



# ZRÓWNOWAŻONE FINANSE

OD MILTONA FRIEDMANA I KAPITALIZMU UDZIAŁOWCÓW  
DO ZIELONEJ SEKURTYZACJI I ESG



Raport:

**300 RESEARCH**

Partner raportu:

**impact**

Warszawa, wrzesień 2020 r.

Autor: Michał Dorociak

Współpraca: Maryjka Szurowska

Projekt graficzny: Adrian Cibicki

Skład i łamanie: Adrian Cibicki

Redakcja: 300RESEARCH

ul. Bagatela 15/73

00-585 Warszawa

Copyright by 300GOSPODARKA SP. Z O.O.

ISBN 978-83-958665-2-4



# Spis treści

Wstęp	4
1. Trend lat minionych	5
2. ESG	8
3. Prawo wymusza zmianę	14
4. Raportowanie ESG	20
5. Zielona sekurytyzacja	38
6. Zrównoważone inwestycje polskich TFI i banków	45
Podsumowanie	51
Bibliografia	53



# Wstęp

W przyszłych podręcznikach do nauki finansów jako początek końca ery *shareholder value* (z ang. wartość dla akcjonariuszy) zainicjowanej w latach 80. przez Jacka Welcha, prezesa General Electric, może zostać wskazany rok 2019. To właśnie w roku 2019 po raz pierwszy od ponad 20 lat amerykańska organizacja Business Roundtable stwierdziła, że jedynym celem korporacji nie jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy, a Klaus Schwab w „Manifeście z Davos” wezwał liderów światowej polityki i biznesu do stworzenia *stakeholder capitalism* (kapitalizmu interesariuszy), w którym przedsiębiorstwa skupiają się na budowie długoterminowej wartości i dbają nie tylko o interes akcjonariuszy, ale również pracowników, klientów, dostawców, lokalnych społeczności i społeczeństwa jako takiego. W dobie postępujących zmian klimatu jednym z głównych wyzwań, którym muszą sprostać te przedsiębiorstwa, jest stworzenie takiego modelu działalności gospodarczej, w którym krótkoterminowe zyski nie są wypracowywane kosztem środowiska naturalnego, a który wciąż potrafi zapewnić stabilne przychody.

Rok 2020 i pandemia COVID-19 przyczyniły się do dalszego wzmocnienia głosów o konieczności reformy kapitalizmu. Do marca 2020 r. nowy model wiązać się miał przede wszystkim z położeniem większego nacisku na przeciwdziałanie zmianom klimatu - co widać dobrze np. w styczniowym liście prezesa największej na świecie firmy inwestycyjnej Blackrock do inwestorów. Pandemia ukazała jednak znaczenie społecznego wymiaru biznesu i zapotrzebowania na przedsiębiorstwa, które odpowiednio dbają o zdrowie i społeczne zabezpieczenie swoich pracowników.

Aby dobrze zrozumieć znaczenie rewolucji, z którą mamy teraz do czynienia, należy najpierw przyjrzeć się temu, jak wyglądała epoka właśnie odchodząca w przeszłość.

# 1. Trend lat minionych

Ostatnie 40 lat w filozofii zarządzania przedsiębiorstwem zdominowane było przez przywoływaną koncepcję *shareholder value*. Choć przypomniał o niej głośno w swoim wystąpieniu w sierpniu 1981 r. właśnie Jack Welch i ten moment uznawany jest za początek okresu koncentracji zarządzających na maksymalizacji zysków dla akcjonariuszy, teoretyczna podbudowa tej zasady została stworzona ponad 10 lat wcześniej przez **Miltona Friedmana**. W 1970 r. w słynnym artykule w „New York Times” argumentował on, że jedyną społeczną odpowiedzialność biznesu polega na zwiększaniu zysków. Friedman, w charakterystyczny dla siebie sposób, krytykował podejście, zgodne z którym biznes ma jakąś społeczną odpowiedzialność i powinien kierować się celami społecznymi, uznając takie działanie za „czysty socjalizm”. Jego zwolenników nazywał zaś „marionetkami w rękach sił intelektualnych, które chcą zniszczyć wolne społeczeństwo”. Choć dziś Friedman bywa obciążany odpowiedzialnością za wszystkie negatywne skutki gospodarki kapitalistycznej w ostatnim półwieczu, warto zwrócić uwagę, że jego stanowisko nie było tylko prostym uzasadnieniem dla chciwości udziałowców, lecz odpowiedzią na problem w zarządzaniu spółką kapitałową zidentyfikowany znacznie wcześniej, bo już w XVIII w. przez samego Adama Smitha:



*„Nie można jednak oczekiwać, że dyrektorzy takich [akcyjnych] spółek, zarządzając raczej cudzymi pieniędzmi niż własnymi, będą czuwać nad nimi z taką samą czujnością, z jaką czuwają nad nimi partnerzy w spółce osobowej. Podobnie jak zarządcy bogaczy, są oni skłonni zwracać uwagę na drobne sprawy nie dla honoru swego pana i bardzo łatwo dać sobie zwolnienie z posiadania go. Zaniedbania i nagromadzenie muszą więc zawsze przeważać, mniej więcej, w zarządzaniu sprawami takiej firmy.”*

Adam Smith  
„Bogactwo narodów” (1776)

Problemem jest to, że tworząc spółkę kapitałową i przekazując kierowanie nią profesjonalnym menedżerom, udziałowcy nie są w stanie zapewnić, że menedżerowie ci będą działać dla ich dobra. Jak określili to Jensen i Meckling, jeśli obaj – pryncypał (udziałowiec spółki) i agent (zarządzający spółką) – dążą do maksymalizacji użyteczności, to prawdopodobnie agent nie zawsze będzie działał w najlepszym interesie pryncypała. (Jensen, Meckling, 1976).

Znaczenie tego problemu, nazwanego problemem agencji lub problemem pryncypała i agenta (ang. *principal-agent problem*), zostało w pełni dostrzeżone w XX w., kiedy doszło do powszechnego oddzielenia własności (rozproszonych udziałów) od kontroli (przez profesjonalnych menedżerów) i stało się punktem wyjścia do poszukiwań najlepszych zasad ładu korporacyjnego (ang. *corporate governance*).

Dla Friedmana społeczna odpowiedzialność biznesu stanowiła więc po prostu jeden z przejawów problemu agencji. Jak stwierdzał w swoim tekście, pojęcie społecznej odpowiedzialności biznesu nie ma sensu, gdyż nie istnieje taki podmiot, jak „biznes”. Przyjmując, jak Jensen i Meckling, że spółka jest tylko „siecią kontraktów”, należy, zdaniem Friedmana, uznać, że społeczna odpowiedzialność spoczywać może tylko na osobach zarządzających spółką lub na jej udziałowcach – gdy jednak korzystają z własnych zasobów.

Jak stwierdzał Friedman, nikt nie może zabronić członkom zarządu spółki działań motywowanych społeczną odpowiedzialnością, gdy działają oni jako osoby prywatne i wykorzystują do tego swoje środki pieniężne – pełnią wtedy funkcję „pryncypała”. Gdy jednak działają jako osoby zarządzające spółką, stają się „agentami” - pracownikami zatrudnionymi przez udziałowców, których jedynym zadaniem powinno być wykonywanie swojej funkcji w sposób zgodny z oczekiwaniem udziałowców. Zdaniem Friedmana najczęściej tym oczekiwaniem jest zwiększanie zysków i wartości spółki. Jeśli menedżerowie spółki, kierując się społeczną odpowiedzialnością biznesu, doprowadzają do obniżenia dochodów spółki, to zdaniem Friedmana ich działania są równoznaczne z nakładaniem podatków i decydowaniem, jak wpływy z nich mają być rozdysponowane. A problem polega na tym, że nie mają do tego żadnej legitymizacji. „*No taxation without representation*” było zasadą, w obronie której wybuchła rewolucja amerykańska i zdaniem wolnościowca Friedmana nie powinna być odrzucona w imię społecznej odpowiedzialności biznesu.

To rolę systemu polityczno-konstytucyjnego, opierającego się na demokratycznie wybranych przedstawicielach, jest zapewnienie realizacji celów społecznych. Co więcej, Friedman kwestionuje same kompetencje menedżerów w wydatkowaniu środków na cele społeczne – powinni się oni znać przede wszystkim na zarządzaniu spółką, trudno więc spodziewać się, że jednocześnie będą umieli efektywnie wydatkować środki na cele społeczne czy środowiskowe.

Co innego, zdaniem Friedmana, gdy społeczną odpowiedzialnością chcą kierować się sami udziałowcy, zakładając, że wszyscy oni chcą, aby ich przedsiębiorstwo realizowało nie tylko pieniężne, ale i społeczne cele – wówczas również u samego Friedmana brak jest argumentów przeciwko takim działaniom. Friedman podkreśla jednak, że ostatecznie takie przedsięwzięcia muszą być nieefektywne, gdyż doprowadzą do osłabienia pozycji przedsiębiorstwa na rynku a nawet wyeliminowania go z niego. Dlatego uważa,

że najwłaściwszym rozwiązaniem jest generowanie przez spółkę maksymalnie wysokich dywidend dla udziałowców, aby ci mogli następnie pożytkować je w sposób zgodny z sumieniem.

Samej koncepcji Friedmana trudno jest odmówić logicznej spójności. Pewnie dlatego jest dzisiaj zaciekle broniona przez niektórych profesorów prawa i finansów na amerykańskich uniwersytetach (Bebchuk, Tallarita 2020). W szczególności zwracają oni uwagę, że opisywana powyżej alternatywa - *stakeholder value* zamiast *shareholder value* - obarczona jest wieloma problemami, głównie w zakresie odpowiedzialności (ang. *accountability*): jak menedżerowie mogą być odpowiedzialni za swoje działania wobec podmiotów innych niż udziałowcy?

Podjęcie Friedmana stało się źródłem co najmniej dwóch problemów. Po pierwsze, popularyzacja koncepcji Friedmana zbiegła się w czasie z poważnymi zmianami technologicznymi, które pozwoliły na dużo szybsze upowszechnianie się informacji i znacznie obniżyły koszty transakcyjne. Te zmiany, w połączeniu z coraz większym udziałem inwestorów instytucjonalnych w spółkach publicznych (względem inwestorów indywidualnych) oraz deregulacją rynku finansowego, doprowadziły do znacznego skrócenia horyzontu inwestycyjnego. Od lat 60. XX w. do czasów obecnych przeciętny okres utrzymywania akcji danej spółki w portfelu funduszu skrócił się w USA z siedmiu lat do około 9 miesięcy (MFS, 2019). Podstawowym odcinkiem czasu do oceny spółki stał się kwartał. Najłatwiejszą drogą do wypracowania wysokich kwartalnych zysków stało się ograniczanie wydatków inwestycyjnych, cięcie budżetów na badania i rozwój (R&D), rezygnacja z inwestycji w kapitał ludzki i przeznaczanie środków na wykup własnych akcji. Strategią menedżerską przestało już być „zachowaj zyski i je reinwestuj”, a w zamian pojawiło się motto „redukuj i dystrybuuj” (Lazonick 2000). W ten sposób maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy przeistoczyła się w nowy imperatyw generowania kwartalnych zysków, przy którym wszelkie inne czynniki i długoterminowe perspektywy przestały odgrywać jakąkolwiek rolę.

Po drugie, skupienie się na wypracowywaniu jak najwyższych zysków w krótkim terminie samo w sobie nie musiało być czymś złym, gdyby - w zgodzie z koncepcją Friedmana - wzbogacający się inwestorzy przeznaczali większe środki na cele charytatywne, społeczne czy środowiskowe. Problemem, którego Friedmana nie uwzględnił lub nie chciał uwzględnić, była nieodwracalność niektórych działań podejmowanych przez korporacje. Jak argumentowali w swojej pracy z 2017 r. Olivier Hart i Luigi Zingales, środki, z dywidendy wypłaconej przez spółki naftowe, które dbający o środowisko inwestor może przeznaczyć na przeciwdziałanie zmianom klimatu, nie będą w stanie efektywnie odwrócić szkód spowodowanych przez wydobycie ropy i emisję z jej spalania. To dlatego ich zdaniem celem przedsiębiorstwa powinna być nie maksymalizacja wartości dla udziałowców, lecz ich dobrobyt. Dobrobyt ten może być

maksymalizowany tylko, jeśli spółka w swojej działalności będzie uwzględniała interesy i czynniki szersze niż tylko wartość jej akcji. Ostatecznie udziałowcy są bowiem również obywatelami, korzystają z tego samego środowiska i często są w stanie poświęcić zysk dla innych ważnych celów.

Pytanie, jakie może się tu pojawić, to jak w tym nowym kapitalizmie interesariuszy zmierzyć niefinansowe działania spółki? Odpowiedź zawiera się w trzech literach: **ESG**.

## 2. ESG

### **ENVIRONMENTAL**

*czyli czynniki środowiskowe*

Czynniki odnoszące się do jakości i sprawności ekosystemu, środowiska naturalnego, jak np. emisje CO<sub>2</sub>, regulacje dot. ochrony środowiska, niedobory wody, czy zarządzanie odpadami.

### **SOCIAL**

*czyli czynniki społeczne*

Czynniki odnoszące się do prawa, dobrobytu, dobrostanu osób i społeczności; chodzi więc m.in. o jakość miejsc pracy, dbałość o zdrowie i bezpieczeństwo w pracy, a także kwestie bezpieczeństwa wytwarzanych produktów.

### **GOVERNANCE**

*czyli sprawne zarządzanie*

Czynniki odnoszące się do zarządzania i nadzorowania firmy i innych podmiotów, w które organizacja inwestuje; chodzi tu np. równość szans dla obu płci w zarządzaniu firmą, jakość relacji wewnętrznych i inwestorskich, sprawiedliwe wynagradzanie itp.

Źródło: JP Morgan, *ESG Integration*, 2020



W kapitalizmie akcjonariuszy wyniki przedsiębiorstw miały być oceniane wyłącznie przez pryzmat wskaźników finansowych. W kapitalizmie interesariuszy wskaźniki finansowe stają się tylko jedną z metod oceny spółek - równie ważne są czynniki środowiskowe, społeczne i dotyczące ładu korporacyjnego, czyli wskaźniki **ESG**.

Skrót **ESG** (ang. *Environmental, Social and Governance*) po raz pierwszy pojawił się w raporcie „Who Cares Wins?” z 2004 r., napisanym przez przedstawicieli największych na świecie instytucji finansowych. Był odpowiedzią na zaproszenie ówczesnego sekretarza generalnego ONZ Kofi Annana do stworzenia rekomendacji dla sektora finansowego, jak włączyć czynniki niefinansowe w decyzje inwestycyjne. Rok później powstał słynny raport przygotowany przez kancelarię Freshfields Bruckhaus Deringer na zlecenie United Nations Environment Programme Finance Initiative, zgodnie z którym uwzględnianie wskaźników ESG przez zarządzających funduszami nie tylko jest prawnie dopuszczalne, ale wręcz stanowi element ich obowiązków powierniczych (Freshfields, 2005).

Zarządzający funduszami nie od razu wzięli do siebie konkluzje tego raportu. Niemniej, czynniki ESG coraz mocniej wchodziły w świat funduszy inwestycyjnych.

Według firmy doradczej Opimas, globalna wartość aktywów zarządzanych przy wykorzystaniu jednej z powyższych strategii przekroczyła w 2020 r. 40 bln dol. Stanowi to więc ok. 50 proc. całkowitej wartości aktywów będących w zarządzaniu firm inwestycyjnych na świecie (BCG, 2019)

Znakomita większość zarządzających wykorzystuje wskaźniki ESG przede wszystkim w ramach procesu zarządzania ryzykiem. Inwestowanie tematyczne, nakierowane wyłącznie na spółki prowadzące działalność, aktywnie wspierające zrównoważony rozwój, jest już znacznie mniej rozpowszechnione. Niemniej, również fundusze kierujące się taką strategią zanotowały rekordowe wyniki w 2020 r. W drugim kwartale zrównoważone fundusze zostały zasilone środkami o łącznej wartości 71,1 mld dol. netto (FT, 2020). W efekcie, podaje się, że ich globalna wartość przekroczyła już 1 bln dol.

>40  
bln dol.

Tyle warte są dziś aktywa zarządzane przy wykorzystaniu strategii zrównoważonego inwestowania.

To ~50 proc. całkowitej wartości aktywów w posiadaniu firm inwestycyjnych na świecie

## Zgodnie z metodyką zaproponowaną przez Global Sustainable Investment Alliance można dzisiaj wyróżnić siedem rodzajów strategii zrównoważonego inwestowania:

1. Selekcja negatywna - wyłączenie z funduszu lub portfela sektorowego spółek lub działalności niespełniających wymogów ESG.
2. Selekcja pozytywna - inwestycje w sektory, spółki lub projekty wyselekcjonowane ze względu na najlepsze wartości wskaźników ESG względem podobnych spółek.
3. Selekcja w oparciu o zasady - selekcja inwestycji, które spełniają minimalne standardy praktyki biznesowej, w oparciu o międzynarodowe normy, jak standardy OECD, Międzynarodowej Organizacji Pracy, ONZ, UNICEF itp.
4. Integracja ESG - systematyczne włączanie przez zarządzających funduszami wskaźników środowiskowych, społecznych oraz związanych z ładem korporacyjnym do analizy finansowej.
5. Inwestowanie tematyczne - inwestycje w aktywa czy spółki, których działalność jest bezpośrednio związana ze zrównoważonym rozwojem (np. energia odnawialna, zielone technologie, gospodarka obiegu zamkniętego, zrównoważone rolnictwo, itd.)
6. Inwestowanie z misją zmiany (*Impact Investing*) - inwestycje nakierowane na rozwiązywanie problemów społecznych i środowiskowych, jak również finansowanie przedsiębiorstw, które mają wyraźne cele społeczne oraz środowiskowe
7. Działania udziałowców oraz zaangażowanie korporacyjne - używanie uprawnień właścicielskich do zmiany zachowania firm w kierunku stosowania czynników z obszaru ESG, m.in. poprzez bezpośrednie zaangażowanie (np. komunikacja z członkami zarządu), zgłaszanie rezolucji, głosowanie przez pełnomocnika (ang. *proxy voting*).

Choć znaczenie czynników ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych stale rośnie w ostatnich latach, do zdecydowanego przyspieszenia doszło w tym roku za sprawą, paradoksalnie, pandemii COVID-19. Globalny kryzys zdrowotny, który w marcu 2020 r. przełożył się na największe od czasów globalnego kryzysu finansowego z lat 2008-2010 załamanie na rynkach finansowych, wykazał, że fundusze ESG cechuje znacznie większa odporność na nagłe wstrząsy niż fundusze skupiające się wyłącznie na wskaźnikach finansowych. Według Financial Times, 62 proc. globalnych funduszy akcyjnych ESG pobiło w kwietniu indeks MSCI World Stock. W Stanach Zjednoczonych 12 spośród 17 przeanalizowanych przez S&P Global Market Intelligence funduszy inwestycyjnych, kierujących się wskaźnikami ESG, odnotowało w kwietniu mniejszy spadek niż indeks S&P500.

Mimo że to dopiero obecny kryzys zwrócił uwagę na ponadprzeciętne wyniki funduszy ESG, analiza opublikowana przez Morningstar w czerwcu tego roku wykazała, że niektóre z tych funduszy radziły sobie lepiej niż fundusze konwencjonalne również w dłuższym horyzoncie czasowym:

**6 na 10** przebadanych funduszy ESG (wśród 745 europejskich funduszy ESG) gwarantowało wyższą stopę zwrotu niż fundusze nieuwzględniające czynników ESG na przestrzeni:

- ostatniego roku
- 3 lat
- 5 lat
- 10 lat

Choć w Polsce zainteresowanie wskaźnikami ESG było jak dotąd znacznie mniejsze, również tutaj widoczny jest trend rosnący. Według ubiegłorocznego badania przeprowadzonego (już po raz czwarty) przez Giełdę Papierów Wartościowych, odsetek podmiotów (obejmujących głównie domy maklerskie) uwzględniających czynniki ESG przy formułowaniu rekomendacji, wzrósł z 13 proc. w 2012 r. do 48 proc. w 2019 r.

W Polsce z **13** proc. do **48** proc.

wzrósł odsetek podmiotów uwzględniających czynniki ESG przy formułowaniu rekomendacji

(2019 r. w porównaniu do 2012 r.)

**1,5** mld zł

tyle wynosi łączna wartość aktywów zarządzanych przez TFI z uwzględnieniem czynników ESG

Pewne zmiany widoczne są również w ofertach działających w Polsce Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych – w ciągu ostatnich dwóch lat cztery TFI zdecydowały się zmienić swoje podejście na tyle, że możliwe było ich zaprezentowanie jako zarządzających z uwzględnieniem czynników ESG. Obecnie takie produkty oferują dwa podmioty:

- NN Investment Partners TFI ma w swojej ofercie trzy tego rodzaju fundusze (NN Globalny Odpowiedzialnego Inwestowania, NN Polski Odpowiedzialnego Inwestowania oraz NN Indeks Odpowiedzialnego Inwestowania FIO)
- PKO TFI (PKO Globalny Fundusz Ekologii i Odpowiedzialności Społecznej).

Według stanu na koniec lipca 2020 r., łączna wartość aktywów tych funduszy wynosiła zaledwie 1,5 mld zł.

Opisane powyżej trendy (występujące na świecie i w Polsce) w najbliższych latach będą się wzmacniać co najmniej z trzech powodów.

## **1. Zmieniają się oczekiwania oszczędzających i indywidualnych inwestorów, zwłaszcza z młodszego pokolenia.**

Według badania przeprowadzonego w grudniu 2018 r. przez Allianz Life Insurance Company of North America i firmę badawczą Ipsos, 55 proc. przebadanych millenialsów, podejmując decyzję o ulokowaniu oszczędności, rozmawiało z doradcami inwestycyjnymi o uwzględnianiu czynników ESG. Jest to aż o 30 pkt proc. więcej niż w przypadku przedstawicieli Generacji X i o 44 pkt proc. więcej niż w przypadku Baby Boomers.

Ponadto, w grupie najmłodszych inwestorów znacznie więcej jest też osób, które twierdzą, że uwzględnianie ESG jest dobrą strategią z perspektywy finansowej (81 proc.) i które deklarują, że intencjonalnie zainwestowały w daną spółkę lub wycofały z niej swoją inwestycję ze względu na wpływ jej działalności na ludzkie zdrowie i życie (57 proc.). Zmiana pokoleniowa będzie więc oznaczała jeszcze mocniejsze przekierowanie środków na inwestycje pozytywnie oceniane z perspektywy stosowania czynników ESG.

Opierając się na informacjach, które zebraliśmy o polskim rynku inwestycji i produktów uwzględniających czynniki ESG, krajowego inwestora rzadko cechuje potrzeba kierowania się nimi, ale zakładamy, że zmiana w tym kierunku będzie naturalną konsekwencją transformacji potrzeb, zachodzącej w mentalności Polaków. Według wyników badania przeprowadzonego przez Ipsos w 2019 r. na zlecenie portalu oko.press, to kryzys klimatyczny jest obecnie najczęściej postrzegany przez Polaków (znacznie częściej przez Polki) jako największe zagrożenie dla Polski w XXI w. W ślad za takimi opiniami powinna

więc iść świadomość, że na zmiany klimatu mogą negatywnie wpływać działania wielu przedsiębiorstw. Przekierowanie środków na inwestycje zrównoważone środowiskowo i społecznie może zaś zahamować ten negatywny trend.

## **2. Nawet jeśli przemiany w świadomości Polaków przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych nie nastąpią zbyt szybko, powinny one nastąpić w świadomości osób zarządzających funduszami.**

Według raportu IPCC z 2018 r., bez podjęcia zdecydowanych działań świat jest obecnie na ścieżce do osiągnięcia wzrostu średniej globalnej temperatury o 1,5 st. Celsjusza już pomiędzy 2030 a 2052 r. (w porównaniu do poziomu sprzed epoki przemysłowej). Sytuacja ta jest źródłem dwojakiego rodzaju ryzyk dla przedsiębiorstw:

- ryzyk przejściowych (ang. *transition risks*), wynikających ze zmian prawnych, technologicznych i rynkowych podejmowanych w celu przeciwdziałania zmianom klimatu i które mogą w sposób znaczący wpłynąć na dotychczasową działalność, pozycję rynkową i model biznesowy przedsiębiorstw;
- ryzyk fizycznych (ang. *physical risks*), mających być efektem intensywnych wydarzeń pogodowych i bardziej długoterminowych zmian klimatycznych, które mogą doprowadzić do bezpośrednich zniszczeń aktywów trwałych lub w inny sposób negatywnie oddziaływać np. na łańcuchy dostaw przedsiębiorstw.

Osoby zarządzające funduszami powinny więc uświadomić sobie, że ryzyka związane z ESG będą mieć rosnące znaczenie dla przyszłych wyników finansowych przedsiębiorstw, w które inwestują powierzone im środki, a ich zignorowanie może doprowadzić do naruszenia spoczywających na nich obowiązków.

## **3. Jeśli zarządzający funduszami w Polsce nie zmienią samodzielnie modelu swojej działalności inwestycyjnej, zostaną do tego zmuszeni przez prawo UE - przyjęte niedawno w ramach przygotowanego przez Komisję Europejską pakietu „Zrównoważonych finansów”. Kluczowe znaczenie będą tu miały zwłaszcza:**

- rozporządzenie 2019/2088, wprowadzające zasadę *comply or explain*, które wejdzie w życie w marcu 2021 r.,
- rozporządzenie ws. taksonomii.

Omówimy te zasady w dalszej części.

#### 4. Wzrost zrównoważonych inwestycji będzie naturalną konsekwencją programów inwestycyjnych Unii Europejskiej. Konkluzje przyjęte przez Radę Europejską w lipcu 2020 r. zakładają, że 30 proc. środków z Wieloletnich Ram Finansowych 2021-2027 (ponad 1,074 bln euro) oraz z instrumentu Next Generation EU (750 mld euro) powinno być przeznaczone na realizację celów związanych z klimatem.

Oznacza to, że pomiędzy rokiem 2021 a 2027 aż 547 mld euro zostanie wydatkowane ze środków unijnych na zielone inwestycje. Współfinansowanie tego rodzaju projektów ze środków publicznych, zwłaszcza tych o podwyższonym stopniu ryzyka, powinno wygenerować dodatkowy popyt na nie ze strony inwestorów prywatnych, którzy nie zdecydowaliby się przeznaczyć na nie środków przy braku publicznych gwarancji. Można się więc spodziewać, że inwestorzy raz zachęceni do tego rodzaju projektów, zdobywszy doświadczenie w tych inwestycjach, będą skłonni przy nich pozostać, również na przyszłość preferując inwestycje aktywnie promujące czynniki składające się na ESG.

Wydaje się, że będzie to wręcz konieczne, biorąc pod uwagę, że realizacja obecnych celów energetycznych i klimatycznych UE wymagać będzie dodatkowych wydatków inwestycyjnych wartych nawet 260 mld euro rocznie, a zobowiązanie się do osiągnięcia neutralności klimatycznej w 2050 r. będzie oznaczało konieczność pokrycia luki inwestycyjnej na poziomie nawet 2 bln euro w kolejnej dekadzie.

### 3. Prawo wymusza zmianę

Momentem przełomowym dla uczestników rynku finansowego (którymi są m.in. towarzystwa funduszy inwestycyjnych, zakłady ubezpieczeń, banki zarządzające portfelem inwestycji, itd.) będzie **10 marca 2021 r.** Wtedy ma wejść w życie **Rozporządzenie 2019/2088** w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych, mające, w dużym skrócie, na celu zapewnienie przejrzystości w działaniach powyższych podmiotów w zakresie „wprowadzenia do działalności ryzyk dla zrównoważonego rozwoju, brania pod uwagę niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju, promowania aspektu środowiskowego lub społecznego oraz zrównoważonych inwestycji” (pkt 10 preambuły do rozporządzenia 2019/2088).

Rozporządzenie rozróżnia cztery rodzaje informacji, które będą podlegać obowiązkowi ujawnienia. Są to:

- ryzyka dla zrównoważonego rozwoju
- niekorzystne skutki dla zrównoważonego rozwoju
- promowanie aspektu społecznego lub środowiskowego
- zrównoważone inwestycje

**Ryzyka dla zrównoważonego rozwoju** (ang. *sustainability risks*) zostały zdefiniowane w rozporządzeniu jako sytuacja lub warunki środowiskowe, społeczne lub związane z zarządzaniem, które – jeżeli wystąpią – mogłyby mieć, rzeczywisty lub potencjalny, istotny negatywny wpływ na wartość inwestycji. Pierwszą rewolucją, jaką wprowadza rozporządzenie 2019/2088, jest **obowiązek uwzględniania tych ryzyk przez uczestników rynku finansowego przy podejmowaniu wszystkich decyzji inwestycyjnych lub udzielaniu wszelkich usług doradztwa inwestycyjnego**. Co ciekawe, obowiązek ten nie został bezpośrednio wprowadzony przez rozporządzenie, lecz stanowi raczej pochodną obowiązku informowania klientów przez uczestników rynku finansowego i doradców finansowych o sposobie, w jaki ryzyka dla zrównoważonego rozwoju są wprowadzane w podejmowanych przez nich decyzjach inwestycyjnych lub w świadczonych przez nich usługach doradztwa inwestycyjnego lub ubezpieczeniowego.

**Skoro uczestnicy rynku finansowego będą musieli informować, jak uwzględniają te ryzyka, to oznacza to, że będą musieli je uwzględniać.**

Informacje tego rodzaju będą musiały być przede wszystkim publikowane na stronach internetowych powyższych podmiotów oraz włączane do informacji ujawnianych przed zawarciem umowy. W tym drugim przypadku wskazane podmioty będą musiały dodatkowo dołączyć wyniki oceny prawdopodobnego wpływu ryzyk dla zrównoważonego rozwoju na zwrot z tytułu produktów finansowych, które udostępniają lub w odniesieniu do których doradzają. Jedynie w sytuacji, w której ryzyka dla zrównoważonego rozwoju okazałyby się nieznaczące w przypadku danego produktu, uczestnicy rynku finansowego będą mogli się ograniczyć do „jasnego i zwięzłego” wyjaśnienia przyczyn uznania tych ryzyk za nieznaczące.

**Niekorzystne skutki dla zrównoważonego rozwoju** oznaczają zgodnie z rozporządzeniem niekorzystne skutki dla kwestii środowiskowych, społecznych i pracowniczych, kwestii dotyczących poszanowania praw człowieka oraz przeciwdziałania korupcji i przekupstwu (Art. 2 ust. 1 pkt 24 rozporządzenia 2019/2088).



Od 10 marca 2021 r. uczestnicy rynku finansowego będą zobowiązani do publikowania na swoich stronach internetowych oświadczeń na temat strategii w zakresie *due diligence* w odniesieniu do głównych skutków podejmowanych przez nich decyzji inwestycyjnych dla czynników zrównoważonego rozwoju, z uwzględnieniem wielkości, charakteru i skali prowadzonej działalności, a także rodzaju udostępnianych produktów finansowych.

W szczególności będą oni zobowiązani publikować co najmniej:

- informacje dotyczące ich strategii identyfikacji i hierarchizacji głównych niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju, których źródłem są ich inwestycje oraz informacje na temat wybranych wskaźników pozwalających oceniać ten wpływ;
- opis głównych niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju i opis wszelkich działań podjętych w odniesieniu do nich oraz, w stosownych przypadkach, działań planowanych;
- gdy ma to zastosowanie - krótkie podsumowanie polityk dotyczących zaangażowania zgodnie z art. 3g dyrektywy 2007/36/WE;
- odniesienie do przestrzegania kodeksów odpowiedzialnego prowadzenia działalności gospodarczej oraz uznanych na poziomie międzynarodowym standardów w zakresie *due diligence* i sprawozdawczości oraz, w stosownych przypadkach, stopnia ich dostosowania do celów porozumienia paryskiego.

Inaczej jednak niż w przypadku ryzyk dla zrównoważonego rozwoju, bezwzględny obowiązek uwzględniania skutków podejmowanych decyzji inwestycyjnych dla czynników zrównoważonego rozwoju nałożony został (od 30 czerwca 2021 r.) wyłącznie na podmioty przekraczające na dzień bilansowy kryterium średniej liczby 500 pracowników w ciągu roku obrotowego. Mniejsze podmioty będą mogły odstąpić od uwzględniania tych skutków, jeśli jasno uzasadnią takie postępowanie, dodając, w stosownych przypadkach, informacje na temat tego, czy i kiedy zamierzają brać pod uwagę takie niekorzystne skutki.

Doradcy finansowi zostaną zobowiązani jedynie do informowania o tym, czy w ramach świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego lub ubezpieczeniowego biorą pod uwagę główne niekorzystne skutki dla czynników zrównoważonego rozwoju oraz - jeśli nie biorą ich pod uwagę - do poinformowania, dlaczego tego nie robią oraz czy i kiedy zamierzają zacząć je uwzględniać.

Ponadto, najpóźniej od 30 grudnia 2022 r., uczestnicy rynku finansowego będą musieli nie tylko informować o ogólnych strategiach uwzględniania negatywnych skutków dla czynników zrównoważonego rozwoju, ale również



dołączać informacje o tym, czy i w jaki sposób każdy produkt finansowy z osobna bierze pod uwagę główne niekorzystne skutki dla czynników zrównoważonego rozwoju. W przypadku uczestników rynku finansowego, niebiorących pod uwagę głównych niekorzystnych skutków dla czynników zrównoważonego rozwoju przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, informacja o tym powinna obejmować stosowne oświadczenie w odniesieniu do każdego produktu finansowego.

### **Pojęcie „promowania aspektu środowiskowego lub społecznego”**

nie otrzymało precyzyjnej definicji w rozporządzeniu 2019/2088. Z przepisów tego rozporządzenia wynika jedynie, że aby produkt finansowy mógł być uznany za promujący aspekt środowiskowy lub społeczny, spółki, w które dokonywane są inwestycje, muszą stosować dobre praktyki w zakresie zarządzania. Informacje na temat takiego produktu ujawniane przed zawarciem umowy muszą obejmować dane, jak dany produkt finansowy zapewnia uwzględnienie tych aspektów oraz - jeżeli indeks został wyznaczony jako wskaźnik referencyjny - informacje, czy i w jaki sposób indeks ten jest zgodny z tymi aspektami.

### **Znacznie dokładniej opisano w rozporządzeniu pojęcie**

**„zrównoważonej inwestycji”** - ma ono oznaczać inwestycję „w działalność gospodarczą, która przyczynia się do realizacji celu środowiskowego, na przykład taką, która jest mierzona za pomocą kluczowych wskaźników zasobooszczędności pod kątem zużycia energii, (...), lub inwestycję w działalność gospodarczą, która przyczynia się do realizacji celu społecznego, w szczególności inwestycję przyczyniającą się do przeciwdziałania nierównościom lub inwestycję wspierającą spójność społeczną (...), **o ile takie inwestycje nie naruszają poważnie któregokolwiek z tych celów**, a spółki, w które dokonano inwestycji, stosują dobre praktyki w zakresie zarządzania, w szczególności w odniesieniu do solidnych struktur zarządzania, stosunków pracowniczych, wynagrodzenia dla osób zatrudnionych i przestrzegania przepisów prawa podatkowego” (Art. 2 pkt 17 Rozporządzenia 2019/2088).

Tym, co wydawałoby się więc odróżniać produkty finansowe, promujące aspekty społeczne lub środowiskowe od produktów finansowych, mających na celu zrównoważone inwestycje, jest brak obowiązywania zasady „nie czyni poważnych szkód” (ang. *do no significant harm principle*) w przypadku tych pierwszych.

Interpretacja taka zdaje się być potwierdzona przez projekt regulacyjnych standardów technicznych, przygotowanych wspólnie przez Europejski Urząd Nadzoru Bankowego, Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych oraz Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych. Zgodnie z tym dokumentem informacje ujawnione przed zawarciem umowy w przypadku produktu

finansowego, mającego na celu zrównoważone inwestycje, powinny bowiem obejmować wyjaśnienie, w jaki sposób inwestycje wynikające z tego produktu nie naruszają poważnie celów zrównoważonego rozwoju (w szczególności poprzez wskazanie, jak brane są pod uwagę niekorzystne skutki dla zrównoważonego rozwoju i **jak wykluczane są inwestycje, które poważnie naruszają cele zrównoważonego rozwoju**).

We wspólnej propozycji ESA, ESMA i EIOPA podobny obowiązek nie stosuje się natomiast do produktów promujących aspekty środowiskowe i społeczne. Wręcz przeciwnie - informacje podawane przed zawarciem umowy powinny obejmować wyraźne oświadczenie, że dany produkt nie ma na celu zrównoważonych inwestycji.

Podobne wnioski płyną z treści **Rozporządzenia 2020/852** (tzw. rozporządzenie ws. taksonomii). Zgodnie z jego art. 6, do informacji dotyczących produktu finansowego promującego aspekt środowiskowy ujawnianych przed zawarciem umowy i w sprawozdaniach okresowych powinny być załączane oświadczenia o następującej treści:

*„Zasada »nie czyni poważnych szkód« stosowana jest wyłącznie w odniesieniu do tych inwestycji w ramach produktu finansowego, które uwzględniają unijne kryteria dotyczące zrównoważonej środowiskowo działalności gospodarczej. Inwestycje w ramach pozostałej części tego produktu finansowego nie uwzględniają unijnych kryteriów dotyczących zrównoważonej środowiskowo działalności gospodarczej”.*

Tak więc produkty finansowe promujące aspekty środowiskowe lub społeczne (a niemające na celu zrównoważonej inwestycji), dążąc w pewnym obszarze do realizacji celów zrównoważonego rozwoju **będą mogły** obejmować także inwestycje w spółki, których działalność poważnie narusza te cele (a więc np. w spółki naftowe powodujące duże emisje CO<sub>2</sub>).

Produkty finansowe, mające na celu zrównoważone inwestycje, dążąc do realizacji celów zrównoważonego rozwoju natomiast **w żadnym stopniu nie będą mogły** obejmować inwestycji w spółki, których działalność poważnie narusza te cele. W konsekwencji produktami finansowymi promującymi aspekty środowiskowe lub społeczne będą mogły być np. produkty inwestujące tylko w spółki o najlepszych wynikach wskaźnika ESG, ale obejmujące również spółki naftowe o najlepszych wynikach ESG, podczas gdy produkty finansowe, mające na celu zrównoważone inwestycje, nie będą mogły w ogóle obejmować inwestycji w spółki naftowe.

Abstrahując od opisanych różnic, produkty te zostały zasadniczo objęte tymi samymi obowiązkami informacyjnymi. Są to:

- obowiązek ujawniania informacji nt. danego produktu finansowego przed zawarciem kontraktu,
- obowiązek publikacji i utrzymywania na stronach internetowych informacji w odniesieniu do każdego z powyższych produktów finansowych,
- obowiązek umieszczania odpowiednich informacji na temat tych produktów we właściwych sprawozdaniach okresowych.

Najszerszy zakres będą musiały mieć informacje publikowane na stronie internetowej (pozwalające na najszybsze i najłatwiejsze porównanie poszczególnych produktów).

## Co powinno się znaleźć w informacji na stronie internetowej:

- opis aspektu środowiskowego lub społecznego albo celu, dotyczącego zrównoważonego inwestowania;
- informacje na temat metod stosowanych do oceny, pomiaru i monitorowania aspektu środowiskowego lub społecznego lub wpływu zrównoważonych inwestycji wybranych dla danego produktu finansowego;
- w przypadku produktów promujących aspekt środowiskowy lub społeczny: informacje jak i w jakim zakresie dany produkt zapewnia uwzględnienie tych aspektów, a jeżeli indeks został wyznaczony jako wskaźnik referencyjny - informacje czy i w jaki sposób indeks ten jest zgodny z tymi aspektami;
- w przypadku produktów mających na celu zrównoważone inwestycje - informacje na temat ogólnego wpływ danego produktu finansowego na kwestie związane ze zrównoważonym rozwojem określone za pomocą odpowiednich wskaźników zrównoważonego rozwoju, a w przypadku, gdy wyznaczono indeks jako wskaźnik referencyjny - porównanie ogólnego wpływu danego produktu finansowego z wpływem wyznaczonego indeksu oraz ogólnego indeksu rynkowego za pomocą wskaźników zrównoważonego rozwoju; także informacje na temat samego wyznaczonego indeksu - jego dostosowania do obranego celu, dlaczego i w jaki sposób różni się on od ogólnego indeksu rynkowego (nieco odrębne reguły przewidziano dla sytuacji, gdy produkt finansowy ma na celu zmniejszenie emisji CO<sub>2</sub>).

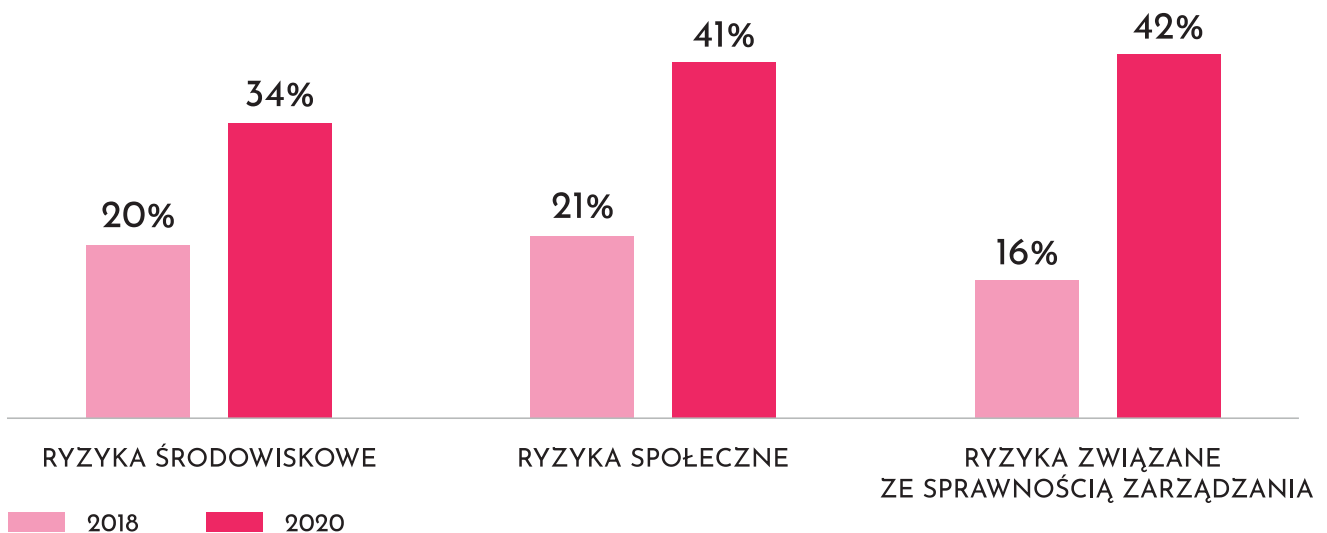
## 4. Raportowanie ESG

Większa uwaga skierowana przez zarządzających funduszami na czynniki ESG będzie oznaczała jednocześnie większe wymagania odnośnie raportowania stosowania tych czynników przez emitentów, czyli spółki giełdowe. Wzrost oczekiwań po stronie inwestorów widać już dziś.

Według EY, pomiędzy 2018 r. a 2020 r.:

- z 20 proc. do 34 proc. wzrósł odsetek inwestorów twierdzących, że przedsiębiorstwa niewystarczająco ujawniają informacje nt. ryzyk środowiskowych,
- z 21 proc. do 41 proc. odsetek inwestorów stwierdzających, że przedsiębiorstwa niewystarczająco ujawniają informacje nt. ryzyk społecznych,
- z 16 proc. do 42 proc. odsetek inwestorów stwierdzających, że przedsiębiorstwa niewystarczająco ujawniają informacje nt. ryzyk związanych z łańcem korporacyjnym.

**Udział respondentów wskazujących, że firmy nie doszacowują czynników ryzyka z kategorii ESG, co może mieć negatywny wpływ na ich model prowadzenia działalności.**



Źródło: EY, badanie "How will ESG performance shape your future?", 2020 r.

Zwiększone oczekiwania inwestorów wydają się być naturalną konsekwencją ich zwiększonej uwagi przykładanej do ESG – jak podaje EY w tym samym opracowaniu z 32 proc. do 72 proc. wzrósł również odsetek osób, które w sposób ustrukturyzowany i metodyczny zaczęły oceniać informacje niefinansowe.

Głównym problemem jest jednak na razie brak jednolitych standardów odnoszących się do tych wskaźników. Obowiązek ujawniania informacji niefinansowych wprowadzony został do unijnego porządku prawnego przez europejską Dyrektywę 2014/95, którą następnie implementowano do polskiego prawa przez nowelizację Ustawy o rachunkowości. Przepisy te nie wprowadziły jednak szczegółowych reguł, w jaki sposób należy te informacje przekazywać.

## Obowiązek raportowania niefinansowego nałożony został na:

- spółki giełdowe, banki, zakłady ubezpieczeń oraz inne „jednostki interesu publicznego” (na przykład jednostki o istotnym znaczeniu publicznym ze względu na charakter prowadzonej przez nie działalności, ich wielkość lub liczbę zatrudnionych pracowników), które w roku obrotowym, za który sporządzają sprawozdanie finansowe, a także w roku poprzedzającym ten rok, przekraczają następujące wielkości:
- 500 osób - w przypadku średniorocznego zatrudnienia w przeliczeniu na pełne etaty,
- 85 mln zł - w przypadku sumy aktywów bilansu na koniec roku obrotowego,
- 170 mln zł - w przypadku przychodów netto ze sprzedaży towarów i produktów za rok obrotowy.

Podmioty te zgodnie z dyrektywą 2014/95 zobowiązane są do ujawniania w sprawozdaniu z działalności „oświadczeń na temat informacji niefinansowych zawierających informacje – w stopniu niezbędnym do zrozumienia rozwoju, wyników i sytuacji jednostki oraz wpływu jej działalności – dotyczące co najmniej kwestii środowiskowych, społecznych i pracowniczych, poszanowania praw człowieka, przeciwdziałania korupcji i łapownictwu”.

## Co trzeba zawrzeć w sprawozdaniu:

- krótki opis modelu biznesowego jednostki;
- opis polityk stosowanych przez jednostkę w odniesieniu do kwestii środowiskowych, społecznych i pracowniczych, poszanowania praw człowieka, przeciwdziałania korupcji i łapownictwu, w tym do wdrożonych procesów należytej staranności;
- wynik prowadzenia tych polityk;
- główne ryzyka związane z tymi kwestiami, powiązane z operacjami jednostki, w tym – w stosownych przypadkach i na zasadzie proporcjonalności – jej stosunkami gospodarczymi, produktami lub usługami, które mogą wywierać niekorzystny wpływ w tych dziedzinach, a także sposób zarządzania tymi ryzykami przez jednostkę;
- niefinansowe kluczowe wskaźniki wyników związane z daną działalnością.

Ponadto, powyższe podmioty powinny dołączyć do swojego oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego opis polityki różnorodności stosowanej do organów administrujących, zarządzających i nadzorczych jednostki w odniesieniu takich aspektów, jak na przykład wiek, płeć lub wykształcenie i doświadczenie zawodowe, celów tej polityki różnorodności, sposobu jej realizacji oraz skutków w danym okresie sprawozdawczym. Jeżeli nie stosuje się takiej polityki, oświadczenie zawiera wyjaśnienie takiej decyzji.

Choć powyższe przepisy zostały uzupełnione już w 2017 r. o wytyczne KE dotyczące sprawozdawczości w zakresie informacji niefinansowych, a w 2019 roku o bardziej szczegółowe wytyczne, skupiające się tylko na informacjach związanych z klimatem, wciąż brak jest jednolitych wiążących standardów raportowania niefinansowego. Pkt 9 preambuły do dyrektywy 2014/95 stwierdza wyłącznie, że jednostki objęte powyższymi obowiązkami mogą opierać się na krajowych zasadach ramowych, unijnych zasadach ramowych, takich jak system ekozarządzania i audytu (EMAS) lub na międzynarodowych zasadach ramowych, takich jak inicjatywa ONZ Global Compact, wytyczne ONZ dotyczące biznesu i praw człowieka wdrażające ramy ONZ „Ochrona, poszanowanie i naprawa”, wytyczne Organizacji Współpracy Regionalnej i Rozwoju (OECD) dla przedsiębiorstw wielonarodowych, norma Międzynarodowej Organizacji Normalizacyjnej ISO 26000, trójstronna deklaracja zasad Międzynarodowej Organizacji Pracy dotyczących przedsiębiorstw wielonarodowych i polityki społecznej, Globalna Inicjatywa Sprawozdawcza lub inne uznane międzynarodowe zasady ramowe.

Analogicznie, na mocy art. 49b ust. 8 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, jednostka przy sporządzaniu oświadczenia na temat informacji niefinansowych może stosować dowolne zasady, w tym własne zasady, krajowe, unijne lub międzynarodowe standardy, normy lub wytyczne. W oświadczeniu należy tylko zawrzeć informację o tym, jakie zasady, standardy, normy lub wytyczne zastosowała.

Wobec powyższego jednym z najczęściej zgłaszanych przez inwestorów problemów raportowania ESG jest trudność w porównywaniu danych z różnych spółek. Do najpopularniejszych na świecie wykorzystywanych standardów należą standardy Globalnej Inicjatywy Sprawozdawczej (ang. *Global Reporting Initiative*) - w 2017 r. 75 proc. spośród spółek z listy Global Fortune 250 używało właśnie tego standardu. Często wykorzystywane są także standardy opracowane przez Radę Standardów Rachunkowości Zrównoważonego Rozwoju (ang. *Sustainability Accounting Standards Board*), 10 zasad opracowanych przez United Nations Global Compact oraz cały wachlarz standardów skupiających się tylko na wybranym aspekcie ESG (jak np. standardy ujawniania informacji nt. emisji CO<sub>2</sub> opracowane przez Carbon Disclosure Project; standardy odnoszące się do ryzyk finansowych związanych ze zmianami klimatu opracowane przez Task Force on Climate-related Financial Disclosures powołany przez Radę Stabilności Finansowej i w dużej mierze uwzględnione w omawianych powyżej Wytycznych Komisji z 2019 r.; czy z drugiej strony opracowane przez ONZ standardy ujawniania informacji nt. przestrzegania praw człowieka - United Nations Guiding Principles on Business and Human Rights).

W wielu państwach członkowskich UE stworzone zostały również narodowe standardy sprawozdawczości niefinansowej, jak choćby polski Standard Informacji Niefinansowych z 2017 r. opracowany przez szereg podmiotów branżowych pod przewodnictwem Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych i Fundację Standardów Raportowania.

Poniżej omówione zostaną w bardziej szczegółowy sposób standardy GRI i SASB jako najpopularniejsze. I od razu należy uprzedzić, że jest ich bardzo dużo, co właśnie chcieliśmy pokazać.

Global Reporting Initiative (GRI) została powołana w 1997 r. przez amerykańskie organizacje non-profit: CERES (Coalition for Environmentally Responsible Economies) oraz Tellus Institute przy udziale United Nations Environment Programme. Pierwsze wytyczne raportowania niefinansowego zostały opublikowane przez GRI w 2000 r. Wytyczne te były trzykrotnie zmieniane. W 2016 r. czwartą wersję Wytycznych (G4) zastąpiły „Standardy Zrównoważonego Raportowania” przyjęte przez Globalną Radę Standardów Zrównoważonych (ang. *Global Sustainability Standards Board - GSSB*).



Obecnie obowiązujące standardy GRI podzielone są na cztery obszary:

- standardy uniwersalne - obejmujące generalne informacje nt. działalności spółki, jej formy organizacyjnej, zasad ładu korporacyjnego czy udziału w łańcuchach dostaw

oraz trzy grupy standardów tematycznych:

- standardy ekonomiczne
- standardy środowiskowe
- standardy społeczne.

Każda z powyższych grup standardów obejmuje bardziej szczegółowe tematy (w sumie jest ich 37).

### **Standardy uniwersalne**

- GRI 101: Podstawy 2016
- GRI 102: Informacje ogólne 2016
- GRI 103: Podejście do zarządzania 2016

### **Standardy ekonomiczne**

- GRI 201: Wyniki ekonomiczne 2016
- GRI 202: Obecność na rynku 2016
- GRI 203: Pośrednie skutki inwestycji 2016
- GRI 204: Praktyki zamówień 2016
- GRI 205: Przeciwdziałanie korupcji 2016
- GRI 206: Zachowania antykonkurencyjne 2016
- GRI 207: Podatki 2019

### **Standardy środowiskowe**

- GRI 301: Surowce 2016
- GRI 302: Energia 2016
  - GRI 303: Woda i ścieki 2018
  - GRI 304: Różnorodność biologiczna 2016
- GRI 305: Emisje 2016
- GRI 306: Odpady 2020
- GRI 307: Zgodność z dobrymi praktykami ochrony środowiska 2016
  - GRI 308: Ocena środowiskowa dostawcy 2016



## Standardy społeczne

- GRI 401: Zatrudnienie 2016
  - GRI 402: Stosunki pracy i zarządzanie 2016
- GRI 403: Bezpieczeństwo i higiena pracy 2018
- GRI 404: Szkolenia i edukacja 2016
- GRI 405: Różnorodność i równość szans 2016
- GRI 406: Przeciwdziałanie dyskryminacji 2016
- GRI 407: Wolność zrzeszania się i negocjacji zbiorowych 2016
- GRI 408: Praca dzieci 2016
- GRI 409: Praca przymusowa 2016
- GRI 410: Praktyki bezpieczeństwa 2016
- GRI 411: Prawa mniejszości autochtonicznych 2016
- GRI 412: Ocena przestrzegania praw człowieka 2016
- GRI 413: Społeczności lokalne 2016
  - GRI 414: Ocena praktyk społecznych dostawcy 2016
- GRI 415: Polityka publiczna 2016
- GRI 416: Zdrowie i bezpieczeństwo klienta 2016
- GRI 417: Marketing i etykietowanie 2016
- GRI 418: Poszanowanie prywatność klienta 2016
- GRI 419: Zgodność z dobrymi praktykami społeczno-ekonomicznymi 2016

W ramach tematów prezentowane są z kolei szczegółowe wskaźniki, np. w ramach tematu „GRI 302: Energia” przedsiębiorstwa powinny raportować dane dot. konsumpcji energii wewnątrz organizacji, konsumpcji energii na zewnątrz organizacji, intensywności energii, działań zmierzających do redukcji konsumpcji energii i redukcji w zapotrzebowaniu na energię produktów i usług.

**W 2019 r. GSSB podjęła decyzję o przygotowaniu standardów sektorowych dla sektora ropy, gazu i węgla. Jak uzasadniła swój wybór Rada, sektor ten zyskał priorytet ze względu na szeroko udokumentowany wpływ jego działalności na środowisko i społeczeństwo, w szczególności na zmiany klimatu, bioróżnorodność oraz prawa człowieka. W trakcie prac nad standardami sektorowymi podjęto decyzję o wyłączeniu do odrębnego dokumentu sektora węglowego. W efekcie w kwietniu 2020 r. opublikowane zostały pierwsze standardy sektorowe dla sektora ropy i gazu, które do października 2020 r. poddane będą procesowi konsultacji publicznych. Jednocześnie trwają prace nad kolejnymi standardami sektorowymi - wspomnianymi już standardami dla sektora węglowego oraz nad standardami dla sektora rolnictwa i rybołówstwa.**

Odmiennej strategię obrała **Rada Standardów Zrównoważonej Rachunkowości** (ang. *Sustainability Accounting Standards Board - SASB*), która postanowiła od samego początku skupić się na opracowaniu standardów sektorowych dla 77 sektorów pogrupowanych w 11 kategorii.

### **Towary konsumpcyjne**

Odzież, akcesoria i obuwie

Produkcja urządzeń

Produkty i wyposażenie dla budownictwa

Handel online

Produkty dla gospodarstw domowych i klientów indywidualnych

Wielobranżowość i specjalizacja

Detaliści i dystrybutorzy

Zabawki i artykuły sportowe

### **Wydobycie i przetwórstwo minerałów**

Produkcja węgla

Materiały budowlane

Producenci żelaza i stali

Metale i ich wydobywanie

Ropa naftowa i gaz ziemny - poszukiwanie i wydobywanie

Ropa naftowa i gaz ziemny - Midstream

Ropa naftowa i gaz ziemny - rafinacja i marketing

Ropa naftowa i gaz ziemny - usługi

### **Finanse**

Zarządzanie aktywami i działalność powiernicza

Banki komercyjne

Finanse konsumenckie

Ubezpieczenie

Bankowość inwestycyjna i maklerstwo

Finanse hipoteczne

Giełdy papiery wartościowych i towarowe

## **Żywność i napoje**

Produkty rolne

Napoje alkoholowe

Detaliści i dystrybutorzy żywności

Mięso, drób i produkty mleczarskie

Napoje bezalkoholowe

Żywność przetworzona

Restauracje

Wyroby tytoniowe

## **Opieka zdrowotna**

Biotechnologia i farmaceutyki

Handel detaliczny lekami

Dostawa usług opieki zdrowotnej

Dystrybucja w służbie zdrowia

Managed Care (ubezpieczenie zdrowotne, które zawiera umowy z konkretnymi podmiotami, świadczącymi pojedyncze usługi zdrowotne - w odróżnieniu od klasycznego ubezpieczenia, obejmującego całość usług medycznych)

Sprzęt i wyposażenie medyczne

## **Przemysł przetwórczy**

Przemysł lotniczy i obronny

Chemikalia

Pojemniki i opakowania

Sprzęt elektryczny i elektroniczny

Maszyny i towary przemysłowe

## **Usługi**

Reklama i marketing

Kasyna i gry

Edukacja

Hotele i zakwaterowanie

Obiekty rekreacyjne

Media i rozrywka

Usługi profesjonalne i handlowe

## **Technologia i komunikacja**

Usługi w zakresie produkcji elektronicznej i produkcji oryginalnego projektu

Sprzęt komputerowy

Media i usługi w internecie

Półprzewodniki

Oprogramowanie i usługi informatyczne

Usługi telekomunikacyjne

## **Transport**

Fracht i logistyka lotnicza

Linie lotnicze

Części samochodowe

Produkcja samochodów

Wynajem i leasing samochodów

Linie rejsowe

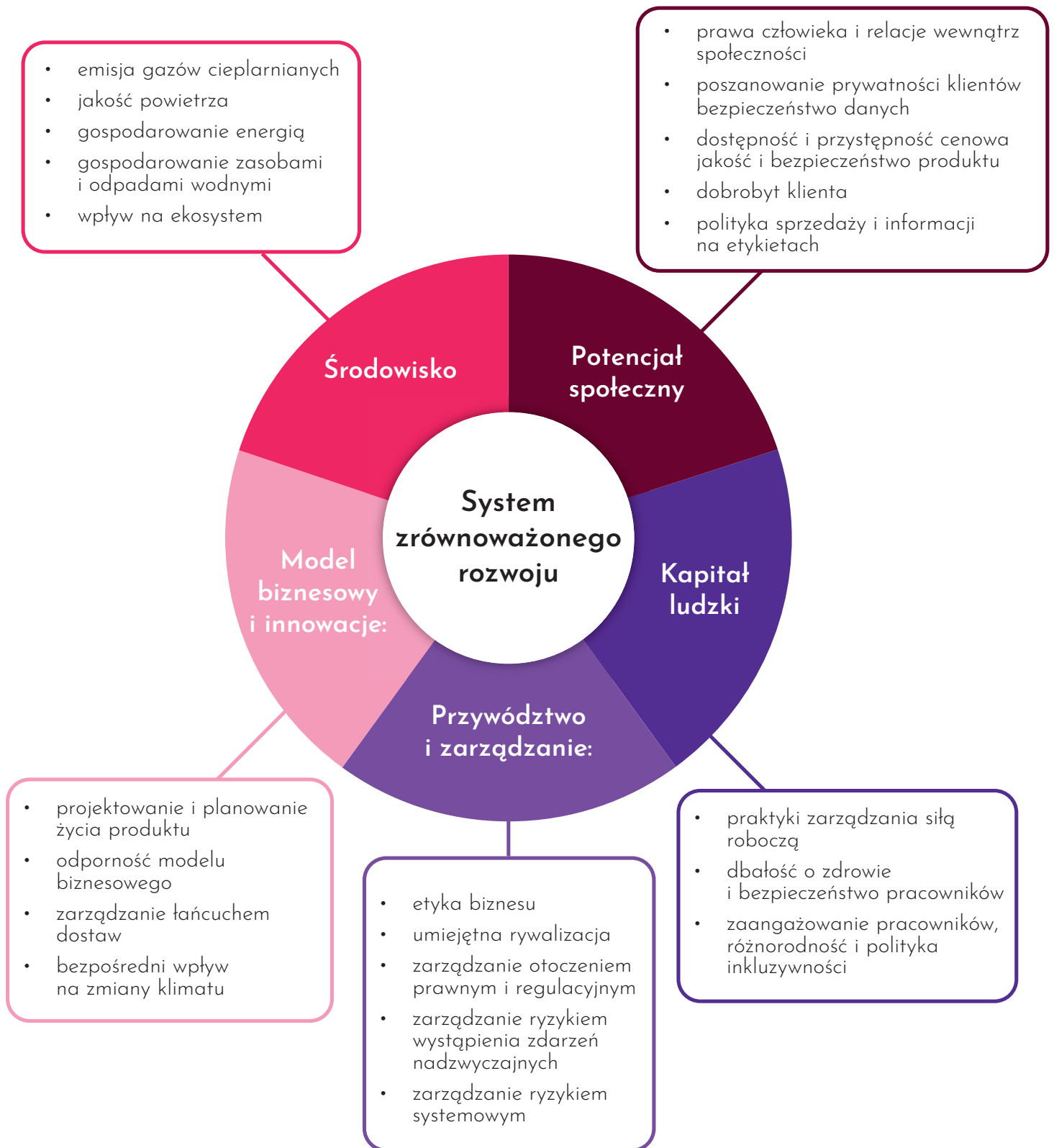
Transport morski

Transport kolejowy

Transport drogowy

Standardy dla każdego z tych sektorów uwzględniają 26 tematów, związanych ze zrównoważonym rozwojem, pogrupowanych w pięć kategorii:

- środowisko
- kapitał społeczny
- kapitał ludzki
- model biznesowy i innowacje
- ład korporacyjny i przywództwo



Analiza powyższych standardów prowadzi do bardzo oczywistego wniosku: jest ich bardzo dużo. Oznacza to, że analiza wskaźników ESG staje się dzisiaj w zasadzie tak samo czasochłonna i skomplikowana, jak tradycyjnych wskaźników finansowych. To dlatego coraz więcej instytucji finansowych tworzy rozbudowane zespoły wyspecjalizowane wyłącznie w analizie informacji niefinansowych. Takie skomplikowanie materii grozi zaś tym, że ilość przerośnie

jakość, a spółki, które nie mają twardo egzekwowanego prawem obowiązku raportowania ESG, nie zaczną tego robić z własnej woli, a wręcz przeciwnie – będą odwlekać raportowanie najdłużej jak się da.

Ryzyko, że ilość przerośnie jakość, już teraz jest coraz częściej identyfikowanym problemem – wiele przedsiębiorstw próbuje osiągnąć pozytywną ocenę ESG poprzez udostępnienie masy szczegółowych informacji i publikowanie bardzo obszernych sprawozdań niefinansowych.

Komisja Europejska w wytycznych z 2017 r. wskazuje na pięć podstawowych zasad, jakimi powinny kierować się przedsiębiorstwa przygotowując sprawozdania niefinansowe. Najważniejszą z nich jest ujawnianie informacji istotnych (ang. *materiality*), co jest główną wytyczną również w Standardach GRI oraz SASB.

Rozważając istotność informacji niefinansowych, należy brać pod uwagę dwa aspekty – z jednej strony chodzi więc o informacje o tych obszarach działalności przedsiębiorstwa, które mogą mieć istotny wpływ na jego wyniki finansowe, z drugiej zaś o informacje o działalności mającej istotny wpływ na środowisko naturalne i czynniki społeczne. Jak stwierdza Komisja, „przedsiębiorstwo ocenia, które informacje są istotne, na podstawie analizy stopnia istotności informacji dla zrozumienia jego rozwoju, wyników i sytuacji oraz wpływu jego działalności”.

Co istotne, jak stwierdza się w preambule do dyrektywy 2014/95, „ryzyka niekorzystnego wpływu mogą wynikać z własnej działalności jednostki lub być związane z prowadzonymi przez nią operacjami oraz (...) jej produktami, usługami i stosunkami gospodarczymi, co obejmuje łańcuchy dostaw i podwykonawców”. I tak np. instytucje finansowe, które bezpośrednio nie wywołują poważnego wpływu na środowisko naturalne powinny przede wszystkim ujawniać informacje na temat wpływu na środowisko naturalne świadczonych przez nich usług, czyli na jakie cele udzielone zostały przez nie kredyty. W ten sposób bank, który minimalizuje swój bezpośredni wpływ na środowisko naturalne poprzez wybór biurowców zasilanych np. energią elektryczną produkowaną w panelach fotowoltaicznych, ostatecznie może mieć bardzo negatywny wpływ na środowisko naturalne, jeśli udziela kredytów przedsiębiorstwom wydobywczym na budowę nowych kopalni węglowych.

Ocena wagi informacji niefinansowej z pewnością nie jest łatwym zadaniem i w wielu przypadkach może być bardzo niejednoznaczna. Wskazówki w tym zakresie zostały zaproponowane przez SASB w *Materiality Map*, wskazującej, które z poszczególnych tematów związanych ze zrównoważonym rozwojem mają największe znaczenie w poszczególnych sektorach.

		dobry konsumpcyjne	wydobycie i przetwarzanie minerałów	finanse	żywność i napoje	opieka zdrowotna
<b>obszar</b>	<b>ogólna kategoria problemu</b>					
<b>środowisko</b>	emisja gazów cieplarnianych					
	jakość powietrza					
	gospodarowanie energią					
	gospodarowanie zasobami i odpadami wodnymi					
	gospodarowanie odpadami i materiałami niebezpiecznymi					
	wpływ na ekosystem					
<b>potencjał społeczny</b>	prawa człowieka i relacje wewnątrzspołeczności					
	poszanowanie prywatności klientów					
	bezpieczeństwo danych					
	dostępność i przystępność cenowa					
	jakość i bezpieczeństwo produktu					
	dobrobyt klienta					
	polityka sprzedaży i informacji na etykietach					
<b>kapitał ludzki</b>	praktyki zarządzania siłą roboczą					
	dbałość o zdrowie i bezpieczeństwo pracowników					
	zaangażowanie pracowników, różnorodność i polityka inkluzywności					
<b>model biznesowy i innowacje</b>	projektowanie i planowanie życia produktu					
	odporność modelu biznesowego					
	zarządzanie łańcuchem dostaw					
	pozyskiwanie materiałów i wydajność					
	bezpośredni wpływ na zmiany klimatu					
<b>przywództwo i zarządzanie</b>	etyka biznesu					
	umiejętna rywalizacja					
	zarządzanie otoczeniem prawnym i regulacyjnym					
	zarządzanie ryzykiem wystąpienia zdarzeń nadzwyczajnych					
	zarządzanie ryzykiem systemowym					

		infrastruktura	zasoby odnawialne i energia alternatywna	trasformacja zasobów	technologia i komunikacja	Transport
<b>obszar</b>	ogólna kategoria problemu					
<b>środowisko</b>	emisja gazów cieplarnianych					
	jakość powietrza					
	gospodarowanie energią					
	gospodarowanie zasobami i odpadami wodnymi					
	gospodarowanie zaopadami i materiałami niebezpiecznymi					
	wpływ na ekosystem					
<b>potencjał społeczny</b>	prawa człowieka i relacje wewnątrzspołeczności					
	poszanowanie prywatności klientów					
	bezpieczeństwo danych					
	dostępność i przystępność cenowa					
	jakość i bezpieczeństwo produktu					
	dobrobyt klienta					
	polityka sprzedaży i informacji na etykietach					
<b>kapitał ludzki</b>	praktyki zarządzania siłą roboczą					
	dbałość o zdrowie i bezpieczeństwo pracowników					
	zaangażowanie pracowników, różnorodność i polityka inkluzywności					
<b>model biznesowy i innowacje</b>	projektowanie i planowanie życia produktu					
	odporność modelu biznesowego					
	zarządzanie łańcuchem dostaw					
	pozyskiwanie materiałów i wydajność					
	bezpośredni wpływ na zmiany klimatu					
<b>przywództwo i zarządzanie</b>	etyka biznesu					
	umiejętna rywalizacja					
	zarządzanie otoczeniem prawnym i regulacyjnym					
	zarządzanie ryzykiem wystąpienia zdarzeń nadzwyczajnych					
	zarządzanie ryzykiem systemowym					

Legenda: pola zaznaczone na ciemnoszary prawdopodobnie są istotne dla ponad połowy przedsiębiorstw w danym sektorze, pole oznaczone jasnoszarym prawdopodobnie są istotne dla mniej niż połowy przedsiębiorstw w danym sektorze, zaś pola oznaczone na biało prawdopodobnie nie są istotne dla żadnych przedsiębiorstw w danym sektorze.  
źródło: SASB, Materiality Map.



Odnosząc powyższy przykład dotyczący banku finansującego inwestycje w paliwa kopalne do Materiality Map, należy zwrócić uwagę, że chociaż zdaniem SASB kwestie środowiskowe nie powinny mieć bezpośredniego znaczenia dla działalności przedsiębiorstwa, informacje na temat uwzględniania czynników ESG przy podejmowaniu decyzji kredytowych powinny być publikowane w ramach tematu „Product Design & Lifecycle Management”.

Ponadto, tym, co nie pojawia się bezpośrednio w wytycznych Komisji, a czym również zdaniem inwestorów powinny kierować się przedsiębiorstwa, jest łączenie wskaźników niefinansowych ze wskaźnikami finansowymi - przedsiębiorstwa powinny więc dążyć do wykazywania, jak pozytywne lub negatywne wyniki w zakresie ESG bezpośrednio przekładają się na ich przychody, rentowność, koszty prowadzenia działalności itd. Pewną próbą realizacji tego postulatu może być raportowanie zintegrowane, polegające na wspólnym publikowaniu informacji finansowych i niefinansowych w ramach jednego kompleksowego dokumentu. Raporty zintegrowane są bardzo popularne zwłaszcza w Polsce - to właśnie w takiej formie większość spółek podlegających obowiązkowi publikuje co roku swoje informacje niefinansowe.



*„W Polsce czynniki ESG raportuje około 150 podmiotów, które są do tego zobligowane unijną dyrektywą, plus 20-30 firm, które nie podlegają obowiązkowi, ale zajmują się tą tematyką i robią to z własnego wyboru.”*

**Piotr Biernacki,**

wiceprezes Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych,  
szef Fundacji Standardów Raportowania  
w wywiadzie dla 300Gospodarka.pl

Problem z tym standardem jest jedynie taki, że o ile dąży on do skłonienia menedżerów do przedstawiania szerszego obrazu przedsiębiorstwa, obejmującego nie tylko jego wyniki finansowe, ale również długoterminową strategią sposób zarządzania czy kluczowe ryzyka i szanse na przyszłość, o tyle sam w sobie nie przedstawia żadnych konkretnych propozycji co do tego, jakie poszczególne niefinansowe wskaźniki powinny znajdować się w takich zintegrowanych raportach. W efekcie wiele raportów zintegrowanych pozostaje daleko od realizacji zasady istotności, zawierając mnóstwo mało znaczących informacji na temat społecznych i środowiskowych aspektów prowadzonej działalności.

Choć „istotność informacji” z pewnością jest kluczową zasadą dla sprawozdań niefinansowych, KE przedstawia również szereg innych zaleceń. Zgodnie z nimi publikowane informacje niefinansowe powinny być:

- rzetelne, wyważone i zrozumiałe
- kompleksowe, lecz zwięzłe
- strategiczne i zorientowane na przyszłość
- ukierunkowane na zainteresowane strony
- spójne i jednolite.

Wytyczne te, mając niewiążący charakter, są jednak stosowane przez przedsiębiorstwa w mniejszym lub większym stopniu. Dla jakości publikowania informacji niefinansowych kluczowe znaczenie mogą mieć więc trzy zmiany. Po pierwsze, wprowadzenie obowiązku analogicznego do obowiązku badania sprawozdań finansowych przez biegłego rewidenta lub firmę audytorską. Możliwość wprowadzenia takiego obowiązku przewidziana została już w dyrektywie 2013/34. Zgodnie z nią państwa członkowskie mogą wymagać, aby informacje niefinansowe publikowane przez przedsiębiorstwa podlegały weryfikacji przez niezależny podmiot świadczący usługi atestacyjne. Polska jak dotąd takiego obowiązku nie wprowadziła. Zrobiły to za to inne państwa członkowskie UE, jak Włochy czy Francja (dla przedsiębiorstw powyżej ustalonego obrotu).

Po drugie, ujednoczenie standardu raportowania niefinansowego. Możliwość wprowadzenia jednolitego standardu na poziomie UE została niedawna zasygnalizowana przez wiceprzewodniczącego KE Valdisa Dombrovskisa. Zgodnie z jego zapowiedzią, wniosek o przygotowanie odpowiednich rekomendacji został skierowany do Europejskiej Grupy Doradczej ds. Sprawozdawczości Finansowej (ang. *European Financial Reporting Advisory Group*, EFRAG). Wyniki swoich prac EFRAG ma opublikować w pierwszym kwartale 2021 r. – wtedy też Komisja planuje przedstawić wniosek ustawodawczy zmieniający przepisy ws. sprawozdawczości niefinansowej.

Po trzecie, rewolucjonizujące raportowanie niefinansowe wejście w życie 1 stycznia 2022 r. pierwszej części przepisów rozporządzenia 2020/852 (druga część wejdzie w życie rok później).

Od tego momentu przedsiębiorstwa objęte obowiązkiem publikowania informacji niefinansowych będą musiały ujawniać, w jaki sposób i w jakim stopniu działalność tego przedsiębiorstwa jest związana z działalnością gospodarczą, która kwalifikuje się jako zrównoważona środowiskowo, czyli jako działalność, która:

- wnosi istotny wkład w realizację co najmniej jednego z celów środowiskowych
- nie wyrządza poważnych szkód dla żadnego z celów środowiskowych
- jest prowadzona zgodnie z minimalnymi gwarancjami określonymi w Wytycznych OECD dla przedsiębiorstw wielonarodowych oraz Wytycznych ONZ dotyczących biznesu i praw człowieka
- spełnia techniczne kryteria kwalifikacji, które zostały ustanowione przez Komisję Europejską

Celami środowiskowymi zgodnie z art. 9 rozporządzenia 2020/852 są:

- 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

Od 1 stycznia 2022 r. wiążące będą techniczne kryteria kwalifikacji, przyjęte przez Komisję Europejską, odnoszące się do pierwszych dwóch celów, rok później zaczną obowiązywać kryteria odnoszące się do pozostałych czterech celów (które Komisja ma przyjąć odpowiednio albo do 31 grudnia 2020 r., albo do 31 grudnia 2021 r.).

## **Przedsiębiorstwa niefinansowe, informując o ich związkach z działalnością zrównoważoną środowiskowo, będą musiały ujawniać w szczególności następujące informacje:**

- udział procentowy ich obrotu pochodzący z produktów lub usług związanych z działalnością gospodarczą, która kwalifikuje się jako zrównoważona środowiskowo
- udział procentowy ich nakładów inwestycyjnych oraz wydatków operacyjnych, odpowiadający aktywom lub procesom związanym z działalnością gospodarczą, która kwalifikuje się jako zrównoważona środowiskowo.

Do 1 czerwca 2021 r. Komisja Europejska zobowiązana jest przyjąć akt delegowany w celu sprecyzowania treści i prezentacji informacji, które mają być ujawniane przez przedsiębiorstwa, w tym metody użytej w celu zapewnienia zgodności z nimi. W połączeniu z technicznymi kryteriami kwalifikacji, służącymi określeniu warunków, na jakich dana działalność gospodarcza kwalifikuje się jako realizująca jeden z celów, będzie to pierwszy krok dla ujednoczenia standardów publikacji danych dot. ESG – przynajmniej w aspekcie środowiskowym.

Informacja o udziale procentowym działalności zrównoważonej środowisko w całej działalności prowadzonej przez firmę będzie miała kluczowe znaczenie dla uczestników rynku finansowego, oferujących produkty finansowe, mające na celu zrównoważoną inwestycję środowiskową lub promujące aspekt środowiskowy. Zgodnie z art. 5 oraz 6 rozporządzenia 2020/852 podmioty te będą bowiem związane kryteriami dotyczącymi celów środowiskowych oraz zasadami informowania o nich ustalonymi przez to rozporządzenie. Oznaczać to będzie obowiązek ujawniania informacji o celu środowiskowym lub celach środowiskowych (określonych w tym rozporządzeniu), do realizacji których przyczynia się inwestycja w ramach danego produktu finansowego oraz opisanie, w jaki sposób i w jakim stopniu inwestycje w ramach produktu finansowego są dokonywane w działalność gospodarczą, kwalifikującą się jako zrównoważona środowiskowo (w sensie wskazanym powyżej). W opisie tym określony będzie musiał być procentowy udział inwestycji w zrównoważoną środowiskowo działalność gospodarczą wybranych dla produktu, wyrażony jako odsetek wszystkich inwestycji wybranych na potrzeby produktu finansowego.

Oznacza to, że każde towarzystwo funduszy inwestycyjnych oraz każdy inny uczestnik rynku finansowego, oferujący produkty finansowe mające na celu zrównoważone inwestycje środowiskowe lub promujące aspekt środowiskowy, będzie musiał najpierw zweryfikować, w jakim stopniu działalność gospodarcza przedsiębiorstwa, w które zainwestował lub ma zamiar zainwestować, jest zrównoważona środowiskowo, a następnie przemnożyć uzyskaną wartość przez udział tej inwestycji w całym portfelu danego funduszu.

Uzyskana wartość pozwoli na porównywanie poszczególnych produktów finansowych pod kątem tego, jak bardzo wspierają one inwestycje zrównoważone środowiskowo. Produktami „w 100 proc. zielonymi” będą mogły zostać nazwane wyłącznie inwestujące w spółki, których cała działalność wnosi istotny wkład w realizację co najmniej jednego z celów środowiskowych, jednocześnie nie wyrządza poważnych szkód dla żadnego z celów środowiskowych, jest prowadzona zgodnie z minimalnymi gwarancjami określonymi oraz spełnia techniczne kryteria kwalifikacji ustanowione przez Komisję.

Przykładowo, może to być fundusz inwestujący wyłącznie w spółki produkujące instalacje do odnawialnych źródeł energii, co wnosi istotny wkład w łagodzenie zmian klimatu – pod warunkiem jednak, że oferowane przez nich produkty nie wyrządzają jednocześnie poważnych szkód gospodarce o obiegu zamkniętym (a taki problem może się pojawić np. w przypadku producentów tzw. łopat wirników w wiatrakach do produkcji energii elektrycznej, które nie są dziś poddawane recyklingowi i najczęściej zakopywane są w ziemi (Bloomberg, 2020).

W przypadku, gdy niecała działalność gospodarcza przedsiębiorstw, w które inwestuje dany fundusz, może być uznana za zrównoważoną środowiskowo lub w której działalność niektórych przedsiębiorstw, w które inwestuje fundusz, w ogóle nie wnosi istotnego wkładu do realizacji jakiegokolwiek ze środowiskowych celów, konieczne będzie procentowe wskazanie „zieloności” danego funduszu. Co istotne, o ile niezielona działalność firmy nie będzie jednocześnie wyrządzała poważnych szkód celom środowiskowym, dany produkt będzie wciąż mógł być uznany za mający na celu zrównoważoną inwestycję (w odpowiednich procentach). Jeżeli jednak pozostała działalność przedsiębiorstwa będzie wyrządzała poważne szkody celom środowiskowym, produkt ten będzie mógł być uznany za co najwyżej „promujący aspekty środowiskowe”.

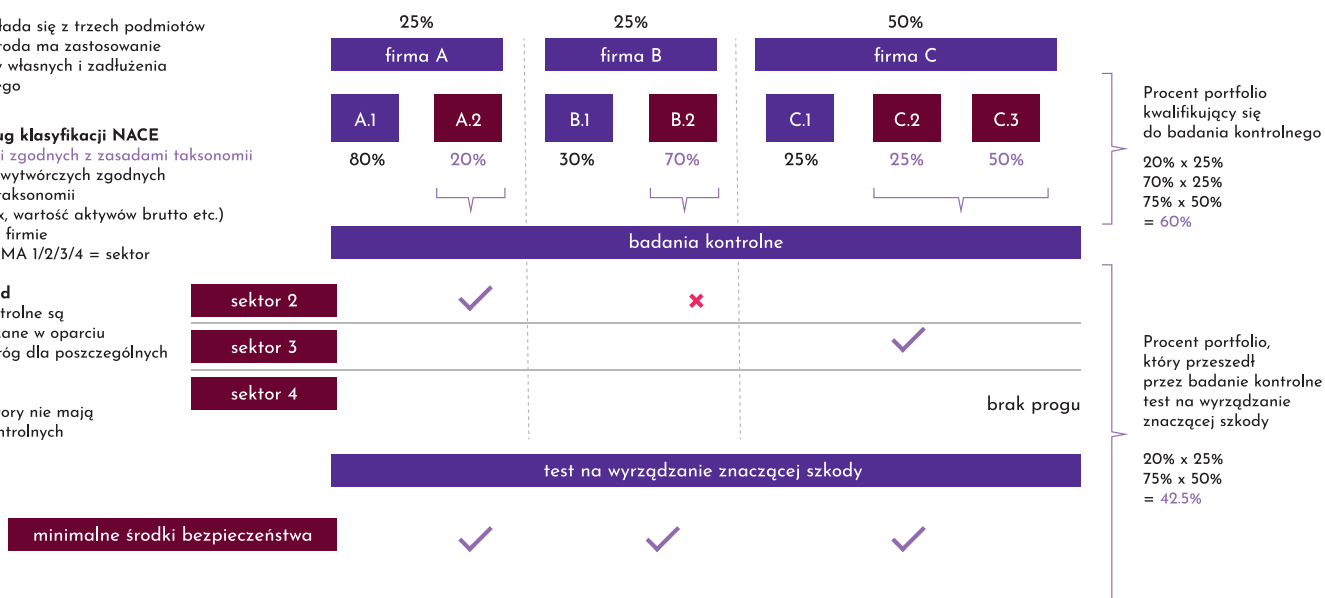
## Proces oceny „zieloności” produktu finansowego Ocena portfela pod kątem zgodności z zasadami taksonomii

**Portfolio:** składa się z trzech podmiotów  
Ta sama metoda ma zastosowanie do kapitałów własnych i zadłużenia korporacyjnego

**Obrót według klasyfikacji NACE**  
% aktywności zgodnych z zasadami taksonomii  
% jednostek wytwórczych zgodnych z zasadami taksonomii (obróty, capex, wartość aktywów brutto etc.)  
Aktywność w firmie  
A/B/C = FIRMA 1/2/3/4 = sektor

**istotny wkład**  
badania kontrolne są przeprowadzane w oparciu o metrykę/próg dla poszczególnych sektorów

niektóre sektory nie mają kryteriów kontrolnych



Źródło: Taxonomy: Final Report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance, marzec 2020 r.

Jak widać, osiągnięcie 100 proc. zieloności nie będzie łatwym zadaniem. W dalszej części zaproponujemy kilka wskazówek, jak można to osiągnąć.

## 5. Zielona sekurytyzacja

W związku z powyższymi zmianami regulacyjnymi wielką szansą dla podmiotów finansowych może być tzw. zielona sekurytyzacja, którą staram się w miarę dokładnie opisać poniżej. Jej największa zaleta: możliwość oferowania instrumentów w 100 proc. zielonych.

Podstawowym celem sekurytyzacji jest transformacja nie płynnych aktywów w płynne papiery wartościowe. Stosowana jest przede wszystkim przez banki oraz, w mniejszym zakresie, przez inne przedsiębiorstwa, które dzięki niej mogą przenieść na podmioty trzecie ryzyko związane z wybranym portfelem aktywów (i tytuł do przyszłych przepływów pieniężnych) składającym się głównie z kredytów hipotecznych, pożyczek konsumenckich, wierzytelności z kart kredytowych, kredytów dla firm czy wierzytelności wynikających z umów leasingowych.

Możliwe są dwie ścieżki:

**Sekurytyzacja „tradycyjna”**, nazywaną też sekurytyzacją „prawdziwej sprzedaży” (ang. *true sale securitisation*) opiera się na przeniesieniu tytułu prawnego do określonej (dużej) puli aktywów do specjalnie utworzonego podmiotu - tzw. jednostki specjalnego przeznaczenia do celów sekurytyzacji (ang. *Securitisation Special Purpose Entity, SSPE*). SSPE finansuje nabycie tej puli aktywów poprzez emisję papierów wartościowych (np. obligacji - lub w przypadku funduszy sekurytyzacyjnych - certyfikatów uczestnictwa). Nabywcy papierów wartościowych stają się uprawnieni do przyszłych przepływów pieniężnych, które są zabezpieczone aktywami nabytymi przez SSPE od jednostki inicjującej (czyli banku lub innego podmiotu zbywającego aktywa).

Jedną z najważniejszych cech tego rodzaju transakcji jest tzw. wsparcie jakości kredytowej (ang. *credit enhancement*). Dokonuje się ono poprzez podział papierów wartościowych emitowanych przez SSPE na transze. Poszczególne transze różnią się stopniem ryzyka, a więc także oczekiwaną stopą zwrotu. Transze o największym ryzyku są podporządkowane pozostałym transzom - wierzytelności z nich wynikające są zaspokajane dopiero po zaspokojeniu wierzytelności objętych transzami o wyższym stopniu uprzywilejowania.

Osiągnięte w ten sposób wsparcie jakości kredytowej polega więc na transformacji aktywów nawet średniej jakości, obciążonych stosunkowo dużym ryzykiem, w papiery wartościowe o najwyższym ratingu (AAA) - rating taki zazwyczaj otrzymuje najbardziej uprzywilejowana transza papierów wartościowych wyemitowanych przez SSPE, których posiadacze są zaspokajani



w pierwszej kolejności, ponoszą najmniejszą ryzyko, ale i mogą oczekiwać najmniejszej stopy zwrotu. Dodatkowo, wsparcie jakości kredytowej może się dokonać poprzez zabezpieczenie wyemitowanych papierów wartościowych pulą aktywów o większej wartości nominalnej niż sumaryczna wartość wyemitowanych papierów wartościowych (tzw. *overcollateralization*), utworzenie specjalnej rezerwy zdolnej zaabsorbować część strat lub gwarancje ze strony podmiotów trzecich.

Inną z ważnych cech sekurytyzacji tradycyjnej jest zabezpieczenie przepływów pieniężnych, pochodzących z sekurytyzowanych aktywów, przed ryzykiem upadłości jednostki inicjującej. Jest to możliwe poprzez opisane powyżej przeniesienie aktywów do SSPE, która nie prowadzi żadnej działalności, służy tylko prawnemu pośrednictwu pomiędzy przepływami pieniężnymi i przez to nie posiada też żadnych innych wierzycieli. Nawet obsługa sekurytyzowanych aktywów, polegająca na egzekucji świadczeń wynikających z udzielonych kredytów lub innych rodzajów umów, powierzona jest bowiem innemu podmiotowi (tzw. jednostce obsługującej) - najczęściej jest to bank, który zbył swoje aktywa do SSPE, ale może być to też podmiot trzeci, jak np. firma windykacyjna lub inny bank.

Ze strony banku, który zbywa swoje aktywa do SSPE (będącego tzw. jednostką inicjującą), największą zaletę sekurytyzacji stanowi możliwość pozyskania w ten sposób ulgi kapitałowej (ang. *capital relief*) - w momencie przeniesienia portfela aktywów do SSPE uwolniona zostaje część ich kapitału regulacyjnego stanowiącego zabezpieczenie przed potencjalnymi stratami z tych aktywów. W ten sposób mogą one kontynuować akcję kredytową bez konieczności pozyskiwania dodatkowego kapitału w postaci akcji zwykłych i uprzywilejowanych lub pewnych form długu podporządkowanego.

Sekurytyzacja „syntetyczna” polega na przeniesieniu ryzyka przy użyciu kredytowych instrumentów pochodnych (ang. *credit default swaps, CDS*) - w odróżnieniu od sekurytyzacji tradycyjnej nie daje możliwości przeniesienia tytułu prawnego do określonych aktywów do SSPE (pozostają one widoczne w bilansie banku). W transakcji tej bank nabywa odpłatnie CDS-y, a w zamian za to podmiot trzeci staje się zobowiązany do pokrywania ewentualnych strat banku, wynikających z niespłacania kredytów.

Wydaje się jednak, że zielona sekurytyzacja będzie fenomenem, opierającym się głównie na sekurytyzacji tradycyjnej.

Sekurytyzacja była przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego jednym z najdynamiczniej rozwijających się obszarów światowych rynków finansowych. Jeszcze w 2008 r. w Europie wyemitowane zostały papiery wartościowe zabezpieczone aktywami na łączną wartość 818 mld euro.

Już w kolejnym roku wartość ta spadła jednak prawie o połowę, a trend spadkowy utrzymywał się również w kolejnych latach. Powód tego jest nieprzypadkowy – to właśnie nieprzejrzyste papiery wartościowe, zabezpieczone kredytami hipotecznymi, udzielanymi osobom bez zdolności kredytowej, stały się jednym ze źródeł kryzysu finansowego w USA i mocno przyczyniły się do jego rozprzestrzenienia na cały świat. W efekcie od kilku lat wielkość tego rynku utrzymuje się na poziomie stanowiącym ok. 30 proc. wartości sprzed kryzysu, oscylując wokół kwoty 250 mld euro. Choć spadek emisji wywołany wybuchem kryzysu finansowego był znacznie większy w liczbach bezwzględnych w USA niż w Europie (z poziomu 2,08 bln euro w 2007 r. do 930 mld euro rok później, przy rekordowej emisji na poziomie 2,9 bln euro w 2003 r.), to dosyć szybko doszło tam do odbudowy tego rynku tak, iż obecna jego wartość jest bardzo zbliżona do wartości sprzed kryzysu (1,9 bln euro w 2019 r.).

818  
mld euro

taka była wartość papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami wyemitowanych w Europie tuż przed wybuchem kryzysu w 2008 r.

2,08  
bln euro

wyniosła wartość emisji w tym sektorze w USA w 2007 r.  
930 mld euro w 2008 r.  
1,9 bln euro w 2019 r.

Odbudowa rynku sekurytyzacji stała się jednym z priorytetów planu budowy Unii Rynków Kapitałowych przedstawionego przez Komisję Europejską w 2015 r. Komisja dostrzegała w sekurytyzacji przede wszystkim potencjał zwiększenia finansowania dla małych i średnich przedsiębiorstw, które w odróżnieniu od swoich odpowiedników w USA mają bardzo ograniczony dostęp do rynków kapitałowych. Sekurytyzacja miała się więc przyczynić do zwiększenia dostępności kredytów i zmniejszenia kosztów finansowania. Główną barierą w odbudowie tego rynku były obawy wynikające z negatywnych doświadczeń z kryzysu finansowego, kiedy skomplikowanie wielu transakcji w połączeniu z brakiem przejrzystości i odpowiednich informacji na temat sekurytyzowanych aktywów skończyło się bardzo dużymi stratami dla inwestorów.



W celu odbudowy zaufania do sekurytyzacji UE przyjęła rozporządzenie 2017/2402, ustanawiające ramy prawne „dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji” (ang. Simple Transparent and Standardised, STS). Rozporządzenie, bazując na zasadach opracowanych w 2015 r. przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego, stworzyło od nowa reguły dla wszystkich sekurytyzacji.

- wprowadzono m.in. zasadę zatrzymania ryzyka, zgodnie z którą jednostka inicjująca lub pierwotny kredytodawca muszą zatrzymać co najmniej 5 proc. udziału gospodarczego w sekurytyzowanych aktywach (np. poprzez nabycie 5 proc. wartości nominalnej każdej z transz papierów wartościowych emitowanych przez SSPE);
- narzucono także szczegółowe wymogi dla sekurytyzacji, które chcą otrzymać status STS;
- wprowadzono obowiązek weryfikacji przez niezależnego audytora zgodności sekurytyzacji STS z tymi wymogami.

Komisja miała nadzieję na nowo pobudzić rynek sekurytyzacji w UE. Rozporządzenie weszło w życie 1 stycznia 2019 r., ale jak dotąd nie wzbudziło wielkiego zainteresowania podmiotów finansowych. Jedną z głównych przyczyn jest zapewne brak technicznych regulacji, które miały uszczegółwić obowiązki. Niemniej przepis ten stanowi wielką obietnicę zarówno dla banków, jak i funduszy inwestycyjnych.

Połączenie trzech omawianych tu aktów prawnych:

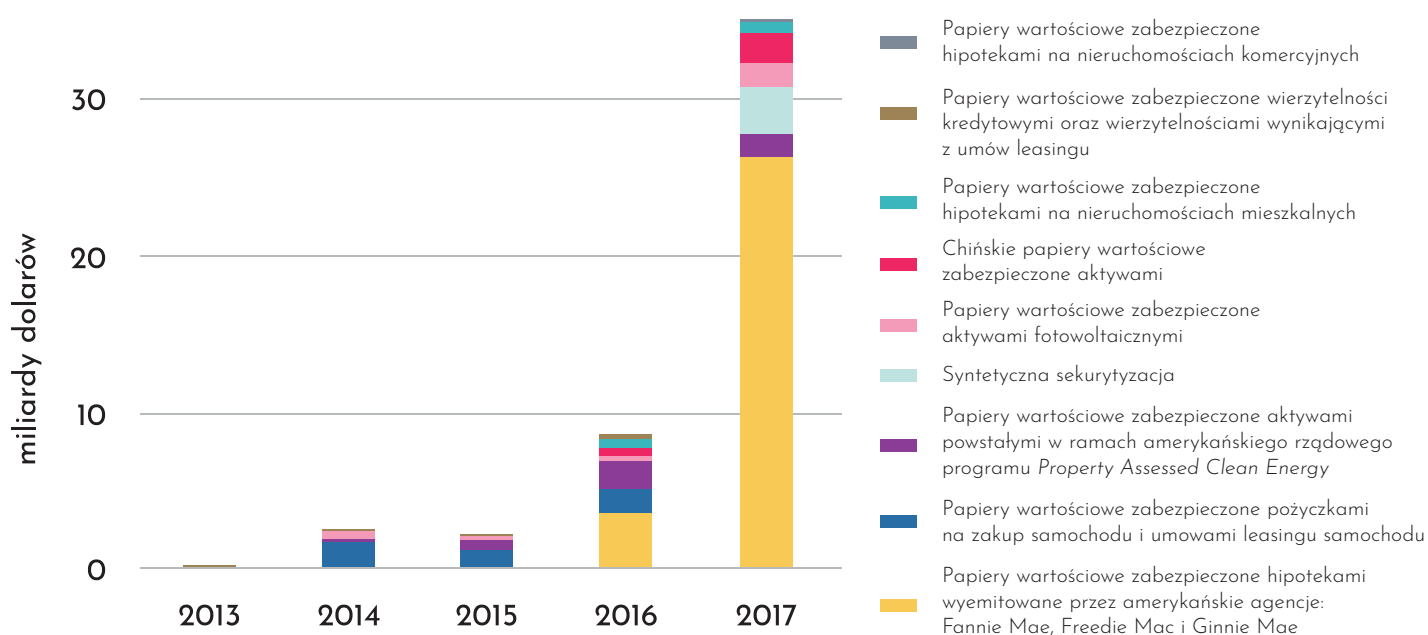
- rozporządzenia sekurytyzacyjnego,
- rozporządzenia o ujawnianiu informacji nt. zrównoważonego rozwoju w sektorze usług finansowych,
- rozporządzenia ws. taksonomii

powinno zaowocować rozkwitem rynku zielonej sekurytyzacji. Pierwszy z tych aktów prawnych powinien służyć ograniczeniu ryzyka związanego z sekurytyzacją, które w pełni ujawnił kryzys finansowy 2008. Dwa pozostałe powinny zrodzić popyt na papiery wartościowe zabezpieczone aktywami związanymi ze zrównoważonymi inwestycjami, ze względu na to, że będą one pozwalały na łatwe i przejrzyste osiągnięcie 100 proc. zieloności danego produktu finansowego – drogą do tego będzie wehikuł SSPE, którego jedynymi aktywami będą ustandaryzowane „zielone kredyty”.

Rynek zielonej sekurytyzacji znajduje się na wczesnym etapie rozwoju. Aby mógł się w pełni rozwinąć, konieczne jest precyzyjne ustalenie definicji „zielonych papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami” (tzw. zielone ABS). Obecnie funkcjonują bowiem trzy konkurujące ze sobą propozycje.

1. Zgodnie z pierwszą z nich za zielone ABS należałoby uznać tylko te papiery wartościowe, które są zabezpieczone zrównoważonymi środowiskowo aktywami – a więc np. pulą kredytów na termomodernizację domów.
2. Druga propozycja jako zielone ABS chce traktować te papiery wartościowe zabezpieczone aktywami, których emisja dostarcza jednostce inicjującej środki przeznaczone następnie wyłącznie na zrównoważone inwestycje – a więc w tym przypadku za zielone ABS zostałyby uznane np. papiery wartościowe zabezpieczone kredytami dla przedsiębiorstw wydobywczych, pod warunkiem, że środki pozyskane z ich sprzedaży zostaną przeznaczone na kredyty na instalacje fotowoltaiczne.
3. Trzecia propozycja jest odmianą drugiej – za zielone ABS sugeruje uznawać te papiery wartościowe zabezpieczone aktywami, których emisja uwolniła jednostkom inicjującym (głównie bankom) kapitał regulacyjny przeznaczony następnie na zrównoważone środowiskowo inwestycje.

Ze względów praktycznych najwłaściwsze byłoby przyjęcie pierwszej definicji – jest przejrzysta i oszczędza problemów z późniejszym monitoringiem, jak dokładnie zostały wykorzystane środki pochodzące z emisji ABS czy uwolniony dzięki niej kapitał regulacyjny. Takie też stanowisko zaprezentowało w zeszłym roku Stowarzyszenie Europejskich Rynków Finansowych (AFME, 2019).



Źródło: Climate Bonds Initiative, 2018

Do skoku we wzroście rynku zielonej sekurytyzacji doszło w 2017 r., kiedy amerykańska Fannie Mae (będąca tzw. *Government Sponsored Enterprise*, GSE, czyli przedsiębiorstwem sponsorowanym przez rząd, mającym na celu wsparcie rozwoju rynku kredytów hipotecznych) wyemitowała zielone papiery wartościowe zabezpieczone kredytami hipotecznymi na łączną wartość 26,4 mld dol. Według danych Climate Bonds Initiative, Fannie Mae do dziś pozostaje globalnym liderem wśród emitentów nie tylko zielonych papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami, ale w ogóle zielonych dłużnych papierów. W ciągu kilku lat należy się jednak spodziewać w tym obszarze wielu działań – będzie to efekt rosnących nakładów inwestycyjnych na transformację energetyczną i realizację porozumienia paryskiego.

Według OECD, w latach 2031-2035 roczne emisje różnego rodzaju papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ang. *Assets-Backed Securities*) związanymi ze zrównoważonymi inwestycjami mogą sięgnąć na całym świecie poziomu 280-380 mld dol. A są to dane z 2017 r., a więc jeszcze sprzed wejścia Unii Europejskiej na ścieżkę neutralności klimatycznej i sprzed ogłoszenia Europejskiego Zielonego Ładu, co oznacza, że tempo i skala koniecznych inwestycji infrastrukturalnych, a co za tym idzie tempo rozwoju i skala rynku zielonej sekurytyzacji, ulegną jeszcze zwiększeniu.

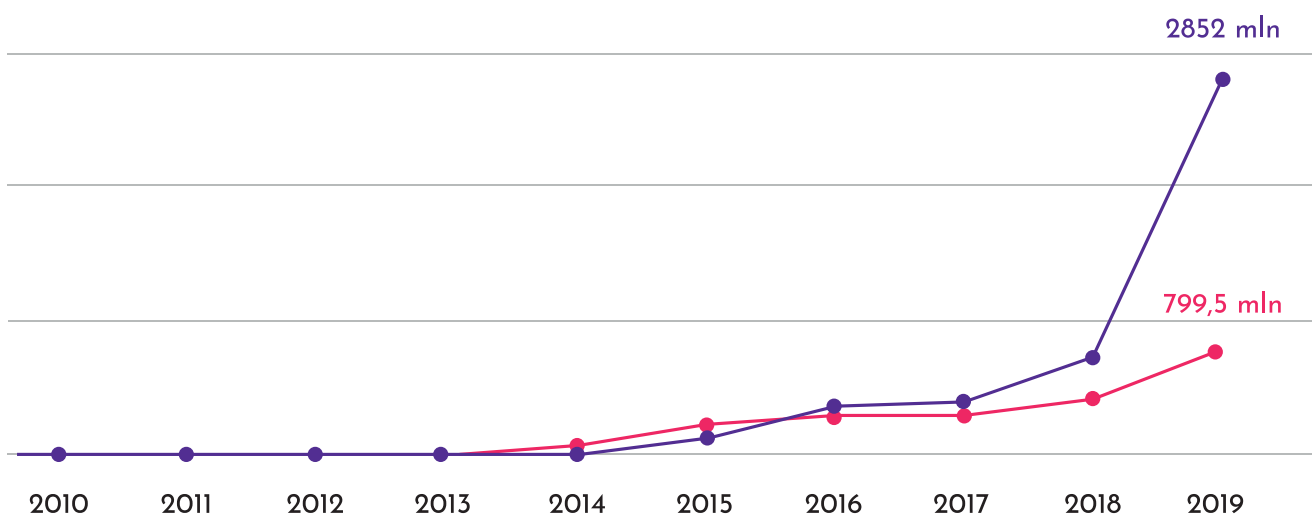
**Podobne zielone perspektywy rysują się przed polskim rynkiem, którego rozwój w ostatnim czasie nabiera rozpędu.** Miernikiem tego może być tempo wzrostu zainstalowanych mocy fotowoltaicznych w Polsce. W 2019 roku przyrost nowych mocy PV osiągnął niemal 200-proc. wzrost względem poprzedniego roku. W efekcie Polska znalazła się w pierwszej piątce państw Unii Europejskiej o najszybszym przyroście nowych mocy fotowoltaicznych. I nawet pandemia nie spowolniła tego procesu - na koniec lipca 2020 r. zainstalowana moc fotowoltaiki wyniosła 2261 MW. Według lipcowego raportu Instytutu Energii Odnawialnej, takie tempo utrzyma się przez najbliższe lata, a już w 2025 roku całkowita moc zainstalowana w Polsce może osiągnąć 7,8 GW, czyli wynik planowany dopiero na 5 lat później.

3 mld zł

**Niemal tyle wyniosła w 2019 r. wartość polskiego rynku mikroinstalacji PV, finansowanych głównie przez banki.**

Co szczególnie istotne z perspektywy rynku zielonej sekurytyzacji, obecnie największy przyrost nowych mocy obserwowany jest w segmencie mikroinstalacji, co oznacza dużą aktywność prosumentów (indywidualnych i biznesowych). W dalszej konsekwencji oznaczać to musi, że inwestycje te finansowane są głównie z niezbyt wysokich kredytów i pożyczek bankowych, które świetnie

## Wartość polskiego rynku mikroinstalacji PV (kolor fioletowy) i większych instalacji (kolor różowy)



Źródło: SBF Polska PV

Jeżeli do powyższego dynamicznie rozwijającego się rynku fotowoltaiki dodamy

- potencjał przyszłych inwestycji termomodernizacyjnych (wspieranych m.in. przez rządowy program „Czyste powietrze” czy nowo utworzony w BGK Fundusz Ekologiczny Poręczeń i Gwarancji),
- rozwijający się rynek leasingu samochodów elektrycznych (wspieranego przez rząd w ramach planu rozwoju elektromobilności przy użyciu np. instrumentów wsparcia oferowanych przez NFOŚiGW, jak „eVan” czy „Kolibier”),
- inne inwestycje w odnawialne źródła energii i efektywność energetyczna (które będą wspierane przez częściowe dotacje z funduszy unijnych w ramach Wieloletniej Perspektywy Finansowej 2021-2027 czy Planu Odbudowy „Nowa Generacja”),

to rynek zielonych papierów wartościowych zabezpieczonych powyższymi aktywami miałby szansę sięgnąć w Polsce kilku miliardów złotych w skali roku.

Rozwój tego rynku wydaje się być korzystny dla wszystkich.

- Fundusze sekurytyzacyjne inwestujące w powyższe zrównoważone aktywa miałyby wyjątkową szansę oferować klientom produkt w 100 proc. zielony.
- Banki mogłyby kontynuować akcję kredytową i zwiększać finansowanie zrównoważonych inwestycji bez konieczności ponoszenia kosztu pozyskiwania dodatkowego kapitału regulacyjnego.
- Obywatele korzystaliby podwójnie – jedni zyskiwaliby pewność, że ich oszczędności przyczyniają się do zrównoważonych inwestycji, inni dostawaliby dostęp do tańszego finansowania inwestycji wnoszących istotny wkład w realizację celów środowiskowych.

## 6. Zrównoważone inwestycje polskich TFI i banków

**Polskie instytucje finansowe wciąż nie dostrzegają potrzeby specjalnego ewidencjonowania inwestycji w projekty proklimatyczne; komunikacja tego obszaru ich działalności także nie jest dla nich priorytetem.**

Taki wniosek możemy niestety wysnuć na podstawie ankiet przeprowadzonych wśród polskich inwestycji finansowych.

Chcąc zbadać, jak podmioty działające na polskim rynku widzą swoje zaangażowanie w zrównoważone finansowanie, przeprowadziliśmy ankiety wśród:

- **funduszy inwestycyjnych**
  - 64 TFI
  - 43 venture capital
- 15 banków

**300**  
GOSPODARKA 

## 6 pytań do towarzystw funduszy inwestycyjnych i funduszy venture capital:

1. Czy podejmując decyzje inwestycyjne uwzględniają Państwo czynniki ESG? Jeśli nie, to dlaczego nie? Jeśli tak, to jakie konkretnie wskaźniki składają się na Państwa ocenę ESG? Jaka jest ich waga względem tradycyjnych wskaźników finansowych? Jaka jest Państwa motywacja do uwzględniania tych czynników?
2. Jakie są największe problemy/przeszkody w bardziej powszechnym włączaniu czynników ESG do decyzji inwestycyjnych?
3. Czy oferują Państwo fundusze, które mają na celu inwestycje tylko w te spółki, których działalność opiera się na aktywnym wspieraniu czynników składających się na ESG (czysta energia, efektywność energetyczna, itd.) - a nie tylko na ograniczaniu ryzyk związanych z ESG? Jeśli nie, to czy uważają Państwo, że takie produkty mogą w przyszłości cieszyć się zainteresowaniem na polskim rynku?
4. Czy wspólny projekt GPW i EBOR w zakresie wytycznych dotyczących raportowania czynników ESG przez spółki giełdowe doprowadzi do większego uwzględniania tych czynników przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych?
5. Czy powinien zostać wprowadzony obowiązek prawny zewnętrznego audytu sprawozdań spółek w zakresie informacji niefinansowych (ESG)?
6. Jaka jest obecnie dla Państwa funkcja indeksu WIG-ESG? Czy benchmarkiem dla funduszy ESG powinien być właśnie WIG-ESG czy tradycyjne indeksy?

Do ankiety zaprosiliśmy 64 towarzystwa funduszy inwestycyjnych i 43 fundusze venture capital. Na nasze pytania odpowiedziały zaledwie trzy instytucje:

- Fundusze EEC Magenta
- RST Ventures For Earth
- TISE SA

Te trzy podmioty wykorzystują zaangażowanie w zrównoważone inwestycje do swojej komunikacji i budowania pozycji rynkowej.

*“W procesie inwestycyjnym uwzględniamy czynniki ESG. W każdej ze zrealizowanych dotychczas inwestycji występują czynniki ESG, albo o charakterze środowiskowym (inwestycje w spółki: Reliability Solutions, ICsec) albo społecznym (inwestycje w spółki: Challenge Rocket, Take Task, Sinterit, Cash Director). Staramy się, aby polityka inwestycyjna naszych funduszy była w tym zakresie wyróżnialna na tle innych funduszy VC. Ponadto oczekujemy, że spółki portfelowo, które stosują się do zasad ESG, mogą mieć wyższe wyceny „na wyjściu” niż spółki, które takie zasady ignorują.”*

**Konrad Sitnik,**  
partner w EEC Ventures.

EEC Ventures to fundusz butikowy, w związku z czym nie stosuje reżymu raportowania ESG a w jego skomplikowaniu: czasochłonności i kosztowności, upatruje największy problem w implementacji. *„To co jest racjonalne dla wielkich firm inwestycyjnych, w przypadku małych, butikowych zespołów inwestycyjnych jest dyskusyjne i trudne we wdrożeniu.”*

*“Uwzględniamy aspekty środowiskowe oraz społeczne. Rozwijamy się w kierunku impact investingu, co sprawia, że pozytywny wpływ na wspomniane aspekty często jest kryterium dopuszczającym do inwestycji. Jesteśmy funduszem VC, działającym na bardzo wczesnym etapie, stąd wskaźniki finansowe nie są dla nas istotnym kryterium oceny projektu.”*

**Bartłomiej Dąbkowski,**  
investment manager w RST Ventures For Earth

Jego zdaniem, największym problemem we włączaniu czynników ESG do decyzji inwestycyjnych jest powszechny brak świadomości o ich korzyściach oraz mylne postrzeganie projektów o pozytywnym wpływie na środowisko, społeczeństwo jako non-profit.

Z kolei TISE od kilkunastu lat jako jedyny podmiot w Polsce jest członkiem Europejskiej Federacji Banków Etycznych i Alternatywnych (FEBEA) – zrzeszającej banki i fundusze z UE finansujące przedsiębiorczość społeczną oraz projekty mający duży social impact, rozumiany jako pozytywny wpływ na rozwój społeczeństwa, uwzględniający poszanowanie ekologii, etc. Członkowie FEBEA deklarują w Karcie FEBEA inwestowanie m.in. zgodne z zasadami ESG, a wręcz wychodzące szerzej poza te ramy.

*"Oczywiście, mierzymy też social impact naszych pożyczek, czy też pożyczkobiorców uwzględniający czynniki ESG, co przedstawiamy w naszych raportach."*

Krzysztof Rykowski,  
dyrektor ds. komunikacji w TISE

Brak zainteresowania funduszy możliwością pochwalenia się dzięki naszej ankiecie działalnością proekologiczną i prospołeczną sugeruje nam aż nadto wyraźnie, że dla przytłaczającej większości sektora w Polsce czynniki ESG nie mają jeszcze żadnego znaczenia. Nie mają w tej materii nic do powiedzenia. Na razie dla podmiotów uznających to za istotne, jedyną gratyfikacją pozostawać może tylko satysfakcja, w niedalekim czasie jednak mogą na tym znacząco wygrać finansowo z konkurencją.

*"Cieszy nas to, że te pożyczki pomagają w rozwoju społecznym, tworzą miejsca pracy, pozwalają powstać przedsiębiorstwom społecznym, dającym zatrudnienie i szansę na lepsze życie tym, którym w życiu jest trudniej: osobom z niepełnosprawnościami, bezrobotnym, chorym, w kryzysie bezdomności, byłym więźniom, etc. Pomagają też zrealizować projekty ekologiczne i innowacyjne - zarówno społecznie jak i inwestycyjnie."*

Krzysztof Rykowski,  
TISE

**Trudno na podstawie odpowiedzi funduszy- których praktycznie nie było - wyciągnąć jakiegokolwiek wnioski inne niż te, iż TFI nie widzą żadnej wartości w informowaniu na ile ważne są dla nich ESG w ich polityce inwestycyjnej. Nawet jeśli już to robią we własnym środowisku, jak mogłyby sugerować wyniki badania przeprowadzonego przez GPW, to do marca 2021 r., czyli w 6 miesięcy, muszą się nauczyć właściwie informować o tym przede wszystkim klientów.**



## 15 banków: PKO BP, PEKAO, ING, BGŻ, mBank, Santander, Citi, BOŚ, BPS, DB Bank, Millennium, Alior, Raiffeissen, Bank Pocztowy, Nest Bank poprosiliśmy o:

1. Informacje dot. udzielonych przez nie oraz przez podmioty zależne od nich kredytów i pożyczek oraz zawartych umów leasingu na cele związane z ochroną środowiska (np. instalacje OZE, jak panele fotowoltaiczne; termomodernizacja budynków; zakup energooszczędnych sprzętów RTV/AGD; leasing samochodów elektrycznych; inne cele wskazane w rozporządzeniu UE 2020/852).
2. Informacje dot. zagregowanej wartości takich ekokredytów i pożyczek oraz zawartych umów leasing w roku 2018, 2019 oraz ewentualnie - jeśli dysponują już zagregowanymi danymi - w pierwszym półroczu 2020 r., w podziale na poszczególne cele.

W odpowiedzi od banków dowiedzieliśmy się, że w **Millennium** do tej pory nikt nie segregował danych według takich kategorii, podobnie odpowiedziały **ING Bank Śląski** oraz **PKO BP**. Z wcześniejszych informacji wynika jednak, że chociaż PKO BP nie prowadził raportów co do emisyjności swojego portfela kredytowego i inwestycyjnego, to pracuje nad opublikowaniem tego rodzaju informacji w ramach swojego projektu ESG za 2020 r. (300Gospodarka, 9. września 2020 r.)

Często banki informują, że nie finansują już węgla, do czego zobowiązał się w lutym największy polski bank PBO BP, a wspierają projekty w energetykę odnawialną, jak ING, który 275 mln zł przeznaczył na farmy fotowoltaiczne i 553 mln na farmy wiatrowe. PKO BP ponadto bierze udział w rządowych projektach proekologicznych, takich jak dwie emisje obligacji rządowych typu green przeprowadzone w lutym 2018 roku i marcu 2019 roku, na łączną kwotę 3 mld euro czy udział w programie „Mój prąd”.

**Bank Pekao** stopniowo zwiększa finansowanie energii ze źródeł odnawialnych i wspiera przejście na gospodarkę niskoemisyjną, czego emanacją mają być zapisy polityki kredytowej. W 2019 roku Pekao podpisał umowy na finansowanie efektywności energetycznej i OZE na kwotę 1,2 mld zł. Punktem odniesienia dla tej wartości może być wzrost wolumenu wszystkich kredytów (zarówno korporacyjnych jak i detalicznych), który w 2019 roku wyniósł 12 mld zł, czyli finansowanie OZE trudno uznać za istotny element portfolio.

**Citi** pochwalił się trzema projektami:

- Zielone i społeczne obligacje: bank pełnił funkcję joint lead managera dla emisji zielonych obligacji wyemitowanych przez Polskę na kwotę 2 mld euro w 2019 r. i na kwotę 1 mld euro w 2018 r.
- W 2019 r. udzielił finansowań o charakterze środowiskowo-społecznym na łączną kwotę 120 mln euro: jednemu z największych na świecie producentów baterii litowo-jonowych do aut elektrycznych na budowę fabryki na południu Polski oraz wiodącej spółce recyklingowej w Polsce na budowę spalarni odpadów na Dolnym Śląsku.
- W 2020 r., w konsorcjum banków, brał udział w projekcie finansowania i refinansowania ponad 3 mld zł na realizację planu inwestycyjnego spółki z sektora infrastruktury kolejowej, obejmującego modernizację zgodną z planami zielonej transformacji UE.

W **BNP Paribas** na koniec 2019 r. wartość zidentyfikowanych umów kredytowych i leasingowych na cele związane z ochroną środowiska wyniosła ponad 640 mln zł. Umów tych zawarto blisko 11 tys. i dotyczą one m.in. inwestycji w OZE, w tym fotowoltaiki oraz inwestycji w poprawę efektywności energetycznej, np. termomodernizację budynków i modernizację procesów produkcyjnych.

*"Bank konsekwentnie usprawnia procesy związane z identyfikacją w portfelu kredytów, których celem jest finansowanie transformacji energetycznej, niezależnie od obszaru biznesowego, w którym taki kredyt został udzielony. W 2019 i 2020 roku Bank BNP Paribas zawarł istotne umowy z krajowymi i europejskimi bankami rozwojowymi (EBI i BGK) w zakresie finansowania transformacji energetycznej. Bank zakłada, że zwiększy to tempo i wolumen kredytów udzielanych na finansowanie celów związanych z ochroną środowiska"*

**Adam Hirny,**  
dyrektor biura ds. międzynarodowych instytucji finansowych  
i programów zrównoważonego rozwoju w BNP Paribas

Z kolei **BOŚ Bank** w 2018 r. udzielił proekologicznych kredytów o wartości 865 tys. zł. W 2019 r. wartość takich pożyczek wzrosła znacząco: w całym zeszłym roku udzielono ich na 1,9 mln zł. W pierwszym półroczu 2020 r. 782 tys. zł, czyli mniej niż w pierwszym półroczu - 929 tys. zł, niemniej, biorąc pod uwagę ograniczenia wynikające z pandemii można nazwać to utrzymaniem trendu.

## Co wynika z ankiety?

Po pierwsze, odpowiedzi – zwłaszcza brak wielu oczekiwanych – pokazują, jak powierzchownie banki podchodzą do raportowania informacji niefinansowych. Szczegółowe informacje na temat zaangażowania poszczególnych banków w kredytowanie z jednej strony zrównoważonych inwestycji, z drugiej strony zaś takich, które negatywnie wpływają na środowisko (sektor paliw kopalnych) powinny stanowić podstawowe informacje oczekiwane przez inwestorów dokonujących oceny ESG. Tymczasem zdecydowana większość banków działających w Polsce stwierdza, że do tej pory nie „segregowano danych według takiej kategorii” – jednocześnie większość z nich chwali się na swoich stronach internetowych, iż raportują informacje niefinansowe zgodnie ze standardami GRI. Co z tego, jeśli nie można z nich wyczytać tego, co najważniejsze?

Z informacji podawanych przez większość banków możemy się dowiedzieć, ile zużywają rocznie papieru, nie dowiemy się jednak, jaka jest proporcja kredytów udzielanych przez nie na cele związane z produkcją czy przetwarzaniem paliw kopalnych lub wytwarzaniem energii elektrycznej z tych paliw do kredytów udzielanych na cele środowiskowe.

Po drugie, odpowiedzi te pokazują, że banki w ogóle nie dostrzegają nowych możliwości biznesowych, pojawiających się dla nich w zielonej sekurytyzacji. Mamy nadzieję, że ten raport otworzy im na nie oczy.

## Podsumowanie

Powyższy raport miał na celu przedstawienie ważnego elementu transformacji zachodniego kapitalizmu, jaki znamy, która nie tylko będzie się dziać na naszych oczach, ale też weźmiemy w niej czynny udział. Zapoczątkowana dokładnie 50 lat temu przez Milтона Friedmana „epoka udziałowców” wydaje się dzisiaj przemijać na rzecz „epoki interesariuszy”, dlatego wpływ na zmiany będziemy mieć zarówno jako osoby działające w sektorze usług i inwestycji finansowych, ale również jako klienci tego sektora.

Symbolem zmiany jest **ESG** – wskaźnik, który ma pokazywać nie tylko finansowe wyniki przedsiębiorstw, ale również ich szerszy wpływ na środowisko naturalne oraz otoczenie społeczne. W skali świata najbardziej zaawansowana w tym zakresie zdecydowanie jest Europa, na poziomie unijnym w ostatnim czasie przyjęto szereg nowych regulacji składających się na pakiet „Zrównoważone finanse”. Przepisy te w zasadzie redefiniują sposób raportowania

niefinansowego przez przedsiębiorstwa, a także sposób tworzenia przez uczestników rynku finansowego polityk inwestycyjnych z uwzględnieniem różnych ryzyk dla zrównoważonego rozwoju.

W związku z zachodzącymi równolegle zmianami preferencji coraz większej liczby obywateli tzw. zielone produkty finansowe mogą w najbliższym czasie stać się jednym z podstawowych oczekiwań mniejszych i większych inwestorów – ślad węglowy inwestycji będzie miał równie duże znaczenie, jak jej oczekiwana stopy zwrotu. **Zielona sekurytyzacja**, którą zaprezentowaliśmy, to propozycja, jak spełniać wymogi i oczekiwania, by nie stracić. Zielona sekurytyzacja pozwoli nie tylko na spełnienie kryteriów zrównoważonych inwestycji, ale również doprowadzi do dalszego zwiększenia akcji kredytowej banków, których rola w systemie zdecentralizowanej i niskoemisyjnej gospodarki jest kluczowa.

Niemniej droga, do wprowadzenia w życie tej propozycji jest na razie bardzo odległa – zarówno banki, jak i TFI w Polsce nie wydają się być dzisiaj przygotowane na „zazielenie” świata finansów i jeszcze nie dostrzegają tkwiących w tym dla nich możliwości. Choć niektóre instytucje zaczęły już podejmować działania mające zaktywizować polskie przedsiębiorstwa i instytucje finansowe w tym obszarze – jak zapowiedziane przez GPW i EBOiR wspólne stworzenie przewodnika po raportowaniu ESG dla spółek i inwestorów – różnego rodzaju instrumenty wsparcia publicznego dla zrównoważonych finansów mogą być w najbliższym czasie kluczowe. Jedną z takich propozycji może być wprowadzenie **green supporting factor** – instrumentu zachęcającego banki do finansowania zielonych inwestycji (np. w zakresie OZE czy zmniejszania emisji CO<sub>2</sub> itd.) poprzez zmniejszenie wymagań kapitałowych dla tego rodzaju aktywów. W praktyce oznacza to, że banki mogłyby utrzymywać mniej kapitału zabezpieczającego kredyt na zieloną inwestycję niż w przypadku kredytu na tę samą kwotę na inwestycję niezieloną.

Bodźcem dla rozwoju rynku zielonej sekurytyzacji w Polsce mogłoby być z kolei zaangażowanie w sekurytyzację państwowego banku rozwoju, jakim jest Bank Gospodarstwa Krajowego – na wzór amerykański, gdzie rynek ten w dużej mierze animowany jest przez GSE (*Government Sponsored Enterprises* – przedsiębiorstwa sponsorowane przez rząd), takie jak Fannie Mae, Freddie Mac i Ginnie Mae. Zaakcentowana gwarancja państwowa dla papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami emitowanych przez tę instytucję mogłaby stworzyć początkowe zaufanie do tego rynku, niezbędne w pierwszych fazach rozwoju, aż do czasu, gdy inwestorzy nauczą się, jak wyceniać jego ryzyko.

Popularność zrównoważonych inwestycji w Europie rośnie. Prawdziwa rewolucja dopiero jednak nadchodzi – polski rynek finansowy nie powinien jej przespać.

## Bibliografia

- Opimas, 2020, *ESG Data Integration by Asset Managers : Targeting Alpha, Fiduciary Duty & Portfolio Risk Analysis*, <http://www.opimas.com/research/570/detail/>
- FT, 2020a, *Sustainable funds must work harder to vet their investments*  
<https://www.ft.com/content/48e02694-a54c-4cec-9af6-ada8b4955e20>
- PRI. PRI Annual Report, 2018
- FT, 2020, *ESG funds attract record inflows during crisis*  
<https://www.ft.com/content/27025f35-283f-4956-b6a0-0adbfd4c7a0e>
- BCG 2019
- <https://www.bcg.com/publications/2019/global-asset-management-will-these-20s-roar>
- Friedman M., 1970, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, "The New York Times Magazine" 13 września 1970 r.
- Jensen M., Meckling W., 1976, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, "Journal of Financial Economics" t. 3, nr 4: 305-360
- Salter M. S., 2019, *Rehabilitating Corporate Purpose*, Harvard Business School Working Paper 19-104
- McKinsey, 2020, *Purpose: shifting from how to why*
- <https://www.mckinsey.com/business-functions/organization/our-insights/purpose-shifting-from-why-to-how>
- FT, 2020b
- <https://www.ft.com/content/46bb05a9-23b2-4958-888a-c3e614d75199>
- S&P 2020
- Hill J., 2020, *Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing. A Balanced Analysis of the Theory and Practice of a Sustainable Portfolio*, Londyn: Elsevier
- Global Reporting Initiative, 2016, GRI 101: *Foundation*
- Global Reporting Initiative, 2016, GRI 302: *Energy*
- <https://oko.press/meczyzn-najbardziej-boja-sie-gejow-i-gender-kobiety-zapasci-sluzby-zdrowia-wspolny-strach-o-klimat/>
- EY, 2020, *How will ESG performance shape your future?*
- Deloitte, 2019, *Ekspertyza: „Perspektywy rozwoju zrównoważonego finansowania - implikacje dla sektora przedsiębiorstwa finansowych i niefinansowych w Polsce”*, Warszawa
- Barberis, Briere, 2020, *ESG resilience during the Covid crisis: Is green the new gold?*, Bruksela
- EY, 2014, *Short-termism in business: causes, mechanisms and consequences*, Warszawa
- Bebchuk L., Tallarita R., *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, Cornell Law Review 12/2020

MFS, 2019, *Lengthening the Investment Time Horizon*

Hart O., Zingales L., 2017, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, *Journal of Law, Finance, and Accounting*

Lazonick W., O'Sullivan M., 2000, *Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance*, "Economy and Society", t. 29, nr 1: 13-35

Delivorias A., 2015, *Understanding Securitisation. Background – benefits – risks*, Bruksela: Parlament Europejski

Komisja Europejska, 2015, *Komunikat Komisji Europejskiej do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów: Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych*, Bruksela

Joint Consultation Paper, ESG Disclosures, JC 2020 16, 22 kwietnia 2020, [https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Consultations/2020/Joint%20Consultation%20Paper%20on%20%20ESG%20disclosures%20standards%20for%20financial%20market%20participants/882742/JC%202020%2016%20-%20Joint%20consultation%20paper%20on%20ESG%20disclosures.pdf](https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Consultations/2020/Joint%20Consultation%20Paper%20on%20%20ESG%20disclosures%20standards%20for%20financial%20market%20participants/882742/JC%202020%2016%20-%20Joint%20consultation%20paper%20on%20ESG%20disclosures.pdf)

Bloomberg, 2020, <https://www.bloomberg.com/news/features/2020-02-05/wind-turbine-blades-can-t-be-recycled-so-they-re-piling-up-in-landfills?sref=nQW7ZNRq>

OECD, 2017, *Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition*, Paryż

Climate Bonds Initiative, 2018, *Green Securitisation. Unlocking finance for small-scale low carbon projects*, Londyn

Climate Bonds Initiative, 2020, *2019 Green Bond Market Summary*, Londyn

Petit Ch. Schlosser P., *Rationale, Potential and Pitfalls of Green Securitization*, EU: Florencia

AFME, 2019, *Position Paper: Principles for developing a green securitisation market in Europe*, Londyn

Instytut Energii Odnawialnej, 2020, *Rynek fotowoltaiki w Polsce*

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy, Dz.Urz. UE L 330, 15.11.2014, s. 1-9

Ustawa z dnia 15 grudnia 2016 r. o zmianie ustawy o rachunkowości (Dz.U. z 2017 r. poz. 61)

Komunikat Komisji, Wytyczne dotyczące sprawozdawczości w zakresie informacji niefinansowych (metodyka sprawozdawczości niefinansowej), C/2017/4234, Dz.Urz. UE C 215, 5.7.2017, s. 1-20.

Komunikat Komisji, Wytyczne dotyczące sprawozdawczości w zakresie informacji niefinansowych: Suplement dotyczący zgłaszania informacji związanych z klimatem, C/2019/4490, Dz. Urz. UE C 209, 20.6.2019, s. 1-30. [http://en.frankbold.org/sites/default/files/tema/comparing\\_the\\_eu\\_non-financial\\_reporting\\_directive\\_annexes.pdf](http://en.frankbold.org/sites/default/files/tema/comparing_the_eu_non-financial_reporting_directive_annexes.pdf)

[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/speech\\_20\\_139](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/speech_20_139)

[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/speech\\_20\\_139](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/speech_20_139)



**300**  
GOSPODARKA