządzenia delegowanego 2021/2139	Raportowanie za rok obrotowy 2021 (sprawozdanie publikowane w roku 2022)	Raportowanie za rok obrotowy 2022 (sprawozdanie publikowane w roku 2023)
Cel 1 i 2 (łagodzenie zmian klimatu i adaptacja do zmian klimatu) w zakresie nowych działalności dodanych na podstawie procedowanej obecnie nowelizacji rozporządzenia delegowanego 2021/2139	Raportowanie za rok obrotowy 2023 (sprawozdanie publikowane w roku 2024)	Raportowanie za rok obrotowy 2024 (sprawozdanie publikowane w roku 2025)
Cele 3 – 6 (zrównoważone wykorzystywanie i ochrona zasobów wodnych i morskich, przejście na gospodarkę o obiegu zamkniętym, zapobieganie zanieczyszczeniu i jego kontrola, ochrona i odbudowa bioróżnorodności i ekosystemów) na podstawie procedowanego obecnie rozporządzenia delegowanego dotyczącego czterech pozostałych celów środowiskowych	Raportowanie za rok obrotowy 2023 (sprawozdanie publikowane w roku 2024)	Raportowanie za rok obrotowy 2024 (sprawozdanie publikowane w roku 2025)

Źródło: Opracowanie własne EY Law



## Monitoring legislacyjny i pewność prawa

Omówione powyżej akty prawne stanowią jedynie niewielką część bardzo szerokiego zakresu regulacji, nad którymi pracują obecnie organy unijne. Jak wskazano powyżej, prace dotyczą zarówno nowych aktów prawnych, jak i nowelizacji tych obowiązujących obecnie. Wiele z nich jest nowelizowanych zaledwie rok po wejściu w życie pierwotnej wersji<sup>13</sup>.

Liczba nowych aktów prawnych oraz tempo ich publikacji wymagają prowadzenia stałego monitoringu najnowszych zmian. Praktyka rynkowa pokazuje, że wiele firm nie jest świadomych nadchodzących nowych wymogów<sup>14</sup>. Natomiast skala wprowadzanych obowiązków wymaga długotrwałych przygotowań, a często zaangażowania nowych zespołów. Dodatkowe trudności w przygotowaniu do realizacji nadchodzących obowiązków wynikają z opóźnionych działań legislacyjnych Komisji Europejskiej. Pojawiają się sytuacje, w których podmioty gospodarcze muszą przygotowywać się do raportowania, bazując na nieobowiązujących jeszcze przepisach i projektach aktów. Przykładem tego rodzaju sytuacji było ogłoszenie aktów delegowanych do Taksonomii, określających metodologię przygotowywania ujawnień (rozporządzenia 2021/2178<sup>15</sup>

oraz rozporządzenia 2021/2139) odpowiednio 10 grudnia 2021 r. oraz 9 grudnia 2021 r. Podmioty zobowiązane musiały natomiast przeanalizować na ich podstawie całość działalności prowadzonej w roku obrotowym 2021 i opublikować wymagane wskaźniki w pierwszych miesiącach 2022 r.

Przyjmowanie regulacji wprowadzających tak szerokie nowe obowiązki ze znaczącym opóźnieniem skutkuje długotrwałą niepewnością prawa i ograniczeniem możliwości rzetelnego przygotowania raportów niefinansowych. Dla największych podmiotów, podejmujących dziesiątki różnorodnych działalności, ewentualna zmiana lub opóźnienie wejścia w życie nowych obowiązków może skutkować poniesieniem znaczących kosztów wynikających z czasu pracy przeznaczonego na dokonywanie stosownych analiz. Taka sytuacja rodzi niepewność prawną i budzi wątpliwości przedsiębiorców, związane z koniecznością dokonywania niespodziewanych i rozległych analiz prawnych, ekonomicznych i technicznych.

<sup>13</sup> Przykładem takich regulacji jest np. rozporządzenie delegowane 2021/2129 czy rozporządzenie delegowane 2021/2178.

<sup>14</sup> Financial Times, Only a handful of companies show they are ready for EU green rules, 2022, <https://www.ft.com/content/88e6c7b4-cd94-48de-bfaa-5b069b4428ef> (dostęp: 11.05.2023).

<sup>15</sup> Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2021/2178 z dnia 6 lipca 2021 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 przez sprecyzowanie treści i prezentacji informacji dotyczących zrównoważonej środowiskowo działalności gospodarczej, które mają być ujawniane przez przedsiębiorstwa podlegające art. 19a lub 29a dyrektywy 2013/34/UE, oraz określenie metody spełnienia tego obowiązku ujawniania informacji.





**Leszek Kąsek**  
Starszy ekonomista, ING Bank Śląski

**Rafał Benecki**  
Główny ekonomista, ING Bank Śląski

## WYMOGI ESG A KONKURENCYJNOŚĆ POLSKICH FIRM NA ARENIE MIĘDZYNARODOWEJ

Rosnąca rola czynników ESG (środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego) w najbliższych latach będzie przekładać się na decyzje firm międzynarodowych o wyborze poddostawców. W wymiarze środowiskowym wynika to m.in. z przyjmowania korporacyjnych strategii niskoemisyjnych/ESG, konieczności śledzenia emisji gazów cieplarnianych w ramach całego łańcucha dostaw (tzw. zakres 3), a nie tylko bezpośrednich emisji danej firmy, oraz planów wprowadzenia cel węglowych przez UE.

Poparcie tezy o rosnącej wadze czynników ESG w łańcuchach dostaw polskich firm znajdujemy w wynikach naszych badań: **badaniu jakościowym w ramach wspólnego projektu ING Banku Śląskiego i Europejskiego Kongresu Gospodarczego z kwietnia 2023 r., a także badaniu ilościowym na próbie 300 firm z sektora MŚP z lata 2022 r. Raport „Polska w globalnych łańcuchach dostaw. Szanse**

**globalne a ryzyka lokalne”<sup>1</sup> stanowi podsumowanie pierwszego badania, natomiast raport „Reakcja polskiego biznesu na szok energetyczny 2022”<sup>2</sup> obejmuje efekty badania drugiego.** Także badanie koniunktury NBP z grudnia 2022 r.<sup>3</sup>, które zawiera wyniki ankiety rocznej na próbie prawie 1700 firm, dostarcza ciekawych wniosków o podejściu polskich firm do kwestii ESG.

Generalnie świadomość polskiego biznesu o rosnącej roli czynników ESG jest niska – większa w dużych korporacjach, mniejsza wśród MŚP. Duże firmy mają przy tym misję dzielenia się wiedzą i doświadczeniem. Wyprzedza to o kilka lat twarde wymogi, które pojawią się w stosunku do poddostawców i które mogą oznaczać być albo nie być na danym rynku. Nieco upraszczając dylemat – w najbliższych latach polskie firmy mogą stanąć przed alternatywą: zazielenić się albo zgiąć.

### ESG jest megatrendem globalnym, ale ma również skutki lokalne

Rosnącego znaczenia czynników ESG w działalności przedsiębiorstw nie zahamowała pandemia COVID-19, która była bezprecedensowym szokiem dla biznesu. Wprost przeciwnie, w raporcie ING Banku Śląskiego i EY z 2021 r. „Biznes dla klimatu”<sup>4</sup> piszemy, że w czasie pandemii wzrosła rola czynników ESG w działalności przedsiębiorstw i instytucji finansowych. Coraz więcej przedsiębiorstw na świecie podjęło się raportowania danych o swoich emisjach.

Według think tanku CDP do końca 2022 r. zobowiązanie ujawniania informacji klimatycznej ogłosiło prawie 20 tys. firm na świecie, z czego około 7 tys. zrobiło to w roku 2022. Jednocześnie około 2,5 tys. firm przyjęło cele klimatyczne w ramach Science Based Targets initiative (SBTi). Jednocześnie, zgodnie z inicjatywą Net Zero Tracker, ponad 2000 firm na świecie przyjęło zobowiązanie neutralności klimatycznej, czyli zerowych emisji netto ze swojej działalności. W zależności od profilu firmy usługowe/

/konsultingowe/IT zmierzają do osiągnięcia tego celu w perspektywie dekady, a firmy energetyczne w perspektywie dwóch, trzech dekad. Neutralność klimatyczna w połowie obecnego stulecia jest konieczna do kontroli wzrostu globalnej temperatury poniżej 2°C do 2100 r.

Rosnąca rola czynników ESG jako trend globalny – ma skutki lokalne. Polska gospodarka pozostaje małą gospodarką otwartą na handel międzynarodowy i inwestycje zagraniczne, dlatego polskie firmy zaczynają doświadczać coraz bardziej restrykcyjnych wymogów kryteriów ESG ze strony firm międzynarodowych, w szczególności europejskich, będących ich biznesowymi partnerami. W skrajnych przypadkach brak dostosowania w określonym terminie może oznaczać zerwanie współpracy czy utratę rynku zbytu. Już teraz firmy przywiązujące większą wagę do kryteriów ESG stosują różne wymogi wobec swoich poddostawców (np. audyty procesów, certyfikaty pochodzenia).

<sup>1</sup> <https://ekonomiczny.ing.pl/publikacja/803025>

<sup>2</sup> <https://ekonomiczny.ing.pl/publikacja/773031>

<sup>3</sup> <https://nbp.pl/publikacje/cykliczne-materialy-analityczne-nbp/szybki-monitoring/>

<sup>4</sup> [https://www.ey.com/pl\\_pl/climate-change-sustainability-services/raport-ey-ing-biznes-dla-klimatu](https://www.ey.com/pl_pl/climate-change-sustainability-services/raport-ey-ing-biznes-dla-klimatu)

## Popularność ESG w polskich (dużych) firmach

W naszym badaniu jakościowym z 2022 r. dotyczącym zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw w firmach działających w Polsce większość firm wskazywało na **zwiększoną motywację do uwzględniania czynników ESG** w swojej działalności w ostatnich latach. Wynika to z:

- presji klientów indywidualnych i partnerów biznesowych
- presji społecznej
- polityk i regulacji krajowych i unijnych
- presji rynków kapitałowych (banki, fundusze inwestycyjne, fundusze emitujące i kupujące obligacje).

W kontekście wymogów związanych z politykami i regulacjami nasi rozmówcy z branż bardziej energochłonnych często wskazywali na **rolę ambitnej, unijnej polityki klimatycznej jako kluczowego czynnika przesądzającego o lokalizacji inwestycji** i prowadzeniu biznesu. Dostrzegali rolę nierównych zobowiązań klimatycznych w rozmaitych krajach czy regionach świata i konieczność nabywania uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> w Unii Europejskiej. Cena tych uprawnień na rynku europejskim (EUA) wzrosła kilkukrotnie w ostatnich latach. Na początku 2023 r. zbliżyła się do 100 euro za tonę CO<sub>2</sub>, słabe perspektywy dla wzrostu gospodarczego w UE w tym roku wpłynęły na spadek notowań w okolicy 80 euro pod koniec kwietnia 2023 r.

### O badaniu jakościowym ING i EEC wśród firm działających w Polsce na temat zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw

Badanie jakościowe ING i EEC (Europejskiego Kongresu Gospodarczego) w 2023 r. polegało na przeprowadzeniu 20 wywiadów z przedstawicielami firm działających w Polsce oraz szefami 3 izb handlowych w Polsce: niemieckiej, skandynawskiej i włoskiej. Wywiady prowadzili dziennikarze portalu WNP.PL od stycznia do marca 2023 r. Rozmówcy reprezentowali różne sektory, były to w większości firmy przetwórstwa przemysłowego oraz firmy logistyczne i transportowe. W badaniu wzięły udział następujące firmy, w kolejności alfabetycznej: Amica, Bizon, Budimex, Bumech, CTL Logistics, Federal-Mogul Gorzyce, FoodWell (d. Bakalland), Grupa Żywiec, Kirchhoff Automotive Polska, LPP Logistics, Makarony Polskie, Metal-Fach, PKP Cargo, Polpharma, Port Gdańsk, Raben Transport, Rohlig Suus Logistics, Stadler Polska, ZF Automotive Systems Poland Częstochowa, ZPUE.

Polskie firmy już dziś zderzają się z coraz bardziej restrykcyjnymi wymogami ESG ze strony partnerów w łańcuchach dostaw. Nasze badania jakościowe w dużych firmach wskazują, że świadomość rosnącej roli czynników ESG w tych firmach zdecydowanie występuje. Wypowiedzi przedstawicieli firm są tego potwierdzeniem. Firmy wskazują na konkretne działania efektywne energetycznie (energooszczędne budynki, panele fotowoltaiczne, rozbudowa kolei, transport intermodalny, samochody elektryczne).

Konieczność uwzględniania kryteriów ESG w polskim biznesie – mocno zintegrowanym z europejskimi łańcuchami dostaw – uzasadnia rosnącą restrykcyjność i konsekwencja we wdrażaniu polityki klimatycznej UE, która wpływa m.in. na utrzymanie wysokich cen uprawnień do emisji w UE. Regulacje unijne dotyczące raportowania

ESG obejmują emisje w całym łańcuchu dostaw i dotyczą zarówno dużych firm, jak i sektora MŚP.



## Wybrane cytaty z badania jakościowego:

Stosujemy nasz kodeks zachowań – suplement dla dostawców – którego przestrzegania od nich wymagamy. Przenosimy w nim wymogi naszych klientów do naszego łańcucha dostaw. Rozwijamy systemy mierzenia śladu CO<sub>2</sub> na każdym z naszych produktów, nie tylko wewnątrz naszych procesów, ale też licząc się z tym, co wchodzi do naszych procesów w postaci energii, materiałów czy półproduktów.

W Polsce mamy pod tym względem niekorzystną sytuację – ze względu na nasz krajowy miks energetyczny.

**Paweł Cygan,**  
Dyrektor Zarządzający,  
Kirchhoff Automotive Polska

W przyjętej w grudniu 2022 r. strategii ESG wyraźnie wskazujemy horyzont czasowy, w którym wprowadzimy w życie wymagania dotyczące naszych dostawców, ale też naszej produkcji. Chciałbym jednak wskazać na często pomijany efekt: wdrażanie „zielonej” produkcji w całym łańcuchu wartości często oznacza wzrost kosztów. Czy zatem nasi klienci będą w takim stopniu świadomi, że zaakceptują wzrost cen? Z pewnością bardzo dobrze natomiast widać tendencję godzenia z sobą potrzeby oszczędzania energii poprzez produkty, a więc oszczędność dla klienta płynącą z ograniczenia negatywnego wpływu na środowisko w trakcie użytkowania produktów.

**Robert Stobiński,**  
Członek Zarządu,  
Amica

Wiemy, że UE rozpoczęła prace nad regulacjami także dla małych i średnich przedsiębiorstw. Podkreślę, że obecnie duże spółki nie są w stanie raportować pewnych wskaźników, jeśli nie będą posiadały informacji np. o emisjach pochodzących z procesów technologicznych firm współpracujących w łańcuchu dostaw.

**Ewelina Karp-Kręglicka,**  
Dyrektor Biura Zakupów,  
Budimex

1 stycznia 2023 r. weszła w Niemczech w życie ustawa o obowiązkach dotyczących należytej staranności przedsiębiorców w łańcuchach dostaw – Lieferkettengesetz. Nakłada ona na niemieckich przedsiębiorców wiele obowiązków związanych z przestrzeganiem standardów dotyczących praw człowieka i ochrony środowiska u bezpośrednich i pośrednich dostawców na całym świecie. (...) Ustawa ta bez wątpienia dotyczy pośrednio także wielu polskich firm, które eksportują towary lub usługi do Niemiec.

**Lars Gutheil,**  
Prezes,  
Polsko-Niemiecka Izba Handlowa (AHK Polska)

Wojna w Ukrainie pokazała dobitnie, że kluczowa dla rozwoju polskiej gospodarki jest transformacja energetyczna. Koszt i emisyjność źródeł energii stały się ważnym czynnikiem, który inwestorzy biorą pod uwagę, dlatego inicjatywy legislacyjne wspierające rozwój odnawialnych źródeł energii są bardzo istotne także w tym kontekście (...). Zgodnie jednak z wymogami nowej unijnej dyrektywy o CSRD (o raportowaniu w dziedzinie zrównoważonego rozwoju – przyp.), która część firm w Polsce będzie obowiązywała od 2024 r., odpowiedzialność przedsiębiorstw obejmie nie tylko ich własne łańcuchy dostaw, ale także ich partnerów biznesowych.

Tak czy inaczej: dostawcy dostosowują się do tych wymagań już od jakiegoś czasu, chcąc zachować konkurencyjność i – przykładowo – umożliwić swoim partnerom monitorowanie śladu węglowego. Kolejny aspekt to dostęp firm do źródeł finansowania. Czynniki ryzyka ESG należą do niezwykle istotnych elementów, branych pod uwagę przez banki przy ocenie ratingu kredytowego klienta.

**Agnieszka Zielińska,**  
Dyrektor Zarządzająca,  
Skandynawsko-Polska Izba Gospodarcza (SPCC)

## Niska świadomość o ESG w średnich i małych firmach w Polsce

**Dosyć optymistyczne wnioski z badania jakościowego w próbie dużych firm działających w Polsce kontrastują z wynikami badania ilościowego, które objęło 300 firm z sektora małych i średnich przedsiębiorstw.** Firmy te stanowią większość podmiotów gospodarczych w Polsce i często pełnią funkcję poddostawców dla dużych firm, w tym koncernów międzynarodowych.

Korporacyjne cele klimatyczne czy zobowiązania neutralności klimatycznej dużych firm będą się przekładać na wymogi stawiane w stosunku do podwykonawców. W efekcie będą one zwiększać motywacje do skracania łańcuchów dostaw, aby uniknąć stosowania wysokoemisyjnych technologii w krajach o mało ambitnej polityce klimatycznej czy uniknąć emisji związanych z transportem towarów na długie dystanse.

### O badaniu ilościowym GfK Polonia na zlecenie ING Banku Śląskiego

Badanie ilościowe GfK Polonia na zlecenie ING Banku Śląskiego zostało zrealizowane w sierpniu 2022 r. metodą wspomaganego komputerowo wywiadu telefonicznego (CATI). Objęło 300 firm z segmentu MŚP. W badaniu została zapewniona zróżnicowana grupa rozmówców, osób zajmujących stanowiska kierownicze w firmach (w ponad 80% byli to właściciele, dyrektorzy finansowi, prezesi, członkowie lub pełnomocnicy Zarządu).

Połowa rozmówców pochodziła z firm małych, zatrudniających 10–49 pracowników, druga połowa z firm średnich, zatrudniających 50–249 pracowników. Nieznacznie więcej niż połowa firm miało siedzibę w miejscowościach do 100 tys. mieszkańców, pozostałe były z większych miast. Jeśli chodzi o strukturę branżową, to 31% stanowiły firmy przemysłowe, 25% handlowe, 25% usługowe (inne niż handlowe), 12% budowlane i 7% transportowe.

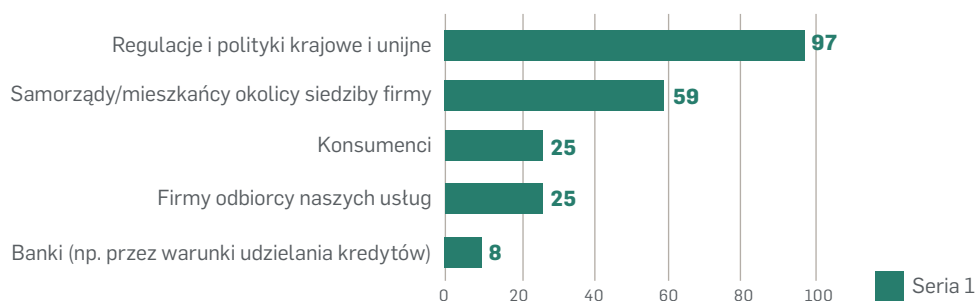
Choć badanie dotyczyło głównie tematów energetycznych (odczuwalny wzrost cen energii, jego wpływ na działalność, reakcja i plany firm czy rola wsparcia zewnętrznego), to zawierało również pytania o postrzeganą presję zewnętrzną, skłaniającą firmy do przechodzenia na rozwiązania energooszczędne i niskoemisyjne w kontekście kryzysu klimatycznego. Dokładnie pytanie brzmiało „**Czy Państwa firma odczuwa presję czy też zachętę ze strony innych podmiotów z otoczenia firmy (innych firm, banków, samorządów, mieszkańców okolicy siedziby firmy, konsumentów itp.) na zastosowanie rozwiązań energooszczędnych lub niskoemisyjnych? Możliwe jest wiele odpowiedzi. W jaki sposób?**”.

Generalnie presja na tzw. zazielenianie w MŚP jest bardzo mała – odczuwa ją zaledwie 20% firm. Większą presję odczuwają większe firmy i firmy przemysłowe: w jednostkach zatrudniających powyżej 50 pracowników na wyżej wymienione pytanie twierdząco odpowiedziało 29% respondentów, w organizacjach o rocznych obrotach powyżej 10 mln zł odsetek ten wynosił 35%, natomiast w firmach przemysłowych – 31%.

Odpowiedzi na pytanie o to, kto wywiera na firmy presję na zazielenianie, należy traktować ostrożnie, gdyż opierały się na małej próbie – tylko co piąta firma odpowiedziała twierdząco na pytanie. W pierwszej kolejności presja zewnętrzna w kontekście kryzysu klimatycznego wynika z regulacji oraz polityk krajowych i unijnych, w drugiej kolejności – pochodzi ze strony samorządów i mieszkańców okolic siedziby firmy. Tylko co czwarty z zauważających presję ankietowanych dostrzega ją ze strony kontrahentów, również co czwarty ze strony konsumentów, a co dziesiąty ze strony banków.

**Wykres 1.**

**W jaki sposób firmy odczuwają presję na stosowanie rozwiązań energooszczędnych i niskoemisyjnych? Odpowiedzi mogą się powtarzać, w %**



Źródło: Badanie GfK dla ING Banku Śląskiego, 2022

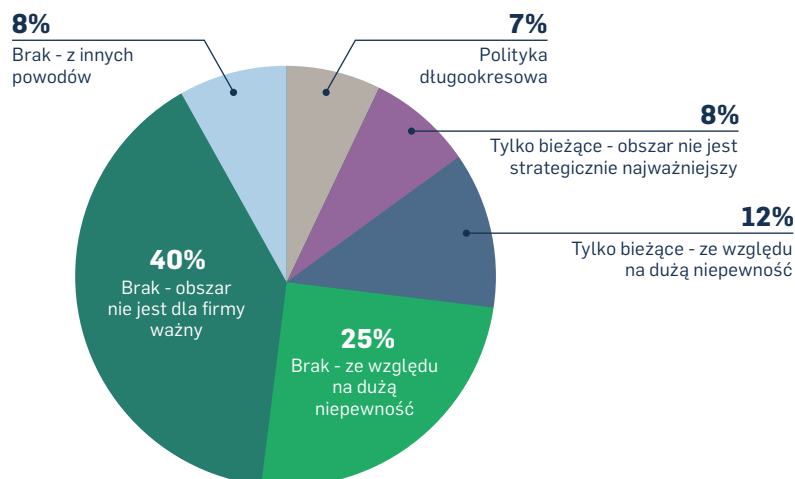
## Niska świadomość klimatyczna polskich firm w badaniu NBP

Badanie koniunktury NBP „Szybki Monitoring” ze stycznia 2023 r.<sup>5</sup> zawiera wyniki ankiety rocznej, przeprowadzonej w grudniu 2022 r. na próbie 1696 polskich firm, na temat kwestii energetycznych i ekologicznych. Z informacji NBP dotyczącej pełnej próby (2439 podmiotów) do badania „Szybki Monitoring” wynika, że wybrane podmioty pochodzą z terenu całego kraju i reprezentują sektory gospodarcze poza rolnictwem, leśnictwem i rybołówstwem. W próbie przewagę mają duże przedsiębiorstwa (firmy zatrudniające od 250 pracowników) i wyraźnie niedoreprezentowane są mikroprzedsiębiorstwa (firmy zatrudniające do 9 pracowników).

Niestety, badanie NBP pokazuje utrzymanie niepokojącego *status quo*, jeśli chodzi o zarządzanie wykorzystaniem nośników energii i energią odnawialną. Sugeruje, że obszary te wciąż leżą poza procesem planowania strategicznego w większości firm. Tylko około 1/4 wszystkich firm posiada jakąkolwiek politykę zarządzania wykorzystaniem nośników energii, natomiast 12% firm wykorzystuje energię czy ciepło z OZE.

**Wykres 2.**

**Firmy posiadające politykę zarządzania wykorzystaniem nośników energii, w %**

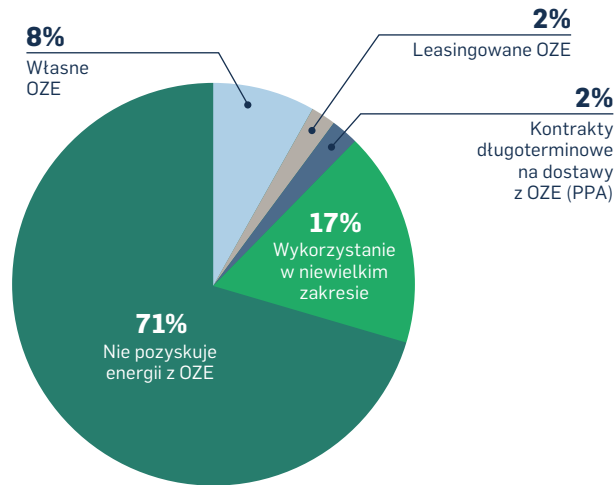


Źródło: NBP, „Szybki Monitoring”, 100. edycja, styczeń 2023 r.

<sup>5</sup> <https://nbp.pl/publikacje/cykliczne-materialy-analityczne-nbp/szybki-monitoring/>



**Wykres 3.**  
Firmy uzyskujące z OZE znaczące pokrycie zapotrzebowania na energię elektryczną i ciepłą, w %

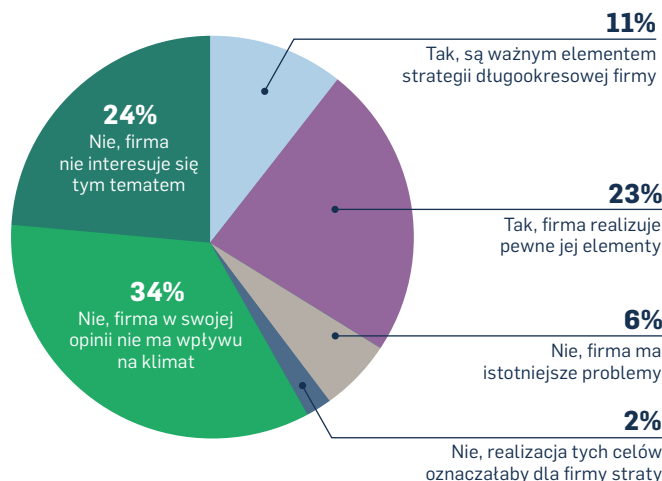


Źródło: NBP, „Szybki Monitoring”, 100. edycja, styczeń 2023 r.

Z badania NBP wynika, że około 1/3 firm w Polsce ogranicza emisje CO<sub>2</sub> lub dąży do neutralności klimatycznej, przy czym dla tylko co dziesiątej firmy działanie to jest ważnym elementem długookresowej strategii firmy. Motywacją dla firm do takich działań jest – od najczęściej wskazywanych czynników – poczucie odpowiedzialności za stan środowiska, dążenie do obniżenia kosztów działalności, zabezpieczenie ciągłości dostaw energii elektrycznej oraz obowiązki prawne. Niemniej **jednak 2/3 firm ankietowanych przez NBP nie deklaruje realizacji celów dekarbonizacyjnych, a prawie 60% firm twierdzi, że nie ma większego wpływu na klimat lub nie interesuje się tym tematem.**

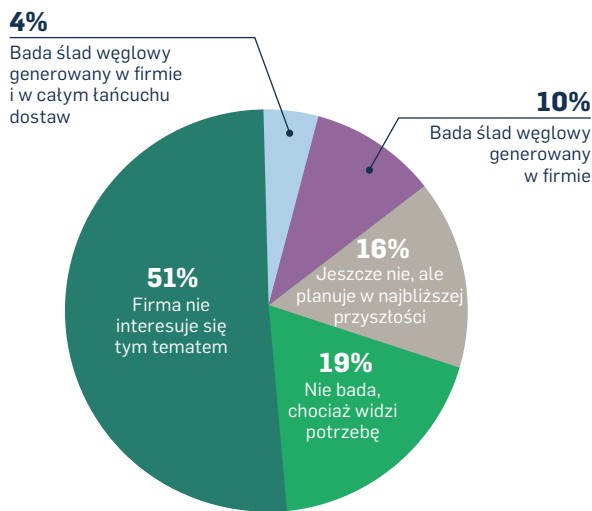
W kontekście tych wyników nie zaskakują również odpowiedzi firm, jeśli chodzi o badanie śladu węglowego w swojej działalności. Niespełna 15% firm twierdzi, że to robi, w tym 10% wszystkich firm bada swój własny ślad węglowy, natomiast 4% deklaruje, że bada zarówno swój ślad węglowy, jak i w całym łańcuchu dostaw. Łącznie około 1/3 firm nie bada śladu węglowego, ale planuje to zrobić w najbliższej przyszłości (16%) lub nie planuje, ale widzi taką potrzebę (19%). Jednakże ponad połowa firm nie interesuje się tym tematem, to zdecydowanie dominująca odpowiedź na postawione pytanie.

**Wykres 4.**  
Odsetek firm realizujących cele związane z dekarbonizacją i dążeniem do neutralności klimatycznej, % firm



Źródło: NBP, „Szybki Monitoring”, 100 edycja, styczeń 2023 r.

**Wykres 5.**  
**Odsetek firm**  
**badających**  
**śląd węglowy**  
**generowany swoją**  
**działalnością,**  
**% firm**



Źródło: NBP, „Szybki Monitoring”, 100 edycja, styczeń 2023 r.

## Dychotomia ESG w polskim biznesie wymaga włączenia MŚP w agendę klimatyczną

Na razie zobowiązania ESG nie stanowią realnej przeszkody we współpracy między firmami, w polityce zakupowej czy inwestycjach zagranicznych w Polsce. Polskie firmy wciąż aktywnie uczestniczą w handlu międzynarodowym, są ważnym dostawcą dóbr i usług dla innych firm w europejskich i światowych łańcuchach dostaw. Jednocześnie Polska wciąż skutecznie przyciąga inwestycje zagraniczne.

Niektóre badania sugerują nawet, że nasz kraj pozostaje atrakcyjnym miejscem, jeśli chodzi o zakupy towarów i usług lub inwestycje dla koncernów europejskich czy światowych w dobie zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw. Wnioski z pandemii COVID-19 skłaniające firmy do zwiększania bezpieczeństwa dostaw mogą przemawiać za poszukiwaniem dostawców w Polsce i krajach regionu przy ograniczaniu zakupów czy inwestycji w Azji (Chinach). Do skracania łańcuchów dostaw przez firmy europejskie skłania również wprowadzenie cła węglowego przez UE (CBAM) w najbliższych latach. Czynniki te mogą przemawiać za poleganiem na dostawcach w ramach regionu, takiego jak UE.

Jednak, żeby utrzymać zbudowaną pozycję w handlu międzynarodowym lub nawiązać nowe relacje z firmami globalnymi, polskie firmy muszą w większym stopniu integrować ESG w swojej działalności operacyjnej. Pionierami działań z zakresu ESG często są duże firmy o zasięgu międzynarodowym, które – podążając zgodnie ze swoimi

strategiami długofalowymi czy zobowiązaniem neutralności klimatycznej – będą stawiać wymogi środowiskowe, społeczne i ładu korporacyjnego innym firmom w swoich łańcuchach dostaw.

Również obowiązki sprawozdawcze w coraz większym stopniu będą wymagały wykazywania emisji zakresu 3, czyli także tych, które generują kooperanci i podwykonawcy w ramach łańcucha dostaw produktu. Firmy podejmujące dekarbonizację swojej działalności lub dążące do neutralności klimatycznej odpowiadają na wymogi regulacyjne – korporacyjne zobowiązania ESG stają się coraz bardziej konkretne, sprawdzalne czy rozliczalne. Część przedsiębiorstw upatruje w tej agendzie swoich długofalowych szans rozwoju i zmienia swój model biznesowy. Jednocześnie niektóre duże firmy wysyłają coraz więcej sygnałów, że w najbliższych latach spełnianie kryteriów ESG może uzależniać współpracę z poddostawcami.

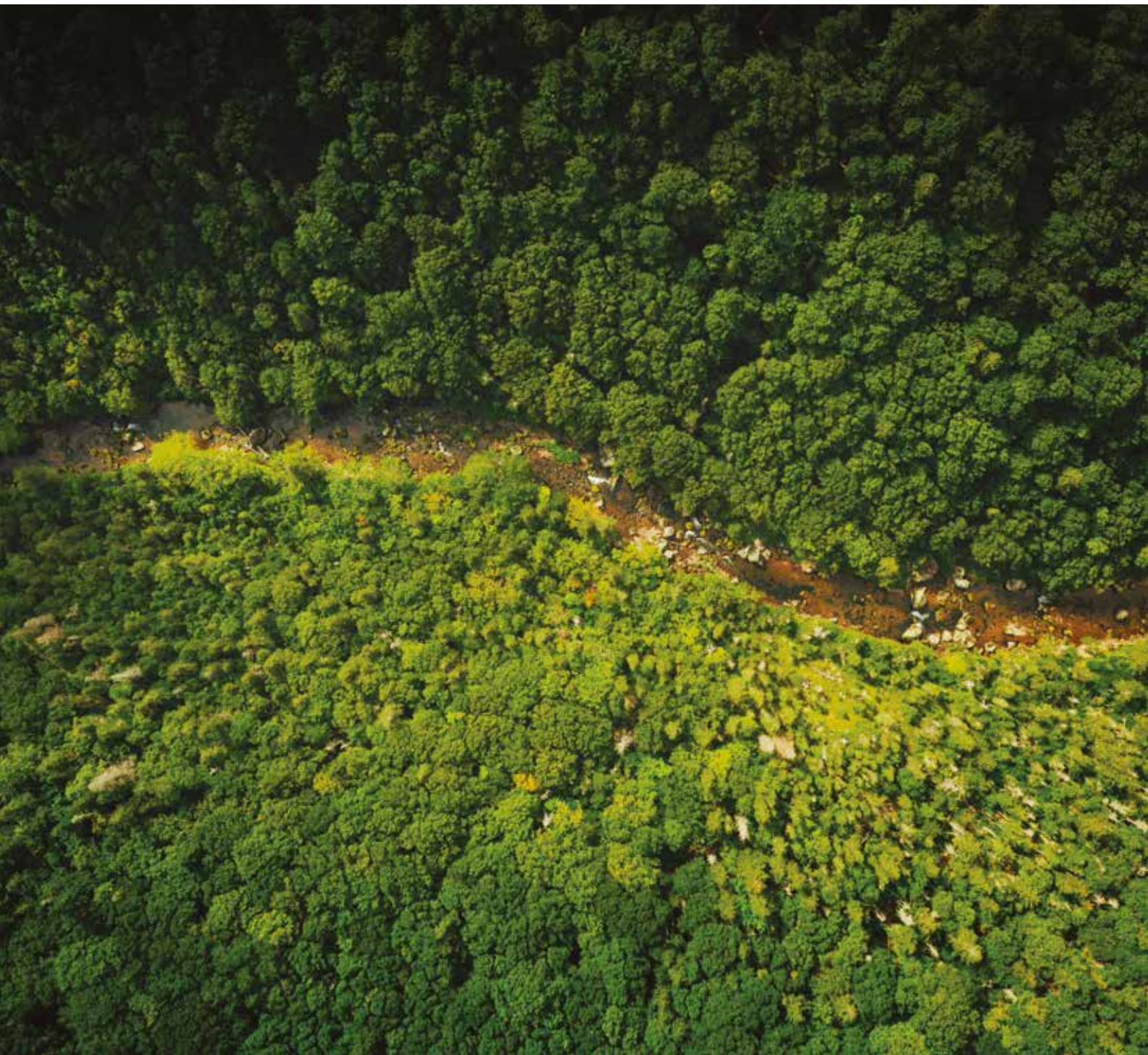
Nasze badania jakościowe w dużych firmach wskazują, że świadomość konieczności zmian występuje w polskich większych firmach, ale niekoniecznie w sektorze MŚP, które odpowiadają za około połowę polskiego PKB i około 2/3 zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Konieczność zmiany i uwzględniania kryteriów ESG w polskim biznesie – mocno zintegrowanym z europejskimi łańcuchami dostaw – uzasadniają rosnąca restrykcyjność polityki klimatycznej UE, konsekwencja jej wdrażania oraz coraz bardziej wymagające obowiązki raportowania



klimatycznego dla firm, np. zgodnie z nową dyrektywą CSRD, która weszła w życie w styczniu 2023 r.

Jeśli polskie firmy nie podejmą wysiłku na rzecz zazielenienia, w najbliższych latach mogą stracić konkurencyjność i swoją pozycję wśród dostawców w firmach, które z reguły znajdują się wyżej na drabinie łańcucha wartości.

Bardziej świadome klimatycznie koncerny międzynarodowe i duże polskie firmy mogą w procesie transformacji ESG służyć wiedzą i doświadczeniem dla małego biznesu w Polsce. Bez włączenia MŚP w ten proces polskie firmy mogą się spodziewać klimatycznej fali zaburzeń w łańcuchach dostaw jeszcze w tej dekadzie. Ale można uniknąć takiego scenariusza.











## **II. Platforma Zrównoważonych Finansów**

**Katarzyna Szwarc**

**Pełnomocniczka Ministra Finansów ds. Strategii Rozwoju  
Rynku Kapitałowego, Współprzewodnicząca polskiej  
Platformy Zrównoważonych Finansów**

**Kamil Wyszowski**

**Przedstawiciel i Dyrektor Wykonawczy UN Global Compact  
Network Poland, Współprzewodniczący polskiej  
Platformy Zrównoważonych Finansów**

## **Polska Platforma Zrównoważonych Finansów jako forum dla działania i dyskusji rynku kapitałowego**

Podpisane w 2015 r. Porozumienia paryskie były ważnym kamieniem milowym na drodze ku transformacji klimatycznej gospodarek na całym świecie. Stały się też katalizatorem niemałej rewolucji na rynkach kapitałowych. W ślad za postanowieniami artykułu 2. o konieczności „uspójnienia globalnych przepływów finansowych z celami polityki klimatycznej” ruszyły inicjatywy mające na celu nie tylko zwiększenie finansowania zielonych inwestycji, ale także zazielenienie całego systemu finansowego. Niszowe dotychczas instrumenty finansowe, uwzględniające chociażby cele zrównoważonego rozwoju ONZ, stały się obiektem zainteresowania inwestorów i ważnym elementem oferty instytucji finansowych. To na kanwie tego trendu Polska z sukcesem przeprowadziła pierwszą na świecie emisję zielonych obligacji skarbowych. Dziś wiele państw, samorządów i korporacji z powodzeniem rozwija krzywe popytu na zielony dług. Według Bloomberg’a aktywa finansowe o zrównoważonym profilu będą w perspektywie roku 2025 stanowiły 1/3 aktywów zarządzanych globalnie. Trend ten był wyraźnie widoczny podczas kolejnych szczytów klimatycznych ONZ, w szczególności podczas COP26 w Glasgow w 2021 r., gdzie zrównoważone finanse stały się jednym z najważniejszych priorytetów dla prezydencji brytyjskiej. Warto także przypomnieć prowadzone w tym kontekście działania współpracujących z ONZ 130 giełd papierów wartościowych skupionych w ramach Sustainable Stock Exchanges Initiative, którą ze strony ONZ współtworzy United Nations Global Compact. Kolejny ważny punkt dla wzmocnienia trendu zrównoważonych finansów to zwołany w 2019 r. przez Sekretarza Generalnego ONZ Antonio Guterresa Climate Action Summit, gdzie wezwano świat finansów do podjęcia działań na rzecz przeniesie-

nia kapitału z inwestycji wysokoemisyjnych do segmentu zielonych technologii i rozwiązań nisko- i zeroemisyjnych. Na wezwanie Sekretarza Generalnego odpowiedziały banki rozwoju, banki komercyjne skupione w United Nations Global Compact oraz największe fundusze inwestycyjne. Odpowiedziały także poszczególne rządy z brytyjską Green Finance Strategy na czele. Dwa lata później podczas Szczytu Klimatycznego w Glasgow doszło do konkretnych uzgodnień i porozumień, zwłaszcza w obszarze zielonych obligacji oraz innych instrumentów finansowych gwarantowanych przez banki rozwoju i banki komercyjne.

Co istotne, trend w kierunku zrównoważonego finansowania przechodzi z fazy wykładniczego rozwoju oferty produktów zrównoważonych bądź klimatycznych przede wszystkim z nazwy do etapu zorientowanego na jakość i unikanie greenwashingu. Dobrze widać to choćby na przykładzie spadku, w ostatnim czasie, liczby funduszy inwestycyjnych o profilu ESG, który bynajmniej nie oznacza mniejszego zainteresowania kwestiami ochrony środowiska. Raczej pozostaje on wynikiem ewolucji w myśleniu o tym, co jest faktycznie wartością dodaną z punktu widzenia klimatu, wyrażonej we wchodzących w życie regulacjach unijnych, takich jak Sustainable Finance Disclosure Regulation.

Ponadto inwestorzy zaczynają powoli dostrzegać subtelne różnice pomiędzy dostosowaniem składu portfela do sztywnych kryteriów emisyjności (*impact alignment*) a generowaniem faktycznych zmian w realnej gospodarce poprzez bliską współpracę ze spółkami portfelowymi (*impact generation*). Dzięki temu pewności siebie



nabierają również same spółki, które coraz bardziej transparentnie komunikują inwestorom swoje plany dekarbonizacji i kreowania wartości poprzez zieloną zmianę.

Trend w kierunku zrównoważonego finansowania to bez wątpienia szansa dla Polski i rodzimego rynku kapitałowego na rozwój nowych obszarów biznesowych i wzmocnienie wiodącej pozycji w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. To także szansa na zwiększenie zaangażowania inwestorów prywatnych w finansowanie proklamacyjnych projektów.

Transformacja klimatyczna polskiej gospodarki będzie wymagała bezprecedensowych inwestycji na poziomie 1-2% PKB ponad to, co musielibyśmy przeznaczyć na podtrzymanie systemu energetycznego czy transportowego w scenariuszu bazowym. I choć poziom ten nie odbiega znacząco od inwestycji wymaganych w innych krajach OECD, to ich cele muszą zostać dostosowane do specyfiki i potrzeb naszego rynku. Przykładowo, powinny one uwzględniać planowany rozwój energetyki jądrowej oraz społeczny i pracowniczy wymiar transformacji sektorów wysokoemisyjnych.

W tym kontekście czynnikiem wspierającym będzie dla polskiego rynku ambitna agenda europejska w obszarze zrównoważonych finansów. Unia Europejska, poprzez swój Plan Działania na Rzecz Finansowania Zrównoważonego Wzrostu Gospodarczego z 2018 r. oraz Odnowioną Strategię Zrównoważonych Finansów z roku 2021, stała się liderką zmiany i kreatorką standardów zielonych inwestycji. Choć wiele z nich wciąż wymaga doprecyzowania lub korekty, to stanowią one wspólny punkt odniesienia dla instytucji finansowych, inwestorów i poszukujących finansowania przedsiębiorstw w całej Europie, a często i poza nią. Żadna inna gospodarka, jak USA czy Chiny, nie zdecydowała się na tak kompleksowe podejście do norm zrównoważonych finansów. Jeżeli regulacje zostaną, zgodnie z niedawnymi głosami pojawiającymi się na forum brukselskim, uzupełnione o zachęty i dodatkowe publiczne inwestycje, to można oczekiwać, że UE pozostanie w awangardzie tych standardów.

Dostosowanie do europejskich regulacji będzie konieczne, jednak nie wystarczy, by wyzwanie związane z finansowaniem transformacji klimatycznej przekuć w dzwignię rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Innymi słowy, rozwój zrównoważonych finansów w Polsce nie może być ćwiczeniem z compliance. Dlatego, w 2022 r. Ministerstwo Finansów we współpracy z UN Global Compact Network Poland oraz innymi partnerami współtworzącymi sojusz na rzecz zielonych finansów zainicjowało prace nad Mapą Drogową dla Rozwoju Zrównoważonych Finansów w Polsce, która wskaże instytucjom

finansowym, uczestnikom rynku, administracji publicznej oraz innym interesariuszom kluczowe obszary i kierunki działań, dzięki którym to w Polsce powstanie płynny i szeroki rynek zrównoważonych instrumentów finansowych, takich jak zielone fundusze inwestycyjne czy obligacje transformacyjne, rozwinię się ekosystem usług certyfikacji czy audytu raportów środowiskowych, z których skorzystają nie tylko polskie korporacje czy samorządy, ale także podmioty z całego regionu.

Prace nad polską Mapą Drogową zakończą się pod koniec 2023 r., jednak nie będzie ona pierwszą w skali międzynarodowej ani nawet europejskiej. Dokumenty, takie jak wspomniana wcześniej brytyjska Green Finance Strategy z 2019 r. (zaktualizowana w 2023 r.), stanowią ważne źródło inspiracji, zwłaszcza w kontekście budowy hubu zielonych inwestycji.

Na wzór europejskiej Platformy Zrównoważonych Finansów powstała jej polska odpowiedniczka. Stanowi ona forum dyskusji i współpracy pomiędzy interesariuszami polskiego rynku finansowego. Jej celem jest wypracowanie założeń i rekomendacji dla przyszłej Mapy Drogowej tak, aby adresowała ona najważniejsze wyzwania i potrzeby związane z finansowaniem sprawiedliwej transformacji w Polsce.

Platforma liczy 25 członków, reprezentantów organizacji międzynarodowych, organizacji o zasięgu ogólnopolskim, banków, funduszy inwestycyjnych, związków, a także centralnych organów administracji rządowej i innych organów administracji publicznej. Przyjęliśmy formułę współprzewodniczących platformie reprezentantów Ministerstwa Finansów i UN Global Compact Network Poland, aby zagwarantować stabilność działań Platformy i osadzić jej działania w uzgodnionych międzynarodowo politykach ONZ dotyczących zrównoważonych finansów, oprócz na założeniach Agendy 2030 i celach wskazanych w Porozumieniach paryskich. Kameralna formuła Platformy gwarantuje konstruktywną, choć różnorodną debatę. Jako współprzewodniczący Platformy jesteśmy przekonani, że to przedsięwzięcie przyniesie wymierne korzyści nie tylko w sferze finansowej, ale dla całej polskiej gospodarki.

Choć Platforma Zrównoważonych Finansów obraduje w kilkutygodniowych odstępach, przestrzeń pomiędzy spotkaniami wypełniają intensywne prace grup roboczych, które regularnie raportują Platformie o wypracowanych w gronie ekspertów rekomendacjach. Dotychczas powołane zostały cztery grupy robocze. Pierwsza, z zadaniem wypracowania konkretnych rekomendacji w zakresie wzmocnienia transparentności klimatycznej wśród polskich przedsiębiorstw i wykorzystania

potencjału danych ESG, już zakończyła prace i przekazała zalecenia Platformie. Kolejne zespoły dyskutują nad rozwojem polskiego rynku zrównoważonego długu oraz edukacji w obszarze zrównoważonych finansów. W ścisłej współpracy z Ministerstwem Rozwoju i Technologii powstaje także grupa robocza, która wypracuje ścieżkę dostosowania polskiego sektora firm do postanowień Taksonomii UE.

Kluczową zasadą działania Platformy jest transparentność. Informacje o spotkaniach i materiały są publikowane w Monitorze Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego.

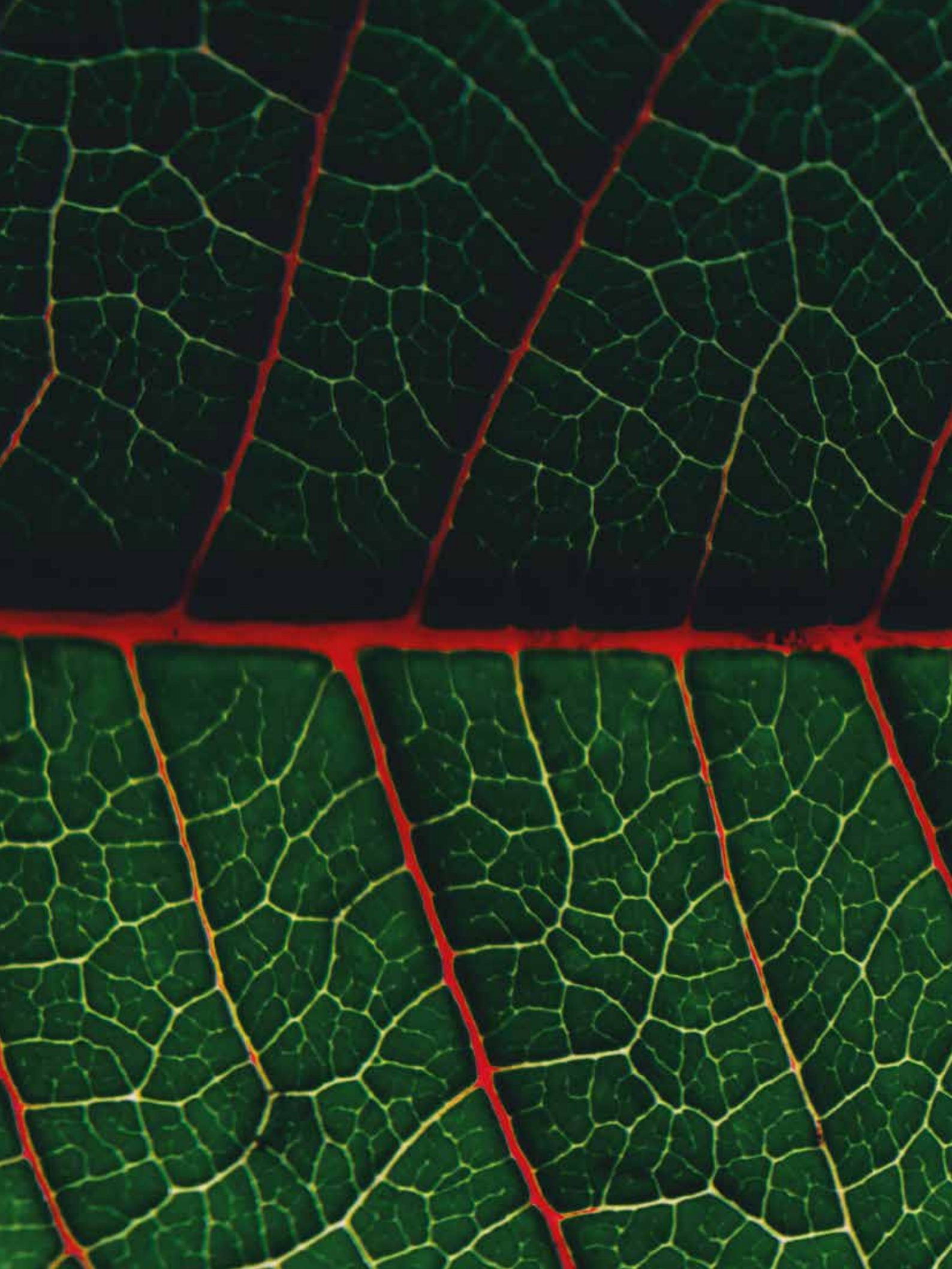
Polska ma ważne doświadczenie transformacji gospodarczej, której kierunki wykuwały się w dyskusji przy wspólnym stole. Dzięki zaangażowaniu i kreatywności polskich instytucji, przedsiębiorstw i ekspertów potrafimy przekuć wyzwania w sukcesy. Czas na kolejną odsłonę. Mapa Drogowa dla Rozwoju Zrównoważonych Finansów w Polsce będzie owocem, ale nie końcem prac Platformy, która powinna stać się strażnikiem i gwarantem realizacji jej postanowień.















# III. Głos rynku

## 3W • WODA • WODŃR • WĘGIEL

Zespół 3W Banku Gospodarstwa Krajowego

# Finansowanie innowacji w obszarze 3W – Woda, Wodór, Węgiel

## Jakie są możliwości finansowego wsparcia projektów, które powstają w ramach inicjatywy strategicznej 3W

Żyjemy w obliczu wyzwań cywilizacyjnych o krytycznym znaczeniu dla ludzkości. Zmiany klimatyczne, rabunkowe korzystanie z zasobów naturalnych Ziemi, dynamiczny przyrost populacji, a także zmiany geopolityczne, których świadkami jesteśmy, wszystkie one wymagają podjęcia natychmiastowych działań.

Bank Gospodarstwa Krajowego, odpowiadając na globalne wyzwania, powołał do życia Inicjatywę 3W, która stanowi unikalną na skalę światową koncepcję, w której naukowcy, przedsiębiorcy i sektor publiczny łączą siły, by rozwijać interdyscyplinarne innowacje w obszarze wody, wodoru i nowoczesnych technologii węglowych, w celu budowania lepszej, bardziej zrównoważonej przyszłości. To długofalowy program Banku Gospodarstwa Krajowego, który ma wspierać transformację polskiej gospodarki przez najbliższe dekady.

Poprzez inicjatywę 3W Bank Gospodarstwa Krajowego aktywnie uczestniczy w działaniach wspierających zrównoważone wykorzystanie zasobów wody, w projektach zmierzających do przyspieszenia transformacji energetycznej na bazie zielonych technologii wodorowych (również poprzez wspieranie tworzenia łańcuchów dostaw dla wodoru) oraz w tworzeniu i implementacji technologii na bazie nanostruktur węglowych o wszechstronnych zastosowaniach w wielu gałęziach przemysłu.

Woda ma dla nas szczególne znaczenie, zwłaszcza gdy uświadomimy sobie ograniczoność jej zasobów w Polsce. W przeliczeniu na 1 mieszkańca gorszą sytuację w Europie mają tylko Czechy, Cypr i Malta.

Biorąc pod uwagę ten fakt, większość naszych dotychczasowych działań skoncentrowana była na optymalizacji wykorzystania wody jako cennego surowca. Pomagamy w odzyskiwaniu zużytej wody poprzez finansowanie budowy oczyszczalni ścieków. Poprawę jakości wody pitnej i redukcję jej strat uzyskujemy, finansując remonty i rozbudowy sieci wodociągowych, obniżając przy okazji

awaryjność, a co za tym idzie – zbędną emisję CO<sub>2</sub> wynikającą z procesów naprawczych. Wspieramy innowacyjne projekty, łączące wodę i nanotechnologie węglowe, których zastosowanie otwiera nowe możliwości w zakresie oczyszczania i profilowania fizykochemicznego wody.

Wsparcie, o którym mowa, ma charakter wielopłaszczyznowy, dostosowany do specyfiki projektów. Innowacje, na wczesnych etapach rozwoju mogą liczyć na zaangażowanie kapitałowe, powołanego przez BGK, funduszu inwestycyjnego Vinci. Projekty dojrzałe technologicznie, wdrażane do procesów biznesowych przez podmioty o ugruntowanej sytuacji finansowej, wspieramy instrumentami dłużnymi, wśród których wymienić należy dobrze znany już kredyt technologiczny, a także kredyt ekologiczny, który niebawem będzie dostępny w ofercie BGK. Te instrumenty są szczególnie atrakcyjne, gdyż mają w sobie zaszyty mechanizm dotacyjny, finansowany ze środków z FENG<sup>1</sup>. Podmioty samorządowe, realizujące inwestycje z obszaru gospodarki wodno-ściekowej, mogą liczyć ponadto na wsparcie ze środków Programu Inwestycji Strategicznych oraz udział banku w długoterminowym finansowaniu niskooprocentowanym kredytem inwestycyjnym lub uczestnictwo w programach emisji obligacji przychodowych dedykowanych tego typu publicznym projektom infrastrukturalnym.

Od początku roku 2022 wartość udzielonego przez BGK finansowania (kredyty inwestycyjne, obrotowe i obligacje) na wsparcie projektów wodnych to kwota kilkuset milionów złotych.

Równie istotnym obszarem oddziaływania Inicjatywy 3W jest budowanie podwalin gospodarki wodorowej. Polska Strategia Wodorowa do 2030 r. wyraźnie określiła kluczowe kierunki działań w tym zakresie, obejmujące w szczególności:

- budowę instalacji do produkcji niskoemisyjnego wodoru (minimum 2 GW mocy zainstalowanej do 2030 r.)

<sup>1</sup> Fundusze Europejskie dla Nowoczesnej Gospodarki





- budowy infrastruktury tankowania wodoru (minimum 32 stacje do 2025 r.)
- stworzenie ekosystemu dolin wodorowych
- stworzenie legislacyjnego pakietu wodorowego.

Kierunki te wpisują się w założenia Idei 3W, wspierającej tworzenie łańcuchów dostaw dla wodoru, promowanie czystej produkcji wodoru, jego magazynowanie i transport, a także zastosowanie tego paliwa w energetyce, transporcie, przemyśle chemicznym, a także metalurgii. Działania BGK koncentrują się zarówno na obszarze tworzenia sprzyjającego otoczenia prawno-organizacyjnego do rozwoju gospodarki wodorowej, jak również na dostarczeniu odpowiednich instrumentów do finansowania tej transformacji.

Bank Gospodarstwa Krajowego przystępuje do dolin i klastrów wodorowych, stając się ich członkiem wspierającym. Uczestnicząc w tych organizacjach, gromadzimy wiedzę i doświadczenia praktyczne, które będą przydatne przy analizie i ocenie projektów w fazie ich finansowania. BGK jest również aktywnym inicjatorem i uczestnikiem procesów legislacyjnych, realizowanych w ramach Porozumienia Wodorowego.

Powodzenie procesów transformacyjnych będzie w znacznej mierze uzależnione od zapewnienia adekwatnych środków finansowania inwestycji w tym zakresie. Zwłaszcza na fakt, iż gospodarka wodorowa w Polsce znajduje się na bardzo wczesnym etapie rozwoju, instrumenty o charakterze dotacyjnym będą obecnie odgrywać dominującą rolę. Specyfiką tej fazy rozwoju jest również mnogość projektów innowacyjnych o relatywnie niskiej gotowości technologicznej, które dla dalszego swojego rozwoju wymagają wsparcia typu *venture capital*. BGK dostarcza wsparcia finansowego dla tego typu projektów, poprzez wspomniany wcześniej fundusz inwestycyjny Vinci. Dla dojrzałych projektów BGK oferuje wsparcie kredytowe lub gwarancyjne poprzez instrumenty UE, takie jak CEF 2<sup>2</sup> czy gwarancje Invest EU.

Inicjatywa 3W bardzo wyraźnie podkreśla wymiar kooperacji i budowania efektywnego ekosystemu wszystkich grup interesariuszy. Ważna jest dla nas współpraca z instytucjami otoczenia biznesu. Skuteczne wsparcie projektów strategicznych i innowacyjnych możliwe jest tylko poprzez łączenie potencjałów, a nie wzajemną konkurencję. Dlatego, angażując się w projekty rozwojowe, tworzymy szeroką koalicję z instytucjami powołanymi do finansowego i organizacyjnego wsparcia procesów transformacji polskiej gospodarki. Wśród najważniejszych partnerów wymienić należy PFR, ARP, PARP czy NFOŚiGW, które swoimi dedykowanymi programami wspierają najważniejsze inwestycje i obszary strategicznego rozwoju kraju, zarówno w formie dotacyjnej, jak też preferencyjnego finansowania dłużnego.

Idea 3W jest aktywna również w obszarze badań naukowych i promowania innowacyjnych rozwiązań, które jeszcze nie znalazły swoich obszarów aplikacyjnych. Od kilku miesięcy rozwijamy Interdyscyplinarne Centrum Innowacji, stworzone przez wiodących przedstawicieli środowisk naukowych (uczelnie oraz instytuty badawcze) z całego kraju. To unikatowe miejsce, w którym zgromadzono wiedzę i narzędzia wsparcia rozwoju nowoczesnych technologii 3W. Centrum rozwija kompetencje, szczególnie w zakresie wsparcia projektów startupowych poprzez ich niezależną weryfikację oraz mechanizmy wsparcia kapitałowego we współpracy z funduszami *venture capital*. BGK wspiera potencjał startupów, dostrzegając w nim źródła przyszłych przewag konkurencyjnych polskiej gospodarki.

Naszą misją jest wpieranie zrównoważonego rozwoju społeczno-gospodarczego Polski. Jesteśmy bankiem rozwoju, a Idea 3W jest tego wyrazem.

**Zespół 3W Banku  
Gospodarstwa Krajowego**





## Europejski Bank Inwestycyjny

# FINANSOWANIE INWESTYCJI NA RZECZ UNIEZALEŻNIENIA OD PALIW KOPALNYCH W POLSCE

## REPowerEU kluczem do uniezależnienia od paliw kopalnych

Światowy kryzys klimatyczny oraz szybko postępujący proces degradacji środowiska naturalnego stanowią największe wyzwanie naszych czasów. Zgodnie z rocznym Raportem Inwestycyjnym EBI 2022/2023 wolumen zielonych inwestycji w UE wzrósł po spadku spowodowanym pandemią, ale nadal potrzeba ich więcej, jeżeli Europa ma zrealizować swoje cele. Inwestycje w wysokości 1 bln euro rocznie są potrzebne do zredukowania emisji gazów cieplarnianych o 55% do 2030 r. To o 365 mld euro rocznie więcej niż w latach 2010-2020. Dodatkowo, rosyjska agresja na Ukrainę zwiększyła jeszcze skalę stojących przed Europą wyzwań. W wyniku wybuchu wojny UE zdecydowała przyspieszyć proces transformacji energetycznej i zwiększyć udział odnawialnych źródeł energii w gospodarce.

### REPowerEU

REPowerEU to plan Komisji Europejskiej, mający na celu uniezależnienie się Europy od importu rosyjskich paliw kopalnych do 2030 r. Plan obejmuje dynamiczny rozwój energii ze źródeł odnawialnych, zwiększenie efektywności energetycznej oraz rozwój zielonych technologii. REPowerEU zakłada wyasygnowanie dodatkowych 30 mld euro, które zostaną zainwestowane w ciągu najbliższych 5 lat, oprócz już solidnego wsparcia EBI dla sektora energetycznego w UE. Szacuje się, że specjalny pakiet REPowerEU uruchomi dodatkowe 115 mld euro dodatkowych inwestycji do 2027 r., wnosząc tym samym znaczący wkład w niezależność energetyczną Europy i cel Grupy EBI, jakim jest zmobilizowanie w tej dekadzie 1 bln euro na finansowanie działań przeciwdziałających zmianom klimatu.

Grupa EBI w zeszłym roku przeznaczyła rekordowe środki na czystą energię (17 mld euro w UE w ramach projektów zgodnych z REPowerEU). W 2022 r. w Polsce aż 49% finansowania Banku (z łącznej kwoty 4,9 mld euro) zostało przeznaczone na zielone projekty.

Zielone inwestycje i technologie pozostają obszarem, w którym UE jest liderem, jednakże wyzwanie rzuciły Unii Stany Zjednoczone, proponując największy program wsparcia zielonych inwestycji – Inflation Reduction Act (IRA). Europa musi sprostać temu wyzwaniu, a EBI jest gotowy być finansowym ramieniem Unii w odpowiedzi na IRA.

### InvestEU

Kolejnym programem, mającym wspierać transformację energetyczną UE, jest InvestEU. Grupa EBI stała się głównym partnerem wdrażającym ten program. InvestEU to instrument, który dzięki gwarancji Komisji Europejskiej pozwala finansować inwestycje o wyższym niż standardowe profilu ryzyka w ramach 4 segmentów:

1. zrównoważona infrastruktura
2. badania naukowe, innowacje i cyfryzacja
3. małe i średnie przedsiębiorstwa
4. inwestycje społeczne i w umiejętności.

Program ten ma zmobilizować nawet 372 mld euro dodatkowych inwestycji do 2027 r. W segmencie zrównoważonej infrastruktury aż 60% finansowania ma być przeznaczone na zielone projekty.

### Mechanizm sprawiedliwej transformacji

W procesie zielonej transformacji nie należy zapomnieć, że zasada „nikt nie może pozostać w tyle” jest jednym z filarów Europejskiego Zielonego Ładu. Mechanizm sprawiedliwej transformacji opiera się na trzech filarach: Funduszu na rzecz Sprawiedliwej Transformacji, systemie sprawiedliwej transformacji w ramach InvestEU oraz instrumencie pożyczkowym dla sektora publicznego. Mechanizm ma na celu wsparcie regionów odchodzących od gospodarki opartej na surowcach

kopalnych, najbardziej odczuwających społeczno-ekonomiczne skutki transformacji.

Drugi i trzeci filar Mechanizmu mają być wdrażane przez EBI. Trzeci filar MST, czyli instrument pożyczkowy dla sektora publicznego, łączy dotacje z budżetu unijnego w wysokości 1,5 mld euro z pożyczkami EBI, które mogą osiągnąć nawet 10 mld euro. Do dofinansowania kwalifikują się projekty realizowane, co do zasady, w regionach sprawiedliwej transformacji przez podmioty sektora publicznego lub te, którym została powierzona misja publiczna.

## Transformacja musi przyspieszyć

Jak pokazują priorytety REPowerEU, InvestEU oraz MST, działania na rzecz transformacji energetycznej są niezbędne nie tylko dla ochrony klimatu i środowiska dla przyszłych pokoleń, zwiększenia konkurencyjności gospodarki UE, ale również dla uniezależnienia się od paliw kopalnych oraz zapewnienia zrównoważonego i stabilnego rozwoju wszystkich obszarów UE.

---

### Grzegorz Rabsztyn

Head of EIB Group Office in Poland

#### BIBLIOGRAFIA:

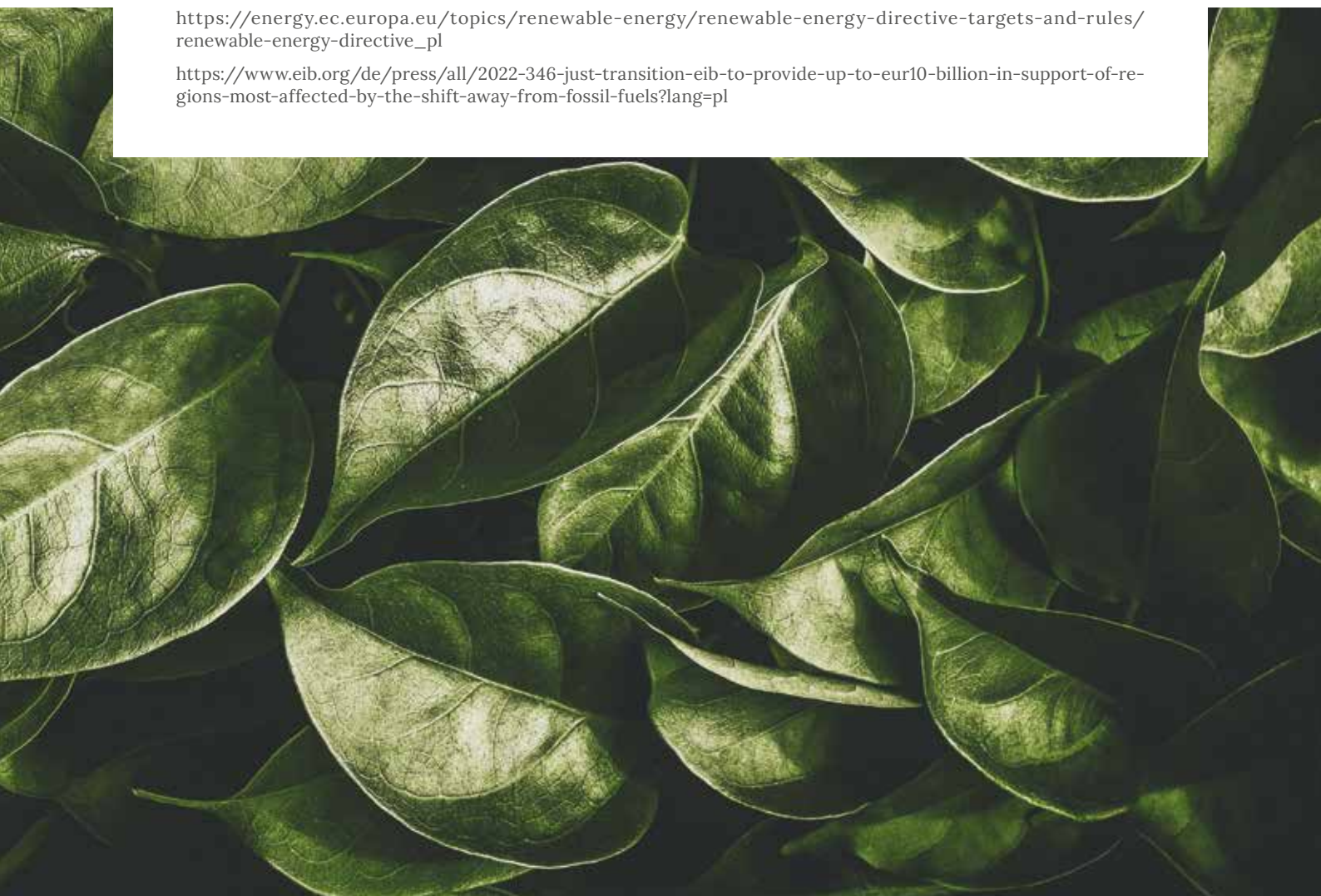
EIB Investment Report 2022/2023- Resilience and renewal in Europe (EIB Investment Report 2022/2023: Resilience and renewal in Europe)

EIB Investment Report 2022/2023 - Key Findings (Investment Report 2022/2023 - Key Findings (eib.org))

[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/e%20n/ip\\_22\\_3131](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/e%20n/ip_22_3131)

[https://energy.ec.europa.eu/topics/renewable-energy/renewable-energy-directive-targets-and-rules/renewable-energy-directive\\_pl](https://energy.ec.europa.eu/topics/renewable-energy/renewable-energy-directive-targets-and-rules/renewable-energy-directive_pl)

<https://www.eib.org/de/press/all/2022-346-just-transition-eib-to-provide-up-to-eur10-billion-in-support-of-regions-most-affected-by-the-shift-away-from-fossil-fuels?lang=pl>







ING Bank Śląski

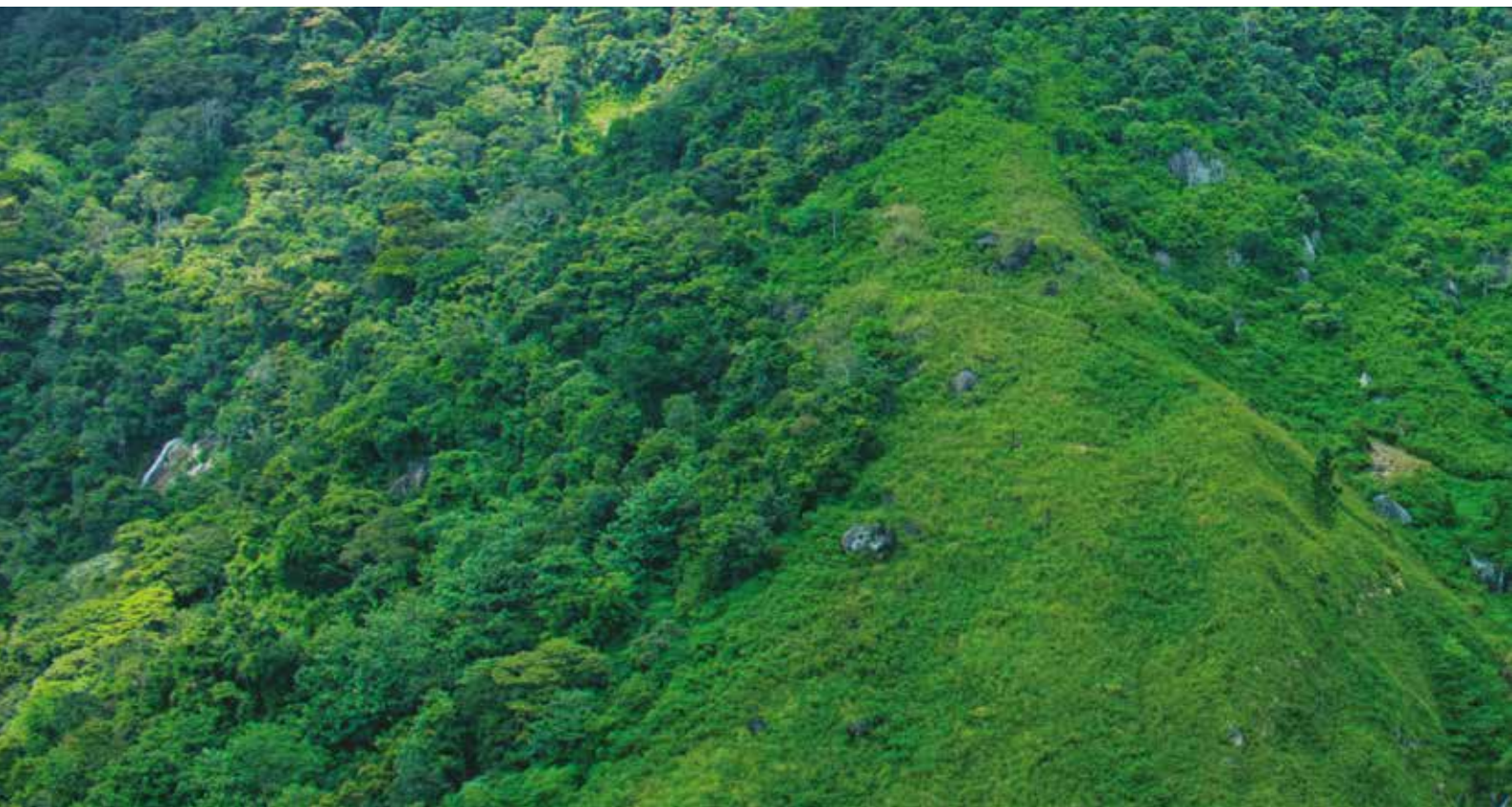
## Inwestujmy w przyszłość

W świetle wydarzeń ostatnich trzech lat pojęcie zrównoważonego rozwoju i społecznej odpowiedzialności biznesu nabrało nowego wymiaru. Czasy obfitujące w wyzwania wymagają sprawnych i szybkich działań, ale także rozważnego i konsekwentnego wspierania przedsięwzięć, które mogą przyczynić się do budowania dobrej przyszłości. Rolą banków jest rozumienie tych wyzwań i proponowanie swoim klientom adekwatnych rozwiązań. W kontekście ESG wymogi stojące przed przedsiębiorstwami są wypadkową oczekiwań konsumentów, inwestorów, regulatorów, a w konsekwencji także kontrahentów czy instytucji finansowych. Pracując od lat z przedsiębiorcami, wiemy, że krajowy biznes ma ponadprzeciętną zdolność adaptacji do zmian i nowych zjawisk. Polska gospodarka jest w bardzo dobrym stanie, a najbliższe lata to szansa na dalszy wzrost konkurencyjności.

Firmy są coraz bardziej świadome tego, że zrównoważony rozwój to korzyści w wymiarze środowiskowym czy społecznym, ale również realne oszczędności. To nie tyl-

ko oczekiwania i regulacje, ale też szanse – m.in. na obniżenie kosztów – choćby w zakresie energii, lepsze warunki finansowania czy nowe źródła przychodów. Warto myśleć o zrównoważonym rozwoju także jako o ograniczaniu marnotrawstwa (materiałów, energii) – to kolejne źródło potencjalnych oszczędności.

Ramy regulacyjne ESG skonstruowane są w taki sposób, aby wszyscy uczestnicy rynku byli wzajemnie zainteresowani swoimi działaniami na rzecz zrównoważonego rozwoju oraz jakością ujawnień niefinansowych. Nawet jeśli regulacja wprost nie obejmuje danej firmy, duże podmioty znajdujące się zwykle wyżej w łańcuchach dostaw coraz mocniej wpływają na praktyki swoich kontrahentów w zakresie ESG. Niemal każda firma jest czyimś dostawcą i jej produkty lub usługi znajdują zastosowanie w działalności firm, które już raportują lub wkrótce będą raportować niefinansowo. Warto o tym pamiętać i widzieć w tym szansę dla zwiększenia konkurencyjności firmy w nowym wymiarze.





W ING chcemy pomóc naszym klientom w racjonalnym i efektywnym ekonomicznie wdrożeniu transformacyjnych zmian, jednocześnie nie rezygnując z celów środowiskowych. Sukcesywnie zwiększamy nasz udział w zrównoważonych inwestycjach, zapewniając ich finansowanie w wielu formach, dostosowanych do specyfiki firmy, branży i przedsięwzięcia. Finansujemy projekty wspierające zrównoważony rozwój, udzielając kredytów w formule SLL (*Sustainability Linked Loan*). W 2022 r. zawarliśmy też pierwszą w Polsce umowę leasingową w formule SLL. Wspieramy naszych klientów także poprzez instrumenty gwarancyjne zabezpieczające płatności w ramach zakupu energii odnawialnej, a w 2022 r. wystawiliśmy gwarancję zabezpieczającą płatności w ramach jednej z największych umów PPA (*Power Purchase Agreement*) w Polsce. W ubiegłym roku wprowadziliśmy do oferty kredyt inwestycyjny wspierający zrównoważony rozwój oraz leasing wspierający zrównoważony rozwój – dzięki temu mniejsze firmy mogą skorzystać z rozwiązań, które do tej pory były zarezerwowane dla większych podmiotów i złożonych projektów.

Banki, w tym ING Bank Śląski, deklarują konkretne środki na finansowanie inwestycji wspierających zrównoważony rozwój. Zobowiązaliśmy się, że do końca 2023 r. przeznaczymy 4,5 mld zł na finansowanie odnawialnych źródeł energii oraz projektów proekologicznych, 500 mln zł na wsparcie jednostek samorządu terytorialnego w inwestycjach w projekty prośrodowiskowe oraz 300 mln zł na dalsze wsparcie i promocję elektro-

mobilności (finansowanie pojazdów elektrycznych i hybrydowych) przez ING Lease Polska. Rozbudowujemy też ofertę produktów wspierających zrównoważony rozwój dla klientów indywidualnych.

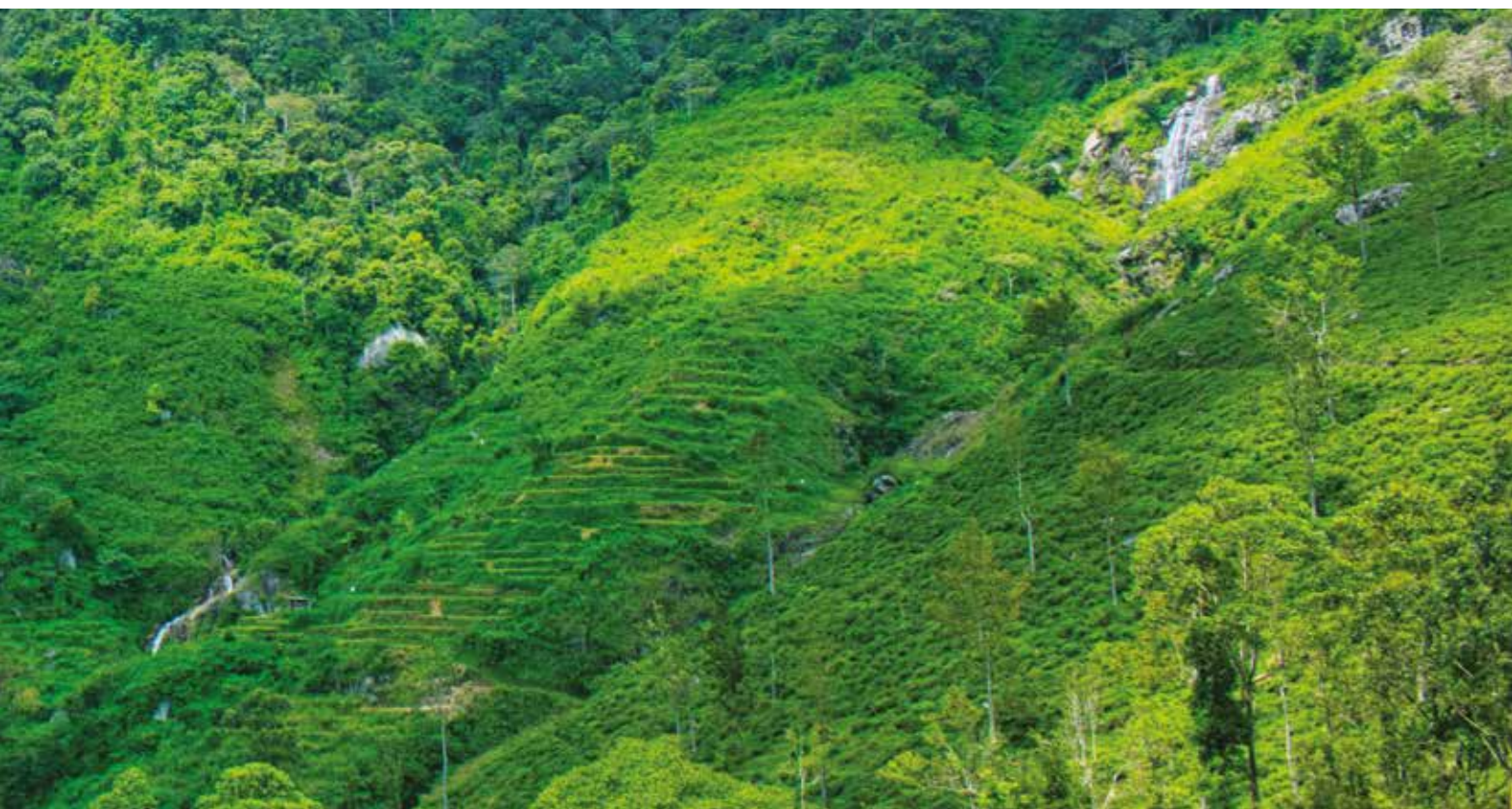
Jako bank chcemy być nie tylko źródłem wsparcia finansowego, ale również wiedzy i najlepszych praktyk. Dzielimy się doświadczeniem podczas bieżących kontaktów z klientami czy np. organizowanych przez nas okrągłych stołów lub eksperckich spotkań. W ramach Programu Grantowego ING nagradzamy start-upy pozytywnego wpływu i młodych naukowców, realizujących projekty wspierające zrównoważony rozwój. Utworzyliśmy w tym celu fundusz grantowy w wysokości 2 mln zł rocznie.

Zmiany warto zaczynać od siebie – bo zrównoważony rozwój to podejście oparte na odpowiedzialności i transparentności. Od lat działamy na rzecz spadku emisji CO<sub>2</sub> gospodarki własnej. Liczymy emisję gazów cieplarnianych z naszego portfela należności od klientów. Reagujemy na trudne społeczne sytuacje, dostarczamy wsparcie tam, gdzie jest najbardziej potrzebne. Jesteśmy bankiem wspierającym przedsiębiorczość i tak właśnie działamy – dziś, proaktywnie i z myślą o jutrze.

---

### **Brunon Bartkiewicz**

Prezes Zarządu, ING Bank Śląski



## PFR Ventures

PFR Ventures

# Zielony wehikuł dla innowacji zmieniających świat

Jak twierdzi Bill Gates – sama technologia nie rozwiąże problemu klimatycznego. Jednak bez niej nie będziemy w stanie tego problemu zaadresować. Dlatego PFR, poprzez strategiczny program PFR Green Hub, tworzy ofertę w odpowiedzi na aktualne potrzeby rynku, aby wspierać szeroko rozumianą transformację energetyczną. Jednym z filarów PFR Green Hub jest wspieranie innowacyjnych, zielonych projektów technologicznych.

Jest on kierowany do profesjonalnych inwestorów, którzy zarządzają funduszami *venture capital* i *growth equity*. W takim modelu zwiększa się szanse odpowiedniego doboru projektów, które warto sfinansować. Dodatkowo, spółki mogą korzystać z wiedzy i innych zasobów inwestorów (np. z ich doświadczenia w rozwijaniu podobnych projektów, wiedzy regulacyjnej lub umiejętności biznesowych), które pozwalają im się szybciej rozwijać.

### Model funduszu funduszy

Kapitał Polskiego Funduszu Rozwoju nie trafia bezpośrednio do spółek rozwijających innowacyjne projekty.





## Pierwsze umowy z funduszami

Z końcem 2022 r. PFR Ventures (ramię inwestycyjne PFR, które alokuje unijne i państwowe środki do funduszy VC/PE) podpisało umowy z Contrarian Ventures, Eurazeo, BeyondNetZero oraz polskim Montis Capital. Łączny wkład PFR Ventures we wszystkie fundusze to ok. 250 mln PLN (55 mln EUR). Każdy z nich realizuje tzw. zielone strategie, które zakładają inwestycje w projekty związane z wyzwaniami klimatycznymi i transformacją energetyczną. Równocześnie każdy reprezentuje inny profil, wspiera spółki na innym etapie rozwoju i wnosi co innego do polskiego ekosystemu.

General Atlantic (GA) to światowy pionier *growth equity* z ponad 40-letnim doświadczeniem. PFR Ventures dołączył do powiązanego z GA zielonego funduszu BeyondNetZero, który inwestuje w spółki w fazie wzrostu, rozwijające innowacyjne technologie, mające potencjał, by pomóc w osiągnięciu lub przekroczeniu celów klimatycznych dla zerowej emisji. BeyondNetZero łączy w sobie doświadczenie i globalny zasięg General Atlantic oraz doświadczenie inwestorów, doradców i menedżerów, którzy od lat mierzą się z problemami zmian klimatycznych i z sukcesami rozwijają spółki, które im przeciwdziałają.

Eurazeo zainwestował dotąd w 530 spółek na różnych etapach rozwoju. Fundusz będzie inwestować w kluczowe sektory, które pomogą w transformacji miast i dekarbonizacji gospodarki, tj.: energia, transport, logistyka, budownictwo i technologie przemysłowe.

Contrarian Ventures to europejski fundusz venture capital, inwestujący w spółki ClimateTech na wczesnym etapie rozwoju. Jego cel to zlikwidowanie luki kapitałowej, z którą mierzą się przedsiębiorcy rozwijający firmy w tym obszarze. Fundusz jest często pierwszym zewnętrznym źródłem kapitału dla innowacyjnych spółek.

Montis Capital to polski fundusz venture capital, który od blisko 5 lat z sukcesami wspiera lokalny ekosystem. Zespół inwestuje w spółki z obszarów hardware i software, deeptech oraz ClimateTech. PFR Ventures inwestuje w nowy fundusz, który skupi się wyłącznie na obszarach takich, jak: transformacja energetyczna, circular economy, redukcja zanieczyszczeń czy zarządzanie odpadami.

Każdy z funduszy będzie mieć – w rzeczywisty sposób – bezpośredni wpływ na Polskę. Wszystkie będą inwestować w lokalne spółki, a część z nich rekrutuje lokalne zespoły, które na miejscu będą poszukiwać najbardziej obiecujących projektów. Dzięki takiemu przekrojowi

profilu PFR Green Hub FoF zapewni finansowanie dla spółek na wszystkich etapach rozwoju, a także kładzie fundamenty pod dalszy rozwój polskiego ekosystemu zielonych innowacji. W gronie funduszy, w jakie zainwestował PFR Ventures, znajdują się doświadczone zespoły inwestycyjne, które mogą przekazywać swoją wiedzę i najlepsze praktyki lokalnym zespołom. Polska stanie się beneficjentem działań i inwestycji tych funduszy.

## Małgorzata Walczak

Dyrektor Inwestycyjny, PFR Ventures





Bank Pekao S.A.

## Transformacja to wyzwanie, ale i szansa

Dyskusja na temat zielonych finansów w Polsce i Europie nabiera tempa. Nic dziwnego, tak jak pandemia przyspieszyła procesy cyfryzacji, tak wojna w Ukrainie przyspiesza procesy ESG. Mówi się wręcz, że nie jest już kwestią, czy będziemy zieloni, jest za to kwestią, jaką drogą i w jakim tempie będziemy do zieloności dochodzić. To ważne pytanie i nie należy go zbywać, gdyby bowiem pochylić się nad nim z uwagą, okaże się, iż odnosi się ono do wyzwań, przed którymi staje Polska i świat, od kilku stron: na co przeznaczymy fundusze, które mają wspierać zrównoważoną gospodarkę? O jakich kwotach rozmawiamy? Skąd będą pochodzić? Pytanie to jest więc pytaniem o rozwój i przyszłość kraju.

Nie jest sztuką wydawać teraz każdą złotówkę na zielone projekty. Chodzi jednak o to, aby za zielonymi projektami stały dwie rzeczy: rentowność i rozwój. Naturalnie, w tym kontekście niezwykle istotne wydają się dane, którymi dzieliła się Międzynarodowa Agencja Energii Odnawialnej (IRENA): średni koszt wytworzenia energii ze źródeł odnawialnych, w tym zwłaszcza z morskiej i lądowej energii wiatrowej, a także z fotowoltaiki, w ciągu ostatniej dekady (2010-2021) spadł od 60 do nawet 88% w zależności od źródła. W ciągu 7 lat, do roku 2030 – decyzją uchwały o polityce surowcowej kraju przyjętej przez Radę Ministrów – Polska zmniejszy udział węgla w wytwarzaniu energii elektrycznej do 56-60%. Nie są to słowa bez pokrycia. W 2021 r. niemal podwoiliśmy moc fotowoltaiki w Polsce. Z drugiej strony musimy zdawać sobie sprawę, że badania IRENA pokazują, iż aby osiągnąć cele Porozumienia paryskiego, globalne inwestycje w energię odnawialną w ciągu roku muszą wzrosnąć z 300 mld dolarów do 800 mld dolarów do roku 2050.

To ogromna kwota, jej skala robi wrażenie, jednak w żadnym razie dyskusji o zielonych finansach nie powinniśmy sprowadzać tylko do inwestycji w *offshore* czy *onshore*. Na potwierdzenie: ile mniej więcej procent w strukturze portfela globalnych liderów ESG zajmuje finansowanie OZE? Nie 40, nie 20, nawet nie 10, a zaledwie 5%. Tyle samo, czyli 5%, u globalnych liderów ESG zajmuje „brązowy portfel”. Od razu pojawia się zatem pytanie, za co odpowiada pozostałe 90% tych portfeli? Jest nimi szeroko pojęta transformacja, która dotyczy produkcję i sprzedaż energii, infrastrukturę publiczną, transport,

logistykę, budownictwo, rolnictwo czy przetwórstwo żywności. Oznacza to, że kiedy zestawiamy ze sobą rynek kapitałowy i zieloną transformację, powinniśmy pozbyć się myślenia, że ESG dotyczy wąskiego odcinka (*offshore*, *onshore*, FV, wodór), ESG dotyczy bowiem wszystkich naszych działań.

Od 2005 r. europejska energetyka zmniejszyła emisję o ponad 1/4. Licząc od 1990 r., nawet o niecałą 1/3. Dużą w tym zasługą przemysłu. Dzisiaj z kolei, kiedy w dyskusjach ekonomistów, analityków i ekspertów pojawia się temat przyszłości przemysłu w Polsce, coraz częściej mówi się o skróceniu łańcuchu dostaw. Wpływ na to miała pandemia. Wpływ na to ma też emisyjność transportu oraz jego udziału w śladzie węglowym. Produkcja będzie się przenosiła bliżej rynków zbytu i finalnych konsumentów. To zły sygnał dla Azji, ale dobry dla Polski, jest jednak jeden warunek: kontrahenci z Zachodu, dający premię za zrównoważoną produkcję, z roku na rok będą coraz uważniej śledzić, czy firmy i ich portfolio są tak zielone, jak deklarują. Za tym stoi nie tylko dostęp do kontraktów, lecz także dostęp do finansowania inwestycji.

Do czego zmierzam? Otóż zielone finanse to dzisiaj tak samo finansowanie OZE, jak i finansowanie przemysłu, którego koszty środowiskowe maleją przy jednoczesnym zachowaniu dwóch rzeczy: rentowności oraz przystępnych kosztów ponoszonych przez klienta końcowego. Przemysł, który daje zatrudnienie 20% pracownikom w Polsce, oczywiście nie pojawia się w tym kontekście przez przypadek. Z szacunków Polskiego Instytutu Ekonomicznego wynika, że w Polsce 27% zatrudnionych ma możliwość pracy z domu, podczas gdy w krajach OECD jest to średnio 40%. Skąd ten wynik? Ze struktury gospodarki, gdzie o sile polskiego rozwoju w znacznie mniejszym stopniu decydują usługi. Silna pozycja przemysłu, generującego ponad 18% wartości polskiego PKB, była dobrą informacją w czasie pandemii, lecz w czasie zielonego zwrotu staje się wyzwaniem. Że może to być też szansa na rozwój, pokazuje historia Manchesteru, który z najbardziej uprzemysłowionego miasta XIX wieku po okresie upadku większości gałęzi starego przemysłu jest obecnie nie tylko siedzibą słynnego klubu piłkarskiego, ale też centrum najnowocześniejszych gałęzi gospodarki



XXI wieku. Tak przebiegła droga od przemysłu do usług. W 2010 r. miasto zostało sklasyfikowane na drugiej pozycji w rankingu miejsc najbardziej przyjaznych biznesowi. Dlatego nie ulega wątpliwości, że transformacja jest naszym wspólnym zadaniem. Ale transformacja jest też naszą wspólną szansą. Może w przyszłości podręczniki historii podobnie będą pisały o Śląsku czy Łodzi.

---

**Jerzy Kwieciński**  
Wiceprezes Zarządu,  
Bank Pekao S.A.





Giełda Papierów Wartościowych

# Taksonomia unijna: jakie jest podejście inwestorów do kwestii raportowania ESG i jaki jest wpływ raportowania na wycenę spółek

## ESG – warto być pierwszym

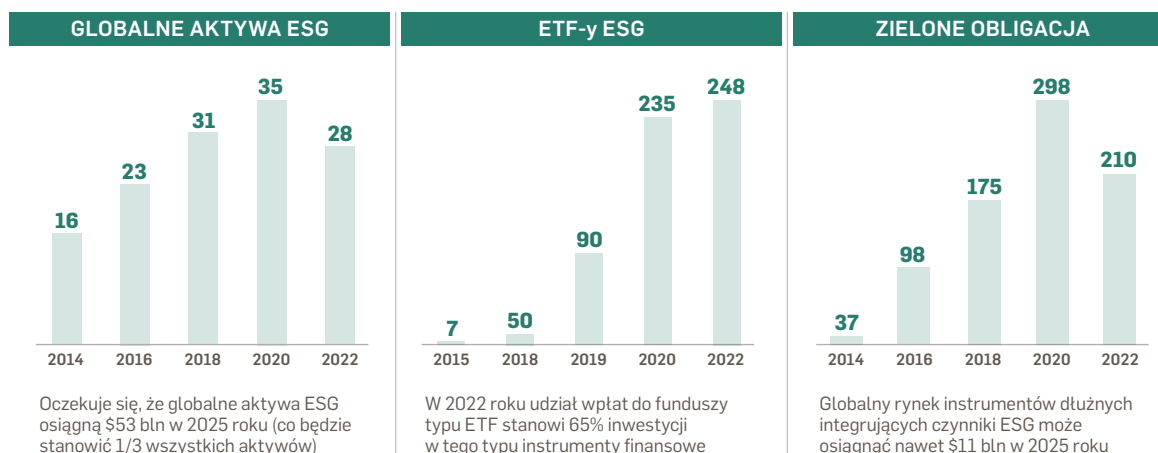
Z analiz przeprowadzonych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie wynika, że obecnie raporty w zakresie wskaźników zrównoważonego rozwoju publikuje regularnie blisko 200 spółek publicznych. Warto dodać, że na wszystkich z nich spoczywa obowiązek publikacji oświadczeń w formule „complain or explain” wynikających z Dobrych praktyk spółek notowanych na Giełdzie. W ramach tego wymogu spółki uwzględniają w swoich strategiach tematykę ESG, w tym kwestie związane ze zmianami klimatu i zrównoważonym rozwojem. Duży nacisk jest też położony na kwestie pracownicze – w szczególności na warunki pracy, równouprawnienie płci, prawa pracownika i dialog ze społecznościami lokalnymi. To ważny atut w kontekście rosnącego zainteresowania inwestorów dodatkowymi informacjami opisującymi zakres działalności przedsiębiorstw, jako że nowym standardem w podejściu do inwestycji staje się równoważne uwzględnianie w procesach decyzyjnych danych finansowych oraz danych pozafinansowych w zakresie środowiska, społeczeństwa i ładu korporacyjnego.

Istotność znaczenia raportowania w zakresie zrównoważonego rozwoju potwierdzają inne wyniki naszych badań. W połowie 2022 r. GPW po raz piąty przeprowadziła wśród profesjonalnych uczestników rynku, takich jak analitycy giełdowi, doradcy inwestycyjni czy zarządzający funduszami inwestycyjnymi, badanie dotyczące wpływu czynników ESG na decyzje inwestycyjne uczestników rynku kapitałowego. Aż 80% ankietowanych jednoznacznie stwierdza, że spółki, które posiadają strategię ESG, są oceniane jako mniej ryzykowne niż spółki, które takiej strategii nie posiadają. Drugi ciekawy wniosek, jaki płynie z naszego badania, jest taki, że 40% uczestników jednoznacznie stwierdza, że spółki, które uwzględniają kwestię ESG w swoich modelach biznesowych, mogą uzyskać lepsze wyniki finansowe.

Niewątpliwie obserwacje te potwierdzają rosnące z roku na rok wartości aktywów zgromadzonych w inwestycjach zrównoważonych.



## ESG na rynku kapitałowym



Źródło: Giełda Papierów Wartościowych

Oczekuje się, że do 2025 r. globalna wartość aktywów zgromadzonych w tego typu inwestycjach osiągnie poziom 53 bln dolarów, co będzie stanowić 1/3 wartości wszystkich inwestycji.

Podobne wnioski wyciągnęliśmy w 2021 r. dla rynku krajowego, co pokazuje istotny wpływ wskaźników ESG na zdolność danej firmy do przetrwania w globalnym kryzysie wywołanym epidemią COVID. Jako zmienne egzogeniczne, wskaźniki te wyjaśniają od 18 do 41% wariacji stóp zwrotu. Dla porównania w 2019 r. przepustowość ta spadła do maksymalnie 12%. Istnieje znacząca różnica pomiędzy spółkami z WIG-ESG a WIG, która wynika z przewagi spółek kierujących się zasadami ładu korporacyjnego, odpowiedzialności społecznej i ochrony środowiska. Ta przewaga widoczna jest również w wyższych średnich stopach zwrotu, jakie przyniosły inwestorom w okresie COVID. Niewątpliwie z punktu widzenia funduszy inwestycyjnych może to być istotne kryterium wyboru spółek do portfela inwestycyjnego. Większa odporność na globalne kryzysy to rzeczywiście szczególna cecha firm zgodnych z ESG. Wybrana przez nas metoda badawcza nie daje odpowiedzi na wszystkie pojawiające się pytania. Jednym z nich jest pytanie o rolę poszczególnych czynników ESG w wyjaśnianiu zmiennych endogenicznych. Duże błędy standardowe nie pozwalają na jednoznaczną odpowiedź, nawet jeśli otrzymane znaki współczynników są zgodne z założeniami modelu. Nasze próby zredukowania modelu poprzez stopniowy dobór zmiennych ograniczyły problem błędów standardowych. Nie dały one spójnego wskazania co do zachowania się znaku współczynnika korelacji. Wydaje się nam, że kolejnym badaniu należałoby dokonać dekompozycji poszczególnych zmiennych ESG na

składowe danego scoringu i tym samym zidentyfikować te krytyczne z punktu widzenia modelowania zachowań danej firmy.

W tym kontekście zasadna jest teza, że uwzględnienie w strategiach biznesowych odpowiednich regulacji w zakresie kwestii klimatycznych, społecznych i związanych z ładem korporacyjnym będzie mieć pozytywny wpływ na przyszłą sytuację biznesową danego podmiotu oraz przyczyni się do zwiększonego zainteresowania ze strony inwestorów. Dlatego odpowiednie dostosowanie się firm do nowych standardów, a ponadto zwiększenie transparentności przedsiębiorstw, będzie stanowiło istotną przewagę konkurencyjną, jeżeli chodzi o rozwój oferty biznesowej i możliwości pozyskiwania finansowania na rzecz prowadzonej działalności. Będzie też niosło z sobą ważne korzyści na rzecz ochrony środowiska i klimatu, a przy tym zapewni realizację agendy europejskiej 2050. Z pewnością taksonomia ułatwia identyfikowanie zielonych projektów i wspiera przepływ kapitału w inwestycje zrównoważone.

Zmniejszanie obciążenia dla środowiska (E), zwiększanie odpowiedzialności społecznej (S) oraz usprawnianie ładu korporacyjnego (G) to inwestycja, a nie tylko koszt. Zwrot z tej inwestycji to wyższe zyski i lepsze postrzeganie przez inwestorów (niższy koszt kapitału). Pierwsi mogą liczyć na szczególnie wysoki zwrot. Nie warto czekać.

**Marek Dietl**  
Prezes Zarządu GPW





Santander Bank Polska S.A.

## Dekarbonizacja jednym z kluczowych celów nowoczesnej bankowości

Kiedy za naszą wschodnią granicą toczy się wojna, a Europa mierzy się z wysoką inflacją, musimy pamiętać, że transformacja środowiskowa powinna pozostać priorytetem polityki gospodarczej. Obok wielu wyzwań wciąż rośnie znaczenie dekarbonizacji i odejścia od paliw kopalnych. To nie tylko odpowiedzialność Unii Europejskiej, rządu i samorządów, ale także przedstawicieli sektora prywatnego. Jako bank zaangażowany społecznie intensywnie działamy na rzecz zrównoważonego rozwoju poprzez rosnący portfel zielonych kredytów i wsparcie dla projektów z zakresu zielonej transformacji.

Nasza działalność koncentruje się na finansowaniu inwestycji w odnawialne źródła energii i w tym obszarze osiągnęliśmy pozycję jednego z liderów rynkowych. Już teraz aktywnie angażujemy się w projekty z dziedziny morskiej energetyki wiatrowej, jak również przygotowu-

jemy się do rozpoczęcia finansowania projektów z obszaru nowych technologii energetycznych, takich jak magazyny energii czy instalacje wodorowe. Koncentrujemy się na aranżowaniu, koordynacji i udzielaniu zrównoważonego finansowania zarówno w formule finansowań celowych, jak i kredytów na cele ogólne powiązanych z celami zrównoważonego rozwoju.

Prężnie działamy także w rozwoju produktów dla klientów detalicznych i z segmentu MŚP. W ubiegłym roku zrealizowaliśmy rekordową liczbę i wolumen transakcji związanych z finansowaniem m.in. nieruchomości efektywnych energetycznie, OZE i elektromobilności.

Ważnym elementem działalności grupy Santander Bank Polska są usługi świadczone przez Santander Leasing. Spółka przystąpiła do programu dopłat rządowych do samochodów zeroemisyjnych – Mój Elektryk. Rok 2022





zakończyła wzrostem finansowania tych pojazdów o 114%. Z kolei w finansowaniu paneli fotowoltaicznych osiągnęła wzrost o 89%. Spółka jako pierwsza w branży leasingowej wprowadziła podpis biometryczny. Klienci mogą podpisać umowę leasingową na ekranie monitora doradcy leasingowego, a dokumenty otrzymują w formie elektronicznej. Tym samym oszczędzamy papier, który wcześniej był zużywany do podpisywania ponad 40 000 umów rocznie.

Uruchomiliśmy także uproszczoną procedurę finansowania instalacji fotowoltaicznych, magazynów energii, pomp ciepła oraz stacji ładowania z okresem finansowania aż do 10 lat. Od kwietnia do września 2023 r. klienci Santander Bank Polska mogą skorzystać z promocji – 0% wpłaty i 0% prowizji na finansowanie ww. sprzętów.

Nowością jest udostępnienie specjalnej strony - [zielonepanele.pl](https://zielonepanele.pl) - na której, na której klienci mogą poznać korzyści wynikające z inwestycji w fotowoltaikę. W ten sposób chcemy dotrzeć do nowej grupy klientów oraz poszerzyć wiedzę o korzyściach wynikających z inwestycji w odnawialne źródła energii.

Ponadto, w ramach realizacji naszej agendy Odpowiedzialnej Bankowości, w 2022 r. wdrożyliśmy System Klasyfikacji Zrównoważonego Finansowania (w skrócie: SFCS). System ten pozwala nam określić, czy nasze finansowanie jest rzeczywiście zielone. Analizę opieramy na kryteriach zrównoważonego rozwoju całej Grupy Santander i na międzynarodowych standardach (m.in. Taksonomii UE). Dzięki temu możemy rozwijać naszą działalność w zakresie zrównoważonego finansowania, a tym samym lepiej wspierać naszych klientów w ich zielonej transformacji i przeciwdziałać zjawisku greenwashingu. Zielone finansowanie udzielone przez spółki z Grupy Santander w Polsce w 2022 r., zgodnie z SFCS, wyniosło ponad 2 668 mln zł.

Jestem pewien, że w przyszłym roku będziemy mogli pochwalić się kolejnymi osiągnięciami na rzecz zielonej transformacji. Pomimo wielu wyzwań nadal będziemy konsekwentnie prowadzić ambitne i zaawansowane projekty w obszarze ESG. Moim zdaniem jest to jedyna słuszną drogą, którą chcemy podążać, myśląc o naszej wspólnej przyszłości.

---

### **Michał Gajewski**

Prezes Zarządu,  
Santander Bank Polska S.A.





BNP PARIBAS

Bank BNP PARIBAS

## Innowacje w ofercie banków to klucz do rozwoju zrównoważonych finansów

Ogromna część inwestycji – zarówno firm, jak i zwykłych obywateli – jest finansowana kredytem. To sektor bankowy nazywany jest krwiobiegiem gospodarki. Z tego samego powodu to właśnie banki odgrywają kluczową rolę w zrównoważonej transformacji – począwszy od edukacji klientów po wpływ na to, jakie zrównoważone inwestycje uzyskują finansowanie.

Potrzeby związane z dekarbonizacją są ogromne. W maju 2022 r. Komisja Europejska przedstawiła wart 300 mld euro plan na to, jak do 2027 r. Europa powinna przerwać uzależnienie od paliw kopalnych z Rosji i tym samym przyspieszyć transformację w kierunku zielonej energii. Zwiększenie nakładów inwestycyjnych dotyczy wszystkich kluczowych gałęzi gospodarki z transportem i budownictwem na czele.

### Przyspieszenie transformacji

To, co przyspiesza transformację, to z jednej strony regulacje unijne, m.in. CSRD, z drugiej – oczekiwania klientów. Projekt dyrektywy CSRD przewiduje wprowadzenie obowiązku raportowania zagadnień ESG przez większą liczbę firm (w Polsce będzie to ok 3-4 tys. firm; 40-50 tys. w UE). To ogromna zmiana w porównaniu z obowiązującą NFRD (dyrektywa ws. ujawniania informacji niefinansowych), której podlega ok. 300 podmiotów w Polsce. Jeśli chodzi o oczekiwania klientów, widać je zarówno po stronie osób indywidualnych, kierujących się wyznawanymi wartościami lub chęcią oszczędności, jak i firm upatrujących w instytucji finansowej partnera, który wesprze ich w procesie transformacji i rozumiejących, jakie wyzwania biznesowe, reputacyjne i społeczne wiążą się z zaniechaniem zmian.

Priorytetem w zakresie ESG, z perspektywy instytucji finansowej, jest rozwijanie narzędzi kontrolujących ryzyko wśród klientów, obniżanie emisyjności portfela oraz zapewnienie produktów i usług z pozytywnym wpływem społecznym i środowiskowym, odpowiadających na wyzwania współczesnego świata. Bank BNP Paribas kwestie ESG stawia w centrum każdego aspektu swojej działalności. Zgodnie ze strategią GOBeyond

na lata 2022-2025 celem banku jest utrzymanie pozycji lidera zrównoważonych finansów i partnera wspierającego zrównoważony rozwój gospodarki.

Łączna wartość pracującego zrównoważonego finansowania udzielonego przez bank na koniec 2022 r. wyniosła 6,5 mld złotych. Ta kwota obejmuje nie tylko zielone inwestycje. Zrównoważone finansowanie może wyjść daleko poza takie ramy, o ile – tak jak w przypadku Banku BNP Paribas – zrównoważony rozwój wpisany jest w proces rozwijania biznesu i budowania oferty.

### Wyjście poza schematy

Bank jako pierwszy w Polsce zaoferował Kredyt powiązany ze zrównoważonym rozwojem (*Sustainability-Linked Loan – SLL*), czyli finansowanie na cele ogólne, w którym wysokość marży kredytu związana jest z realizacją uzgodnionych celów ESG kredytobiorcy. Finansowania tego typu udzielane są według wytycznych LMA Sustainability-Linked Loan Principles. Precyzują one m.in., że opracowane wskaźniki powinny dotyczyć istotnych obszarów oddziaływania przedsiębiorstwa na otoczenie, powinny być weryfikowalne i porównywalne. Cele mogą być związane m.in. z redukcją emisji gazów cieplarnianych bądź innych zanieczyszczeń, certyfikacją surowców, zmniejszeniem liczby wypadków przy pracy czy walką z nierównościami społecznymi.

Chcąc docierać do większej liczby klientów i wspierać ich w działaniach zrównoważonego rozwoju, bank rozszerzył ofertę także o ESG Rating-Linked Loan. To kredyt celowy lub inwestycyjny przeznaczony dla klientów MŚP i Korpo, w którym wysokość marży skorelowana jest z poprawą ratingu ESG. W przypadku spełnienia przez kredytobiorcę określonych wymogów w tym zakresie stosowany jest mechanizm redukcji marży. Taka formuła finansowania wspierana jest przez nawiązanie we wrześniu 2022 r. współpracy z EcoVadis – globalną agencją wykonującą ratingi ESG, z której usług korzysta już kilkaset firm w Polsce i blisko 100 tys. na świecie. To pierwsza tego typu inicjatywa w polskim sektorze finansowym. Poza możliwością pozyskania zrównoważonego



finansowania uzyskanie ratingu ESG może ułatwić kredytobiorcom usystematyzowanie i podniesienie jakości działania w obszarach środowiskowym i społecznym, porównanie z innymi podmiotami w branży oraz budowanie obecności firmy w globalnych łańcuchach dostaw. Wciąż jesteśmy na początku drogi ku zrównoważonej gospodarce. Bez zaangażowania banków nie uda się sprostać wyzwaniom, które przed nami stoją. Nasza rola nie może się jednak ograniczać do finansowania nowych zielonych inwestycji. To bardzo istotne, ale to za mało.

Przykłady, które wskazałem, pokazują, że zaangażowanie sektora może być o wiele większe. Nasz wpływ na dynamikę zmian także, a to wielka szansa.

---

**Jarek Rot**

Dyrektor Wykonawczy Obszaru Zrównoważonego Rozwoju, Chief Sustainability Officer, BNP Paribas Bank Polska S.A.





**Bank Millennium**

## Bankowanie na zielono

Działania na rzecz zrównoważonego rozwoju zajmują istotne miejsce wśród strategicznych priorytetów Banku Millennium. Zostały one włączone zarówno do Strategii na lata 2022-2024 „Inspirują nas ludzie”, jak i do obejmującej ten sam horyzont czasowy Strategii ESG, która stanowi rozwinięcie i uszczegółowienie strategicznych celów środowiskowych, społecznych oraz z zakresu ładu korporacyjnego.

Wyznaczone przez nas cele konsekwentnie realizujemy. Zaczynamy od siebie. Wiemy, że aby wspierać klientów w realizacji ich celów dekarbonizacyjnych, sami powinniśmy realizować te cele w naszej działalności. Naszym kluczowym osiągnięciem w tym obszarze w 2022 r. jest obniżenie o ponad 50% własnych emisji gazów cieplarnianych (w porównaniu do roku 2020, redukcja emisji w zakresie 1 i 2). Jest to istotny krok, zgodny ze Strategią ESG Banku, zakładającą osiągnięcie neutralności klimatycznej w odniesieniu do emisji własnych do 2027 r., a emisji we wszystkich zakresach – do roku 2050. Istotnym czynnikiem wpływającym na realizację tych zamierzeń jest zakup zielonej energii (w 2022 r. w 100% pochodziła z OZE), a także zbudowanie floty samochodowej z samochodów hybrydowych. Prowadzimy też wiele działań mających na celu redukcję zużycia zasobów – nie tylko energii elektrycznej, ale też papieru, plastiku i wody. Szereg procesów digitalizacyjnych w Banku realizuje, poza wartością biznesową dla klientów, również cele związane z istotnym ograniczeniem papieru. Dbamy o właściwy recykling materiałów lub utylizację, a wielu przedmiotom dajemy drugie życie, w duchu zero waste. Realizujemy też kompleksowe projekty, takie jak modernizacja gdańskich central Banku w duchu zrównoważonego rozwoju. W ramach tego projektu przeprowadzono m.in. termomodernizację budynku zgodną z wytycznymi audytu energetycznego, zbudowano własną instalację fotowoltaiczną, wprowadzono rekuperację ciepła oraz użyto ekologicznych materiałów wykończeniowych. Dokonano też skutecznej optymalizacji powierzchni biurowej (redukcja o 55%).

Rozumiemy też, że sektorowi bankowemu przypisano w gospodarce unijnej szczególną rolę katalizatora zielonej zmiany, poprzez stopniowe przekierowanie strumienia finansowania do zielonych przedsiębiorstw i zie-

lonych projektów. Strategicznym celem Grupy Banku Millennium jest aktywne wspieranie klientów w prowadzonej przez nich dekarbonizacji oraz udzielenie w latach 2022-2024 2 mld zł finansowania dla klientów Banku i Grupy Kapitałowej Banku na projekty zrównoważone i transformacyjne.

Bank Millennium konsekwentnie poszerza ofertę zielonych produktów. W styczniu 2023 r. Bank udostępnił firmom zielony kredyt na finansowanie projektów fotowoltaicznych, w dwóch opcjach: Autokonsumpcja – do 2 mln zł, bez wkładu własnego i dodatkowych zabezpieczeń (100% energii na potrzeby własne) i Mix – do 20 mln zł, z wkładem własnym od 10% do 20% i minimalną autokonsumpcją energii na poziomie 50%. W marcu 2023 r. Bank udostępnił Kredyt Technologiczny, który umożliwia uzyskanie dofinansowania inwestycji, polegającej na wdrożeniu nowej technologii, rozumianej jako każda istotna i korzystna zmiana procesu, która nie była wcześniej stosowana w przedsiębiorstwie, a która jednocześnie wpływa na udoskonalenie cech wytwarzanego produktu lub świadczonej usługi. Projekt musi też spełnić zasady zrównoważonego rozwoju. Bank planuje kolejne zielone produkty.

Aby zapewnić klientom finansowanie zielonych inwestycji, współpracujemy również z partnerami zewnętrznymi – kontynuujemy współpracę z Bankiem Gospodarstwa Krajowego w zakresie programów dla firm z sektora MŚP, m.in. w zakresie gwarancji Biznesmax. Biznesmax to program bezpłatnych gwarancji dla MŚP. Klient korzystający ze „ścieżki ekologicznej” Programu Gwarancji Biznesmax może realizować przedsięwzięcie inwestycyjne z uwzględnieniem minimum jednej kategorii ekologicznej, np.: elektromobilność, odnawialne źródła energii, w tym instalacje fotowoltaiczne, technologie służące zmniejszeniu zużycia energii, technologie do wytwarzania paliw alternatywnych, gospodarka obiegu zamkniętego, instalacje odzyskiwania surowca z procesów produkcyjnych itp.

Konsekwentne działania związane z finansowaniem energooszczędnych inwestycji realizuje również Millennium Leasing, który aktywnie rozwija program MilleSun dedykowany finansowaniu inwestycji w fotowoltaikę. W 2022 r.



rozszerzył tę ofertę o nowy produkt – pompy ciepła. Ponadto, w 2022 r. Millennium Leasing dołączył do realizowanego przez Bank Ochrony Środowiska programu Mój Elektryk, gwarantującego dopłaty NFOŚiGW do leasingu aut elektrycznych. Od kwietnia 2023 r. spółka poszerzyła swoją ofertę o leasing proekologicznych przedmiotów, umożliwiając kompleksowe finansowanie aż 53 grup zielonych aktywów, wśród nich szeroki wybór maszyn i urządzeń.

W odpowiedzi na zapotrzebowanie naszych interesariuszy uruchomiliśmy centrum kompetencji funduszy unijnych w Banku Millennium, któremu przypisano rolę wsparcia klientów w pozyskiwaniu środków unijnych służących finansowaniu zielonej transformacji. Spodziewamy się bowiem, że głównym trendem w najbliższych latach, jeżeli chodzi o dotacje inwestycyjne, będzie wspieranie innowacji, wdrażanie nowych produktów i usług, zielone, ekologiczne inwestycje oraz przejście firm na gospodarkę obiegu zamkniętego.

Kwestię odpowiedzialnego finansowania rozpatrujemy również w aspekcie integracji czynników ESG w procesach doboru aktywów do portfeli inwestycyjnych, dlatego też Millennium TFI przekształciło trzy Subfundusze wydzielone w ramach Millennium Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego zgodnie z wymaganiami artykułu 8 Rozporządzenia SFDR (jako tzw. *light green products*). Klienci mogą wybierać spośród trzech Subfunduszy, skonstruowanych w formule funduszu funduszy: Subfundusz Plan Spokojny, Subfundusz Plan Wyważony oraz Subfundusz Plan Aktywny. Każdy z wyżej wymienionych Subfunduszy inwestuje min. 30% aktywów w inne „zielone” fundusze inwestycyjne spełniające kryteria Rozporządzenia SFDR.

---

**Joao Bras Jorge**  
Prezes Zarządu,  
Bank Millennium



Dom Inwestycyjny Xelion

## Poprzeczka dla projektów zrównoważonych środowiskowo coraz wyżej

Rok 2022 okazał się dla funduszy ESG trudny, choć po dwóch stronach oceanu ich sytuacja wyglądała zupełnie inaczej. Zgodnie z danymi Morningstar napływy netto do tego typu produktów (zarówno ETF, jak i funduszy aktywnie zarządzanych) spadły aż o 76%, z 649,1 mld USD w 2021 r., do 157,3 mld USD w 2022 r. Był to najniższy poziom od roku 2018. W dużej części za te poziomy odpowiadała sytuacja rynkowa – bardzo silne spadki zarówno na rynku akcji, jak i obligacji powodowały, że podobnie jak przed czterema laty cała branża inwestycyjna znalazła się w poważnych opałach. Nie można jednak nie zauważyć, że nasilają się ogromne różnice w popularności ESG w USA i Europie. Udział tej drugiej w napływach do strategii ESG, który we wcześniejszych latach wynosił około 80%, tym razem przekroczył 90%. Napływy na rynku amerykańskim spadły o 96%, do 3 mld USD.

Gwałtowny spadek popularności ESG w USA wynika w dużej części z narastającej krytyki konceptu, którą rozpoczął m.in. Elon Musk, a do której w trakcie roku przyłączyła się olbrzymia część najważniejszych polityków Partii Republikańskiej – wśród nich można wymienić chociażby byłego wiceprezydenta Mike'a Pence'a, a także najpoważniejszego poza Donaldem Trumpem kandydata do prezydentury, gubernatora Florydy, Rona de Santisa. Warto zaznaczyć, że ataki na idee ESG mają nie tylko charakter werbalny. Dwadzieścia sześć stanów, w których rządzą republikanie, w tym wspomniana Floryda, ogłosiło restrykcje w używaniu kryteriów ESG w ramach własnych inwestycji, jedenaście podjęło jakąś formę działań względem zarządzających najbardziej nastawionych na promowanie zrównoważonego rozwoju w swoich strategiach inwestycyjnych. Główną ofiarą całej akcji stał się BlackRock, być może najważniejszy w branży orędownik ESG. W efekcie rosnąca liczba amerykańskich firm inwestycyjnych obawia się obecnie kontrowersji wokół tematu, który może narazić je na ryzyko reputacyjne i koszty prawne.

Linii zarzutów, że promowanie ESG odbywa się kosztem wyników osiągniętych przez Klientów, nie będziemy poświadczać wiele uwagi – w dość oczywisty sposób nie

znajduje ona potwierdzenia w rzeczywistości. W żaden sposób nie zmienia tego fakt, że w roku wojny w Ukrainie i gwałtownego wzrostu cen ropy oraz gazu sektor energetyczny był bez porównania silniejszy niż jakikolwiek inny. Dla każdej osoby zajmującej się inwestycjami oczywiste jest, że była to anomalia, co zresztą bardzo wyraźnie potwierdziły pierwsze miesiące 2023 r. W naszej opinii ataki na ESG będą słabły w kolejnych miesiącach, w czym ponownie powinny pomóc wyniki inwestycyjne tychże strategii.

Negatywne efekty dyskusji o braku transparentności strategii ESG i ryzykach związanych z greenwashingiem są jednak już widoczne w danych – w 1Q2023 sprzedano w USA zaledwie 6 mld USD obligacji w emisjach, które zostały zorganizowane, by realizować cele ESG. Oznacza to spadek ich wartości o 52% r/r. Dla porównania – w Europie odnotowano wzrost o 32%.

Poza oczywistym negatywnym efektem kontrowersji wokół strategii inwestycyjnych wspierających ideę ESG oczekujemy, że zobaczymy także efekty pozytywne – przede wszystkim większą ostrożność w przyznawaniu ratingów ESG (zarówno funduszom, jak i emisjom obligacji) i coraz lepsze oraz jaśniejsze kryteria, które będą musiały spełniać instrumenty finansowe. Kierunek może w tym zakresie wyznaczyć Europa, gdzie toczą się intensywne prace nad Europejskimi Standardami Raportowania Niefinansowego (ESRS). Powinny one pozwolić na domknięcie luki w układance wymogów stworzonych przez CSRD oraz SFDR.

Wygląda na to, że po okresie zachłyśnięcia się konceptem ESG nadszedł okres refleksji, racjonalizacji i ustalenia transparentnych reguł gry. Historyczne niejasności i przypadki nadużyć w definiowaniu celów środowiskowych, które doprowadziły do pojawienia się obaw inwestorów, że stają się celem greenwashingu, na pewno podważyły zaufanie do idei inwestowania ESG. Nie mamy jednak wątpliwości, że pojawi się ono ponownie w miarę tego, jak firmy będą robiły to, co należy – tzn. w transparentny sposób definiowały cele emisji oraz wiązały ewentualne dodatkowe korzyści z faktyczną



realizacją kryteriów ESG w swoich działaniach. Swoją pracę coraz poważniej traktują też instytucje ratingowe, czego najlepszym przykładem może być niedawne ogłoszenie MSCI, że 31 tys. funduszy będzie miało obniżone ratingi. Nowa metodologia, która weszła w życie z końcem kwietnia, może doprowadzić nawet do tego, że w przyszłości rating AAA będzie miało zaledwie 0,2% funduszy (wobec 20% obecnie). Nowe zasady w tej kwestii ma ogłosić do końca czerwca także Komisja Europejska, podobne prace rozpoczęły się w Wielkiej Brytanii. Poprzedzka dla rozwiązań ESG będzie podnoszona

coraz wyżej i tak właśnie powinno być. Wraz z tymi działaniami bez wątpienia przyjdzie ponowny wzrost zaufania inwestorów i ich wiary w to, że inwestują w sposób zgodny ze swoimi celami.

---

### **Krzysztof Prasał**

Prezes Zarządu,  
Dom Inwestycyjny Xelion

---

Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych w serwisach [www.reuters.com](http://www.reuters.com), [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com), [www.macronext.com](http://www.macronext.com), [www.marektwatch.com](http://www.marektwatch.com), [www.news.google.com](http://www.news.google.com), [www.ft.com](http://www.ft.com), [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl), [www.pb.pl](http://www.pb.pl), przy założeniu, iż powyższe dane są prawidłowe, pełne i nie wprowadzające w błąd, jednakże nie były one niezależnie zweryfikowane. Opracowanie ma charakter ogólny i nie może stanowić wyłącznej podstawy do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej przez jego odbiorcę.

Przedmiotowe opracowanie nie może być interpretowane jako rekomendacja Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o. w rozumieniu art. 76 z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o. ani autor nie ponoszą odpowiedzialności za następstwa decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu, o ile przy ich sporządzaniu dołożono należytej staranności.





Deutsche Bank Polska S.A.

## Finansowanie innowacyjnych rozwiązań dla sektora energetycznego

Przeciwdziałanie niekorzystnym zmianom klimatycznym stanowi jedno z największych wyzwań współczesnych czasów. Aby osiągnąć ten cel, niezbędna jest głęboka transformacja energetyczna, gdyż spowolnienie „tykającego” zegara klimatycznego jest wyzwaniem o charakterze cywilizacyjnym i uniwersalnym. Wymaga ono ponadprzeciętnego zaangażowania klasy politycznej, biznesu oraz społeczeństw, a także nadzwyczajnej koordynacji działań, aby zarządzanie transformacją energetyczną okazało się skuteczne. Jest tak, ponieważ ocieplenie klimatu stanowi już dziś zagrożenie nie tylko dla istniejącej flory, fauny i szeroko rozumianego dobrostanu ludzkiego, ale również dla stabilności finansowej, spowodowanej realnymi stratami w gospodarce, powstałymi na przykład w wyniku katastrof naturalnych, takich jak powodzie, pożary czy susze, które z kolei wpływają negatywnie na sektory, takie jak rolnictwo, rybołówstwo czy przemysł turystyczny. Nieodzowną rolę w tym procesie odgrywają banki, na których spoczywa odpowiedzialność za zbudowanie solidnych pod-

staw zrównoważonego finansowania projektów prowadzących do rzeczywistej zmiany.

Transformacja energetyczna oznacza proces przestawienia się z wysokoemisyjnego na niskoemisyjny model biznesowy. Zmiana ta już się rozpoczęła i sektor bankowy pełni w niej rolę centralną, stwarzając firmom, a nawet całemu państwu, warunki sprzyjające takiej transformacji. Wymaga ona bowiem bezprecedensowych inwestycji w „zieloną gospodarkę”, innowacje i nowoczesne technologie. W 2021 r. Międzynarodowa Agencja Energetyczna (MAE) wskazała w swym raporcie *Net Zero by 2050: A Roadmap for the Global Energy Sector*, że do połowy XXI w. prawie połowa redukcji emisji CO<sub>2</sub> będzie pochodzić z technologii, które obecnie są dopiero w fazie demonstracyjnej lub prototypowej. Oznacza to, że konieczne będzie błyskawiczne przejście z tej fazy do etapu implementacji i komercyjnego zastosowania takich rozwiązań, co zawsze jest procesem niezwykle kosztownym.





W celu sprostania zarysowanemu powyżej wyzwaniu zaangażowanie sektora bankowego w działania pobudzające wzrost gospodarczy oparty na niskoemisyjnym modelu biznesowym będzie niezbędne. Banki pełnią szczególną rolę wiarygodnych partnerów i doradców, którzy pomagają swoim klientom w tworzeniu konkretnych, a zarazem efektywnych sposobów i ścieżek prowadzących z jednej strony do osiągnięcia wymiernych celów klimatycznych, bazujących na prowadzeniu biznesu opartego o zrównoważony rozwój, z drugiej zaś niewywołujących negatywnych skutków, np. jeśli chodzi o zwiększanie nierówności społecznych.

Sektor bankowy dysponuje szerokim instrumentarium umożliwiającym wsparcie przeprowadzanej przez państwa i przedsiębiorców transformacji energetycznej. Do najważniejszych zadań banków oraz usług oferowanych przez banki swoim klientom można zaliczyć:

- zapewnienie finansowania dla klientów zmniejszających swój ślad węglowy,
- zmianę struktury portfela kredytowego w kierunku branż i klientów, którzy w większym stopniu skupiają się na opracowywaniu planów dekarbonizacji i na mniej emisyjnej infrastrukturze i technologiach,
- finansowanie towarów i projektów, które wspierają proces transformacji energetycznej oraz wspieranie samowystarczalności energetycznej przedsiębiorstw,
- zmniejszenie ekspozycji na klientów o ograniczonej zdolności lub gotowości do przeprowadzenia dekarbonizacji, czyli w praktyce limitowanie możliwości pozyskania środków służących do realizacji projektów przyczyniających się do negatywnych zmian klimatycznych,
- koordynowanie emisji zielonych obligacji, które mogą finansować zielone źródła energii,
- przekazywanie środków na innowacyjne rozwiązania i inicjatywy wpisujące się w założenia zrównoważonego rozwoju i zielonej, czystej energetyki,
- pomoc w osiąganiu wysokiej efektywności energetycznej i energooszczędności prowadzących do zmniejszenia ubóstwa energetycznego,
- tworzenie i rozwijanie portfolio usług obejmujących efektywne zarządzanie energią przez klientów biznesowych i indywidualnych, takich jak pogłębione analizy łączące wymiar energetyczny i finansowy, czy też przeprowadzanie profesjonalnych audytów energetycznych,
- finansowanie strategicznych projektów infrastrukturalnych wzmocniających bezpieczeństwo energetyczne całych państw.

Sektor bankowy będzie odgrywał kluczową rolę w przeprowadzeniu globalnej transformacji energetycznej. Co więcej, swoiste „przywództwo” i centralna rola w tym procesie pomoże bankom w wytyczaniu nowych, zrównoważonych ścieżek rozwoju. Niniejsze wyzwanie to dla banków również wymierna odpowiedzialność. Konieczne jest zaprojektowanie wewnętrznych ram i procedur, wspieranie klientów korporacyjnych, instytucjonalnych i indywidualnych w zakresie wdrażania korzystnych klimatycznie i społecznie zmian, w szczególności poprzez aktywne zaangażowanie w dialog, doradztwo oraz oferowanie zielonych usług, również „szytych na miarę”. Już dziś sektor bankowy zdaje sobie sprawę z roli, jaką ma do odegrania przy przedstawianiu światowej gospodarki na zrównoważone i przyjazne dla klimatu tory. Dlatego też zarządzanie ryzykiem związanym z niekorzystnymi zmianami klimatycznymi stanowić będzie w najbliższych dekadach jeden z fundamentalnych filarów bankowej działalności – pytanie, czy nie najważniejszy.

---

### **Tomasz Kowalski**

Prezes Zarządu Deutsche Bank Polska S.A.







Bank Ochrony Środowiska S.A.

## Znaczenie Ratingów ESG

Wzrost znaczenia zrównoważonego finansowania sprawia, że stale rośnie zapotrzebowanie na dane dotyczące efektywności firm w obszarach ESG, a dostawcy ratingów stają się coraz bardziej wpływowymi instytucjami. Oceny ESG w coraz większym stopniu rzutują na decyzje uczestników rynku, co może mieć potencjalnie skutki dla cen aktywów i polityk korporacyjnych.

Aspekty ESG zyskują istotność nie tylko ze względu na stale rozwijane ramy regulacyjne, lecz również na zmieniające się priorytety banków, inwestorów i konsumentów. Badanie ESG Monitor 2021<sup>1</sup> pokazało, że dla ponad połowy z ankietowanych postrzeganie efektywności firmy w obszarach ESG wpływa na decyzje zakupowe. Około 3/4 badanych jest zdania, że firmy powinny bardziej jasno promować swoje działania w zakresie ESG, a podejście do raportowania niefinansowego powinno być bardziej spójne. Znaczna część uczestników zgadza się, że ujawnienia ESG powinny być regulowane, a spółki karane za złe praktyki ESG. Większość uczestników stwierdziła, że spółki powinny wziąć odpowiedzialność za swoje łańcuchy dostaw i bardziej dbać o swoich pracowników oraz o środowisko naturalne.

Powyższe sprawia, że wiele spółek dobrowolnie przystąpiło już do procesów ratingowych ESG w celu uzyskania niezależnej oceny swojej efektywności oraz oszacowania ryzyk związanych z czynnikami środowiskowymi, społecznymi i ładu korporacyjnego. Obecnie na rynku działa ponad 600 agencji ratingowych<sup>2</sup>, a najbardziej rozpoznawalne spośród nich obejmują swoimi ocenami tysiące podmiotów na całym świecie.

Bank Ochrony Środowiska, realizując przyjętą w 2021 r. Strategię ESG, poddał się ocenie ratingowej ESG, uzyskując w grudniu 2021 r. po raz pierwszy rating agencji Sustainalytics. Ocena ta uplasowała BOŚ w ścisłej czołówce najwyższej ocenionych banków działających w Polsce. W grudniu 2022 r. Bank Ochrony Środowiska otrzymał ocenę ESG Risk po raz drugi. Agencja ratingowa przyznała ocenę na poziomie 14,2, co oznacza, że ryzyko ESG

Banku uznano za niskie. Aktualizacja ratingu ESG Risk poprawiła rezultat z 2021 r. i uplasowała BOŚ w gronie 9% najlepiej ocenionych banków w wymiarze globalnym (na ponad 1 tys. przebadanych instytucji finansowych) i zarazem w czołowych 8% spośród ponad 15,5 tys. wszystkich firm na całym świecie poddanych badaniu przez Morningstar Sustainalytics<sup>3</sup>.

Dynamiczny rozwój usług związanych z ocenami ESG sprawia, że eksperci coraz wnikliwiej analizują korelacje pomiędzy wynikami ratingów ESG a krótko- i długoterwałym sukcesem finansowym przedsiębiorstw i ich wartością rynkową. Badania te komplikuje zróżnicowanie poszczególnych ratingów – nie ma jednej, uniwersalnej metodyki analizy danych ESG stosowanych przez agencje ratingowe. Zdarza się, że podmiot uzyskuje odmienne oceny od różnych agencji.

Potrzebę zwiększenia wiarygodności i porównywalności ratingów, m.in. w kontekście greenwashingu, zauważa Komisja Europejska. W styczniu 2021 r. opublikowała wyniki badania<sup>4</sup>, w którym zwrócono uwagę na problemy dotyczące funkcjonowania rynku ratingów ESG. Kontrowersje budzi niedostateczna przejrzystość w zakresie pozyskiwania danych i metod ich wykorzystania – tylko wybrane firmy ujawniają zestaw kryteriów oceny oraz wagi przypisane tym kryteriom w swoich metodologiach. Zwraca się również uwagę na problemy związane z terminowością, dokładnością i wiarygodnością ratingów ESG, a także na potencjalne konflikty interesów. Komisja Europejska rozważa możliwość wprowadzenia nowych wytycznych lub przepisów dotyczących działalności agencji ratingowych ESG. Unormowaniem mogłyby zostać objęte kwestie: udzielania zezwoleń podmiotom nadającym ratingi ESG, przejrzystości stosowanych przez nie metodologii oraz konfliktów interesów i systemu sankcji na szczeblu UE.

Pomimo obecnego zróżnicowania ratingów ESG i wskazanych kwestii dyskusyjnych nie ulega wątpliwości, że działanie zgodnie z zasadami zrównoważonego rozwoju

<sup>1</sup> <https://www.secnewgateesgmonitor.com/reports>

<sup>2</sup> <https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/zarzadzania-procesami-i-strategiczne/articles/esg-ratingi-jak-sie-przygotowac-jaka-daja-wartosc.html>

<sup>3</sup> Copyright © [2023] Morningstar Sustainalytics. Wszelkie prawa zastrzeżone. Niniejsza publikacja zawiera informacje opracowane przez Sustainalytics (www.sustainalytics.com). Informacje te stanowią własność Sustainalytics i/lub jej zewnętrznych dostawców („Dane Osób Trzecich”) i przekazywane są wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowią one rekomendacji produktów lub przedsięwzięć ani porady inwestycyjnej. Nie ma gwarancji, że są one kompletne, aktualne, poprawne lub przydatne do określonych celów. Warunki korzystania z nich znajdują się pod adresem <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.

<sup>4</sup> <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/d7d85036-509c-11eb-b59f-01aa75ed71a1>



buduje długoterminowy sukces i odporność firm. Ratingi ESG są dobrowolne, jednak przystąpienie do oceny pozwala z wyprzedzeniem zwrócić uwagę na wdrożenie istotnych wymagań, które stopniowo stają się obowiązkowe. Tym samym udział w ocenie ratingowej ESG stanowi dla ocenianych podmiotów drogowskaz w budowaniu długoterminowej strategii zrównoważonego rozwoju.

---

**Anna Burza**

p.o. Dyrektora Departamentu Polityki Ekologicznej, ESG i Taksonomii



Abris

## Iwestorzy mają wpływ! Case study neutralności klimatycznej z praktyki Private Equity

Chociaż *Private Equity* to sektor niszowy na rynku finansowym, to nie można mu odmówić wpływu na środowisko biznesowe. Liczba firm posiadanych przez firmy *Private Equity* może wydawać się niewielka, jednakże poprzez aktywne zarządzanie swoimi spółkami portfelowymi każdy zarządzający funduszami może wpływać na ich strategię, proces podejmowania decyzji oraz procesy kontroli wewnętrznej. Ponadto, poprzez kształtowanie kultury organizacyjnej i budowanie jej celów w obszarze standardów ESG branży *private equity* udaje się wpływać na miliony ludzi bezpośrednio lub pośrednio uczestniczących w ekosystemie. Przykładem takiej inicjatywy aktywnego zarządzania może być realizacja jednego z flagowych programów Abrisu w obszarze ESG – The Climate Manifesto.

Ponieważ zmiana klimatu jest jednym z największych wyzwań stojących dzisiaj przed ludzkością, jako firma specjalizująca się w transformacji ESG i menedżer zarządzający funduszami *Private Equity* uznajemy, że firmy z naszej branży mają istotną rolę do odegrania w rozwiązaniu problemu zmiany klimatu, a ich działania mogą przynieść korzyści ekonomiczne, społeczne i środowiskowe w długim okresie. Jako inwestor jesteśmy świadomi wpływu, jaki możemy mieć w kontekście osiągnięcia celów klimatycznych. Dlatego Abris zobowiązał się do proaktywnego zarządzania ryzykami związanymi ze zmianami klimatu, wdrażając w 2020 r. program neutralności węglowej – The Climate Manifesto.

Kluczowe cele programu to:

- **Osiągnięcie neutralności klimatycznej w Abris do 2023 r.** – Jako odpowiedzialny inwestor osiągnęliśmy neutralność węglową w naszych własnych działaniach w 2023 r.
- **Opracowanie skutecznego modelu bilansującego do 2023 r.** – Opracowaliśmy model bilansowania neutralności węglowej dla całego naszego portfela inwestycyjnego, aby zapewnić, że każda nowa spółka osiągnie swój cel neutralności węglowej do 2025 r.

- **Osiągnięcie portfela neutralnego węglowo do 2025 r.** – Stworzyliśmy ambitne plany działań redukcyjnych i katalog inicjatyw offsetowych dla naszych spółek portfelowych.
- **Opracowanie elastycznej strategii zmian klimatu dla naszych spółek portfelowych** – Wspólnie z naszymi spółkami portfelowymi planujemy wyposażenie każdej z nich w plan działań długoterminowych prowadzących do funkcjonowania na zasadach net-zero przed rokiem 2050.

W 2022 r. osiągnęliśmy półmetek na drodze do osiągnięcia neutralności węglowej w naszym portfolio 15 firm, zatrudniających ponad 14 000 osób. Od uruchomienia programu nasze firmy uniknęły 73 439 Mg CO<sub>2</sub> emisji, co stanowi średnio 28% redukcji emisji na milion euro przychodu. To całkiem dobry wynik jak na niszowego gracza finansowego. Dlatego konsekwentnie praktykujemy naszą filozofię, że firmy z klarowną strategią dotyczącą zmian klimatu i zdolnością dojścia do modelu netto-zero dostarczą lepsze długoterminowe zwroty dla inwestorów, udziałowców i interesariuszy. Będą one bardziej zdolne do adaptacji w zmieniającym się świecie. Będą faworyzowane przez coraz bardziej świadomych klimatycznie konsumentów, pracowników i innych interesariuszy. Łatwiej będzie im przestrzegać zmieniających się regulacji i wymagań społecznych, zarządzając swoimi biznesami w przewidywalny sposób. Podobnie jak nasze portfolio firm – będą zwycięzcami w wyścigach po kapitał i tzw. „game-changers”.

---

**Monika Nachyła**

Partner, Abris Capital Partners









KRUK S.A.

## Grupa KRUK i jej rola w tworzeniu zrównoważonego systemu finansowego

Odpowiedzialność jest jedną z fundamentalnych wartości, którymi Grupa KRUK kieruje się w kontaktach z różnymi grupami interesariuszy, w tym z klientami, czyli osobami zadłużonymi. W 2022 r. Grupa obsłużyła 11 mln klientów, co oznacza jeszcze wyższe oczekiwania nie tylko ze strony otoczenia zewnętrznego, ale także ze strony KRUK-a.

Strategia operacyjna Grupy KRUK obejmuje wiele obszarów, które są kluczowe w rozwoju organizacji i mają wpływ na rynkowy sukces. Działania Grupy są mocno zorientowane na klientów. Dzięki stałej weryfikacji poziomu ich satysfakcji ze współpracy firma ma możliwość tworzenia nowych produktów, usług i rozwiązań, które odpowiadają na ich potrzeby. Wszystko to w zgodzie z zasadami zrównoważonego rozwoju. To pozwala na niwelowanie potencjalnego negatywnego wpływu na tę grupę interesariuszy.

KRUK działa w duchu lean i transformacji cyfrowej, dzięki czemu może budować wartość organizacji poprzez skoncentrowanie się na rozwoju różnych kanałów dostępu, m.in. narzędzi online dedykowanych klientom, którzy dzięki temu mają możliwość samodzielnego zarządzania i kontrolowania postępu spłaty swojego zadłużenia.

Grupa KRUK podkreśla swoją rolę w systemie finansowym oraz obrocie gospodarczym demokratycznych państw. Intencją Grupy jest działanie przeciwko wykluczeniu finansowemu i umożliwienie osobom zadłużonym wyjścia z długów. Jest to możliwe m.in. poprzez zaproponowanie klientom możliwości skorzystania z polubownej spłaty zadłużenia czy przez prowadzenie akcji z zakresu edukacji finansowej skierowanej do ogółu społeczeństwa. Odzwierciedleniem strategicznego podejścia do edukacji w tym zakresie jest m.in. zainicjowany



przez KRUK S.A. „Dzień bez długów”. Akcja ta jest prowadzona nie tylko w Polsce, ale również w Rumunii, Czechach, Słowacji i na stałe wpisała się w kalendarze biznesowe tych krajów. W Polsce „Dzień bez długów” obchodzony jest co roku 17 listopada, a akcja prowadzona jest od 2009 r. Jej celem jest zwrócenie uwagi społeczeństwa na problem zadłużenia, uświadamianie korzyści płynących z dobrowolnej spłaty zaległych zobowiązań oraz szeroko pojęta edukacja z zakresu zarządzania własnym, domowym budżetem. W 2022 r. informacja o „Dniu bez długów” dotarła tylko w Polsce do około 11 mln odbiorców.

Spłata zadłużenia to pierwszy krok w kierunku odzyskania kontroli nad swoimi finansami i rozpoczęcia budowania stabilnej sytuacji finansowej, włączając w to powrót do możliwości korzystania z usług finansowych dostępnych na rynku.

Aby pomóc naszym klientom, którzy spłacili swoje zadłużenie, w budowaniu zdolności kredytowej, Grupa KRUK oferuje mikropożyczki dostosowane do indywidualnych potrzeb oraz możliwości finansowych pożyczkobiorcy. Kluczowym elementem tego rozwiązania jest dostępność tylko jednej aktywnej pożyczki przypadającej na danego klienta. Tego typu mechanizm zabezpiecza klientów przed ponownym zaciąganiem kilku zobowią-

zań, które nie są dostosowane do wysokości ich domowego budżetu. Z naszych danych wynika, że 94% klientów, którzy po spłacie swojego zobowiązania zaciągnęli pożyczkę budującą pozytywną historię kredytową, spłaca bieżące należności w terminie. To pokazuje ich świadome zarządzanie własnym budżetem i wypracowanie nowych, bezpiecznych nawyków finansowych.

W swoich działaniach Grupa KRUK kieruje się m.in. regulacjami Kodeksu Etycznego, a także dobrymi praktykami, wypracowanymi przez krajowe stowarzyszenia branżowe. Z poszanowaniem praw człowieka regulują one zasady odpowiedzialnej windykacji. Jednocześnie Grupa tworzy standardy działania i procesy wspierające rozwój odpowiedzialnej windykacji, dbając o przestrzeganie przepisów prawa oraz norm i regulacji zarówno zewnętrznych, jak i wewnętrznych. Działania oparte na zasadach uczciwości, bezstronności i profesjonalizmu są gwarancją tego, by podejmowane decyzje były etyczne oraz z szacunkiem odnosiły się do interesariuszy wewnętrznych i zewnętrznych.

---

### **Piotr Krupa**

Prezes Zarządu KRUK S.A.







PZU SA

## Budowanie zrównoważonych relacji biznesowych w PZU

Z ogłoszonego podczas ostatniej konferencji ekonomicznej w Davos raportu „Global Risks Report”<sup>1</sup> wynika, że głównym wyzwaniem dla biznesu jest przeciwdziałanie poczuciu niestabilności. Na podstawie przeprowadzonego badania autorzy publikacji wskazali, że wśród 10 kluczowych ryzyk aż pięć wynikało ze zmian klimatycznych. Wśród tych ryzyk najczęściej wymienia się rosnącą liczbę katastrof naturalnych i ekstremalnych warunków pogodowych oraz brak możliwości uniknięcia ich skutków. W dłuższej, 10-letniej perspektywie ryzyka klimatyczne są w czołówce tych zagrożeń.

Ponad 70% respondentów wskazywało na nieskuteczne albo wręcz skrajnie nieskuteczne metody zarządzania ryzykami klimatycznymi. Z punktu widzenia ubezpieczyciela są to jedne z najistotniejszych ryzyk, które wpływają na kształt prowadzonego biznesu i jego rentowność.

PZU odpowiedział na to współczesne wyzwanie. W naszej strategii biznesowej oraz strategii ESG zobowiązaliśmy się do oceny ubezpieczeniowych klientów korporacyjnych pod kątem czynników ESG. Pierwszą grupę klientów oceniliśmy w 2022 r. Byli to korporacyjni klienci ubezpieczeniowi, którzy mają znaczący wpływ na przychody PZU według wysokości przypisu składki bezpośrednio z ubezpieczeń majątkowych. Działają oni w sektorach wysoko i średnio wrażliwych na ryzyko ESG.

Aby rzetelnie ocenić klientów, musieliśmy określić branże wrażliwe na ryzyko ESG. Wzięliśmy pod uwagę przede wszystkim wpływ poszczególnych sektorów gospodarki na kwestie środowiskowe i klimatyczne. Według przeglądu OECD dotyczącego ochrony środowiska naturalnego do 2030 r. w największym stopniu na degradację środowiska wpłyną sektory: energetyczny, transportowy, rolniczy i rybołówczy. W Polsce dominującą rolę w krajowej emisji gazów cieplarnianych odgrywa dwutlenek węgla – ponad 80% (udział metanu i podtlenku azotu jest znacznie mniejszy – łącznie około 18%). Największym emitentem CO<sub>2</sub> w Polsce jest sektor energetyczny. Znaczący wpływ na emisję CO<sub>2</sub> mają też przemysł wytwórczy, budownictwo oraz transport. W określeniu sektorów, które charakteryzują się wysoką i średnią

wrażliwością na ryzyko ESG, wzięliśmy także pod uwagę dobre praktyki rynkowe, wytyczne międzynarodowych organizacji (OECD, UNEP FI, ECB) i agencji ratingowych oraz wymagania regulacji dotyczących taksonomii środowiskowej.

Do sektorów wysoko wrażliwych zaliczyliśmy również branże, które w największym stopniu bazują na nieodnawialnych źródłach energii (tj. węgla kamiennym, brunatnym oraz gazie ziemnym lub ropie naftowej) oraz odpowiadają za największy poziom emisji gazów cieplarnianych z emisji bezpośrednich i pośrednich. Są to branże: paliwowa, wydobywcza oraz energetyka konwencjonalna. Wśród branż średnio wrażliwych znalazły się m.in.: branża chemiczna, transportowa, motoryzacyjna, budownictwo oraz rolnictwo.

W PZU ocenę klientów przeprowadziliśmy na podstawie autorskich metodyk oceny ESG dla podmiotów publicznych i niepublicznych. W metodyce dla spółek publicznych uwzględniliśmy kwestie środowiskowe, społeczne i zarządcze. W obszarze środowiskowym wzięliśmy pod uwagę zagadnienia takie jak: emisyjność gazów cieplarnianych, ślad węglowy, wpływ działalności na bioróżnorodność, poziom energochłonności, produkcja odpadów (system zarządzania odpadami, udział odpadów niebezpiecznych, recykling itp.). Uwzględniliśmy też obecnie kluczowe, zdefiniowane przez firmę ryzyka środowiskowe i sposób zarządzania nimi, przyjęcie celu neutralności klimatycznej oraz strategii dekarbonizacji. W obszarze społecznym zdefiniowaliśmy zagadnienia dotyczące m.in.: przestrzegania praw pracowniczych, zapewnienia bezpiecznych warunków pracy, uczciwej konkurencji i działalności społecznej. W obszarze ładu korporacyjnego uwzględniliśmy m.in. kwestie związane z: różnorodnością organów zarządczych, zapobieganiem korupcji i nieuczciwej konkurencji, strukturą organów zarządczych i nadzoru, ochroną praw akcjonariuszy mniejszościowych, powiązaniem wynagrodzeń zarządów z realizacją celów z zakresu zrównoważonego rozwoju. Dla spółek niepublicznych przygotowaliśmy uproszczony kwestionariusz oceny ESG.

<sup>1</sup> <https://www.weforum.org/reports/global-risks-report-2023/>

W zależności od dostępności danych ocenę możemy przeprowadzić w rozszerzonym lub podstawowym zakresie. Dane pozyskujemy z informacji publikowanych przez spółki, np. z raportów niefinansowych, strategii oraz od zewnętrznego dostawcy. Na końcową ocenę wpływa także sektor, w którym działa spółka.

W 2022 r. oceniliśmy pod kątem czynników ESG 20% kluczowych klientów PZU. Zastosowanie kryteriów ESG nie ma charakteru wykluczającego dla klientów – służy ono PZU jedynie ocenie ryzyka. Bierzemy pod uwagę zmieniające się uwarunkowania regulacyjne, dlatego planujemy uwzględnić dodatkowe czynniki związane z pra-

wami człowieka i bioróżnorodnością. Ocena klientów pod kątem czynników ESG jest również narzędziem wspierającym dla partnerów biznesowych PZU. Zwracamy uwagę naszych klientów na tematy ESG, stwarzamy okazję do bliższej współpracy i wymiany doświadczeń. Zapraszamy też do wspólnych inicjatyw na rzecz zielonej transformacji.

---

### **Dorota Macieja**

Członkini Zarządu PZU Życie SA







Societe Generale

## Minimalne gwarancje w Societe Generale jako warunek sprawiedliwej transformacji

Grupa Societe Generale jako instytucja finansowa o zasięgu globalnym, działająca w prawie 70 krajach świata, jest zaangażowana w sprawiedliwą, środowiskową transformację. Swoje zobowiązanie do wspierania klientów w pozytywnych zmianach na całym świecie Grupa formułuje jako „Budowanie wspólnie ze swoimi klientami, lepszej i zrównoważonej przyszłości poprzez odpowiedzialne i innowacyjne rozwiązania”. Międzynarodowy zasięg działalności Grupy Societe Generale sprawia, że strategia społecznej odpowiedzialności biznesu dotyczy wszystkich klientów na całym świecie i stanowi duże wyzwanie, jak to się dzieje w przypadku każdej globalnej instytucji. Celem strategii jest przyspieszenie dekarbonizacji portfeli biznesowych, działanie na rzecz bioróżnorodności i wywieranie pozytywnego wpływu lokalnie w sposób nienaruszający praw człowieka. Zarządzanie ryzykiem związanym z ochroną środowiska i ryzykiem związanym z kwestiami społecznymi jest w pełni zintegrowane z procesami regulującymi prowadzenie działalności. Grupa Societe Generale zawarła poszanowanie i ochronę praw człowieka w swoim Kodeksie Postępowania oraz w Ogólnych Wytocznych Środowiskowych i Społecznych. Zawarła je również w deklaracji Societe Generale’s Modern Slavery and Human Trafficking Statement for 2022. W ramach stosowania procedur związanych z minimalnymi gwarancjami z taksonomii opracowano procesy i procedury operacyjne w celu realizacji zobowiązań w zakresie praw człowieka.

Ramy zarządzania ryzykiem w tym obszarze są wdrażane w następujący sposób:

- Poszanowanie praw człowieka pracowników i partnerów społecznych Grupy – ma na celu zagwarantowanie wszystkim respektowania praw człowieka w kontekście świadczonej pracy. Jednym z przykładów jest zobowiązanie Grupy do zwalczania wszelkich form dyskryminacji i molestowania w miejscu pracy.
- Poszanowanie praw człowieka na poziomie dostawców Grupy i w łańcuchu dostaw – po pierwsze, ma na celu zagwarantowanie dostawcom, że prawa człowieka będą przestrzegane w relacjach bizne-

sowych, co jest istotne dla instytucji o zasięgu globalnym, po drugie – jest to zobowiązanie do zarządzania zakupami i zaopatrzeniem Grupy w sposób ograniczający ryzyko poważnych naruszeń praw człowieka.

- Poszanowanie praw człowieka jako element w ofercie produktów i usług – ma na celu zagwarantowanie respektowania praw człowieka na poziomie klientów indywidualnych i instytucjonalnych, zwłaszcza tych praw, które dotyczą prywatności. Istotne jest również zapobieganie poważnym naruszeniom praw człowieka związanym bezpośrednio z produktami i usługami. Dlatego też w ramach oceny dokonywanych transakcji, proponowanych rozwiązań i usług przeprowadzana jest ocena praw człowieka, która obejmuje poszanowanie praw pracowników, konsultacje ze społecznościami lokalnymi oraz respektowanie prawa ludności rdzennej.

Niezwykle trudno jest zapobiegać wszystkim ryzykom związanym z potencjalnym naruszeniem praw człowieka, a procesy zarządzania ryzykiem nie zawsze są gwarantem nienaruszalności praw. Dlatego też Grupa Societe Generale stosuje zasadę przejrzystości i dialogu w relacjach ze swoimi interesariuszami. Niezbędne jest stałe reagowanie na publicznie zadawane pytania przez interesariuszy, które mogą dotyczyć potencjalnych sytuacji lub ryzyka związanego z poważnymi naruszeniami praw człowieka czy też kwestii środowiskowych związanych z działalnością Grupy. Właśnie w tym celu Grupa Societe Generale stworzyła mechanizm służący zgłaszaniu nieprawidłowości związanych z brakiem poszanowania praw człowieka. Jest on dostępny m.in. za pośrednictwem strony internetowej oraz zawarty w wewnętrznych procedurach dotyczących zgłaszania naruszeń.

---

### Marta Jedlińska

Dyrektorka Departamentu Compliance,  
Societe Generale Oddział w Polsce







ZWIĄZEK BANKÓW POLSKICH

Związek Banków Polskich

## Zielone finanse w Polsce – rola sektora bankowego. Szanse i wyzwania

Przypisywanie kluczowej roli instytucjom finansowym w związku z osiągnięciem celów zrównoważonego rozwoju jest obecnie jedną z częściej powtarzających się tez, kiedy rozmawiamy o zielonych finansach. Wszyscy zgadzają się z twierdzeniem, że ambitne cele szczególnie związane z obszarem ESG wymagają zaangażowania ponadprzeciętnych środków i szerokiego udziału nie tylko publicznych aktorów, ale także prywatnych przedsiębiorstw. Komisja Europejska szacowała, że osiągnięcie celów Europejskiego Zielonego Ładu będzie wymagało przeznaczenia na nie rocznie 260 mld euro<sup>1</sup>.

Z tego punktu widzenia szczególnie istotna wydaje się rola, jaką odegrają banki, które udostępniają finansowania gospodarce. Obserwując obecną rolę sektora bankowego w Polsce oraz uwarunkowania prawne, można wskazać dwa wymiary, w których banki będą odgrywały niewątpliwie rolę w osiągnięciu celów zrównoważonego rozwoju:

1. inspirowanie przez przykład i oddziaływanie na klientów
2. finansowanie przedsięwzięć zmierzających do osiągnięcia celów zrównoważonego rozwoju.

### Oddziaływanie i inspirowanie

Banki w Polsce są szczególnie ważnym ogniwem całej gospodarki. Dostarczają finansowania, ale także są kontrahentami, pracodawcami, usługodawcami, reklamodawcami, zleceniodawcami etc. Role, w jakich banki występują w gospodarce, można identyfikować w wielu wymiarach. Niewątpliwie jedną z najważniejszych jest dostarczanie finansowania, zarówno dla klientów indywidualnych, jak i dla przedsiębiorstw, które nabiera szczególnego znaczenia w kontekście osiągnięcia celu neutralności klimatycznej. Natomiast zanim określimy ten aspekt działalności banków w kontekście celów zrównoważonego rozwoju, przyjrzyjmy się kwestii inspiracji i szeroko pojętej odpowiedzialnej bankowości.

Odpowiedzialność banków za wpływ, jaki mają na otoczenie, nie jest zagadnieniem nowym. Pojęcie społecznej odpowiedzialności biznesu jest terminem od wielu lat powszechnie stosowanym, który bez wątplenia mieści się w celach zrównoważonego rozwoju. Działalność banków, postrzeganych jako instytucji zaufania publicznego, od zawsze miała wymiar szerszy niż tylko prowadzenie działalności biznesowej. Jak zatem te szeroko pojmowaną społeczną odpowiedzialność banków połączyć ze zrównoważonym finansowaniem i rolą promotora, jaka może być przypisywana bankom? Banki, także przed ogłoszeniem Europejskiego Zielonego Ładu, podejmowały wiele inicjatyw powiązanych z tymi zagadnieniami, które były ukierunkowane nie tylko do wewnątrz organizacji, ale także do klientów banków. Ten wymiar działalności banków stanowi istotny element osiągnięcia celów zrównoważonego rozwoju.

Wiele banków w Polsce na przestrzeni ostatnich lat przyjęło także wieloletnie strategie zrównoważonego rozwoju, w których określono swoje długoterminowe cele, związane m.in. z osiągnięciem neutralności klimatycznej w ramach swojej działalności<sup>2</sup>. Ponadto większość banków w Polsce już dziś zobowiązanych jest do sporządzania ujawnień niefinansowych, w których nie tylko wskazywane są pozytywne przykłady inicjatyw podejmowanych przez banki, ale też wymierne cele. Działania podejmowane przez banki przyczyniają się nie tylko do osiągnięcia konkretnych założeń, ale także – szerzej – do promocji tematyki ESG wśród swoich klientów.

Coraz więcej banków decyduje się także na wprowadzanie do umów z partnerami biznesowymi odesłań do deklaracji ESG, w ramach których określone są podstawowe wartości i cele, które mają być szanowane w ramach wzajemnej współpracy. Takie działanie niewątpliwie wpływa nie tylko na podnoszenie świadomości, ale też powstawanie wspólnego poczucia obowiązku.

<sup>1</sup> Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady Europejskiej, Rady, Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów: Europejski Zielony Ład, COM/2019/640 final, s. 18.

<sup>2</sup> Zobacz szerzej: ESG: Sektor bankowy w poszukiwaniu drogi do zeroemisyjności, Podsumowanie prac grupy roboczej przy Forum Technologii Bankowych, listopad 2022.

Raportowanie niefinansowe, którego zakres na przestrzeni ostatnich lat się rozszerzył (ze względu na wejście w życie *Corporate Sustainability Reporting Directive*<sup>3</sup> oraz wymogów ujawnieniowych określonych w Taksonomii<sup>4</sup>), nakładając na banki obowiązek prowadzenia analizy wpływu swojej działalności na osiągnięcie celów zrównoważonego rozwoju. Specyfika działalności sektora bankowego powoduje, że miary tego wpływu są powiązane z finansowaniem udzielanym klientom banków. W konsekwencji banki, aby wypełnić swoje obowiązki, kierują do klientów nowe pytania umożliwiające poznanie i zmierzenie konsekwencji udzielonych finansowań. W ten sposób niemal naturalnie banki będą motywować swoich klientów do zgromadzenia odpowiednich danych lub dokumentów potwierdzających określony wpływ na środowisko, a także do przeprowadzania wewnętrznej oceny wpływu, jaki organizacja ma na czynniki ESG. Taka też logika przyświecała europejskim prawodawcom, którzy w pierwszej kolejności obowiązki nakładali na instytucje finansowe, tworząc regulacje z obszaru zrównoważonego finansowania. Przyjęte założenie powoduje, że banki, dążąc do realizacji i wypełnienia swoich obowiązków, będą oddziaływać na swoich klientów.

## Finansowanie

Najważniejszy i bezpośredni wpływ będzie osiągany za sprawą modyfikacji kryteriów udzielanego przez banki finansowania. Może ono przybrać przeróżne formy, natomiast cel będzie wspólny – osiągnięcie określonych celów klimatycznych czy też celów zrównoważonego rozwoju. Myśląc o finansowaniu, mówimy nie tylko o kredytach bankowych, ale także innych produktach, takich jak zielone obligacje czy instrumenty finansowe, uwzględniające czynniki zrównoważonego rozwoju, czy też produkty factoringowe lub udzielane gwarancje. Wielość produktów i ról, w jakich banki występują na rynkach finansowych, powoduje, że wpływu banków na zrównoważone finanse nie da się opisać jednym zdaniem czy też zawęzić do jednego typu aktywności.

Jednym z większych wyzwań dla polskiej gospodarki będzie transformacja energetyczna, która bez wątpliwości będzie wymagała odpowiednich nakładów finansowych. Będą to środki pochodzące nie tylko z prywatnych inwestycji, ale również z programów publicznych, w których realizację także angażują się banki. Ogromnym wyzwaniem będzie także zarówno finansowanie nowych nieruchomości oraz renowacja już istniejących, tak aby były

one nisko- lub zeroemisyjne (w UE emisje z nieruchomości odpowiadają za 36% emisji gazów cieplarnianych i za 40% całkowitego zużycia energii w Europie<sup>5</sup>).

Banki w Polsce niemal powszechnie wprowadziły do swojej oferty produktowej elementy zrównoważonego finansowania. Ponad 80% banków uczestniczących w badaniu przeprowadzonym przez PWC zadeklarowało gotowość rozbudowy oferty produktów kredytowych o takie, które są sprofilowane na cele zrównoważonego rozwoju<sup>6</sup>.

## Wyzwania

Banki już dzisiaj podejmują wiele działań. Część stanowi oddolne inicjatywy, natomiast część pozostaje odpowiedzią na wymogi regulacyjne. Niewątpliwie sektor bankowy w Polsce wykazuje się dużym zaangażowaniem i wolą wspierania celów zrównoważonego rozwoju. Polskie banki chcą także być częścią globalnego rozwiązania tego cywilizacyjnego problemu. Jednak rozwinięcie i zbudowanie prawidłowo funkcjonującego rynku zielonych produktów finansowych w Polsce nie jest zadaniem łatwym. Najważniejszymi wyzwaniami dla sektora są:

### 1) Dostępność danych niezbędnych do wypełnienia obowiązków regulacyjnych i stworzenia odpowiednich produktów finansowych

Zrównoważone finanse stanowią wyjątkowe połączenie elementów ekonomicznych z naukową wiedzą z zakresu klimatu oraz pozostałych elementów ESG. Wymogi regulacyjne odnoszące się do zrównoważonego finansowania to innowacyjne rozwiązania i konstrukcje prawne, stąd uczestnicy rynku finansowego i ich klienci nie posiadają odpowiednio zagregowanych i dostępnych danych. Dane udostępniane przez poszczególnych klientów lub uczestników rynku finansowego powinny być porównywalne, tak aby nie pojawiało się ryzyko mierzenia różnymi miarami tego samego. Brak danych dotyczących ESG stanowi jedną z największych barier dla rozwoju tego obszaru. W tym miejscu warto wspomnieć także o wyzwaniach związanych z dostosowaniem infrastruktury i narzędzi IT, które będą w stanie odpowiednio analizować, opracowywać i agregować te dane.

### 2) Rozproszenie regulacyjne wymogów dotyczących zrównoważonych finansów

Nie ma jednego aktu, który kompleksowo reguluje zasady, na jakich tworzone są zrównoważone finanse. Elementy ESG zostały wprowadzone do szeregu aktów

<sup>3</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464 z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) nr 537/2014, dyrektywy 2004/109/WE, dyrektywy 2006/43/WE oraz dyrektywy 2013/34/UE w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju.

<sup>4</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088.

<sup>5</sup> European Climate Pact, [https://climate-pact.europa.eu/about/priority-topics/green-buildings\\_en](https://climate-pact.europa.eu/about/priority-topics/green-buildings_en)

<sup>6</sup> Zielone finanse po polsku Kryzys energetyczny nie zatrzyma zielonej zmiany w polskiej bankowości, edycja 2022, PWC.



prawa europejskiego. Na przestrzeni ostatnich lat powstało ponad 20 aktów prawa UE (zarówno nowe akty, jak i zmiany do istniejących oraz projekty), które są związane z obowiązkami z obszaru ESG i nakładają na banki nowe wymogi. Zakres przepisów jest różny, odnoszą się one do różnych wymiarów działalności banków (odnoszących się do relacji z klientami, udostępnianych produktów, zarządzania ryzykiem ESG, wewnętrznej organizacji i sposobu funkcjonowania banków). W konsekwencji banki stoją obecnie przed wyzwaniem rozkodowania skomplikowanej siatki regulacyjnej, w której pojawia się szereg nowych wymogów powiązanych z tym samym obszarem, ale ujmujących go z różnych perspektyw. Dodatkowo, mamy do czynienia z przepisami, które nie mają wcześniejszej praktyki wykonywania. Wymaga to wypracowania prawidłowego i spójnego systemu interpretacji przepisów. Sytuację komplikuje fakt, że przepisy te odwołują się do zagadnień technicznych związanych z klimatem i środowiskiem, co wymaga rozwoju kompetencji kadr bankowych.

### **3) Współpraca z nadzorcami i instytucjami publicznymi**

Doceniając dotychczasowe zaangażowanie instytucji publicznych w zrównoważone finansowanie, należy jednak wskazać na pewien deficyt wspólnego dialogu nad wyzwaniami z obszaru zrównoważonego finansowania, wsparcia w zagwarantowaniu dostępu do wysokiej jakości danych oraz wypracowania prawidłowych interpretacji dla skomplikowanych i fragmentarycznie powstających przepisów.

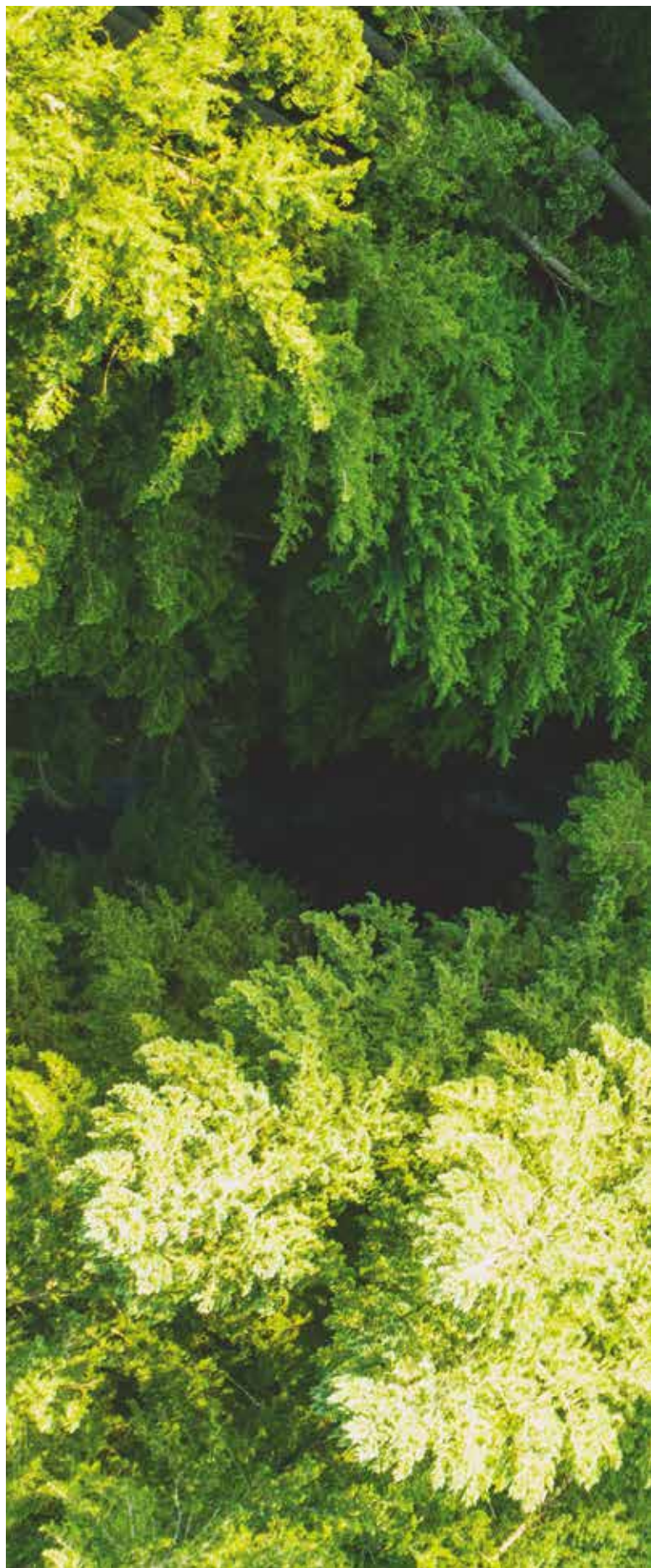
---

#### **Agnieszka Wicha**

Doradca Zarządu ZBP

#### **Norbert Jeziolowicz**

Dyrektor Zespołu Bankowości Detalicznej i Rynków Finansowych









## POLSKI INSTYTUT EKONOMICZNY

Polski Instytut Ekonomiczny to publiczny think tank ekonomiczny z historią sięgającą 1928 roku. Jego obszary badawcze to przede wszystkim makroekonomia, energetyka i klimat, handel zagraniczny, foresight gospodarczy, gospodarka cyfrowa i ekonomia behawioralna. Instytut przygotowuje raporty, analizy i rekomendacje dotyczące kluczowych obszarów gospodarki oraz życia społecznego w Polsce, z uwzględnieniem sytuacji międzynarodowej.



## INSTYTUT ODPOWIEDZIALNYCH FINANSÓW

Misją i głównym celem Instytutu Odpowiedzialnych Finansów jest budowa środowiska, w którym instytucje finansowe służą podnoszeniu poziomu życia współczesnego społeczeństwa bez pomnażania zagrożeń dla przyszłych pokoleń. Naszym dążeniem jest informowanie, inspirowanie i promowanie standardów ograniczających nieodpowiedzialne zachowania oraz propagowanie zasad i reguł odpowiedzialnych finansów w sektorze - bankowym, ubezpieczeniowym i inwestycyjnym oraz w sektorze publicznym.



## EUROPEJSKI KONGRES FINANSOWY

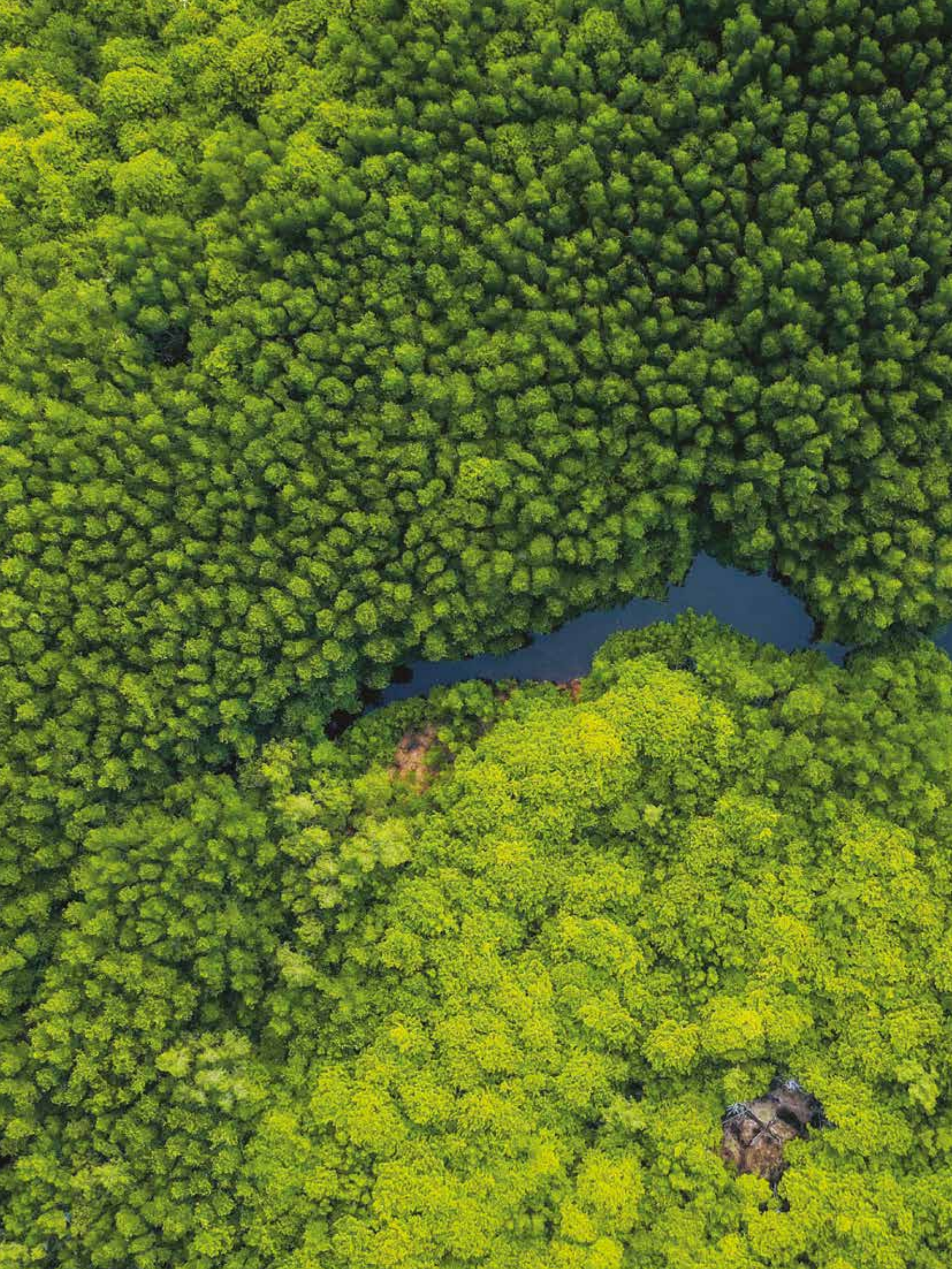
Europejski Kongres Finansowy – EKF to niezależny think-tank koncentrujący się na tematyce gospodarczo-finansowej. Działania EKF obejmują organizowanie kongresów, opracowywanie rekomendacji, stanowisk polskich ekspertów w międzynarodowych konsultacjach, publikacji książkowych, prognoz ekonomicznych i technologicznych oraz ratingu relacji inwestorskich.















## UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT

Największa na świecie inicjatywa skupiająca biznes działający na rzecz zrównoważonego rozwoju. Zainaugurowana przez Sekretarza Generalnego ONZ w 2000 r. Skupia firmy tworzące strategie i działania w oparciu o dziesięć uniwersalnych zasad (10 Principles) w obszarach praw człowieka, standardów pracy, ochrony środowiska, przeciwdziałania korupcji oraz podejmowania działań pomagających osiągnąć Cele Zrównoważonego Rozwoju ONZ (SDGs).

## UN GLOBAL COMPACT NETWORK POLAND

Sieć krajowa z niezależnym sekretariatem prowadzonym oraz zarządzanym przez Fundację Global Compact Poland. Stanowi biuro projektowe oraz lokalny punkt kontaktowy i informacyjny dla polskich członków oraz sygnatariuszy UN Global Compact. Identyfikuje wyzwania i możliwości w zakresie zrównoważonego rozwoju. Zapewnia praktyczne wskazówki oraz promuje działania na rzecz realizacji celów ONZ. Dodatkowo UN GCNP wspiera merytorycznie polskich członków UN Global Compact w wypełnianiu rocznego obowiązku raportowania niefinansowego, z podejmowanych przez firmę działań i osiągniętych rezultatów.

## KNOW-HOW HUB

Think-tank i ośrodek naukowy założony w 2011 r. jako element składowy UNDP w Polsce. Know-How Hub to platforma wiedzowa gromadząca szereg ekspertów, którzy tworzą oraz wdrażają projekty rozwojowe na poziomie krajowym. Think-tank jako niezależny komitet doradczy sprawuje funkcję Rady Naukowej przy Global Compact Network Poland.

## PROGRAM CLIMATE POSITIVE

Działa na rzecz realizacji Celów Zrównoważonego Rozwoju ONZ, a w szczególności celu 13 związanego z ochroną środowiska i działaniami w dziedzinie klimatu oraz komplementarnych z nim celów: 6, 7, 9, 11, 12, 14 i 15. Projekty w ramach programu obejmują szerokie działania proklimatyczne, w tym szczególnie nastawione na zmniejszenie emisji CO<sub>2</sub> i rozwój alternatywnych źródeł energii, a także utrzymanie bioróżnorodności, innowacyjne rozwiązania w transporcie, rolnictwie oraz przemyśle, zmniejszanie zanieczyszczenia wód i powietrza, wspieranie zielonych inwestycji oraz zrównoważonego rozwoju miast.



Global Compact  
Network Poland



Know-How Hub  
Centrum Transferu Wiedzy



### WSPÓŁWYDAWCA:



UN Global Compact  
Network Poland  
ul. Emilii Plater 25/64  
00-688 Warszawa

Network Poland

### WSPÓŁWYDAWCA:



Centrum Myśli  
Strategicznych  
ul. Powstańców Warszawy 19  
81-718 Sopot



Know-How Hub  
Centrum Transferu Wiedzy



### REDAKCJA:

Kamil Wyszowski  
Tomasz Czech  
Dariusz Kryczka

### REDAKCJA MERYTORYCZNA:

Ludwik Kotecki

### KOREKTA:

Urszula Śmietana

### PROJEKT GRAFICZNY I SKŁAD:

Agnieszka Skopińska  
www.rebelzoo.eu

### ZDJĘCIA:

unsplash.com

### DRUK:

DRUK Intro

Zielone finanse w Polsce 2023

Druk: ISBN: 978-83-66843-24-0

ebook ISBN: 78-83-66843-25-7

---

Warszawa, czerwiec 2023

---

Niniejszy Raport został przygotowany bazując na danych i materiałach źródłowych w maju 2023 r., chyba, że sam Raport w swej treści wskazuje inną datę w odniesieniu do opisywanego zjawiska, danych lub aktów prawnych.

Autorzy prowadzili prace niezależnie, opisując zjawiska oraz opracowując rekomendacje bazujące na danych i materiałach źródłowych, których prawdziwości i kompletności nie weryfikowali. W związku z tym autorzy nie odpowiadają za nie i nie udzielają gwarancji w zakresie poprawności i kompletności niniejszego Raportu.

Żaden z Autorów niniejszego Raportu w jakikolwiek sposób nie może być odpowiedzialny za wykorzystanie informacji w nim zawartych bez ich wiedzy i zgody. Autorzy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za czyny i konsekwencje ponoszone przez osoby trzecie ani żadne decyzje podjęte lub nie na podstawie niniejszego Raportu.

Opinie przedstawione w publikacji przez autorów tekstów odzwierciedlają indywidualne poglądy. Zdjęcia oraz grafiki pochodzą z zasobów autorów tekstów bądź publicznych źródeł. Wszelkie prawa zastrzeżone®



**Uniting business for a better world!**



Network Poland

ul. Emilii Plater 25/64  
00-688 Warszawa  
[www.ungc.org.pl](http://www.ungc.org.pl)



ul. Powstańców Warszawy 19  
81-718 Sopot  
[www.fundacjacms.pl](http://www.fundacjacms.pl)

