

Rozdział 1

Anna Doś

EWOLUCJA ZRÓWNOWAŻONYCH RYNKÓW FINANSOWYCH I JEJ ZNACZENIE DLA POZYSKANIA KAPITAŁU PRZEZ PRZEDSIĘBIORSTWA

Wprowadzenie

Wyniki badań ugruntowują przekonanie, że w dotychczasowym modelu rozwój gospodarczy jest poważnie zagrożony zmianami klimatycznymi, nierównościami, ubóstwem, a ostatnio – zagrożeniami dla zdrowia publicznego i niestabilnością geopolityczną¹. W konsekwencji wzmacnia się dążenie do przejścia na ścieżkę rozwoju zrównoważonego (Sustainable Development – SD), który z poszanowaniem równowagi ekosystemów i zachowaniem rozwoju społecznego ma zapewnić wzrost gospodarczy także dla przyszłych pokoleń². Drogowskazem dla tego dążenia jest przyjęta w 2015 r. na Światowej Konferencji ONZ w Nowym Jorku agenda „Przekształcamy nasz świat: Agenda na Rzecz Zrównoważonego Rozwoju 2030” (Agenda 2030), która rozpisuje 17 celów zrównoważonego rozwoju (Sustainable Development Goals – SDGs) i 169 działań im podporządkowanych.

Dla osiągnięcia SDGs niezbędne są przemiany strukturalne likwidujące układy zagrożające integralności ekosystemów i rozwojowi społecznemu. Do układów takich można zaliczyć także struktury kreowane i utrwalane w sektorze przedsiębiorstw. Są nimi m.in. technologie produkcji, produkty o określonym cyklu życia zaprojektowane

¹ F. Fusco Nerini, B. Sovacool, N. Hughes, L. Cozzi, E. Cosgrave, M. Howells, B. Milligan: *Connecting climate action with other Sustainable Development Goals*. *Nature Sustainability* 2019, vol. 2(8), pp. 674–680; IPCC: *Climate Change and Land: an IPCC special report on climate change, desertification, land degradation, sustainable land management, food security, and greenhouse gas fluxes in terrestrial ecosystems* 2019, <https://www.ipcc.ch/srcl/>, (dostęp: 13.12.2023); S. Nundy, A. Ghosh, A. Mesloub, G. Albaqawy, M. Alnaim: *Impact of COVID-19 pandemic on socio-economic, energy-environment and transport sector globally and sustainable development goal (SDG)*. *Journal of Cleaner Production* 2021, vol. 312, no.127705; T. Ben Hassen, H. El Bilali: *Impacts of the Russia-Ukraine war on global food security: towards more sustainable and resilient food systems?* *Foods* 2022, vol. 11(15), no. 2301.

² O. Hoegh-Guldberg, D. Jacob, M. Taylor, T. Guillén Bolaños, M. Bindi, S. Brown, G. Zhou: *The human imperative of stabilizing global climate change at 1.5°C*. *Science* 2019, vol. 365(6459), p. 6974; K. Górka: *Wdrażanie koncepcji rozwoju zrównoważonego i trwałego*. *Ekonomia i Środowisko* 2007, vol. 2, s. 8–20.

i wprowadzane na rynek przez przedsiębiorstwa, polityki kadrowe, praktyki w łańcuchu dostaw, lokalizacja zakładów, rozwiązania logistyczne, infrastrukturalne i wiele innych. Przemiany strukturalne wymagają przemodelowania ładu gospodarczego³. Istotnym jego elementem są rynki finansowe, na których rozgrywa się wycena i selekcja projektów i przedsięwzięć angażujących, dostępne zasoby, jak również wycena ryzyka.

Celem niniejszego opracowania jest identyfikacja kluczowych procesów decydujących o ewolucji współczesnych rynków finansowych w kierunku rynków zrównoważonych i – w konsekwencji – zmiana zasad udostępniania kapitału przedsiębiorstwom na rynkach finansowych. Badanie osadzono w podejściu instytucjonalnym. Metodą badawczą jest krytyczna analiza literatury oraz regulacji i praktyki gospodarczej. Kluczem uporządkowania zidentyfikowanych procesów nie są kierunki zmian regulacji, lecz funkcje wspomagające rozwój zrównoważonych rynków finansowych.

Zrównoważone rynki finansowe

Powstanie indeksów giełdowych, na których notowane są papiery wartościowe uznane za korzystne z punktu widzenia SD, tworzenie i doskonalenie ratingów ESG (E – *Environment*, S – *Social*, G – *Governance*) dla emitentów papierów wartościowych, rozwój raportowania obszarów ESG ukierunkowany na relacje inwestorskie – to zaledwie wybrane symptomy przemian zachodzących na rynkach finansowych związanych z potrzebą SD. Dziś niektóre segmenty rynków finansowych bez wahania nazywa się „zrównoważonymi”⁴. W nawiązaniu do opracowanej przez Cuhna i in.⁵ definicji zrównoważonych finansów i inwestycji zrównoważone rynki finansowe można zdefiniować jako „ogół transakcji związanych z przemieszczaniem kapitałów pieniężnych, podejmowanych z zamiarem promowania trwałego, pozytywnego i mierzalnego wpływu na społeczeństwo i środowisko”. Zatem na zrównoważonych rynkach finansowych z założenia unika się lokowania kapitału w przedsięwzięcia i projekty szkodliwe dla środowiska i społeczeństwa, a dąży do lokowania kapitału w przedsięwzięcia i projekty, które przyczyniają się do osiągnięcia SDGs. W niniejszym opracowaniu przyjmuje się, że zrównoważony rynek finansowy obejmuje:

- rynek instrumentów udziałowych i dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa oraz sektor publiczny,
- rynek kredytów,
- rynek kontraktów terminowych.

Rynek instrumentów udziałowych był pierwszym segmentem rynku kapitałowego, na którym zaobserwowano nowe formy systematycznej alokacji kapitału z zamiarem

³ T. Borys: *Zrównoważony rozwój – jak rozpoznać ład zintegrowany*. Problemy Ekorozwoju 2011, vol. 6(2), s. 75–81.

⁴ J. Mejia-Escobar, J. González-Ruiz, E. Duque-Grisales: *Sustainable financial products in the Latin America banking industry: Current status and insights*. Sustainability 2020, vol. 12(14), art. 5648.

⁵ F. Cunha, E. Meira, R. Orsato: *Sustainable finance and investment: Review and research agenda*. Business Strategy and the Environment 2021, vol. 30(8), pp. 3821–3838.

promowania trwałego, pozytywnego i mierzalnego wpływu na społeczeństwo i środowisko⁶. Rozważanie rynku kredytów jako elementu zrównoważonych rynków finansowych umotywowane jest po pierwsze rosnącym podobieństwem sposobu uwzględniania kwestii ESG w decyzjach kredytowych i decyzjach dotyczących inwestycji w papiery wartościowe, a po drugie faktem, że portfele kredytów na projekty proekologiczne i społeczne często finansowane są na drodze emisji papierów wartościowych o strukturze uwzględniającej aspekty ESG. Na rynku kontraktów terminowych powstają derywaty służące kierowaniu większej ilości kapitału na zrównoważone inwestycje oraz transferowi ryzyka związanego z czynnikami ESG. Z kolei rynek pieniężny i rynek walutowy nie wykazują cech istotnych dla zakwalifikowania ich do zrównoważonych rynków finansowych.

Rosnące znaczenie zrównoważonego rynku finansowego potwierdza przede wszystkim wzrost wolumenu inwestycji finansowych realizowanych z uwzględnieniem aspektów ESG. Na koniec 2023 r. wartość rynku inwestycji ESG estymowano na 30,3 bln USD, co stanowi ponad 60-procentowy wzrost w porównaniu do 18,4 bln USD w 2021 r. – nawet przy skorygowanej w 2023 r. metodologii obliczania wartości rynku powodującej redukcję tej wartości⁷. Przewiduje się też, że zarządzający aktywami na całym świecie stopniowo zwiększą liczbę zarządzanych aktywów (*Assets under Management* – AuM) związanych z ESG do 33,9 bln USD do 2026 r.⁸. Przy utrzymaniu przewidywanej złożonej rocznej stopy wzrostu na poziomie 12,9% prognozuje się, że aktywa ESG będą stanowiły 21,5% całkowitego światowego AuM w czasie krótszym niż 5 lat⁹.

Ważnym pytaniem pozostaje, czy rozwój zrównoważonych rynków finansowych stwarza warunki do przemodelowania ładu gospodarczego. Pytanie to jest istotne ze względu na potencjalne skutki zmian. Upowszechnienie i ujednoczenie zasad włączenia aspektów ESG w decyzje o alokacji kapitałów pieniężnych będą miały większe znaczenie dla kosztu i dostępności kapitału dla przedsiębiorstw. Tym samym mogą doprowadzić do podporządkowania strategii przedsiębiorstw celom ESG uwzględnianym na rynku finansowym. Odpowiedzi na te pytania dostarczyć może identyfikacja procesów odpowiadających za dotychczas obserwowane zmiany, określenie ich konsekwencji oraz ocena szans na dalszą ewolucję i pogłębienie.

W pierwszej kolejności należy podkreślić, że procesy odpowiadające za rozwój zrównoważonych rynków finansowych zachodzą dwutorowo. Z jednej strony następuje

⁶ T. Busch, R. Bauer, M. Orlitzky: *Sustainable development and financial markets: Old paths and new avenues*. Business Society 2016, vol. 55(3), pp. 303–329. B. Townsend: *From SRI to ESG: The origins of socially responsible and sustainable investing*. The Journal of Impact and ESG Investing 2020, vol. 1(1), pp. 10–25.

⁷ Bloomberg: *Global ESG Market Shrinks After Sizable Decline in US*, listopad 2023, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-11-29/global-esg-market-shrinks-after-sizable-drop-in-us>, (dostęp: 19.12.2023)

⁸ W niniejszym opracowaniu przedstawiono najbardziej ostrożne szacunki. Moringstar szacuje wartość rynku, zaś Statista szacuje AuM finansów zrównoważonych na ponad 35 bln USD w 2020 r. (<https://www.statista.com/statistics/948492/value-sustainable-total-aum-worldwide/m>), (dostęp: 19.12.2023)

⁹ PWC: *Assets and Wealth Management Revolution 2022. Exponential Expectations for ESG*, 2022, <https://www.pwc.com/gx/en/financial-services/assets/pdf/pwc-awm-revolution-2022.pdf> (dostęp: 19.12.2023)

doskonalenie zasad, narzędzi i procedur uwzględniania celów ESG na rynku finansowym. Z drugiej strony kryzys finansowy w 2008 roku rozpoczął przemiany w sektorze finansowym, zwiększając gotowość jego podmiotów do uwzględniania celów związanych ze zrównoważonym rozwojem. W niniejszym opracowaniu uwaga skoncentrowana będzie na pierwszym obszarze zmian. Drugi obszar należy jednak choć krótko zasygnalizować jako istotny kontekst rozważań. Kryzys finansowy, który rozpoczął się w roku 2008, przyczynił się m.in. do wdrożenia wielu reform istotnych dla adaptacji nowych strategii w sektorze finansowym. Były to w pierwszej kolejności reformy ograniczające możliwość zarabiania na spekulacji i podejmowaniu wysokiego ryzyka¹⁰. W konsekwencji podmioty sektora finansowego rozpoczęły aktywne poszukiwania nowych, zdywersyfikowanych źródeł dochodu¹¹, do których kwalifikują się inwestycje ESG. Zwiększono wymogi dotyczące ujawnień w sektorze finansowym¹², a także ujawnień w zakresie oddziaływania na społeczeństwo i środowisko¹³. Zdemokratyzowało to sektor finansowy i zalegitymizowało uwzględnianie celów niefinansowych. Wdrożono reformy wymuszające większą ostrożność w zarządzaniu ryzykiem¹⁴, co rzuciło lepsze światło również na ryzyko związane z kwestiami ESG¹⁵. Ostatecznie sektor finansowy wciąż próbuje odbudować utracone wskutek kryzysu społeczne zaufanie¹⁶ a zaangażowanie w SD jest akceptowane i pożądane ze społecznego punktu widzenia. Uogólniając, istnieją podstawy, aby domniemywać, że pokryzysowe reformy sektora finansowego stworzyły bardziej podatny grunt dla rozwoju zrównoważonych rynków finansowych. Ten wątek nie będzie jednak szerzej rozwijany w niniejszym opracowaniu.

W dalszej części opracowania przedstawione zostaną najważniejsze ścieżki rozwoju zasad, narzędzi i procedur uwzględniania aspektów ESG na rynkach finansowych.

¹⁰ E. Liikanen, H. Bänziger, J. Campa, L. Gallois: *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector*. Final Report, Brussels 2012, no.2.

¹¹ P. Härle, E. Lüders, T. Papanides, S. Pfetsch, T. Poppensieker, U. Stegemann: *Basel III and European banking: Its impact, how banks might respond, and the challenges of implementation*. EMEA Banking 2010, McKinsey Company.

¹² M. Barth, W. Landsman: *How did financial reporting contribute to the financial crisis?* European Accounting Review 2010, vol. 19(3), s. 399–423; U. Brüggemann, J. Hitz, T. Sellhorn: *Intended and unintended consequences of mandatory IFRS adoption: A review of extant evidence and suggestions for future research*. European Accounting Review 2013, vol. 22(1), pp. 1–37.

¹³ L. Chiaramonte, A. Dreassi, C. Girardone, S. Piserà: *Do ESG strategies enhance bank stability during financial turmoil? Evidence from Europe*. The European Journal of Finance 2022, vol. 28(12), pp. 1173–1211.

¹⁴ A. Barakat, K. Hussainey: *Bank governance, regulation, supervision, and risk reporting: Evidence from operational risk disclosures in European banks*. International Review of Financial Analysis 2013, vol. 30, pp. 254–273.

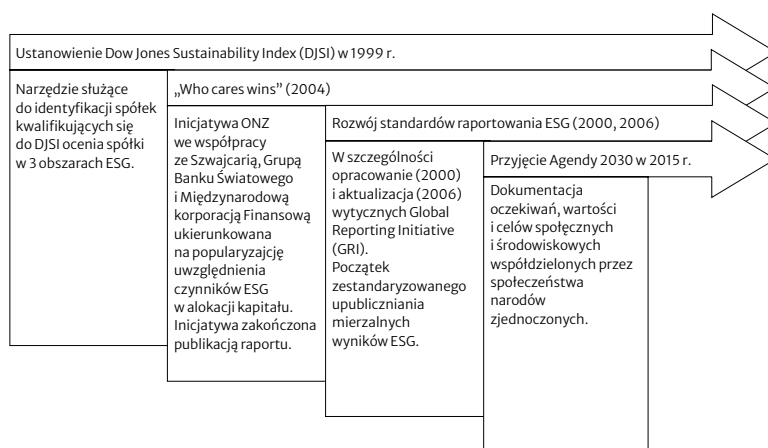
¹⁵ S. Galletta, J. Goodell, S. Mazzù, A. Paltrinieri: *Bank reputation and operational risk: The impact of ESG*. Finance Research Letters 2023, vol. 51, art. 103494.

¹⁶ R. Bennett, R. Kottasz: *Public attitudes towards the UK banking industry following the global financial crisis*. International Journal of Bank Marketing 2012, vol. 30(2), pp. 128–147; C. Van der Crujisen, J. de Haan, D. Jansen: *Trust and financial crisis experiences*. Social Indicators Research 2016, vol. 127, pp. 577–600.

Rozwój norm definiowania celów inwestycji związanych ze zrównoważonym rozwojem

Określenie celów inwestycji związanych z SD wymaga ustalenia przez inwestora zasad oceny ekonomicznych, środowiskowych i społecznych aspektów działalności biorycy kapitału. Zasady te obejmują po pierwsze obszary oceny, a po drugie ewaluację wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwa w tych obszarach.

Wczesne formy inwestowania z uwzględnieniem SD cechowała duża rozbieżność sposobu, w jaki inwestorzy (kapitałodawcy) określali cele inwestycji dotyczące oddziaływania na społeczeństwo i środowisko. Inwestycje takie nazywano najczęściej inwestycjami społecznie odpowiedzialnymi (Social Responsible Investment – SRI) w nawiązaniu do generalnej zasady im przyświecającej, aby wspierać kapitałem przedsiębiorstwa społecznie odpowiedzialne¹⁷. Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw (Corporate Social Responsibility – CSR) oznacza obowiązek podejmowania polityki, decyzji i działań, które są pożądane z punktu widzenia celów i wartości społecznych¹⁸. Twórca koncepcji CSR Howard Bowen podkreślał, że te cele i wartości wynikają z kontekstu historycznego i kulturowego, a ich rozpoznanie wymaga poszukiwań etycznych i konsultacji z otoczeniem¹⁹. Stąd do końca XX w. inwestorzy społecznie odpowiedzialni oceniali emitentów i budowali portfolio, odnosząc się do różnorodnych wartości: społecznych, etycznych, religijnych, kulturowych, ekologicznych, politycznych etc. Momenty przełomowe dla ustalenia powszechnych praktyk w zakresie oceny spółek pod kątem SD przez inwestorów przedstawia rysunek 1.1.



Rysunek 1.1. Kluczowe momenty ewolucji obszarów oceny kapitałobiorców pod kątem SD

Źródło: opracowanie własne.

¹⁷ R. Sparkes, C. Cowton: *The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility*. Journal of Business Ethics 2004, vol. 52, pp. 45–57.

¹⁸ H. Bowen: *Social responsibilities of the businessman*. University of Iowa Press 2013, p. 24.

¹⁹ Ibidem, s. 27.

Kwalifikacja spółek do Dow Jones Sustainability Index (DJSI) następowała (i dalej następuje) przede wszystkim w oparciu o wyniki oceny dokonywanej z wykorzystaniem narzędzia oceny SD: Robeco Corporate Sustainability Assessment – CSA. Narzędzie to stanowiło pierwszą artykulację głównych obszarów – środowiskowego (E), społecznego (S) i ładu korporacyjnego (G) – odpowiedzialności spółek za rozwój zrównoważony²⁰. Niedługo później inicjatywa Principles for Responsible Investment (PRI) wraz z partnerami rozpoczęła szerokie konsultacje w sektorze finansowym, zakończone publikacją zaleceń branży finansowej dotyczących lepszego uwzględniania kwestii ESG w analizach, zarządzaniu aktywami i działalności maklerskiej (2004)²¹. Od tego momentu obszary E, S i G stały się dla inwestorów kierujących się zasadą społecznej odpowiedzialności kanwą konkretyzacji i ujednolicania kryteriów oceny przedsiębiorstw. Opublikowane w 2000 i zaktualizowane w 2006 r.²² wytyczne Global Reporting Initiative (GRI) (od 2016 r. Standardy GRI) poprawiły jednorodność pomiaru i raportowania zrównoważonego rozwoju. Natomiast raporty GRI stały się – w przeciwieństwie do utajnionych wyników CSA – pierwszym ogólnodostępnym źródłem stosunkowo zestandaryzowanych informacji o mierzalnych wynikach przedsiębiorstw w obszarach E, S i G. Standaryzacja raportowania SD postępowała także w związku z wprowadzeniem rekomendacji International Integrated Reporting Council (IIRC), Sustainability Accounting Standard Board (SASB), Task Force on Climate-Related Disclosure (TCFD), Climate Disclosure Project (CDP) i innych. W analizowanym okresie jednak wytyczne GRI wyróżniały się szczegółowymi rekomendacjami dotyczącymi pomiaru i raportowania szeregu wyników w obszarach ESG, które obecnie stanowią kanon analizy ESG.

Podkreślić należy, że za rozwojem standardów podążały reformy regulacji raportowania SD. Największe osiągnięcia ma w tym obszarze Unia Europejska, gdzie od 2023 r. przedsiębiorstwa zobligowane są do raportowania, zgodnie z Dyrektywą w Sprawie Sprawozdawczości Przedsiębiorstw w Zakresie Zrównoważonego Rozwoju (Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD). Dyrektywa ta zwiększa wiarygodność raportowania, ułatwia ocenę skali zaangażowania podmiotu raportującego w rozwój zrównoważony i znacznie rozszerza zakres podmiotów, które raportują kwestie ESG²³. Wzmacnia tym samym fundamenty oceny ESG.

Przyjęcie Agendy 2030 w 2015 r. wyznaczyło oczekiwania i wartości dotyczące obszarów ESG współdzielone przez społeczeństwa narodów zjednoczonych. Agenda określiła zatem zestaw wartości aktualnych i uniwersalnych kulturowo, co umożliwiło

²⁰ Należy wspomnieć, że wcześniej – w roku 1990 – został założony Indeks społeczny Domini 400 (DSI). Indeks ten jednak pozostawał pewną niszą rynku finansowego, zaś obszary ESG stanowiły jeden z elementów kwalifikacji spółek do indeksu.

²¹ The Global Compact: *Who Cares Wins. Connecting Financial Markets to a Changing World*, https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf, 2004, (dostęp: 15.01.2024).

²² Wytyczne GRI były aktualizowane także wiele razy po roku 2006. W niniejszym opracowaniu aktualizacja z roku 2006 jest podkreślona dlatego, że była kluczowa dla budowy zestawu wskaźników służących ocenie wyników społecznych, środowiskowych i w obszarze ładu korporacyjnego.

²³ Zakres raportowania określają standardy sprawozdawczości w zakresie zrównoważonego rozwoju: European Sustainability Reporting Standards – ESRS.

inwestorom tworzenie globalnie legitymizowanych strategii SRI²⁴. Ostatecznie ocena obszarów ESG ukonstytuowała się w pierwszej dekadzie XXI w. jako wyraz podejścia odpowiedzialnego na rynkach finansowych. Jednocześnie poprawie uległy zasady ewaluacji wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwa w obszarach ESG. Ten niezakończony proces charakteryzuje się przede wszystkim rozwojem benchmarków²⁵.

Analiza benchmarkingowa ESG dojrzewa przede wszystkim dzięki upowszechnianiu ratingów ESG, czyli ocen wyników przedsiębiorstw w obszarach ESG nadawanych przez uznawane agencje ratingowe. Wraz z postępem technologii i dostępności informacji metodologia ratingów ESG staje się coraz bardziej zaawansowana. Obejmuje ona przede wszystkim nowe źródła danych wraz z doskonałą wciąż oceną ich wiarygodności, nowe techniki analizy danych oraz procedury i systemy wspierające przypisywanie wag określonym informacjom z obszarów ESG. Źródła informacji i techniki wykorzystywane do tworzenia ratingów ESG przedstawia tabela 1.1.

Tabela 1.1. Źródła informacji i techniki wykorzystywane do budowania ratingów ESG

Emitent	Otoczenie emitenta	
	Informacje dostarczane przez sektor rządowy	Informacje spoza sektora rządowego (często analizowane technikami uczenia maszynowego)
raporty dotyczące obszarów ESG zgodne z uznanymi standardami raportowania, m.in. Integrated Reporting Council (IIRC), Sustainability Accounting Standard Board (SASB), Task Force on Climate-Related Disclosure (TCFD), Climate Disclosure Project (CDP) – analiza ilościowa / z wykorzystaniem sztucznej inteligencji, raporty ładu korporacyjnego – analiza ilościowa / z wykorzystaniem sztucznej inteligencji.	zmiany w otoczeniu regulacyjnym i politycznym, zmiany w otoczeniu środowiskowym, rządowe bazy danych dotyczących np. postępowań sądowych i administracyjnych – studia przypadków, analiza benchmarkingowa, rządowe bazy danych dotyczących wartości referencyjnych (np. norm dla sektora, produktu) – analiza benchmarkingowa.	informacje publikowane mediach i mediach społecznościowych, dane geoprzestrzenne, dane demograficzne, dane dotyczące zmian klimatu, inne.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Bloomberg, Fitch, Moody's MSCI i FTSE Russel.

²⁴ Należy przy tym podkreślić, że od 1995 r. ONZ wkłada szczególne wysiłki w walkę ze zmianami klimatu (Cel 13 SD), co wraz z ambitną polityką dekarbonizacyjną Unii Europejskiej stawia ten cel jako priorytet.

²⁵ W konstruowaniu oceny ESG mniejszą, choć rosnącą rolę, gra normalizacja. Stanowi ona powszechnie akceptowany w świecie finansów sposób budowania wskaźnika z obszaru ESG umożliwiający m.in. porównanie przedsiębiorstw o różnych cechach, np. wielkości. Przykładem normalizacji jest wskaźnik wielkości emisji (w tonach) w relacji do poziomu sprzedaży czy udział kobiet w 10% najlepiej zarabiających pracowników. Tak znormalizowane wskaźniki zamieszczają w swoich bazach danych – obok ratingu ESG – m.in. Bloomberg, Fitch czy Moody's, prezentując szczegółowe informacje na temat emitenta. Część normalizowanych wskaźników poddawana jest krytyce, gdyż postęp podmiotu w zakresie zarządzania kwestiami ESG może być pozorny, np. wzrost wskaźnika może wynikać ze wzrostu wartości sprzedaży.

Poza finalną oceną ESG emitenta agencje prezentują zazwyczaj kilka poziomów ocen składowych, co umożliwia porównania szczegółowe obszarów i podobszarów ESG (najczęściej pokrywających się z obszarami wskaźników GRI). Dodatkowo w produktach dotyczących ratingu ESG agencje ratingowe zagnieżdżają funkcję analizy benchmarkingowej ESG. Najczęstszą praktyką jest benchmarking ESG sektorowy. Należy podkreślić, że od 2020 r. dane ESG są wyświetlane wraz z danymi podstawowymi jako w pełni zintegrowana funkcja terminala Bloomberg na tych samych ekranach, z których korzystają inwestorzy na co dzień. Oznacza to, że ranga oceny ESG wrasta i wchodzi w zakres podstawowych elementów oceny emitenta.

Benchmarking ESG rozwija się nie tylko w świecie ratingów. Organizacje spoza rynku finansowego opracowują i publikują wartości referencyjne dla wyników w obszarach ESG. Te najbardziej wiarygodne i istotne stają się benchmarkiem w analizach inwestycyjnych. Podkreślić należy zwłaszcza inicjatywę Science Based Targets (SBTi), która określa sektorowe ścieżki dochodzenia do neutralności klimatycznej do 2050 roku. Cele SBTi służą jako benchmark do oceny przez inwestorów jakości polityki dekarbonizacyjnej przedsiębiorstw.

Kamieniem milowym w rozwoju oceny emitenta stało się przesunięcie uwagi rynków finansowych na materialność aspektów ESG. Jednym z najbardziej istotnych impulsów do tej zmiany była następująca w latach 2012–2018 publikacja i promocja standardów raportowania Sustainability Accounting Standard Board (SASB). Materialność rozumiana jest jako istotny wpływ aspektów ESG na efektywność finansową emitenta. W tym kontekście czynniki ESG nie są już postrzegane jako niefinansowe, lecz jako potencjalnie prefinansowe (czyli kształtujące aspekty finansowe). W 2018 r. SASB opublikowało pierwszą sektorową mapę materialności ESG sporządzoną w oparciu o szeroko zakrojone badania i konsultacje. W roku 2020 alternatywną sektorową mapę materialności opublikowało MSCI. Mapy materialności ułatwiają analizę benchmarkingową, ale nie tylko. Ugruntowują w świecie SRI trend strategii inwestowania integrującej ocenę ESG z oceną ryzyka i rentowności inwestycji²⁶, co stanowi alternatywę dla stosowania kryteriów ESG w inwestowaniu z powodów etycznych. Pośrednio związane z trendem podkreślającym materialność jest wprowadzenie przez Fitch w 2019 i Moody's w 2021 r. ratingów kredytowych ESG, które wspomagają decyzje inwestycyjne dotyczące instrumentów dłużnych. Zadaniem ratingów kredytowych ESG nie jest ocena jakości wyników ESG emitenta, ale określenie na ile wyniki te, jak również wpływ otoczenia środowiskowego i społecznego na emitenta i jego przygotowanie wynikające z ładu korporacyjnego, kształtują wiarygodność kredytową, a zatem ryzyko kredytowe inwestycji związane z aspektami ESG. Ostatecznie wprowadzenie ratingów kredytowych ESG poszerza możliwość stosowania strategii integracji ESG o instrumenty o stałym dochodzie.

Rozwijają się również zasady definiowania celów ESG dla inwestycji indywidualnych. Kluczowe są tu inicjatywy wypracowania dobrych praktyk doradztwa inwestycyjnego²⁷.

²⁶ L. Kaiser: *ESG integration: value, growth and momentum*. Journal of Asset Management 2020, vol. 21(1), pp. 32–51.

²⁷ Są to inicjatywy rynkowe (np. wytyczne MSCI), pozarządowe (wytyczne Principles for Responsible Investment dla doradców inwestycyjnych), jak też inicjatywy na poziomie regulacji.

Wdrażane są przepisy regulujące informowanie klienta²⁸ o wpływie polityki inwestycyjnej na SD (w tym o ryzyku) oraz klasyfikujące produkty inwestycyjne ze względu na skalę zbieżności z SDG i nakładające wymóg odpowiedniego oznakowania produktów. Takie rozwiązania służą przede wszystkim zintegrowaniu strategii ESG instytucji finansowych z celami ich klientów, a tym samym umocnieniu legitymizacji SRI.

Rozwój zasad oceny ESG skutkuje zauważalnymi zmianami w koszcie i dostępie do kapitału przedsiębiorstw. Szeroko zakrojone badania wykazują, że przedsiębiorstwa o lepszych ratingach ESG i lepiej raportujące aspekty ESG mają niższy koszt długu²⁹, niższy koszt kapitału własnego³⁰ oraz lepszy dostęp do kapitału³¹. Rosnąca popularność strategii integracji ESG w inwestowaniu może tylko wzmocnić te efekty.

Proces doskonalenia kryteriów i zasad oceny biorców kapitału pod kątem SD jest jednak daleki od zakończenia. Poważnym problemem pozostaje znaczna rozbieżność w metodyce opracowania ratingów ESG i ostatecznie w poziomie ratingów ESG nadawanych przez różne agencje³². W konsekwencji spółki odbierają mieszane/sprzeczne sygnały od agencji ratingowych dotyczące oczekiwanych działań i ich oceny przez rynek, z kolei rynki są mniej skłonne do wyceniania *ex post* wyników firm w zakresie ESG. Wzrost zbieżności ratingów ESG bądź zdecydowane uplasowanie się określonego ratingu na podium wyścigu o rangę to element niezbędny do poprawy komunikacji na rynkach finansowych i przyspieszenia działań przedsiębiorstw zmierzających do poprawy ich oceny pod kątem ESG. Z tej przyczyny podejmowane są reformy regulacji ratingów ESG dotyczące zwłaszcza transparentności ratingów i ich metodologii³³. Skuteczność tych regulacji będzie można ocenić w przyszłości.

W przyszłości duże znaczenie mogą mieć też regulacje ostrożnościowe sektora bankowego. Szczegółową analizę wdrażanych i planowanych regulacji dotyczących włączenia ryzyka ESG w filary standardów kapitałowych oraz zasady skutecznego

²⁸ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych.

²⁹ Y. Eliwa, A. Aboud, A. Saleh: *ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries*. Critical Perspectives on Accounting 2021, vol. 79, no.102097; N. Raimo, A. Caragnano, M. Zito, F. Vitolla, M. Mariani: *Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing*. Corporate Social Responsibility and Environmental Management 2021, vol. 28(4), pp. 1412–1421.

³⁰ Y. Chen, T. Li, Q. Zeng, B. Zhu: *Effect of ESG performance on the cost of equity capital: Evidence from China*. International Review of Economics Finance 2023, vol. 83, pp. 348–364.

³¹ B. Cheng, I. Ioannou, G. Serafeim: *Corporate social responsibility and access to finance*. Strategic Management Journal 2014, vol. 35(1), pp. 1–23.

³² F. Berg, J. Koelbel, R. Rigobon: *Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings*. Review of Finance 2022, vol. 26(6), pp. 1315–1344.

³³ W grudniu 2023 r. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) ogłosił podjęcie wspólnego działania nadzorczego (CSA) z właściwymi organami krajowymi (NCA) w sprawie ujawniania informacji ESG na mocy rozporządzenia w sprawie wskaźników referencyjnych (BMR) publikowanych przez agencje ratingowe mające siedzibę w Unii lub w państwie trzecim, które uzyskały zezwolenie, rejestrację, uznanie lub zatwierdzenie swoich wskaźników referencyjnych na mocy rozporządzenia BMR. Działanie obejmuje następujące aspekty: ujawnienie czynników ESG w zestawieniu benchmarków i metodologii benchmarków oraz szczegółowe wymogi dotyczące ujawniania informacji dotyczące metodologii wskaźników klimatycznych.

nadzoru bankowego przedstawia M. Marcinkowska³⁴. Co istotne, w październiku 2023 r. European Banking Authority (EBA) opublikowała raport na temat roli ryzyka środowiskowego i społecznego w ramach ostrożnościowych instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych³⁵. Raport zaleca, aby przyspieszyć integrację zagrożeń środowiskowych i społecznych w całym filarze 1. Warto podkreślić zwłaszcza propozycję włączania aspektów ESG w testy warunków skrajnych, w zarządzanie ryzykiem kredytowym i operacyjnym oraz w raportowanie koncentracji ryzyka. Jeżeli proponowane zmiany zostaną wdrożone, ryzyko ESG będzie podwyższało wymogi kapitałowe banków. W rezultacie banki będą dostosowywały politykę kredytową i inwestycyjną do nowych zasad, co skutkuje zmniejszeniem finansowania projektów obciążonych ryzykiem ESG, a tym samym wyższym kosztem kapitału i mniejszym dostępem do kapitału przedsiębiorstw o niskich ocenach ESG. Nowe zasady będą oddziaływały na cały rynek kredytów w Unii Europejskiej.

Należy też zaznaczyć, że na rynku finansowym zaczyna pojawiać się opór przeciw uwzględnianiu aspektów ESG w decyzjach inwestycyjnych. W USA strony bliskie środowiskom republikańskim kwestionują zasadność ochrony klimatu i jednocześnie uznają zaangażowanie w ochronę środowiska za element wartości liberalnych, stawiając inwestycje ESG w centrum sporu politycznego³⁶. Zakres zagadnień ESG bywa też mieszany z kwestiami wrażliwymi światopoglądowo³⁷, co stymuluje kampanie anti-ESG na rynku finansowym³⁸. Przesunięcie dialogu o ESG z obszaru konsensusu społecznego w obszar konfliktów politycznych i światopoglądowych może ograniczyć tempo rozwoju zrównoważonych rynków finansowych. Oznacza to w każdym wypadku wzrost niepewności przedsiębiorstw w obszarze wyceny projektów ESG przez rynek.

Koordinacja strategii inwestowania różnych dawców kapitału

Drugim trendem znamionującym rozwój zrównoważonych rynków finansowych jest koordynacja działań podmiotów decydujących o alokacji kapitału na rynku finansowym z uwzględnieniem rozwoju zrównoważonego. Koordinacja ta następuje przede wszystkim na drodze:

³⁴ M. Marcinkowska: *Próby włączenia ryzyka ESG do unijnych regulacji ostrożnościowych dla banków*. Bezpieczny Bank 2022, vol. 88(3), pp. 35–65.

³⁵ EBA: *Report on the role of environmental and social risks in the prudential framework*, 2023, <https://www.eba.europa.eu/publications-and-media/press-releases/eba-recommends-enhancements-pillar-1-framework-capture>, (dostęp: 15.01.2023)

³⁶ A. Winston: *Why Business Leaders Must Resist the Anti-ESG Movement?* Harvard Business Review 2023, <https://hbr.org/2023/04/why-business-leaders-must-resist-the-anti-esg-movement>, (dostęp: 15.01.2024).

³⁷ Na przykład daleko posunięte kampanie pracodawców na rzecz LGBTQ+ czy Krytyczna Teoria Rasy. C. Crews: *The Far Right Culture War on ESG*. Religions 2023, vol. 14(10), art. 1257.

³⁸ K. St. Clare: *Activism By Any Other Name: Stakeholder Capitalism, ESG, and Political Pushback*. Emory Corporate Governance and Accountability Review Perspectives 2023, vol. 1(3), pp. 30–41.

- dobrowolnego przyjmowania przez zarządzających aktywami, banki i zakłady ubezpieczeń, reguł dotyczących inwestowania dla zrównoważonego rozwoju,
- skoordynowanego zaangażowania giełd w promowanie SRI.

Kluczowe inicjatywy tworzące i upowszechniające reguły SRI w sektorze finansowym zawarte zostały w tabeli 1.2.

Tabela 1.2. Kluczowe inicjatywy koordynujące alokowanie kapitałów pieniężnych z uwzględnieniem ESG

Inicjatywa i uczestnicy	Aktywa sygnatariuszy inicjatywy	Obszary koordynacji
Principles of Responsible Investment (PRI) założone w ramach inicjatywy Global Compact ONZ	121,3 biliona USD (marzec, 2022) AuM	<ul style="list-style-type: none"> – koordynacja działań na rzecz wzrostu transparentności i wiarygodności w obszarach ESG (w relacjach inwestorskich i w relacjach w firmami konsultingowymi świadczącymi usługi na rzecz sygnatariuszy), – upowszechnianie dobrych praktyk w sektorze finansowym, – koordynacja wymogów dotyczących ESG w cyklu życia finansowanego przedsiębiorstwa (od Venture Capital do obligacji korporacyjnych), – koordynacja pozyskiwania wiedzy na temat aspektów ESG w inwestowaniu (np. współfinansowanie baz danych, wspólne konsultacje dotyczące trudnych problemów, np. odpowiedzialnego pozyskiwania kobaltu), – koordynacja działań z zakresu aktywizmu właścicielskiego.
The Net Zero Asset Managers initiative (ZNAMi)	57 bilionów USD AuM (2023)	<ul style="list-style-type: none"> – koordynacja celu: zerowa emisja netto gazów cieplarnianych („GHG”) do 2050 r., oraz wspieranie inwestycji dostosowanych do zerowej emisji netto do 2050 r. lub wcześniej, – koordynacja pomiaru celów: odniesienie do GHG Protocol (Zakres 1, 2 i 3) i SBTi, – koordynacja pozyskiwania i analizy informacji o celach klimatycznych i ich związku z obowiązkami fiducjarnymi, – koordynacja działań z zakresu aktywizmu właścicielskiego, – koordynacja współpracy z podmiotami kluczowymi dla systemu inwestycyjnego, w tym z agencjami ratingowymi, audytorami, giełdami, doradcami ds. pełnomocników, konsultantami inwestycyjnymi etc., – koordynacja nacisku na wdrażanie polityki zapewniającej osiągnięcie celów porozumienia paryskiego.
The Investor Agenda (IA) założone przez siedem pomiotów współpracujących z i zrzeszających podmioty sektora finansowego	42 biliony USD AuM (2022)	<ul style="list-style-type: none"> – koordynacja inicjatyw z obszaru aktywizmu właścicielskiego, – koordynacja zarządzania ryzykiem klimatycznym w portfolio sygnatariuszy (inwestycja w projekty niskoemisyjne, wycofanie z projektów związanych z paliwami kopalnymi), – koordynacja opowiadania się sygnatariuszy za polityką publiczną ukierunkowaną na sprawiedliwą transformację energetyczną, – koordynacja wymogów dotyczących ujawnień polityki dekarbonizacji finansowanych spółek i jej zgodności z celami porozumienia paryskiego.

Inicjatywa i uczestnicy	Aktywa sygnatariuszy inicjatywy	Obszary koordynacji
Glasgow Financial Alliance for Net Zero (GFANZ)	80 bilionów USD AuM, 70 bilionów USD aktywa bankowe, 700 miliardów USD składki przypisanej brutto (2022)	<ul style="list-style-type: none"> – opracowanie narzędzi i metodologii niezbędnych do osiągnięcia całkowitej dekarbonizacji portfeli instytucji finansowych do 2050 r. (Zgodnie ze ścieżką SBTi) – opracowanie i wdrożenie dobrych i wiarygodnych praktyk, – mobilizowanie kapitału dla krajów rozwijających się i rynków wschodzących, – wspieranie polityki publicznej w zakresie realizacji postanowień porozumienia paryskiego (Net Zero).
Equator Principles (EP)	Brak danych o aktywach: 138 banków sygnatariuszy w 38 krajach (2023) 1,336 transakcji zawartych zgodnie z EP w 2022	<ul style="list-style-type: none"> – koordynacja wymogów obejmujących przestrzeganie praw człowieka oraz wymogów dotyczących oddziaływania na społeczeństwo i środowisko, wspierających ocenę i zarządzanie ryzykiem środowiskowym i społecznym w dużych projektach (zazwyczaj powyżej 10 mln USD) – 10 szczegółowych zasad zarządzania ryzykiem społecznym i środowiskowym projektu w cyklu jego życia w celu minimalizacji negatywnego oddziaływania projektu na społeczeństwo i środowisko i minimalizacji ryzyka reputacyjnego kapitałodawców, – koordynacja współpracy na rzecz wdrażania zasad oraz ich popularyzacji w sektorze, – koordynacja na rzecz zwiększenia transparentności finansowania przez sektor bankowy projektów oddziałujących na społeczeństwo i środowisko.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: unpri.org; theinvestoragenda.org; netzeroassetmanagers.org, gfanzero.com i equator-principles.com.

Liczba sygnatariuszy inicjatyw przedstawionych w tabeli 1.2 wzrasta niezmiennie od momentu ich ustanowienia. Tym samym rośnie wartość kapitałów pieniężnych alokowanych zgodnie z ujednoczonym podejściem do SD. Jest to stymulowane co najmniej dwoma trendami:

- dostrzeganiem materialności aspektów ESG,
- dostrzeganiem efektów zewnętrznych związanych z ESG w całym portfelu inwestora.

Dostrzeganie materialności ESG przyczynia się do zbieżności podejścia społecznie odpowiedzialnego w inwestowaniu z podstawowym zadaniem instytucji finansowych – dbałością o realizację obowiązków fiducjarynych³⁹. Instytucje finansowe w coraz większym stopniu uznają i deklarują, że uwzględnianie aspektów ESG, ochrona klimatu i bioróżnorodności leżą w najlepszym długoterminowym interesie ich beneficjentów⁴⁰. Z drugiej strony część inwestorów zaczyna dostrzegać problem negatywnych efektów zewnętrznych związanych z ESG wewnątrz swojego portfela. Są to tzw. inwestorzy

³⁹ C. Consolandi, R. Eccles, G. Gabbi: *How material is a material issue? Stock returns and the financial relevance and financial intensity of ESG materiality*. *Journal of Sustainable Finance Investment* 2022, vol. 12(4), pp. 1045–1068.

⁴⁰ S. Gary: *Best interests in the long term: fiduciary duties and ESG integration*. *University of Colorado Law Review* 2019, vol. 90, pp. 731 – 750; M. Schanzenbach, R. Sitkoff: *ESG investing: Theory, evidence, and fiduciary principles*. *Journal of Financial Planning* 2020, vol. 1038, pp. 1–15.

uniwersalni, to znaczy „o takiej wielkości, że ich inwestycje są zdywersyfikowane we wszystkich klasach aktywów (...), w związku z czym można powiedzieć, że inwestują w gospodarkę jako całość”⁴¹. Inwestorzy uniwersalni są predysponowani do identyfikacji i wyceny środowiskowych i społecznych efektów zewnętrznych z generowanych przez spółki w ich portfolio, gdyż poprzez zależności systemowe pozostałe spółki z tego portfolio są odbiorcami tych efektów⁴². I w tym przypadku motyw finansowy stymuluje zainteresowanie dawców kapitału aspektami ESG.

Należy zwrócić uwagę także na skuteczność koordynacji. Dobrym przykładem jest sukces w zmianie składu rady nadzorczej Exxon Mobil w 2021 r. (na bardziej przyjazną klimatowi), osiągnięty dzięki zaproszeniu do współdziałania przez mały fundusz hedgingowy Engine1 większych akcjonariuszy (BlackRock, Vanguard i State Street)⁴³.

Warto podkreślić, że koordynacja dotyczy nie tylko celów inwestycji dla SD („co?”) lecz również opracowywania i wdrażania planów i modeli biznesowych dostosowanych do takich celów („jak?”). Zwiększa to realność osiągnięcia założonych celów.

Wzrost koordynacji w inwestowaniu SRI stymulowany jest nie tylko zrzeczeniem inwestorów, lecz również zaangażowaniem giełd w poprawę komunikacji pomiędzy inwestorami SRI a emitentami. Po giełdzie w Nowym Jorku indeksy śledzące akcje spółek wyróżniających się pod kątem ESG wprowadziły kolejne giełdy, m.in. w Londynie, Nasdaq, Euronext, a także Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. W 2024 r. takich giełd jest na świecie 50⁴⁴. Indeksy giełdowe ESG ułatwiają, uwiarygodniają i legitymizują i promują inwestowanie SRI.

Najważniejsze efekty skoordynowanych działań to:

- efekt skali w oddziaływaniu na przedsiębiorstwa o rozproszonej strukturze własności,
- obniżenie kosztów stałych opracowywania i wdrażania strategii SRI, a tym samym wzrost możliwości ich upowszechnienia,
- wypracowanie praktyk zyskujących szerokie poparcie i akceptację w sektorze – ograniczenie niepewności odnośnie legitymizacji strategii SRI,
- ujednoczenie oczekiwań względem biorców kapitału: zmniejszenie niepewności kapitałobiorców w zakresie preferowanych kierunków działania i ich wyceny przez rynek finansowy.

⁴¹ S. Lydenberg: *Universal investors and socially responsible investors: A tale of emerging affinities*. Corporate Governance: An International Review 2007, vol. 15(3), pp. 467–477.

⁴² C. Juravle, A. Lewis: *Identifying impediments to SRI in Europe: A review of the practitioner and academic literature*. Business Ethics: A European Review 2008, vol. 17(3), pp. 285–310; C. Louche, T. Busch, P. Crifo, A. Marcus: *Financial markets and the transition to a low-carbon economy: Challenging the dominant logics*. Organization Environment 2019, vol. 32(1), pp. 3–17.

⁴³ Engine 1, posiadający zaledwie 0,02% akcji w naftowego giganta, dążył do przyjęcia przez kierownictwo firmy strategii redukcji śladu węglowego. Poprzednia rada nadzorcza nie była skłonna do podjęcia działań na rzecz dekarbonizacji. Engine 1 uznał, że konieczna jest zmiana składu rady. Nie mając wystarczającej siły głosu, zaprosił do wspólnej akcji BlackRock, Vanguard i State Street, powołując się na The Net Zero Asset Managers initiative. Skoordynowana akcja tych podmiotów doprowadziła do zmiany trzech dyrektorów na rzecz osób wspierających ochronę klimatu. Zob. <https://www.nytimes.com/2021/06/09/business/exxon-mobil-engine-no1-activist.html> (dostęp: 20.12.2023)

⁴⁴ Sustainable Stock Exchange Database, (dostęp: 15.01.2024).

Procesy koordynacji nie są jednak efektywne bezwarunkowo. Badania wskazują, że choć sygnatariusze spoza USA podpisujący PRI budują portfele o istotnie wyższym ratingu ESG, to inwestorzy z USA nie poprawiają wyników ESG portfela po podpisaniu PRI⁴⁵. Przyczyn tego stanu rzeczy upatruje się w większej niepewności inwestorów amerykańskich w obszarze obowiązków fiducjarnych, silniejszej koncentracji na motywach komercyjnych i niższej dojrzałości rynku ESG w USA⁴⁶. Potwierdzono również, że rynkowa premia za ryzyko węglowe (ryzyko związane z transformacją energetyczną konieczną dla realizacji postanowień porozumienia paryskiego) badana dla rynku akcji jest wyższa dla przedsiębiorstw działających w krajach o bardziej rygorystycznej polityce klimatycznej⁴⁷. Problemem pozostaje zatem zróżnicowana legitymizacja SRI wynikająca ze sprzeczności występujących w otoczeniu instytucjonalnym sektora finansowego. Można więc wnioskować, że ustabilizowanie prawnego i politycznego statusu SRI i celów zrównoważonego rozwoju jest konieczne dla wzrostu skuteczności procesów koordynujących alokację kapitałów pieniężnych dla wsparcia zrównoważonego rozwoju.

Rozwój rynkowych instrumentów finansowania zrównoważonego rozwoju

Techniczną trudnością inwestowania w papiery wartościowe i udzielania kredytów z uwzględnieniem aspektów ESG jest ocena, w jakim stopniu zainwestowane środki rzeczywiście wspierają SD. Ratingi ESG wspierają ocenę emitenta, jednak nawet emitent o wysokim ratingu ESG może wykorzystać pozyskane środki na projekty/działania niezgodne z celami inwestora/SDGs. Trudność tę rozwiązało powstanie instrumentów typowych dla rynku finansowego, w których konstrukcję wpisana jest gwarancja przeznaczenia środków na SD. Instrumenty te i ich aktualne zasady⁴⁸ prezentuje tabela 1.3.

Zwraca uwagę fakt, że zasady przeznaczenia środków pozyskanych w drodze emisji instrumentów wymienionych w tabeli 1.3 są ujednolicane. Co więcej, poza europejskimi zielonymi obligacjami, standaryzacja instrumentów inspirowana i rozwijana jest z inicjatywy podmiotów spoza sektora rządowego. Oznacza to, że w sektorze finansowym występują centra koordynacji zasad finansowania zrównoważonego rozwoju (ISMA, LSTA). Choć zasady te nie mają rangi regulacji, stają się instytucją normującą pozyskiwanie kapitału na SD.

⁴⁵ R. Gibson Brandon, S. Glossner, P. Krueger, P. Matos, T. Steffen: *Do responsible investors invest responsibly?* Review of Finance 2022, vol. 26(6), pp. 1389–1432.

⁴⁶ Co więcej, inne badania wskazują, że choć inwestorzy amerykańscy identyfikujący się jako odpowiedzialni inwestują w spółki o lepszych wynikach w obszarach E i S, to nie stymulują spółek do poprawy oddziaływania na społeczeństwo i środowisko; zob. D. Heath, D. Macciocchi, R. Michaely, M. Ringgenberg: *Does socially responsible investing change firm behavior?* Review of Finance 2023, vol. 27(6), pp. 2057–2083; R. Gibson Brandon, S. Glossner, P. Krueger, P. Matos, T. Steffen: op. cit., pp. 1389–1432.

⁴⁷ P. Bolton, M. Kacperczyk: *Global pricing of carbon transition risk*. The Journal of Finance 2023, vol. 78(6), pp. 3677–3754.

⁴⁸ Zasady obligacji zielonych są aktualizowane nieprzerwanie od roku 2014.

Tabela 1.3. Instrumenty zaprojektowane dla finansowania zrównoważonego rozwoju (stan na styczeń 2024 r.)

Nazwa instrumentu	Standaryzacja instrumentu	Definicja	Przeznaczenie środków
Zielone obligacje	Green Bond Principles (GBP) ustanowione w 2014 r. przez konsorcjum banków, obecnie zarządzane przez International Capital Market Association	Zielone Obligacje to obligacje spełniające cztery podstawowe kryteria GBP, z których wpływy wykorzystywane są wyłącznie do pełnego lub częściowego finansowania bądź refinansowania nowych i/lub istniejących projektów, które zaliczają się do projektów zielonych.	<ul style="list-style-type: none"> – energia odnawialna, – efektywność energetyczna, – zapobieganie i kontrola zanieczyszczeń, – zrównoważone środowiskowo zarządzanie zasobami naturalnymi i użytkowaniem gruntów, – zachowanie bioróżnorodności, – czysty transport, – zielone technologie (np. przechowywanie energii solarnej), – zrównoważone zarządzanie wodą, – adaptacja do zmian klimatu, – produkty, technologie i procesy produkcyjne dostosowane do gospodarki o obiegu zamkniętym, – zielone budynki.
Obligacje społeczne	Social Bond Principles (SBP) ustanowione w 2014 r. przez konsorcjum banków, obecnie zarządzane przez International Capital Market Association	Obligacje Społeczne to obligacje spełniające cztery podstawowe kryteria SBP, z których wpływy wykorzystywane są wyłącznie do pełnego lub częściowego finansowania bądź refinansowania nowych i/lub istniejących Projektów Społecznych.	<p>Zapewnienie wrażliwym grupom społecznym:</p> <ul style="list-style-type: none"> – przystępnej cenowo podstawowej infrastruktury (np. czysta woda pitna, ścieki, warunki sanitarne, transport, energia), – dostępu do podstawowych usług (np. zdrowie, edukacja i szkolenia zawodowe, opieka zdrowotna, finansowanie i usługi finansowe), – przystępnego cenowo mieszkalnictwa, – generowania zatrudnienia z włączeniem potencjalnych skutków finansowania małych i średnich przedsiębiorstw oraz mikrofinansowania, – bezpiecznej żywności, – socjoekonomicznego postępu i upodmiotowienia. <p>Wrażliwe grupy społeczne obejmują: osoby żyjące poniżej granicy ubóstwa, populacje/społeczności marginalizowane/wykluczane, bezbronnych, bezrobotnych, niepełnosprawnych, imigrantów, przesiedlonych, osoby niewykształcone i pozbawione dostępu do podstawowych towarów i usług.</p>

Nazwa instrumentu	Standaryzacja instrumentu	Definicja	Przeznaczenie środków
Obligacje zrównoważone	Sustainability Bond Guidelines (SBG) zarządzane przez International Capital Market Association	Obligacje zrównoważonego rozwoju to obligacje, z których wpływy wykorzystywane są wyłącznie do finansowania bądź refinansowania połączenia projektów ekologicznych i projektów prospołecznych. Obligacje zrównoważonego rozwoju spełniają cztery podstawowe kryteria zasad GBP i SBP, przy czym te pierwsze mają szczególnie znaczenie dla odpowiednich projektów zielonych, a te drugie dla odpowiednich projektów prospołecznych.	Jak w przypadku zielonych obligacji oraz obligacji społecznych. Niektóre projekty prospołeczne mogą dodatkowo przynosić korzyści dla środowiska, a niektóre zielone projekty korzyści społeczne. Klasyfikacja zielonych obligacji, obligacji społecznych i obligacji zrównoważonego rozwoju pod kątem wykorzystania środków powinna być dokonywana przez emitenta w oparciu o podstawowe cele właściwych projektów.
Europejskie zielone obligacje	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie europejskich zielonych obligacji oraz opcjonalnego ujawniania informacji na temat obligacji wprowadzanych do obrotu jako zrównoważone środowiskowo i obligacji powiązanych ze zrównoważonym rozwojem, 11 października 2023 r.	Europejskie zielone obligacje	Wyłącznie na działalność gospodarczą, która jest zrównoważona środowiskowo, a zatem zgodna z celami środowiskowymi określonymi w rozporządzeniu (UE) 2020/852 albo przyczynia się do przekształcenia działalności tak, aby mogła ona spełnić kryteria zrównoważenia środowiskowego (zgodna z Taksonomią UE, a zatem oceniona w odniesieniu do technicznych kryteriów klasyfikacji).
Obligacje klimatyczne	Standard obligacji klimatycznych (Climate Bond Standard – CBS) opracowany przez Climate Bond Initiative opublikowany po raz pierwszy w 2013 r.	Obligacje klimatyczne to obligacje spełniające kryteria CBS, z których środki są przeznaczone na transformację przedsiębiorstw, która będzie wystarczająco szybka i solidna, aby osiągnąć cel paryski dotyczący zmniejszenia emisji o prawie połowę do 2030 r. i osiągnięcia zerowej emisji netto do 2050 r.	Aktywa, projekty, podmioty spełniające kryteria CBS. Cele pozyskania środków muszą być zgodne z taksonomią CBI, które identyfikuje aktywa, działania i projekty potrzebne do przejścia na gospodarkę niskoemisyjną zgodną z celami Porozumienia paryskiego. Standardy są sektorowe i dostosowywane na bieżąco do zaleceń m.in. Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) oraz International Energy Agency (IEA),

Nazwa instrumentu	Standaryzacja instrumentu	Definicja	Przeznaczenie środków
Zielone kredyty	Green Loan Principles (GLP) opublikowane przez Loan Syndications and Trading Association (LSTA) (2023)	Wszelkiego rodzaju instrumenty kredytowe i/lub instrumenty warunkowe (takie jak linie obligacji, linie gwarancyjne lub akredytywy) udostępniane wyłącznie w celu finansowania, refinansowania lub gwarantowania, w całości lub w części, nowych i/lub istniejących projektów kwalifikujących się Zielone Projekty według GLP	<ul style="list-style-type: none"> – energia odnawialna, – efektywność energetyczna, – zapobieganie i kontrola zanieczyszczeń, – zrównoważone środowiskowo zarządzanie zasobami naturalnymi i użytkowaniem gruntów, – zachowanie bioróżnorodności, – czysty transport, – zielone technologie (np. przechowywanie energii solarnej), – zrównoważone zarządzanie wodą, – adaptacja do zmian klimatu, – produkty, technologie i procesy produkcyjne dostosowane do gospodarki o obiegu zamkniętym, – zielone budynki.
Kredyty w formule SLL (Sustainability Linked Loans)	Sustainability Linked Loans Principles (SLLP) opublikowane przez Loan Syndications and Trading Association (LSTA) (2023)	Wszelkiego rodzaju instrumenty kredytowe i/lub instrumenty warunkowe (takie jak linie obligacji, linie gwarancyjne lub akredytywy), które zachęcają pożyczkobiorcę do osiągnięcia ambitnych, wcześniej określonych celów w zakresie zrównoważonego rozwoju (Sustainability Performance Targets – SPT) – brak osiągnięcia SPT skutkuje podwyższeniem oprowentowania kredytu.	<p>Kredyt ma ogólne przeznaczenie, jednak kredytobiorca zobowiązuje się osiągnąć Sustainability Performance Targets (SPT), które powinny:</p> <ul style="list-style-type: none"> – być ambitne, istotne, kluczowe i materialne dla całej działalności pożyczkobiorcy, przez cały okres finansowania oraz o dużym znaczeniu strategicznym dla bieżącej i/lub przyszłej działalności pożyczkobiorcy, – być mierzalne w oparciu o spójne podstawy metodologiczne; ustalone na każdy rok kredytowania i cyklicznie weryfikowane, – mieć możliwość przeprowadzenia analizy porównawczej (tj. w miarę możliwości wykorzystania zewnętrznego odniesienia lub definicji w celu ułatwienia oceny poziomu ambicji SPT)
Obligacje związane ze Zrównoważonym Rozwojem (dalej: „Obligacje SLB”)	Sustainability-Linked Bond Principles	Obligacje, których warunki finansowe lub strukturalne mogą się różnić w zależności od tego, czy emitent osiąga z góry określone cele w zakresie zrównoważonego rozwoju / cele ESG. Obligacje SLB to instrument obejmujący prognozę wyników.	Przychody uzyskane z emisji Obligacji SLB przeznaczane są na cele ogólne. Emitent zobowiązuje się do osiągnięcia SPT (jak w przypadku SLL), co jest konieczne dla utrzymania korzystniejszych warunków obligacji.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Sustainability Bond Guidelines, Green Bond Principles, Social Bond Principles, Climate Bond Standard and Certification Scheme, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie europejskich zielonych obligacji oraz opcjonalnego ujawniania informacji na temat obligacji wprowadzanych do obrotu jako zrównoważone środowiskowo i obligacji powiązanych ze zrównoważonym rozwojem, 11 października 2023, Green Loan Principles oraz Sustainability Linked Loans Principles.

Poza ustaleniem celów wykorzystania środków rynkowe instrumenty finansowania SD zawierają istotne cechy zapewniające ich wiarygodność:

- ich emisja/udzielenie jest poprzedzone raportem specyfikującym przeznaczenie środków (raport przed-emisyjny w przypadku obligacji); dokument taki podlega niezależnej weryfikacji,
- określone są reguły zarządzania rachunkiem, na który wpływają środki, zapewniające przeznaczenie tych środków wyłącznie na projekty/aktywa określone w raporcie przed-emisyjnym; wykorzystanie środków podlega monitoringowi,
- w okresie finansowania kapitałobiorca musi przygotowywać raporty dokumentujące wykorzystanie środków/postęp w osiągnięciu celów SD,
- po zakończeniu okresu finansowania kapitałobiorca jest zobligowany do przygotowania raportu po-emisyjnego (po zakończeniu kredytu), który również podlega niezależnej weryfikacji.

Można zatem podejrzewać, że koszty administracyjne pozyskania finansowania w ten sposób mogą być wysokie. Jednak badania wykazują, że nawet biorąc pod uwagę koszty administracyjne, koszt kapitału pozyskanego w drodze emisji zielonych obligacji jest niższy niż w przypadku instrumentów standardowych⁴⁹. Co więcej, emisja takich instrumentów stanowi silny sygnał reputacyjny, odzwierciedlony we wzroście wartości akcji emitenta⁵⁰. Istnieją zatem zauważalne przesłanki finansowe przemawiające za rozwojem przedsiębiorstw w kierunkach, które mogą być finansowane za pomocą rynkowych instrumentów finansowania SD. Potwierdza to rosnąca popularność zielonych obligacji jako instrumentu pozyskania długu przez przedsiębiorstwa (rysunek 1.2).

Dane zaprezentowane w rysunku 1.2 pokazują, że udział zielonych obligacji w łącznej liczbie obligacji korporacyjnych rósł nieprzerwanie od 2014 r. i w 2022 r. przekroczył poziom 11%. Wiele giełd na świecie uruchomiło indeksy śledzące notowania zielonych obligacji⁵¹, co animuje rynek wtórny i popularyzuje inwestowanie w rodzinę tych instrumentów.

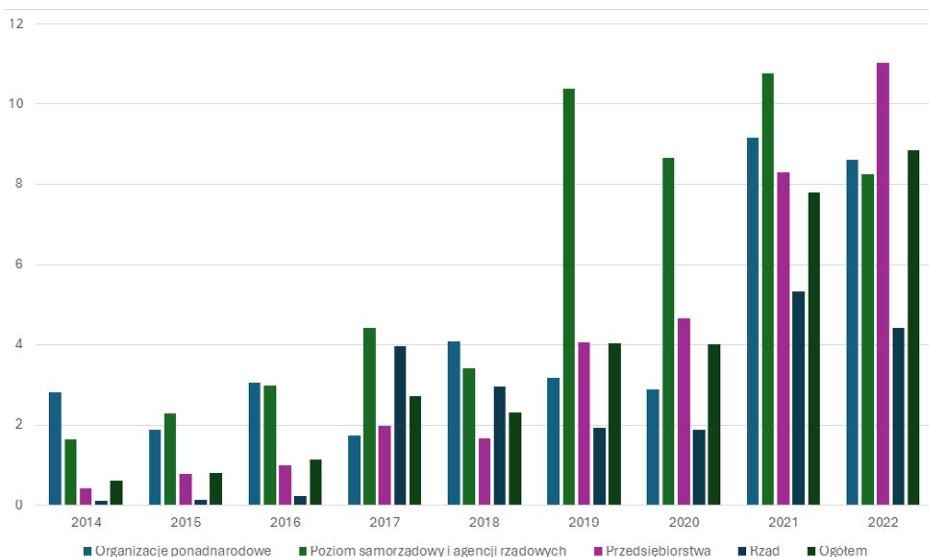
Rzeczywisty rozwój instrumentów finansowania SD obejmuje również instrumenty pochodne. Zalicza się do nich przede wszystkim: swapy procentowe powiązane z SD, indeksy swapów ryzyka kredytowego (CDS) powiązane z ESG; instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu giełdowego na notowanych indeksach akcji związanych z ESG, instrumenty pochodne handlu uprawnieniami do emisji, derywaty na energię odnawialną i paliwa odnawialne oraz pochodne instrumenty katastroficzne i pogodowe. Transakcje tego typu instrumentami są niestandardowe i nieseryjne. Ich struktura

⁴⁹ G. Gianfrate, M. Peri: *The green advantage: Exploring the convenience of issuing green bonds*. Journal of cleaner production 2019, vol. 219, s. 127–135; B. Hachenberg, D. Schiereck: *Are green bonds priced differently from conventional bonds?* Journal of Asset Management 2018, vol. 19, s. 371–383; J. Kapraun, C. Latino, C. Scheins, C. Schlag: *(In)-credibly green: which bonds trade at a green bond premium?* Proceedings of Paris December 2019 Finance Meeting EUROFIDAI–ESSEC 2021, s. 1–53.

⁵⁰ D. Tang, Y. Zhang: *Do shareholders benefit from green bonds?* Journal of Corporate Finance 2020, vol. 61, art. 101427.

⁵¹ Np. giełdy w Oslo, Sztokholmie i Londynie w 2015 r., giełdy w Mediolanie i Johannesburgu w 2017 r., giełda we Frankfurcie i w Wiedniu w 2018 r., a Hong Kong i Korea w 2020 r., <https://www.climatebonds.net/green-bond-segments-stock-exchanges>, (dostęp: 11.01.2024).

obejmuje często indywidualnie dobrane kluczowe wskaźniki efektywności (KPI) w obszarze zrównoważonego rozwoju. W przypadku swapów procentowych od takich KPI uzależnia się np. dodatnie pozytywnego lub negatywnego spreadu do stałej stopy oprocentowania⁵². Zrównoważone swapy ryzyka kredytowego służą do zarządzania ryzykiem kredytowym kontrahenta, którego wyniki finansowe mogą ucierpieć np. z powodu zmian klimatycznych. Opcje i futures na indeksy giełdowe ESG ułatwiają zarządzanie inwestycjami ESG. Z kolei derywaty pogodowe i katastroficzne pozwalają na transfer ryzyka z obszaru E, a dla inwestorów są interesującą ścieżką dywersyfikacji ryzyka. Podsumowując, rozwój derywatów zrównoważonych może oddziaływać na koszt kapitału bezpośrednio (swapy) lub pośrednio – przyczyniając się do upowszechniania SRI poprzez ułatwienie zarządzania portfelem o cechach ESG.



Rysunek 1.2. Udział wartości zielonych obligacji w łącznej wartości obligacji wyemitowanych w UE oraz udział zielonych obligacji w łącznej liczbie obligacji wyemitowanych w UE według emitenta

Źródło: European Environmental Agency, https://www.eea.europa.eu/data-and-maps/daviz/percentage-of-green-bond-issuances-1#tab-chart_5, (dostęp: 10.01.2024).

⁵² Tak skonstruowany jest pierwszy zrównoważony swap procentowy wyemitowany przez ING w 2019 r. Innym rozwiązaniem jest utrzymanie struktury instrumentu w trakcie jego trwania, lecz włączenie w kontrakt obowiązku zrealizowana darowizna na rzecz społeczeństwa/środowiska, jeśli wyniki ESG emitenta nie będą zgodne z założeniami kontraktu, jak np. w przypadku Siemens Gamesa, który zaciągnął kredyty ze swapem procentowym z taką konstrukcją w 2020 r.

Podsumowanie

Trendy przedstawione w niniejszym opracowaniu oznaczają, że alokowanie kapitału na rynku finansowym z uwzględnieniem zrównoważonego rozwoju jest coraz prostsze, tańsze, skuteczne, pewne i legitymizowane. Nastąpiło to w dużej mierze na skutek centralizacji i standaryzacji procesów wspierania oceny ESG, strukturyzacji instrumentów finansowania SD i tworzenia strategii SRI. Choć nie wszystkie decyzje o alokacji kapitałów pieniężnych podejmowane są z uwzględnieniem aspektów ESG, można zaobserwować wpływ uwzględniania kryteriów ESG na koszt i dostępność kapitału dla przedsiębiorstw. Oznacza to, że wskutek rozwinięcia funkcji informacyjnej na rynku finansowym ceny za kapitał i ich relacje odzwierciedlają w sposób coraz bardziej precyzyjny, a zatem coraz bardziej prawidłowy, względną rzadkość zasobów (także kapitału naturalnego i społecznego) i ryzyko związane z SD. Oznacza to, że przemodelowanie ładu następuje. Jak duży i jak szybki będzie wpływ zrównoważonych rynków finansowych na osiągnięcie SDGs nie jest jasne, lecz z perspektywy pojedynczego przedsiębiorstwa kluczowe jest dostrzeżenie i wypracowanie strategii w obliczu szans i zagrożeń związanych z rozwojem tych rynków. Zidentyfikowano dwa czynniki, które mogą hamować rozwój zrównoważonych rynków finansowych. Są to po pierwsze znaczne rozbieżności w ratingach ESG, które utrudniają decyzje inwestycyjne, po drugie, możliwe do zaobserwowania zwłaszcza w USA spory polityczne i światopoglądowe wokół niektórych elementów z obszaru ESG oraz spór wokół uwzględnienia ESG w kontekście realizacji obowiązków fiducjarnych. Spory te obniżają legitymizację SRI. Należy jednak wziąć pod uwagę fakt, że w początkowej fazie rozwoju zrównoważonych rynków finansowych ocena ESG była znacznie trudniejsza, a legitymizacja SRI silniej kwestionowana. Problemy te zatem raczej nie będą trwałą przeszkodą w rozwoju tych rynków.