

# Rozdział 3

Piotr Szczepankowski

## POŻYCZKI POWIĄZANE Z CZYNNIKAMI ESG W FINANSOWANIU ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU PRZEDSIĘBIORSTW

### Wprowadzenie

Problematyka zrównoważonego rozwoju i finansów nie jest zagadnieniem nowym. Jednakże stale pojawiające się kryzysy ekonomiczne, klimatyczne, energetyczne, demograficzne i inne, a także zwiększająca się heterogeniczność grup interesu, nowe regulacje dotyczące sprawowania zarządu i raportowania wyników spółek oraz rosnąca świadomość społeczna i oczekiwania interesariuszy w kwestii oddziaływania organizacji gospodarczych na otoczenie powodują stałe zainteresowanie zagadnieniami uwzględniania czynników środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego (ESG; *Environmental, Social, and Governance*) w strategiach przedsiębiorstw. Większe zainteresowanie ESG nastąpiło po przyjęciu w 2015 r. przez ONZ Celów Zrównoważonego Rozwoju. Choć zostały one określone na poziomie makro, to jednak przedsiębiorstwa uznano za główne podmioty zobowiązane do ich realizacji<sup>1</sup>. Ważnym wydarzeniem stymulującym rozwój rozwiązań w zakresie zrównoważonego rozwoju było również ratyfikowane w 2016 r. Porozumienie Klimatyczne UNFCCC (tzw. „Porozumienie paryskie”). Uważa się, iż oba wydarzenia spowodowały, że organizacje gospodarcze, a także rynki i instytucje finansowe zaczęły intensywnie poszukiwać mechanizmów i możliwości finansowania wdrażanych strategii zrównoważonego rozwoju.

Większy nacisk na zrównoważone finanse w ostatnich latach doprowadził do dynamicznego rozwoju rynku pożyczek i kredytów dla przedsiębiorstw powiązanych z ESG lub poszczególnymi obszarami ESG. Zalicza się do nich tzw. „zielone” instrumenty dłużne (obligacje – *green bonds*, pożyczki i kredyty – *green loans*), pożyczki przeznaczone na wewnętrzne i zewnętrzne cele społeczne działania przedsiębiorstw (*social loans*) oraz pożyczki powiązane z ogólnymi celami zrównoważonego rozwoju (*sustainable-linked loans*; dalej jako pożyczki SLL). Ten ostatni instrument finansowania pojawił się po raz

---

<sup>1</sup> Por. m.in. I. Montiel, A. Cuervo-Cazurra, J. Park, R. Antolín-López, B.W. Husted: *Implementing the United Nations’ Sustainable Development Goals in international business*. *Journal of International Business Studies* 2021, vol. 52, no. 5, pp. 999–1030; J.A. van Zanten, R. van Tulder: *Improving companies’ impacts on sustainable development: A nexus approach to the SDGs*. *Business Strategy and the Environment* 2021, vol. 30, no. 8, pp. 3703–3720.

pierwszy w 2017 r. w Europie Zachodniej i rok później w Stanach Zjednoczonych. Od czasu pandemii COVID-19 wzrosła liczba przedsiębiorstw korzystających z pożyczek SLL. Biorąc pod uwagę dostępne w bankach oraz funduszach prywatnych i publicznych środki finansowe przeznaczone na zrównoważony rozwój, można oczekiwać, że trend rozwoju tego rynku zostanie utrzymany w dającej się przewidzieć przyszłości.

Pożyczki SLL stały się w ciągu kilku lat ważnym segmentem globalnego rynku długu. Zaczęły wypierać z niego pozostałe instrumenty finansowania zrównoważonego<sup>2</sup>. Wpływ na tę tendencję miał fakt, iż środki pieniężne pozyskiwane z „zielonych” czy „społecznych” pożyczek mogą być wykorzystane jedynie na finansowanie podejmowanych przez przedsiębiorstwa odpowiednio projektów ekologicznych czy środowiskowych lub na wdrażanie polityki społecznej odpowiedzialności biznesu. Cechuje je zatem wysoki stopień celowości czy powiązania ze ściśle określonym, jednym z obszarów ESG. Korzystającym z pożyczek SLL nie narzuca się zaś żadnych ograniczeń w wykorzystaniu pozyskanych środków finansowych. Najważniejsze jest, aby zostały przeznaczone na finansowanie ogólnych potrzeb przedsiębiorstwa podejmującego wysiłki wdrażania praktyk zrównoważonego rozwoju odwołujących się do wszystkich lub wybranych kategorii ESG. Pożyczki SLL są więc zarówno częściowym substytutem, jak i uzupełnieniem pożyczek „zielonych” oraz „społecznych”.

Celem niniejszego rozdziału jest przybliżenie pożyczek SLL poprzez wyjaśnienie ich istoty i cech, a także ocenę kształtujących się praktyk w wykorzystaniu tego nowego instrumentu finansowania strategii zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw. Rozważania oparto na wynikach przeglądu nielicznej jeszcze literatury bezpośrednio poświęconej SLL oraz analizie danych z lat 2017–2022 o liczbie i wartości udzielonych w skali globalnej pożyczek przeznaczonych na zrównoważony rozwój przedsiębiorstw.

## Istota i cechy pożyczki SLL

W opublikowanym w lutym 2023 r. dokumencie pt. „Zasady pożyczek powiązanych ze zrównoważonym rozwojem” (*Sustainability-Linked Loan Principles*), stowarzyszenie „Loan Market Association” (LMA) doprecyzowano istotę SLL. Są nimi „wszelkiego rodzaju instrumenty dłużne – kredytowe, pożyczkowe, a także warunkowe (poręczenia, gwarancje, akredytywy), których charakterystyka ekonomiczna może się różnić w zależności od tego, czy zaciągający pożyczkę osiągnie ambitne, istotne, wymierne i z góry określone cele w zakresie zrównoważonego rozwoju (*Sustainability Performance Target*), których realizacja będzie mierzona za pomocą przyjętych kluczowych wskaźników efektywności (*Key Performance Indicators*; KPI)”<sup>3</sup>. Korzystającymi z pożyczek SLL mogą być wszelkiego typu przedsiębiorstwa i inne organizacje realizujące lub planujące wykonanie działań, które można powiązać z celami zrównoważonego rozwoju. Ze

<sup>2</sup> J.F. Koelbel, A.P. Lambillon: *Who pays for sustainability? An analysis of sustainability-linked bonds*. Swiss Finance Institute Research Papers 2022, no. 23–07.

<sup>3</sup> Loan Market Association: *Sustainability-linked loans principles*, 2023, <https://www.lsta.org/content/sustainability-linkedloan-principles-sllp/>, p. 2, (dostęp: 08.04.2024).

względem na kwoty przeznaczane na tego typu aktywności, udzielającymi pożyczek SLL są na ogół konsorcja bankowe.

Z tej dość szerokiej definicji wynikają podstawowe cechy pożyczki SLL. Są nimi:

- przeznaczenie środków finansowych na wskazane przez pożyczkobiorcę dowolne działania ukierunkowane na osiągnięcia wskazanych przez niego celów zrównoważonego rozwoju,
- coroczne ustalanie, uzupełnianie bądź korygowanie celów zrównoważonego rozwoju, które powinny wykraczać poza działania standardowe i pozostawać możliwe do uzyskania w pełnym okresie kredytowania,
- ustalenie kluczowych wskaźników efektywności (KPI) służących do okresowej oceny osiągnięć w realizacji wskazanych celów zrównoważonego rozwoju, co ma zachęcać pożyczkobiorców do przestrzegania i raportowania kwestii z zakresu ESG; wskaźniki KPI odgrywają istotną rolę w okresowej ocenie działań pożyczkobiorcy podejmowanych w związku z realizacją strategii zrównoważonego rozwoju; powinny uwzględniać istotne wyzwania środowiskowe, społeczne i związane z ładem korporacyjnym danego pożyczkobiorcy w powiązaniu z czynnikami ESG określonymi dla sektora gospodarczego jego działania,
- uzależnienie wysokości oprocentowania pożyczki od wyników cyklicznej oceny przyjętymi wskaźnikami KPI stopnia realizacji przyjętych celów zrównoważonego rozwoju.

Z podanych cech wynika, iż nie ma żadnych ograniczeń dla przedsiębiorstwa w wykorzystaniu pozyskanych środków finansowych z pożyczki SLL. Najważniejsze jest, aby były przeznaczane na działania w różnych obszarach ESG. Warunki udzielania pożyczek SLL (zwykle wysokość oprocentowania) będą się różnić w zależności od wyników pożyczkobiorcy z realizacji wcześniej określonych celów zrównoważonego rozwoju. Odpowiednie wskaźniki KPI oraz przyjęte cele zrównoważonego rozwoju obowiązują przez cały okres trwania pożyczki. Są negocjowane i ustalone pomiędzy pożyczkobiorcą i pożyczkodawcami, co podkreśla współpracę między zainteresowanymi stronami w procesie ustrukturalizowania konkretnej pożyczki. Zazwyczaj nie występują inne konsekwencje niż zwiększenie marży odsetkowej, jeśli pożyczkobiorca nie osiągnie założonych celów. Ich rodzaj i poziom zwykle zależy od sektora lub modelu biznesowego przedsiębiorstwa, ale powinien być mierzalny i zgodny z realizowaną długoterminową strategią zrównoważonego rozwoju.

W „Zasadach...” opracowanych przez „Loan Market Association” szczegółowo opisano pięć kluczowych wymogów, jakie musi spełniać pożyczka SLL. Pierwszym z nich jest ustalenie i podanie kluczowych wskaźników efektywności (KPI), które będą wykorzystywane w ocenie osiągnięć pożyczkobiorcy w realizacji strategii zrównoważonego rozwoju. Zaleca się, aby KPI nie tylko oceniały uzyskanie danego celu zrównoważonego rozwoju danego pożyczkobiorcy, ale także mogły być porównywane z wynikami innych przedsiębiorstw z sektora oraz służyły ocenie wpływu na społeczeństwo i środowisko naturalne.

Kolejnym z wymogów jest tzw. kalibracja celów zrównoważonego rozwoju. To proces obejmujący analizę porównawczą i okresowy przegląd przyjętych celów, prowadzony zarówno przez finansującego, jak i finansowanego. Istotne i mierzalne cele mogą mieć charakter:

- wewnętrzny, określony autonomicznie i dostosowany przez pożyczkobiorcę do prowadzonej działalności w zakresie zrównoważonego rozwoju, m.in. oparty na dotychczas raportowanych wynikach z zakresu ESG,
- zewnętrzny, gdzie wyniki pożyczkobiorcy są porównywane z innymi podmiotami z tego samego sektora działalności gospodarczej lub są oparte na ratingach ESG danego przedsiębiorstwa,
- mieszany.

Umowy pożyczek SLL muszą także zawierać klauzulę, dzięki której wyniki pożyczkobiorcy w realizacji poszczególnych celów są cyklicznie oceniane wcześniej ustalonymi KPI (na ogół raz do roku).

Najważniejszym wymogiem dla pożyczki SLL jest określenie mechanizmu powiązania wysokości marży odsetkowej od spełnienia przyjętych celów zrównoważonego rozwoju. Korekta marży odsetkowej ma bowiem służyć jako czynnik motywujący pożyczkobiorców do osiągania zrównoważonego rozwoju. Stopa oprocentowania pożyczki może być korygowana w dół lub w górę. O zastosowaniu obniżki (dyskonta) lub podwyższenia stopy oprocentowania (premii) decydują przede wszystkim wyniki pomiaru ustalonymi KPI stopnia realizacji przyjętych celów. Koszt pożyczki zostanie obniżony, gdy pożyczkobiorca spełni przyjęte cele w danym okresie, a zwiększony, gdy nie zostaną one osiągnięte. Można również ustalić okres, w którym korekta marży odsetkowej nie będzie miała zastosowania.

W początkowym okresie funkcjonowania rynku pożyczek SLL, korekta marży odsetkowej odbywała się wyłącznie w dół. Innymi słowy, nie było żadnych konsekwencji finansowych dla pożyczkobiorcy, jeśli nie osiągnął określonych i zaakceptowanych umową celów zrównoważonego rozwoju. Od 2021 r. coraz powszechniejszą praktyką są dwukierunkowe korekty kosztu pożyczki, co ma zapobiegać nadużyciom w nieprzeznaczaniu pozyskanych środków finansowych na pokrycie potrzeb związanych ze zrównoważonym rozwojem przedsiębiorstwa. Okazuje się również, iż większość pożyczkodawców zaczęło wprowadzać do umów klauzulę zwiększenia marży odsetkowej, ze względu na przekonanie, że nie powinni ponosić dodatkowych kosztów wdrażania przez organizacje gospodarcze zasad zrównoważonego rozwoju. Z analizy dotychczas udzielonych pożyczek SLL wynika, że korekta marży odsetkowej w górę lub dół nie jest wyższa niż 1 pkt. proc.<sup>4</sup>

Następnym wymogiem dla pożyczki SLL jest obowiązek cyklicznego raportowania przez pożyczkobiorcę stopnia realizacji w danym okresie ustalonych celów zrównoważonego rozwoju. Raport taki powinien obejmować aktualne informacje pozwalające pożyczkodawcy zarówno monitorować wyniki pożyczkobiorcy, jak i ustalić, czy cele pozostają nadal ambitne i właściwe w kontekście zmian zachodzących w otoczeniu społeczno-gospodarczym.

Ostatnim wymogiem jest weryfikacja przez audytora zewnętrznego realizacji przez pożyczkobiorcę celów zrównoważonego rozwoju. Audyt ten może przyjąć formę opinii albo szczegółowej oceny poszczególnych celów zrównoważonego rozwoju przyjętymi KPI. Powinien być przeprowadzony zarówno przed podpisaniem, jak i w trakcie obowiązywania umowy kredytowej, z tym że audyt wstępny jest jedynie rekomendowany. Obo-

<sup>4</sup> S. Kim, N. Kumar, J. Lee, J. Oh: *ESG lending*. Finance Working Paper 2022, no.817.

wiązkowa jest natomiast weryfikacja w każdym okresie trwania zobowiązania, co ma znaczenie dla wyniku oceny wykonania przez pożyczkobiorcę zaakceptowanych celów zrównoważonego rozwoju, prowadzącego do potencjalnej korekty marży odsetkowej.

Z przedstawionej charakterystyki SLL wynika, iż dostępność do tego źródła finansowania jest co do zasady nieograniczona. Praktycznie każdy cel i działanie, który można powiązać ze zrównoważonym rozwojem, z kilkuletnią perspektywą osiągnięcia, mogą zostać sfinansowane środkami z pożyczki SLL, o ile przedsiębiorstwo jest gotowe wziąć na siebie dodatkowe zobowiązania, zgodnie z najlepszymi praktykami rynkowymi wymaganymi przez pożyczkodawców.

Z dotychczasowych rozważań wynika również, iż pożyczki zrównoważone są narzędziem przejściowym, wspierającym pożyczkobiorcę w dążeniu do poprawy wyników w zakresie zrównoważonego rozwoju. Są dostępne dla wszystkich przedsiębiorstw, niezależnie od ich wielkości, formy organizacyjno-prawnej, sektora działania, lokalizacji lub poziomu zaawansowania w realizacji strategii zrównoważonego rozwoju. Będąc alternatywą tradycyjnych źródeł kapitału, pożyczki SLL zapewniają szereg korzyści zarówno pożyczkobiorcom, jak i pożyczkodawcom. Z punktu widzenia pożyczkobiorców można wskazać następujące korzyści wykorzystania tego źródła finansowania:

- wzmocnienie procesów zarządczych w organizacji poprzez skoncentrowanie strategii, systemów zarządzania i metod oceny ryzyka biznesowego na celach z zakresu zrównoważonego rozwoju,
- spełnienie obowiązku ujawniania informacji z zakresu ESG, co może doprowadzić do poprawy w średnim lub długim okresie wyniku wyceny przedsiębiorstwa i w konsekwencji wzrostu jego wartości rynkowej,
- możliwość wypromowania zrównoważonej działalności gospodarczej w otoczeniu społecznym i wśród interesariuszy,
- możliwość pozyskania środków finansowych na stosunkowo korzystnych warunkach, jeśli zostaną wskazane i osiągnięte przyjęte cele zrównoważonego rozwoju,
- różnicowanie źródeł finansowania i bazy kapitałodawców.

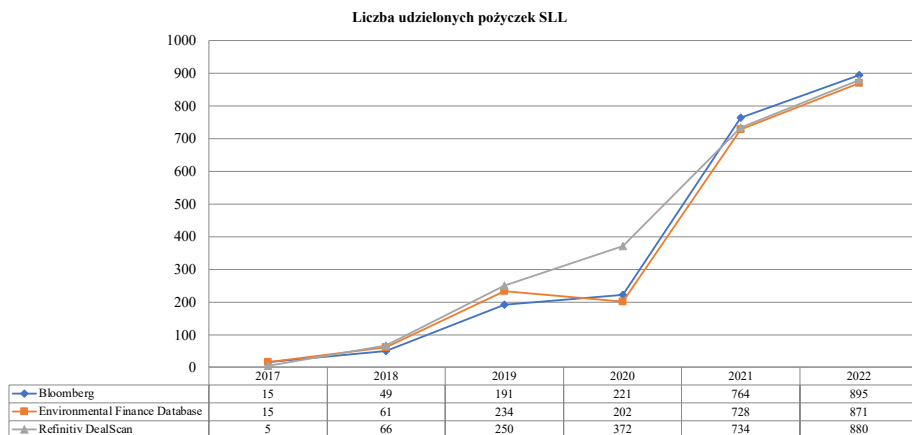
Podstawowymi korzyściami z punktu widzenia podmiotów udzielających pożyczek SLL są natomiast:

- budowanie kapitału klientów i kapitału relacyjnego poprzez wykazanie chęci większego zaangażowania we wspieranie zrównoważonego rozwoju gospodarki i jej podmiotów, co może skutkować wzrostem poparcia społecznego, zwiększeniem bazy klientów, co przełoży się na wzrost dochodów,
- wkład w rozwiązywanie współczesnych problemów społecznych i gospodarczych poprzez promocję zrównoważonego rozwoju,
- dostarczanie klientom innowacyjnych rozwiązań w zakresie finansowania, a także poznanie metod i technik włączania wyników z zakresu ESG do oceny ryzyka kredytowego.

## Charakterystyka rynku pożyczek SLL

Pożyczki SLL pojawiły się po raz pierwszy w 2017 r. w kilku krajach Unii Europejskiej (UE), a rok później w Stanach Zjednoczonych. Według S&P LCD LoanStats, w 2017 r. na kraje UE przypadło 93% udzielonych pożyczek SLL, przy 7% udziale w rynku krajów regionu APEC. W 2022 r. udział krajów UE wynosił już 58%, APEC 29%, przy udziale Stanów Zjednoczonych na poziomie 13%<sup>5</sup>.

Szczegółowe informacje o liczbie i wartości udzielonych w skali globalnej pożyczek SLL można odnaleźć zarówno w ogólnych, jak i specjalistycznych bazach danych finansowych, takich jak: Refinitiv DealScan, Bloomberg czy Environmental Finance Database<sup>6</sup>. Z danych przedstawionych na rysunkach 3.1 i 3.2 wynika, iż w poszczególnych bazach znajdują się nieco odmienne wielkości liczbowe dotyczące pożyczek udzielanych na cele zrównoważonego rozwoju, co jest skutkiem przede wszystkim różnic w stosowanych kryteriach zaklasyfikowania danego źródła finansowania przedsiębiorstw do określonej grupy oraz stosowanego kursu walutowego w momencie przeliczania wartości udzielanych pożyczek SLL na dolara amerykańskiego.



Rysunek 3.1. Liczba pożyczek SLL udzielonych w skali globalnej w latach 2017–2022

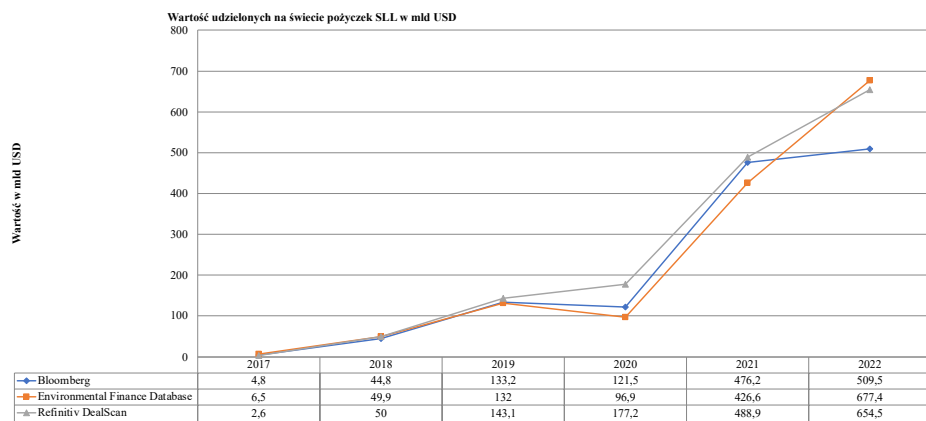
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych w: Refinitiv DealScan, <https://www.loanconnector.com/dealscan>; Bloomberg, <https://www.bloomberg.com>; Environmental Finance Database, <https://efdata.org/>

Mimo niewielkich różnic w danych, ogólny trend rozwoju rynku pożyczek SLL jest wyraźnie widoczny. Zarówno liczba, jak i wartości udzielonych pożyczek SLL rosły dynamicznie w przedstawionym przedziale, szczególnie od 2020 r. W analizowanym czasie udzielono w skali globalnej ogółem ponad 2 tysiące pożyczek SLL na łączną wartość ok. 1,5 bln USD. Na podstawie danych Bloomberg'a można wykazać, iż całkowita wartość udzielonych pożyczek SLL odnotowała w latach 2017–2022 CAGR na poziomie

<sup>5</sup> Houlihan Lokey: *An Introduction to Sustainability – Linked Loans*, 2013, p. 7.

<sup>6</sup> Refinitiv DealScan, <https://www.loanconnector.com/dealscan>; Bloomberg, <https://www.bloomberg.com>; Environmental Finance Database, <https://efdata.org/>

143,4%. Szacuje się, że pożyczki SLL stanowiły w 2022 r. ponad 12% globalnego rynku długu przedsiębiorstw<sup>7</sup>.



Rysunek 3.2. Wartość pożyczek SLL udzielonych w skali globalnej w latach 2017–2022 (w mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych w: Refinitiv DealScan, <https://www.loanconnector.com/dealscan>; Bloomberg, <https://www.bloomberg.com>; Environmental Finance Database, <https://efdata.org/>

Dalsza charakterystyka rynku pożyczek SLL zostanie oparta jedynie na danych Refinitiv DealScan. Uważa się bowiem, że są one najbardziej wiarygodne, ponieważ Refinitiv specjalizuje się w ocenie zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw i tworzeniu ratingów ESG. Ponadto na podstawie analizy umów kredytowych, korporacyjnych komunikatów prasowych, artykułów w prasie biznesowej oraz rozmów z pożyczkobiorcami i pożyczkodawcami, jednostka ta przypisuje udzielane pożyczki do dwóch segmentów rynku zrównoważonych kredytów, tj. przeznaczone na cele ESG czy zrównoważonego rozwoju (segment SLL) albo przeznaczone jedynie na cele ekologiczne bądź środowiskowe (segment *green loans*). Z bazy danych Refinitiv wykluczane są również wszystkie pożyczki, które nie miały ani daty ogłoszenia, ani zamknięcia w danym roku.

Z danych szczegółowych dostępnych w Refinitiv DealScan wynika, że od momentu pojawienia się pożyczek SLL na rynku długu, systematycznie obniżał się udział w zrównoważonych źródłach finansowania przedsiębiorstw innych instrumentów, głównie „zielonych” pożyczek (tabela 3.1). Od 2018 r. łączna wartość udzielonych pożyczek SLL, a od 2021 roku ich liczba, przewyższają odpowiednio wartość i liczbę pożyczek udzielanych na cele ekologiczne. Pozwala to stwierdzić, że już od momentu pojawienia się na rynku przeciętna jednostkowa wartość pożyczki SLL była kilkukrotnie wyższa od tej przeznaczonej na sfinansowanie tylko jednej grupy celów z zakresu ESG.

Refinitiv DealScan podaje również szczegółowe dane dla poszczególnych krajów i regionów świata. W celach porównawczych zostaną one przedstawione dla krajów UE (bez Wielkiej Brytanii przed 2020 r.) oraz Stanów Zjednoczonych. Do końca 2022 r. w krajach UE oraz Stanach Zjednoczonych udzielono łącznie 595 pożyczek SLL o sumarycznej wartości ponad 755 mld USD, co stanowiło 1/4 liczby i prawie połowę war-

<sup>7</sup> Bloomberg: *Incentivizing change with sustainability-linked loans*. December 2022.

tości wszystkich pożyczek przeznaczonych na zrównoważony rozwój udzielonych w analizowanym czasie w skali globalnej (tabela 3.2). Więcej pożyczek SLL udzielono ogółem przedsiębiorstwom w krajach UE niż w Stanach Zjednoczonych, a ich wartość wzrosła w krajach UE z 2 mld USD w 2017 r. i ok. 3 mld USD w Stanach Zjednoczonych w 2018 r., do ok. 124 mld USD w obu regionach świata w 2022 roku. Pod względem wartości pożyczek na cele zrównoważonego rozwoju Stany Zjednoczone uzyskały przewagę nad krajami UE w 2021 r.

Tabela 3.1. Liczba i wartość zrównoważonych pożyczek w skali globalnej w latach 2017–2022

Lata	Pożyczki SLL		Zielone pożyczki		Średnia wartość jednostkowa w mln USD	
	Liczba	Wartość w mld USD	Liczba	Wartość w mld USD	SLL	Green Loan
2017	5	2,6	101	9,5	520,0	94,1
2018	66	50,0	130	21,9	757,6	168,5
2019	250	143,1	263	46,3	572,4	176,1
2020	372	177,2	476	74,2	476,3	155,9
2021	734	488,9	259	56,3	666,1	217,4
2022	880	654,5	308	72,0	743,8	233,8
Razem	2307	1516,3	1537	280,2	657,3	182,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie: S. Kim, N. Kumar, J. Lee, J. Oh: ESG lending. Finance Working Paper 2022, no. 81. p. 42.

Tabela 3.2. Łączna liczba i wartość pożyczek SLL w krajach Unii Europejskiej i Stanach Zjednoczonych w latach 2017–2023

Lata	Unia Europejska		Stany Zjednoczone		Razem	
	Liczba	Wartość w mln USD	Liczba	Wartość w mln USD	Liczba	Wartość w mln USD
2017	5	2176,24	0	0	5	2176,24
2018	19	23 318,04	2	3050,00	21	26 368,04
2019	60	61 249,63	4	7025,36	64	68 274,99
2020	71	84 737,86	5	11 730,80	76	96 468,66
2021	135	141 462,22	76	172 776,84	211	314 239,06
2022	153	123 862,07	65	123 765,92	218	247 627,99
Razem	443	436 806,06	152	318 348,92	595	755 154,98

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych w: Refinitiv DealScan, <https://www.loanconnector.com/dealscan>

Od 2022 r. można zauważyć zahamowanie trendu dynamicznego wzrostu liczby, a nawet spadek wartości udzielanych pożyczek SLL w krajach UE i Stanach Zjednoczonych, co było spójne z ogólnym trendem spadkowym na światowym rynku długu



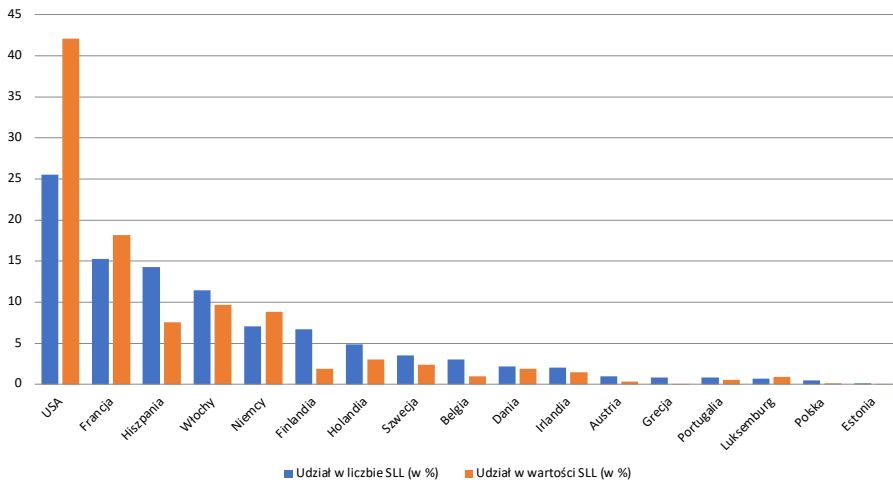
powstałym na skutek wzrostu inflacji powodującej zaostrzenie polityki pieniężnej, a następnie warunków kredytowania, rosnących kosztów zadłużenia i zmniejszenia się bazy pożyczkodawców. Obserwacja ta pozwala sądzić, iż jeśli znikną wskazane przesłanki ograniczające rozwój rynku pożyczek SLL, to w dającej się przewidzieć przyszłości nastąpi ponowny okres dynamicznego wzrostu ich liczby i wartości. Impulsem może stać się także wprowadzony w UE od 2024 r. obowiązek przygotowywania przez przedsiębiorstwa w ustandaryzowanym formacie raportów zrównoważonego rozwoju, traktowanych na równi ze sprawozdaniami i raportami finansowymi.

Tabela 3.3 przedstawia natomiast szczegółowe dane na temat liczby i wartości udzielonych pożyczek SLL w poszczególnych krajach UE oraz w Stanach Zjednoczonych. Z przygotowanego na ich podstawie rysunku 3.3 wynika, iż Stany Zjednoczone są zdecydowanym liderem w tym segmencie zrównoważonego rynku kredytowego, z ponad 25-procentowym udziałem w liczbie i ok. 42-procentowym udziałem w wartości udzielonych pożyczek SLL. Spośród państw UE najwyższy udział w liczbie zawartych umów na pożyczki przeznaczone na zrównoważony rozwój odnotowano we Francji (udział w rynku ponad 15%), Hiszpanii (ponad 14%) i Włoszech (ok. 11,5%).

Tabela 3.3. Liczba i wartość udzielonych pożyczek SLL w USA i poszczególnych krajach UE (łącznie za lata 2017–2022)

Kraj	Liczba SLL	Całkowita wartość pożyczek SLL (w mld USD)
USA	152	318,3
Francja	91	137,6
Hiszpania	85	57,1
Włochy	68	73,3
Niemcy	42	66,8
Finlandia	40	14,3
Holandia	29	22,8
Szwecja	21	18,1
Belgia	18	7,6
Dania	13	14,5
Irlandia	12	11,0
Austria	6	2,8
Grecja	5	0,6
Portugalia	5	4,1
Luksemburg	4	6,9
Polska	3	1,2
Estonia	1	0,2
Razem	595	757,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie: O. Dursun-de Neef, S. Ongena, G. Tsonkova: *Green versus sustainable loans. The impact on firms' ESG performance*, Swiss Finance Institute Research Paper Series 2023, No. 22–42, Table 2, p. 31; S. Kim, N. Kumar, J. Lee, J. Oh: *ESG lending*. Finance Working Paper 2022, No. 817, Table 1, p. 42; A. Auzepy, Ch. E. Barnier, F. Martin: *Are Sustainable-Linked Loans designed to effectively incentivize corporate sustainability? A framework for review*. Financial Management 2024, vol. 52, p. 650.



Rysunek 3.3. Udział w liczbie i wartości udzielonych pożyczek SLL przedsiębiorstw ze Stanów Zjednoczonych i poszczególnych krajów UE.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z tabeli 3.3.

W tabeli 3.4 przedstawiono z kolei dane dotyczące udzielonych pożyczek SLL w krajach UE i Stanach Zjednoczonych z podziałem na sektory działalności gospodarczej pożyczkobiorców, zgodnie z klasyfikacją „The Refinitiv Business Classification” (TRB-C)<sup>8</sup>. Widoczna jest szeroka dywersyfikacja sektorowa przedsiębiorstw korzystających z pożyczek SLL. Beneficjenci tego źródła finansowania nie są skoncentrowani – jak w przypadku „zielonych” pożyczek – jedynie w sektorach energetycznym i użyteczności publicznej, ale zaliczają się do podmiotów z sektora przemysłowego, wydobywczego, nowych technologii, nieruchomości oraz produkcji dóbr konsumpcyjnych i handlu<sup>9</sup>. Największą łączną liczbę pożyczek SLL udzielono w rozpatrywanym okresie w obu regionach świata przedsiębiorstwom działającym w sektorach: przemysłowym, użyteczności publicznej i nieruchomości, natomiast najmniejszą jednostkom gospodarczym z sektorów: energetycznego, farmaceutycznego i ochrony zdrowia oraz finansowego. Największym pod względem wartości beneficjentem pożyczek przeznaczonych na finansowanie celów zrównoważonego rozwoju są jednak, podobnie jak w przypadku „zielonych” pożyczek, przedsiębiorstwa z sektora użyteczności publicznej.

Jak wykazano w tabeli 3.5, zdecydowana większość środków finansowych pochodzących z pożyczek SLL (ponad 80%) jest przeznaczana na ogólne cele korporacyjne w zakresie realizacji strategii zrównoważonego rozwoju, co jest zgodne z istotą tego produktu finansowego<sup>10</sup>. Ponieważ pożyczki SLL można dostosować do potrzeb i strategii różnych przedsiębiorstw, to można jednoznacznie stwierdzić, iż są elastycznym i atrakcyjnym instrumentem finansowania.

<sup>8</sup> <https://www.lseg.com/en/data-analytics/financial-data/indices/trbc-business-classification>

<sup>9</sup> O. Dursun-de Neef, S. Ongena, G. Tsonkova: *Green versus sustainable Loans. The impact on firms' ESG performance*, Swiss Finance Institute Research Paper Series 2023, no. 22–42, Table 2–4, p. 31; A. Auzepy, Ch. E. Barnier, F. Martin: *Are Sustainable-Linked Loans...*, op. cit., p. 650.

<sup>10</sup> Ibidem.

Tabela 3.4. Liczba i wartość pożyczek SLL z podziałem na sektory działania przedsiębiorstw (kraje UE i USA za lata 2017–2022 ogółem)

Sektor	Liczba SLL	Procent SLL	Wartość SLL w mln USD
Przemysłu	106	17,82	124 093,55
Użyteczności publicznej	92	15,46	127 140,83
Nieruchomości	85	14,29	103 166,27
Produkcji dóbr konsumpcyjnych i handlu	84	14,12	89 574,33
Surowcowy i wydobywczy	75	12,61	69 331,60
Nowych technologii	46	7,73	94 092,35
Rolno-spożywczy	36	6,05	35 219,64
Energetyczny	31	5,21	45 337,04
Farmaceutyczny i ochrony zdrowia	24	4,03	33 065,02
Finansowy	16	2,69	29 715,46
<b>Razem</b>	<b>595</b>	<b>100,00</b>	<b>757 154,98</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. Auzepy, Ch. E. Barnier, F. Martin: Are Sustainable-Linked Loans designed to effectively incentivize corporate sustainability? A framework for review. Financial Management 2024, vol. 52, p. 650.

Tabela 3.5. Pożyczki SLL według celów ich przeznaczenia (kraje UE i USA za lata 2017–2022)

Przeznaczenie	Liczba SLL	Procent SLL
Ogólne cele korporacyjne	512	86,05
Refinansowanie	22	3,70
Kapitał obrotowy	21	3,53
Finansowanie przejęć	13	2,18
Wydatki inwestycyjne	13	2,18
Zakup środków transportowych	6	1,01
Zakup nieruchomości	5	0,84
Wykupy menedżerskie i wspomagane długiem	2	0,34
Project finance	1	0,17
<b>Razem</b>	<b>595</b>	<b>100,00</b>

Źródło: A. Auzepy, Ch. E. Barnier, F. Martin: Are Sustainable-Linked Loans designed to effectively incentivize corporate sustainability? A framework for review, Financial Management 2024, vol. 52, p. 650.

Z analizy przedstawionych danych ilościowych można wyciągnąć kilka wniosków. Na rozwój rynku pożyczek SLL wpłynęło kilka, następujących czynników:

1. Standaryzacja – rozwój rynku został przyspieszony, gdy w marcu 2019 r. zostały po raz pierwszy opublikowane „Zasady dotyczące pożyczek powiązanych ze zrównoważonym rozwojem”, opracowane wspólnie przez organizacje branży pożyczkowej obejmujące Europę, region Azji i Pacyfiku oraz Stany Zjednoczone, co pomogło w poprawie przejrzystości rynku pożyczek SLL.

2. Dostępność dla wszystkich zainteresowanych wprowadzaniem zasad zrównoważonego rozwoju – w przeciwieństwie do „zielonych” pożyczek, które wymagają od pożyczkobiorców wykorzystania pozyskanych środków na sfinansowanie konkretnego projektu ekologicznego, pożyczki SLL są przeznaczane na cele ogólne powiązane z różnymi czynnikami ESG; poszerzyło to znacznie potencjalny rynek i dało możliwość uczestniczenia w zrównoważonych finansach przedsiębiorstwom z różnych sektorów i będących na różnych etapach wdrażania strategii zrównoważonego rozwoju.
3. Korzyść reputacyjna, czyli efekt tzw. „zielonej aureoli” dotyczący zarówno pożyczkobiorcy, jak i pożyczkodawców.
4. Sygnał dla otoczenia, inwestorów i interesariuszy – zaciągnięcie pożyczki SLL stanowi wyraźny sygnał dla otoczenia, że przedsiębiorstwo poważnie podchodzi do kwestii zrównoważonego rozwoju, co może ułatwić przyszły dostęp do kolejnych źródeł finansowania inwestycji związanych z ESG.

## Cele zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw finansowane pożyczkami SLL

W czasach, gdy rosną obawy dotyczące stosowania przez różne podmioty gospodarcze praktyk „greenwashingu”<sup>11</sup>, niezwykle istotne jest uzyskanie większej jasności w kwestii, jakie działania podejmowane przez przedsiębiorstwa przyczyniają się do osiągnięcia celów zrównoważonego rozwoju<sup>12</sup>. Ważną cechą pożyczek SLL jest nie tylko konieczność określenia celów ESG, ale również przyporządkowanie im kluczowych wskaźników efektywności, które zostaną następnie wykorzystane do korekty stopy oprocentowania kredytu. Taka konstrukcja tego instrumentu finansowania ma za zadanie zmotywować jednostki gospodarcze do podejmowania większych wysiłków na rzecz zrównoważonego rozwoju i poprawy osiąganych w tym zakresie wyników. Liczba oraz różnorodność celów i powiązanych z nimi wskaźników KPI może również istotnie oddziaływać na przyszły poziom zainteresowania samym instrumentem dłużnym.

W 2024 r. opublikowano wyniki badania celów zrównoważonego rozwoju zawartych w ponad 360 umowach pożyczek SLL udzielonych w latach 2017–2022 przedsiębiorstwom europejskim i działającym w Stanach Zjednoczonych<sup>13</sup>. Dane empiryczne zostały zebrane ze stron internetowych oraz rocznych raportów zrównoważonego rozwoju poszczególnych pożyczkobiorców, a także od firm doradczych, agencji prowadzących ratingi ESG, z komunikatów prasowych i innych dokumentów.

<sup>11</sup> Greenwashing to próba stworzenia przez organizacje „zielonego” lub „zrównoważonego” wizerunku, w szczególności poprzez działania komunikacyjne i marketingowe, bez faktycznego systematycznego wdrażania odpowiednich działań zorientowanych na zrównoważony rozwój w ich działalności operacyjnej.

<sup>12</sup> R. Carrizosa, A. Ghosh: *Sustainability-linked loan contracting*. SSRN Working Paper 2023, no. 4103883.

<sup>13</sup> A. Auzepy, Ch.E. Barnier, F. Martin: *Are Sustainable-Linked Loans...*, op. cit., pp. 643–675.

Wykazano, iż łączna liczba występujących w pożyczkach SLL zarówno celów zrównoważonego rozwoju, jak i powiązanych z nimi KPI waha się od 1 do 5. W blisko 60% wszystkich analizowanych przypadków zostały podane trzy cele zrównoważonego rozwoju, na realizację których przedsiębiorstwa planowały wykorzystać środki pozyskane z pożyczki SLL. W grupie tej znalazły się przede wszystkim jednostki z sektora użyteczności publicznej. Jednym z możliwych wyjaśnień tej sytuacji są silniejsze wymagania regulacyjne odnoszące się do kwestii środowiskowych funkcjonowania przedsiębiorstw z tego sektora. Najmniejszą liczbę celów ESG (tylko jeden) zaobserwowano zaś w przypadku SLL udzielanych podmiotom z sektora nieruchomości.

Jednocześnie wykazano w badaniu dużą różnorodność w stosowanych wskaźnikach KPI przypisanych do danego celu. Rozstrzygnięcie to sugeruje, że przedsiębiorstwa starają się odnaleźć jak najmniej skomplikowany konstrukcyjnie wskaźnik, którym pozwoli im wykazać, że przyjęte cele zostały zrealizowane w stopniu pozwalającym na zredukowanie kosztu długu. Ponadto wykazano, że w większości badanych przypadków zarówno cele zrównoważonego rozwoju, jak i kluczowe wskaźniki efektywności ich osiągnięcia obejmują różne obszary ESG.

Tabela 3.6. Rozkład celów zrównoważonego rozwoju i powiązanych z nimi kluczowych wskaźników efektywności (KPI) w ramach trzech kryteriów ESG

Kategoria ESG	Udział w %
OCHRONA ŚRODOWISKA, w tym wskaźniki z zakresu:	58,43
Emisja i redukcja gazów cieplarnianych	33,33
Energia odnawialna	7,42
Zużycie energii	4,72
Gospodarka obiegu zamkniętego	3,24
Redukcja i eliminacja odpadów	2,83
Zużycie wody	2,56
Wykorzystanie zrównoważonych zasobów	2,43
Inwestycje w środowisko naturalne	1,21
Bioróżnorodność	0,67
SPRAWY SPOŁECZNE, w tym wskaźniki z zakresu:	23,75
Równouprawnienie zatrudnionych, przeciwdziałanie dyskryminacji i równość płci	8,50
Zasady BHP	6,07
Zrównoważone produkty i korzyści dla konsumentów	3,51
Odpowiedzialność i zaangażowanie społeczne	2,43
Zróżnicowane i zrównoważone łańcuchy dostaw	1,75
Szkolenie pracowników	1,48
ŁAD KORPORACYJNY, w tym wskaźniki z zakresu:	1,35

Kategoria ESG	Udział w %
Etyka biznesu	1,35
Inne wskaźniki z zakresu ESG, w tym:	16,46
Ratingi ESG	9,45
Inne oceny ESG lub certyfikaty ESG	7,02
RAZEM	100,00

Źródło: A. Auzepy, Ch. E. Barnier, F. Martin: Are Sustainable-Linked Loans designed to effectively incentivize corporate sustainability? A framework for review. *Financial Management* 2024, vol. 52, p. 652.

Jak wynika z danych przedstawionych w tabeli 3.6, przy ustalaniu celów zrównoważonego rozwoju, a następnie powiązanych z nimi wskaźników KPI, przedsiębiorstwa korzystające z pożyczek SLL większy nacisk kładą na wykorzystanie środków finansowych na działania z zakresu ochrony środowiska (blisko 60% przypadków). Zdecydowanie mniej wskazanych celów dotyczy obszarów: społecznego (ok. 24%) oraz ładu korporacyjnego (mniej niż 2%). Jednym z możliwych wyjaśnień tej obserwacji może być fakt, że zarówno jednostki gospodarcze, jak i ich interesariusze większą wagę w zakresie realizacji strategii zrównoważonego rozwoju przywiązują do odpowiedzialności przedsiębiorstw za środowisko naturalne<sup>14</sup>. W rezultacie korzystający z pożyczek SLL odczuwają silny zewnętrzny bodziec do wyznaczania wskaźników efektywności środowiskowej. W obrębie tego kryterium ESG około 1/3 wszystkich celów i powiązanych z nimi KPI mieści się w kategorii „emisja i redukcja gazów cieplarnianych”, a więc odnosi się do problematyki oddziaływania przedsiębiorstw na zmiany klimatu<sup>15</sup>.

Należy także zauważyć, że znaczna część wskaźników KPI zawartych w umowach pożyczek SLL została powiązana z ratingami ESG tworzonymi przez wyspecjalizowane agencje ratingowe. Uczestnicy rynku pożyczek powiązanych ze zrównoważonym rozwojem uwzględniają ratingi ustalone przez maksymalnie trzy różne agencje, chociaż większość korzysta tylko z jednej oceny. Zauważono również, iż wraz z upływem czasu zmniejszała się liczba pożyczek SLL opartych na wyniku oceny ratingowej jako wskaźniku efektów z realizacji celów zrównoważonego rozwoju. Tendencja ta wynika prawdopodobnie z faktu braku przejrzystej metodologii leżącej u podstaw konstrukcji poszczególnych ratingów ESG<sup>16</sup>.

W opisywanym badaniu przedstawiono również wyniki rozkładu celów zrównoważonego rozwoju z poszczególnych kategorii ESG oraz odpowiadających im KPI na sektory działania podmiotów zaciągających pożyczki SLL (tabela 3.7). Najwyższy odsetek celów i KPI z obszaru czynników środowiskowych był wskazywany przez pożyczkobiorców z sektorów użyteczności publicznej, przemysłowego oraz produkcji dóbr konsumpcyjnych.

<sup>14</sup> E. Ilhan, P. Krueger, Z. Sautner, L.T. Starks: *Climate risk disclosure and institutional investors*. The Review of Financial Studies 2023, vol. 36(7), pp. 2617–2650; P. Krueger, Z. Sautner, L.T. Starks: *The importance of climate risks for institutional investors*. The Review of Financial Studies 2020, vol. 33(3), pp. 1067–1111.

<sup>15</sup> M. Loumiotis, G. Serafeim: *The issuance and design of sustainability-linked loans*. Harvard Business School Working Paper 2022, no. 23–027; R. Carrizosa, A. Ghosh: *Sustainability-linked loan...*, op. cit.

<sup>16</sup> F. Berg, J.F. Köbel, R. Rigobon: *Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings*. Review of Finance 2022, vol. 26(6), pp. 1315–1344.

cyjnych, a najmniejszy dla jednostek z sektorów finansowego oraz farmaceutycznego i ochrony zdrowia. Cele z obszaru społecznego dominują zaś w przypadku przedsiębiorstw z sektorów przemysłowego i nowych technologii, a powiązane z łańcem korporacyjnym występują jedynie w trzech sektorach: finansowym, użyteczności publicznej oraz energetycznym. Większość KPI opartych na ocenach ratingowych w zakresie ESG można natomiast znaleźć dla SLL udzielanych jednostkom gospodarczym z sektora nieruchomości i przemysłowego.

Tabela 3.7. Rozkład kluczowych celów zrównoważonego rozwoju z poszczególnych obszarach ESG w obrębie sektorów działania przedsiębiorstw finansowanych pożyczkami SLL (w %)

Sektor	Obszar środowiskowy	Obszar społeczny	Obszar ładu korporacyjnego	Wszystkie ESG
Surowcowy i wydobywczy	12,93	10,23	0,00	16,39
Dóbr konsumpcyjnych i handlu	14,55	15,91	0,00	11,48
Rolno-spożywczy	8,78	6,25	0,00	7,38
Energetyczny	4,16	3,41	20,00	3,28
Finansowy	1,39	4,55	40,00	1,64
Farmaceutyczny i ochrony zdrowia	2,31	6,25	0,00	2,46
Przemysłowy	16,86	21,02	0,00	18,85
Nieruchomości	10,16	3,41	0,00	23,77
Nowych technologii	9,70	17,05	0,00	5,74
Użyteczności publicznej	19,71	11,93	40,00	9,02
Razem	100,00	100,00	100,00	100,00

Źródło: A. Auzepy, Ch. E. Barnier, F. Martin: Are Sustainable-Linked Loans designed to effectively incentivize corporate sustainability? A framework for review. *Financial Management* 2024, vol. 52, p. 652.

Z wyników omawianego badania można wnioskować, że odpowiednio dobrane cele i wskaźniki efektywności pomiaru ich osiągnięcia mają istotne znaczenie strategiczne dla przedsiębiorstw korzystających z pożyczek SLL i najczęściej odnoszą się do dość powszechnie znanych, ale co ważniejsze, różnorodnych celów w zakresie zrównoważonego rozwoju. Sugeruje to, że jednostki gospodarcze wykorzystują środki finansowe z pożyczki SLL przede wszystkim na potrzeby przyspieszenia wdrażania polityki zrównoważonego rozwoju i włączania celów ESG w całościową działalność biznesową. Warto ponadto odnotować, iż zdecydowana większość udzielanych pożyczek SLL jest powiązana z mierzalnymi i obiektywnie wymiernymi wskaźnikami KPI, które umożliwiają pożyczkodawcom łatwe śledzenie wyników przedsiębiorstw w kontekście postępów w osiągnięciu celów zrównoważonego rozwoju. Sądzić zatem należy, że udzielający pożyczek SLL zawierają tak skonstruowane umowy, aby pożyczkobiorcy nie musieli podejmować zbyt ambitnych i nadmiernie trudnych wyzwań wprowadzania ulepszeń w obszarach ESG, co mogłoby nie zapewnić im możliwości obniżenia stopy oprocentowania długu. Trzeba jednak zaznaczyć, że obie strony umowy kredytowej powinni w tym zakresie wykazać należytą staranność, aby nie wzbudzać podejrzeń stosowania praktyk „greenwashingu”.

## Podsumowanie

Wykazano, iż możliwości, jakie niosą ze sobą pożyczki SLL, mogą być impulsem do rzeczywistego wdrożenia strategii zrównoważonego rozwoju w danej organizacji gospodarczej. Jedną z potencjalnych motywacji do skorzystania z pożyczek SLL jest bowiem potrzeba wzmocnienia przyjętej przez przedsiębiorstwo strategii zrównoważonego rozwoju poprzez osadzenie podejmowanych działań z zakresu ESG także w polityce finansowej<sup>17</sup>. Uwzględniając kwestie ESG w umowach kredytowych, przedsiębiorstwa zobowiązują się do realizacji celów zrównoważonego rozwoju, za osiągnięcie których są na bieżąco rozliczane i mogą uzyskać dodatkowe korzyści finansowe z tego tytułu. Jest to prawdopodobnie główna siła napędowa dotychczasowego rozwoju rynku pożyczek SLL.

Chęć skorzystania z pożyczki SLL umożliwi również przedsiębiorstwom regularną współpracę z pożyczkodawcami i doradztwo w kwestiach związanych z raportowaniem i analizą wyników z zakresu zrównoważonego rozwoju, co jest istotne w sytuacji wprowadzonego obowiązku przygotowywania raportów pozafinansowych (zintegrowanych). Ponadto, przed podpisaniem umowy kredytowej pożyczkobiorcy są zobowiązani do zasięgnięcia zewnętrznej, niezależnej opinii ekspertów w sprawie wyboru kluczowych wskaźników oceny efektywności działania w zakresie ESG, co powoduje wzmocnienie i uwiarygodnienie ogólnej strategii zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstwa. Wynika z tego kolejna możliwa motywacja do skorzystania z pożyczki SLL. Jest nią próba zasygnalizowania szerszej grupie interesariuszy zaangażowania przedsiębiorstwa w kwestie zrównoważonego rozwoju. Biorąc pod uwagę fakt, iż interesariusze nie zawsze dysponują wystarczającą ilością informacji, aby poprawnie oceniać zaangażowanie danej jednostki w realizację celów ESG, zaciągnięcie pożyczki SLL stwarza szanse na zniwelowanie poziomu asymetrii informacji<sup>18</sup>.

Z punktu widzenia pożyczkodawców udzielenie pożyczki SLL jest motywowane potrzebą ograniczenia zarówno ryzyka finansowego, jak i utraty reputacji czy wiarygodności, związanych z niewłaściwymi praktykami w zakresie zrównoważonego rozwoju stosowanymi przez pożyczkobiorców. Ponadto SLL stanowią szczególnie atrakcyjny instrument finansowania tych przedsiębiorstw, które wcześniej były wykluczone ze zrównoważonego finansowania ze względu na charakter prowadzonej działalności gospodarczej. Brak wymogów dotyczących wykorzystania środków na konkretny cel zapewnia bowiem, że pożyczki SLL nie ograniczają się jedynie do przedsiębiorstw realizujących konkretne projekty, np. przyjazne środowisku. Mogą być wykorzystywane w szerszym zakresie organizacji zaliczanych do różnych sektorów gospodarczych, a także do wielu różnych celów zrównoważonego rozwoju.

Wreszcie korekty w koszcie kapitału również motywują do skorzystania z pożyczki SLL. W przypadku pożyczek konwencjonalnych dłużnicy płacą zazwyczaj wierzycielom oprócz stawki referencyjnej także marżę odsetkową ustaloną na podstawie oceny ryzyka kredytowego. W przypadku pożyczek SLL marża ta jest dodatkowo korygowana

<sup>17</sup> K. Du, J. Harford, D. Shin: *Who benefits from sustainability-linked loans?*. European Corporate Governance Institute Working Paper 2023, no. 917.

<sup>18</sup> C. Flammer: *Corporate green bonds*. *Journal of Financial Economics* 2021, no. 142(2), pp. 499–516.



o z góry określoną wielkość, aby odzwierciedlić oceniane co roku postępy pożyczkobiorcy w odniesieniu do jednego lub większej liczby kluczowych wskaźników efektywności (KPI) odnoszących się do czynników ESG<sup>19</sup>.

Na zakończenie należy stwierdzić, iż mimo istnienia wielu korzyści, pożyczki SLL niosą ze sobą ryzyko zarówno dla pożyczkobiorców, jak i pożyczkodawców. W szczególności zwraca się uwagę na fakt, że pozyskane środki mogą zostać wykorzystane do finansowania niepożądanych praktyk „greenwashingu” lub niezbyt ambitnych celów zrównoważonego rozwoju. Może to powodować wątpliwość utrzymania dotychczasowego, pozytywnego trendu rozwoju rynku tego dość młodego, dłużnego instrumentu finansowania działalności przedsiębiorstw.

---

<sup>19</sup> M. Loumiot, G. Serafeim: *The issuance and design of...*, op. cit.

