

Aleksandra Kultys-Grabowska

Numer ORCID: 0000-0002-8337-9110

Katedra Finansów Rozwoju Zrównoważonego, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

EUROPEJSKIE ZIELONE OBLIGACJE – ICH SPECYFIKA NA TLE DOTYCHCZASOWYCH INSTRUMENTÓW

Abstrakt: Celem rozdziału było określenie różnic pomiędzy obligacjami zgodnymi z Europejskim Standardem Zielonych Obligacji a dotychczasowymi obligacjami, które kierowały się głównie standardami Climate Bonds Initiative oraz International Capital Markets Association. Rozdział analizuje zalety i wady trzech standardów emisji zielonych obligacji oraz podejmuje próbę oceny perspektywy rozwoju rynku zielonych obligacji.

Słowa kluczowe: zielone obligacje, europejski standard zielonych obligacji, źródła finansowania, inwestycje

TITLE: EUROPEAN GREEN BONDS – THEIR SPECIFICITY COMPARED TO EXISTING INSTRUMENTS

Abstract: The aim of the article was to determine the differences between bonds compliant with the European Green Bond Standard and existing bonds, which were mainly guided by the standards of the Climate Bonds Initiative and the International Capital Markets Association. The article analyzes the advantages and disadvantages of both solutions and attempts to assess the prospects for the development of the green bond market.

Keywords: green bonds, European green bond standard, sources of financing, investments

Wprowadzenie

Historia zielonych obligacji rozpoczęła się w 2007 r., kiedy to Europejski Bank Inwestycyjny ogłosił emisję nowego instrumentu, stanowiącego odpowiedź na wymagania *Planu działania na rzecz efektywności energetycznej*, dokumentu opracowanego przez Komisję Europejską (Pawłowski, 2017, s. 219). Dokument ten zakładał, że Unia Europejska marnuje co najmniej 20% energii z powodu jej nieefektywnego wykorzystania. W konsekwencji zostało podjęte zobowiązanie ograniczenia zużycia energii o ustalone 20%, co miało zostać zrealizowane po-

przez przeprowadzenie inwestycji poprawiających efektywność energetyczną. Oszacowano, że koszt przeprowadzenia takich inwestycji do roku 2020 będzie wynosił 100 miliardów euro (Communication from the Commission..., 2006). W efekcie tych założeń inwestycyjnych Europejski Bank Inwestycyjny podjął próbę emisji nowego źródła finansowania – zielonych obligacji. Od tego momentu zielone obligacje zostały wyemitowane nie tylko przez instytucje międzynarodowe, ale także przez poszczególne państwa, jednostki samorządu terytorialnego czy przedsiębiorstwa (The Green Bond Market in Europe 2018, 2018), stając się uznanym źródłem finansowania inwestycji. Rozwój rynku zielonych obligacji postępuje także wraz z rozwojem ich regulacji. Początkowo był to instrument nieuregulowany prawnie, następnie zostały opracowane pierwsze międzynarodowe standardy przez instytucje International Capital Market Association (ICMA) oraz Climate Bonds Initiative (CBI), aż wreszcie w ramach Unii Europejskiej zostały podjęte próby wypracowania europejskiego standardu zielonych obligacji. Celem tego opracowania jest porównanie wypracowanych za ten czas standardów zielonych obligacji wraz z określeniem ich podobieństw i różnic.

Zasady emisji zielonych obligacji według ICMA

Pierwszym standardem zielonych obligacji jaki powstał, były wytyczne *Green Bonds Principles* (w skrócie GBP), które zostały opracowane przez *International Capital Market Association*. Początkowo standard ten bazował na najlepszych praktykach ustanowionych w 2014 r. przez banki inwestycyjne. Następnie został przekształcony w niezależny standard przygotowany przez ICMA (European Parliament, 2022). GBP są wytycznymi dobrowolnymi, rozpoznawanymi na arenie międzynarodowej. Celem opracowania GBP było wsparcie rozwoju rynku zielonych obligacji poprzez zalecenie przejrzystości procesu ich emisji. Zgodnie z wytycznymi ICMA, emitent powinien zwrócić szczególną uwagę na (ICMA, 2021):

- 1) wykorzystanie wpływów z emisji zielonych obligacji;
- 2) proces oceny i selekcji projektów, które będą finansowane z pozyskanych środków;
- 3) zarządzanie pozyskanymi wpływami;
- 4) raportowanie z wykorzystania środków z emisji.

Szczegółowy opis zasad związanych z poszczególnymi obszarami uwagi emitenta zielonych obligacji został przedstawiony w tabeli 4.1.

Ponadto ICMA sugeruje, aby każdy emitent przygotował specjalne *Green Bond Framework*, czyli dokument, w którym przedstawi, w jaki sposób konkretna emisja zielonych obligacji spełnia zasady stawiane przez ICMA. Dokumentacja taka powinna być łatwo dostępna dla nabywców instrumentu. Dodatkowo organizacja zaleca, aby emitenci zlecieli podmiotowi zewnętrznemu przeprowadzenie specjalnego audytu zgodności emisji zielonych obligacji z zasadami ich emisji według ICMA.

Tabela 4.1 Charakterystyka standardu emisji zielonych obligacji według ICMA

Obszar szczególnej uwagi emitenta	Charakterystyka
wykorzystanie wpływów z emisji zielonych obligacji	Podstawową zasadą wytycznych GBP jest wykorzystanie pozyskanych środków na kwalifikujące się zielone projekty, które powinny być opisane w dokumentacji zabezpieczającej emisji. Projekty te powinny przynosić wyraźne korzyści środowiskowe, które – jeżeli to możliwe – są określone ilościowo. Do kwalifikujących się do finansowania ze środków z emisji zielonych obligacji ICMA zalicza się projekty związane z: energią odnawialną, efektywnością energetyczną zapobieganiem i kontrolą zanieczyszczeń, zrównoważonym gospodarowaniem zasobami naturalnymi, ochroną bioróżnorodności, czystym transportem, zrównoważoną gospodarką wodno-ściekową, adaptacją do zmian klimatu, gospodarką o obiegu zamkniętym, zielonym budownictwem.
proces oceny i selekcji projektów, które będą finansowane z pozyskanych środków	Emitent powinien poinformować nabywców o celach poszczególnych projektów oraz procesie określenia ich kwalifikacji.
zarządzenie pozyskanymi wpływami	Środki z emisji powinny być zapisane na osobnym koncie lub w inny formalny sposób powinien być śledzony proces ich wykorzystania. Emitent powinien informować nabywców o planowanym rodzaju lokowania środków.
raportowanie z wykorzystania środków z emisji	Emitent powinien udostępniać bieżące informacje na temat wykorzystania pozyskanych środków. Informacje powinny być udostępniane co najmniej raz na rok. W raporcie rocznym powinien znaleźć się spis projektów finansowanych przy wykorzystaniu środków z emisji zielonych obligacji. Z uwagi na poufność danych, dopuszcza się prezentowanie informacji nt. w postaci zagregowanego portfela.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie (ICMA, 2021).

Należy zaznaczyć, że wytyczne ICMA są wytycznymi dobrowolnymi, a zgodnie z nim, głównym sposobem sprawdzenia ich wypełnienia jest audyt podmiotu zewnętrznego, który jednak nie jest wymagany przez ten standard. Za drugą formę potwierdzenia rzetelności emisji zielonych obligacji można także uznać certyfikację emisji. Certyfikacja emisji zielonych obligacji odbywa się przy wykorzystaniu standardu organizacji *Climate Bonds Initiative (CBI)*. Standard ten zostanie omówiony w następnym części tego rozdziału.

Standardy emisji zielonych obligacji według CBI

Climate Bonds Initiative publikuje standardy, po których spełnieniu można ubiegać się o certyfikowanie emisji zielonych obligacji, co przekłada się na zwiększoną wiarygodność rzetelności emisji. W 2022 r. roku aby ubiegać się o tę certyfikację przez CBI należy spełnić wymagania postawione w dokumencie *Climate Bond Standard Version 3.0*. Należy jednak podkreślić, że CBI pracuje nad aktu-

ZIELONE FINANSE

alizacją tego standardu (wersją 4.0), co do której konsultacje społeczne przeprowadzane są od września do listopada 2022 r. Wymagania dotychczas obowiązującego standardu 3.0 zostały przedstawione w tabeli 4.2.

Tabela 4.2 Charakterystyka standardów emisji zielonych obligacji CBI (wersja 3.0)

Rodzaj wymagań	Wybrane ważniejsze aspekty wymagań
Część A: przed emisją	1. Wymagania względem wykorzystania środków. Emitent powinien udokumentować wybrane projekty i aktywa do finansowania przy użyciu wpływów z emisji. Nie wolno wybranych projektów i aktywów certyfikować innymi obligacjami klimatycznymi.
	2. Emitent powinien udokumentować proces decyzyjny kwalifikowalności wybranych projektów i aktywów.
	3. Wpływy netto z obligacji powinny być zaksięgowane na subkoncie, przeniesione do subportfela bądź udokumentowane w inny sposób.
	4. Jeszcze przed wydaniem środków emitent powinien ujawnić w dokumentacji emisji następujące kwestie: tereny inwestycyjne, weryfikatora/audytora, planowane podejście do raportowania etc.
Część B: po emisji	1. Wybrane projekty i aktywa muszą spełniać wymogi kwalifikowalności projektów i aktywów (część C). Emitent przekaże pozyskane środki na wybrane projekty i aktywa w trakcie 24 miesięcy od emisji obligacji lub wskaże w dokumentacji szacowany termin alokacji. Nominowane projekty i aktywa nie mogą ubiegać się o inną certyfikację.
	2. Emitent ma obowiązek ujawnienia oświadczenia w sprawie klimatycznego celu obligacji oraz ustalać czy wybrane projekty i aktywa spełniają wymogi kwalifikacyjne.
	3. Wpływy netto z obligacji powinny być zaksięgowane na subkoncie, przeniesione do subportfela bądź udokumentowane w inny sposób. Dopóki obligacja nie zostanie spłacona, saldo wpływów powinno być zmniejszane o kwoty odpowiadające inwestycjom lub wpłatom pożyczki.
Część C: wymagania względem kwalifikowalności projektów i aktywów	1. Informację o wybranych projektach i aktywach należy przekazać audytorowi w celu określenia ich zgodności ze standardem.
	2. Co najmniej raz do roku emitent powinien opublikować raport aktualizujący.
	3. Raport powinien zawierać wykaz wybranych projektów i aktywów oraz kwoty przeznaczone na nie.
	4. Raport może zawierać także oczekiwane rezultaty wybranych projektów i aktywów. W przypadku prezentowania rezultatów, emitent powinien stosować jakościowe wskaźniki wydajności oraz publikować informacje nt. metod i założeń względem tych wskaźników.
Część D: Wymagania względem certyfikacji obligacji kli- matycznych	1. Certyfikacja przed emisją: emitent powinien przygotować <i>Green Bond Framework</i> , następnie skorzystać z usług niezależnego audytora, po czym złożyć wnioski o certyfikację.
	2. Certyfikacja po emisji: emitent powinien zlecić niezależną kontrolę przez audytora, po czym złożyć wnioski o certyfikację. Aby utrzymać certyfikację, emitent powinien publikować corocznie raporty i wywiązywać się ze zobowiązań.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie (Climate Bonds Initiative, 2021).

Aby określić, które przedsięwzięcia zasługują na certyfikowanie, CBI nie tylko opracowało swój standard emisji, ale także wypracowało swoją taksonomię. Taksonomia ta ma za zadanie wskazywać które aktywa i projekty są potrzebne do przejścia na niskoemisyjną gospodarkę. Taksonomia ta opisuje przedsięwzięcia z zakresu: energetyki, transportu, gospodarki wodnej, budownictwa, użycia łądu i morza, przemysłu, gospodarki odpadami, ograniczania zanieczyszczeń, technologii informacyjno-komunikacyjnej (Climate Bonds Initiative, 2021).

Standardy zielonych obligacji według CBI ocenia się jako surowsze i trudniejsze do zrealizowania przez emitenta. Jako główną różnicę wskazuje się podejście do projektów kwalifikowalnych do finansowania z emisji zielonych obligacji. Standard według ICMA określa proces wyboru projektu i alokacji funduszy, ale nie definiuje ekologicznej działalności gospodarczej, a jedynie zaleca audyt zewnętrzny. Z kolei standard zielonych obligacji według CBI zakłada obowiązkowy audyt zewnętrzny, a także – w ramach wypracowanej przez siebie taksonomii – określa ekologiczne działania gospodarcze. Różnice te, wyraźnie wskazujące na bardziej rygorystyczne wymagania względem emisji zielonych obligacji zgodnie ze standardem CBI, sprawiają, że zdecydowanie mniej zielonych obligacji zostało wyemitowanych w tym standardzie. Standard ICMA jest standardem dominującym na rynku zielonych obligacji (European Parliament, 2022).

Regulacje zielonych obligacji w Europie

Rynek zielonych obligacji w Europie jest największy na świecie. Dane wskazują, że w 2020 r. aż 60% wszystkich uprzywilejowanych i niezabezpieczonych zielonych obligacji na świecie pochodziło właśnie z UE (Opinia Europejskiego Banku Centralnego..., 2021). Z pewnością można uznać, że wpływ na tę własność ma uprzywilejowanie rozwoju zrównoważonego w Europie. Szacuje się, że aby osiągnąć zamierzenia Europejskiego Zielonego Ładu należy rokrocznie przeznaczać 260 miliardów euro na dodatkowe inwestycje. Do źródeł finansowania tychże inwestycji zaliczono m.in. zielone obligacje (Communication from the Commission..., 2019). W celu zmniejszenia ryzyka pseudoekologicznego marketingu oraz ograniczenia zakłóceń dla dotychczasowych rynków zielonych obligacji została podjęta próba określenia europejskiego standardu zielonych obligacji. Celem określenia tego standardu jest wzmocnienie procesu tworzenia unii rynków kapitałowych w UE oraz ogólny rozwój rynku tego instrumentu (Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego..., 2019).

Głównym wymogiem względem emitowanych zielonych obligacji ma być dopasowanie projektów do taksonomii UE, tak aby 100% środków z emisji zielonych obligacji było przeznaczonych na projekty zgodne z tą taksonomią (European Parliament, 2022, s. 5). Do głównych celów taksonomii UE należy zaliczyć (Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego..., 2020):

- 1) łagodzenie zmian klimatycznych;
- 2) adaptację do zmian klimatycznych;

ZIELONE FINANSE

- 3) zrównoważone użytkowanie oraz ochronę zasobów wodnych i morskich;
- 4) zmianę na gospodarkę o obiegu zamkniętym;
- 5) zapobieganie i kontrolę zanieczyszczeń;
- 6) ochronę i przywracanie bioróżnorodności.

Względem dostosowania emisji zielonych obligacji do taksonomii UE występuje ulga przewidziana dla państwowych emitentów – nie musieliby oni dostosowywać do taksonomii poszczególnych projektów w ramach programów dotacji publicznych i ulg podatkowych, a jedynie ocenić zgodność takiego programu z taksonomią UE. Poza dostosowaniem aktywów i projektów do taksonomii UE wszyscy emitenci przestrzegający europejskiego standardu zielonych obligacji powinni (European Parliament, 2022, s. 5):

- przedstawić zobowiązanie do przestrzegania standardu;
- publikować rokrocznie raport z wykorzystania wpływów o zagregowanym wpływie na środowisko;
- poddawać dokumenty audytowi zewnętrznemu, przeprowadzonemu przez audytorów dopuszczonych do kontroli przez ESMA (European Securities and Markets Authority) – w stosunku do emitentów państwowych występuje ulga w postaci możliwości skorzystania z audytorów państwowych, którzy byłiby zwolnieni z systemu rejestracji przez ESMA.

Względem wypracowanego europejskiego standardu zielonych obligacji opracowano zestawienie potencjalnych zalet i wad, co zostało przedstawione w tabeli 4.3.

Tabela 4.3. Zalety i wady utworzenia europejskiego standardu zielonych obligacji wg Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego

Zalety	Wady
<ul style="list-style-type: none"> • Stworzenie powszechnego i wiarygodnego mechanizmu emitowania zielonych obligacji. • Znaczne ograniczenie asymetrii informacji. • Potencjalne korzyści reputacyjne dla emitentów. • Możliwość finansowania transferu działalności gospodarczej na bardziej zrównoważoną. • Ograniczenie niepewności co do klasyfikacji aktywów i wydatków jako zielone. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ryzyko wyższych kosztów kontroli zewnętrznej względem innych certyfikacji. • Ryzyko mniejszej grupy nabywców. • Ryzyko zbyt uciążliwych wymagań dla emitentów. • Ryzyko ograniczonej możliwości ujednoczenia jurysdykcji względem zielonych obligacji na świecie.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: (Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego, 2021).

Za główne zalety wypracowania standardu zielonych obligacji należy uznać zwiększenie wiarygodności ich emisji. Jego głównym celem jest ograniczenie asymetrii informacji pomiędzy emitentem a nabywcą instrumentu, zwiększenie przejrzystości wykorzystania środków z emisji. Główną obawą zaś jest ryzyko zbyt dużych restrykcji względem emisji zielonych obligacji zgodnie ze standardem europejskim. Restrykcje te mogą skutkować także wyższym kosztem zlecenia

audytu przez jednostkę zatwierdzoną przez ESMA. W efekcie europejski standard zielonych obligacji nie cieszyłoby się zainteresowaniem ze strony emitentów, którzy preferowaliby dotychczasowe standardy. Tym samym – europejski standard zielonych obligacji nie stałby się światowym złotym standardem i nie skutkowałby wprowadzeniem na świecie bardziej proekologicznych rozwiązań.

Podsumowanie

Zielone obligacje są instrumentem stosunkowo nowym, powstałym zaledwie 15 lat temu, w 2007 r. Z uwagi na swój nowy charakter regulacje dotyczące przebiegu emisji zielonych obligacji wciąż powstają. Dwoma dotychczas dominującymi standardami emisji zielonych obligacji były standardy International Capital Markets Association oraz Climate Bonds Initiative. Po raz pierwszy w historii rynku zielonych obligacji podejmowane są próby faktycznych regulacji prawnych tego rynku. Z inicjatywą wyszła Unia Europejska, proponując europejski standard zielonych obligacji. Założeniem UE jest wypracowanie złotego standardu dla zielonych obligacji, który będzie dobrowolny dla emitentów nie tylko z obszaru UE. Standard ten bazuje na dotychczasowych opracowaniach ICMA oraz CBI, wprowadzając jednak pewne zmiany, mając na celu dodatkowe zwiększenie przejrzystości emisji tego instrumentu. Porównanie wszystkich trzech standardów przedstawia tabela 4.4.

Tabela 4.4. Porównanie standardów emisji zielonych obligacji – ICMA, CBI oraz UE

Kryterium	Standard według		
	ICMA	CBI	UE
Dobrowolność	tak	tak	Tak
Zasięg	międzynarodowy	międzynarodowy	międzynarodowy
Zgodność projektów z taksonomią	nie	tak, taksonomia CBI	tak, taksonomia UE
Obowiązkowe raportowanie	tak	tak	Tak
Audyt zewnętrzny emisji	dobrowolny	obowiązkowy	obowiązkowy przez audytora zatwierdzonego przez EMSA
Występowanie ulg	nie	nie	tak, dla emitentów państwowych
Wiarygodność	najmniejsza	średnia	największa

Źródło: Opracowanie własne.

Podsumowując najważniejsze podobieństwa wszystkich trzech standardów należy zaznaczyć, że wszystkie są standardami dobrowolnymi, o zasięgu międzynarodowym, gdzie każdy standard zobowiązuje emitenta do rocznego raportowania wydatkowanych środków. Wszystkie trzy standardy zakładają także

ZIELONE FINANSE

wykorzystanie środków na projekty proekologiczne. Ich główną różnicą jest jednak zdefiniowanie tych projektów. O ile ICMA zostawia największą swobodę emitentom w wyborze projektu, o tyle CBI wprowadza już szczegółową taksonomię, które projekty kwalifikują się do finansowania. Taksonomię taką wprowadza także UE. Do różnic pomiędzy standardami należy także podejście względem audytu zewnętrznego poszczególnych emisji. Zgodnie ze standardem ICMA, audyt jest opcją dobrowolną emitenta. Zgodnie ze standardem CBI jest to już wymóg niezbędny do certyfikowania obligacji. Unia Europejska wprowadza z kolei jeszcze większe wymagania względem audytu – jest on obowiązkowy oraz może być przeprowadzony tylko przez podmioty zaakceptowane przez EMSA. Nieliczne poluzowania tej zasady są wprowadzone jedynie dla emitentów skarbowych. Z tego względu zakłada się, że europejski standard zielonych obligacji będzie tym najbardziej wymagającym dla emitenta, ale tym samym najbardziej zwiększającym wiarygodność emisji.

Pytaniem jest, czy europejski standard zielonych obligacji będzie cieszył się zainteresowaniem zarówno emitentów, jak i nabywców. Należy bowiem podkreślić, że dotychczas większość emisji zielonych obligacji odbywała się zgodnie ze standardem ICMA, czyli tym pozostawiającym najwięcej swobody dla emitenta. Dominacja ICMA nad CBI była spowodowana zarówno rygiorem standardu CBI, jak i kosztami z nim związanymi. Czy standard jeszcze bardziej wymagający oraz potencjalnie bardziej kosztowny, będzie interesował emitentów? Wydaje się, że odpowiedzią na to pytanie powinna być reakcja samych nabywców zielonych obligacji. Jeżeli europejski standard zielonych obligacji w istocie zniweluje dysproporcje informacyjne pomiędzy nabywcami a emitentami oraz zapewni większe bezpieczeństwo emisji, powinno to przełożyć się na zdecydowanie większe zainteresowanie nabywców europejskimi zielonymi obligacjami. Większe zainteresowanie nabywców powinno zaś zachęcać emitentów do wybierania europejskiego standardu zielonych obligacji.

Bibliografia

- Briefing. EU Legislation in Progress. European green bonds A standard for Europe, open to the world, European Parliament 2022.
- Climate Bonds Standard Version 3.0, Climate Bonds Initiative.
- Climate Bonds Taxonomy. September 2021, Climate Bonds Initiative, 2021.
- Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. The European Green Deal, COM/2019/640 final.
- Communication from the Commission: Action Plan for Energy Efficiency: Realising the Potential, Commission of the European Communities, COM(2006)545 final, Bruksela 2006.
- Green Bond Principles. Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds, International Market Association, June 2021 (with June 2022 Appendix 1).

Aleksandra Kultys-Grabowska Europejskie zielone obligacje – ich specyfika na tle...

Opinia Europejskiego Banku Centralnego z dnia 5 listopada 2021 r. w sprawie wniosku dotyczącego rozporządzenia w sprawie europejskich zielonych obligacji (CON/2021/30), Rocznik 65, 19 stycznia 2022.

Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego „Wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie europejskich zielonych obligacji, COM(2021) 391 final – 2021/0191 (COD).

Pawłowski M., Zielone obligacje rządowe, *Ekonomiczne Problemy Usług*, 2017, nr 4.

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

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego w sprawie europejskich zielonych obligacji, Komisja Europejska, COM(2021) 391 final.

The Green Bond Market in Europe 2018, Climate Bonds Initiative 2018.